

三只松鼠 (300783.SZ)

三生万物生态大会：打破边界，全域拓展

事件。三只松鼠 5 月 20 日在上海召开“2025 三生万物生态大会”，发布新品类拓展及新渠道布局规划。

打破边界，全面拓展。三只松鼠在 2019 年首次达成 120 亿含税收入，是流量红利背景下从 0 到 1 的发展结果，当前用 3 年时间重回 120 亿含税收入，是从 1 到 10 的发展突破，其中松鼠在供应链各个环节打磨提效，并形成网络化组织，实现极致价格力，在此基础上，实现品类拓展，从坚果到零食再到全品类，以及渠道拓展，从线上走向线下，再尝试打造一分利便利店、全品类自有品牌生活馆等业态。当前的松鼠正在打破原本自身的品牌及产品边界，构建“制造、品牌、零售”一体化超级供应链，背后是内部高效组织管理及供应链体系，面向的是更广泛的市场空间和机遇。

坚果零食持续深耕，多品类赛道延伸布局。品类维度，三只松鼠在坚果品类已打造核心心智，零食正构建上游供应链拓展渠道布局，当前进一步拓展饮料、日化、婴童用品、宠物食品、米面粮油、水果生鲜等多品类布局。2024 年三只松鼠坚果已实现营收 53.7 亿元，占比 50.5%，在年节坚果礼以及性价比大单品的打造方面都卓有成效，今年拓展大满罐装坚果，持续推新巩固品类心智。面对零食品类更广阔的赛道，松鼠加速推新，推进线下分销日销品产品体系，自建供应链，支撑大单品规模效应。当前松鼠打破坚果+零食边界，进一步拓展更丰富的品类赛道。4 月推新饮料系列，以性价比模式重塑品类机遇，当前已打造部分大单品，未来将进一步拓展经销商覆盖及渠道铺市。拓展米面粮油及水果生鲜，布局全食品品类。并且走出食品边界，推新日化、婴童用品、宠物食品及用品领域，其中日化涵盖核心卫生巾、纸巾、洗衣液等品类；婴童用品由“小鹿蓝蓝”延伸子品牌“小鹿蓝蓝 CARE”，打造婴幼儿柔湿巾等专业婴童用品；宠物子品牌“金牌奶爸”已上架猫狗主粮、零食及用品。

D+N 模式重回百亿，拓展线下打开空间。渠道维度，三只松鼠在电商红利支撑下完成百亿营收的打造，靠抖音的成功在折戟之后重回百亿，当前从线上走向线下，重点拓展分销布局，同时尝试一分利便利店、全品类自有品牌生活馆的打造。2024 年三只松鼠的抖音渠道实现营收 21.9 亿，同比+81.7%，有力支撑收入规模提升，同时抖音作为品宣阵地有力引领产品宣传，带动其他线上线下平台增长。分销自 24H2 大力推进招商及产品打造，当前已实现阶段性成果，拓展饮料之后也将成为分销的新的驱动力。一分利便利店定位社区小店改造，缩短中间流通环节链路实现终端性价比，在新兴渠道快速发展背景下，给予传统渠道变革方向。全品类生活馆以自有品牌切入更多品类，打造生活超市新业态。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营收分别同比+25.2%/+24.9%/+19.7%至 133.0/166.1/198.9 亿元，归母净利润分别同比+10.2%/+33.3%/+25.5%至 4.5/6.0/7.5 亿元，看好公司线下市场拓展带来的成长性，以及零售变革远期催化，维持“买入”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期，新品类拓展不及预期，市场竞争加剧。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,115	10,622	13,303	16,612	19,890
增长率 yoy（%）	-2.4	49.3	25.2	24.9	19.7
归母净利润（百万元）	220	408	449	599	751
增长率 yoy（%）	69.9	85.5	10.2	33.3	25.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.55	1.02	1.12	1.49	1.87
净资产收益率（%）	8.7	14.4	14.2	16.5	17.9
P/E（倍）	54.8	29.6	26.8	20.1	16.0
P/B（倍）	4.8	4.3	3.8	3.3	2.9

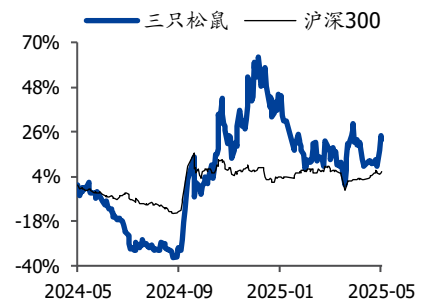
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
05 月 21 日收盘价（元）	30.05
总市值（百万元）	12,050.05
总股本（百万股）	401.00
其中自由流通股（%）	69.72
30 日日均成交量（百万股）	22.30

