

三只松鼠 (300783.SZ)

淡季利润承压，分销顺利拓展

事件：三只松鼠 25H1 公司实现营收 54.8 亿元，同比+7.9%，归母净利润 1.4 亿元，同比-52.2%，扣非净利润 0.5 亿元，同比-77.8%。其中 25Q2 营收 17.5 亿元，同比+22.8%，归母净利润-1.0 亿元，扣非净利润-1.1 亿元。

D+N 战略延续，分销亮眼高增。25H1 公司营收同比+7.9%至 54.8 亿元，其中 Q1 受春节错峰影响增速相对放缓“D+N”全渠道体系、线下分销多品类拓展顺利实现营收提速。分渠道看，25H1 线上渠道营收同比+5.0%至 43.0 亿元，其中抖音/天猫/京东营收分别同比+20.8%/+18.6%/+1.9%至 14.8/8.8/8.1 亿元，抖音作为品宣、测新、销售阵地，公司聚焦资源，以短视频为重点进行打造，H1 延续快速增长趋势。线下分销业务营收同比+40.2%至 9.4 亿元，公司加强分销业务拓展，打造瓜子等爆款产品，试水饮料品类，拓展经销商覆盖度，实现分销高速增长。线下门店 450 家，实现营收 1.9 亿元，其中国民零食店 353 家，实现营收 1.8 亿元，松鼠以差异化路径打造品牌零食社区业态，并洞察即时零售新机遇，探索自有品牌生活馆。分品类看，坚果/烘焙/综合品类营收分别同比-1.0%/+12.0%/+49.7%至 27.3/6.8/14.0 亿元，公司实现“高端性价比”后，复用新品打造经验，基于坚果心智延伸打造瓜子、花生等品类，试水乳饮饮料，孵化方便速食、健康轻食、中式滋补等多个子品牌。

渠道拓展关键阶段，费投增加拖累利润。25H1 公司毛利率同比-0.8pct 至 25.1%，销售/管理费用率分别同比+2.8/+0.9pct 至 20.4%/2.8%，净利率同比-3.2pct 至 2.5%，在线上流量费率增加、线下拓展市场阶段，盈利能力面临一定压力。25Q2 公司毛利率同比-0.3pct 至 21.6%，坚果成本上涨形成一定压力，公司自有零食生产线陆续投产，预计后续坚果及零食自产比例提升，将从供应链环节释放利润空间；销售费用率同比+3.1pct 至 24.