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号：S0680524060005

邮箱：wanglingyao@gszq.com

相关研究

- 《三只松鼠 (300783.SZ)：春节错期阶段承压，线下分销重要提级》 2025-04-29
- 《三只松鼠 (300783.SZ)：营收重回百亿，发行 H 股支撑海外拓展》 2025-03-28
- 《三只松鼠 (300783.SZ)：百亿目标顺利达成，线下分销势能强劲》 2025-01-22

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4327	5248	6171	7229	8527
现金	328	866	1157	1668	2166
应收票据及应收账款	594	560	591	692	773
其他应收款	18	42	55	60	66
预付账款	117	213	253	316	378
存货	1388	2083	2531	2810	3361
其他流动资产	1883	1483	1583	1683	1783
非流动资产	1216	1519	1507	1501	1454
长期投资	21	25	25	25	25
固定资产	507	843	836	808	741
无形资产	113	113	118	123	123
其他非流动资产	574	538	528	545	565
资产总计	5543	6767	7677	8730	9982
流动负债	2760	3782	4320	4893	5552
短期借款	300	360	310	260	260
应付票据及应付账款	1548	2097	2250	2459	2731
其他流动负债	912	1325	1760	2174	2562
非流动负债	269	150	177	205	230
长期借款	125	0	25	50	75
其他非流动负债	144	150	152	155	155
负债合计	3029	3932	4497	5098	5783
少数股东权益	0	8	8	8	8
股本	401	401	401	401	401
资本公积	514	535	541	541	541
留存收益	1639	1897	2236	2687	3254
归属母公司股东权益	2514	2827	3172	3624	4191
负债和股东权益	5543	6767	7677	8730	9982

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	334	602	335	564	481
净利润	220	407	449	599	751
折旧摊销	95	121	61	78	77
财务费用	11	11	10	9	9
投资损失	-54	-49	-88	-110	-131
营运资金变动	80	113	-25	75	-140
其他经营现金流	-17	-3	-73	-88	-85
投资活动现金流	-280	95	111	126	186
资本支出	-68	-264	65	46	85
长期投资	-265	379	0	0	0
其他投资现金流	54	-20	47	80	101
筹资活动现金流	100	-156	-156	-179	-169
短期借款	250	60	-50	-50	0
长期借款	-74	-125	25	25	25
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	45	21	6	0	0
其他筹资现金流	-121	-112	-137	-154	-194
现金净增加额	153	539	290	511	498

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7115	10622	13303	16612	19890
营业成本	5455	8046	10124	12646	15124
营业税金及附加	45	52	67	83	99
营业费用	1238	1868	2512	3100	3692
管理费用	227	221	265	313	352
研发费用	25	28	40	50	60
财务费用	6	7	-7	-14	-24
资产减值损失	-14	-20	1	1	0
其他收益	116	55	133	166	199
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	49	88	110	131
资产处置收益	-1	2	11	13	0
营业利润	278	484	534	724	917
营业外收入	41	58	70	80	90
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	314	537	599	799	1002
所得税	94	130	150	200	250
净利润	220	407	449	599	751
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	408	449	599	751
EBITDA	334	564	653	863	1055
EPS (元/股)	0.55	1.02	1.12	1.49	1.87

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.4	49.3	25.2	24.9	19.7
营业利润(%)	56.7	74.1	10.3	35.5	26.7
归属母公司净利润(%)	69.9	85.5	10.2	33.3	25.5
获利能力					
毛利率(%)	23.3	24.2	23.9	23.9	24.0
净利率(%)	3.1	3.8	3.4	3.6	3.8
ROE(%)	8.7	14.4	14.2	16.5	17.9
ROIC(%)	5.5	10.0	12.1	14.4	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	58.1	58.6	58.4	57.9
净负债比率(%)	9.2	-12.0	-21.1	-33.1	-39.9
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.7	1.8	2.0	2.1
应收账款周转率	14.4	18.4	23.1	25.9	27.1
应付账款周转率	4.2	4.4	4.7	5.4	5.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	1.12	1.49	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.50	0.83	1.41	1.20
每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.05	7.91	9.04	10.45
估值比率					
P/E	54.8	29.6	26.8	20.1	16.0
P/B	4.8	4.3	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	22.4	25.6	17.4	12.6	9.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 21 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com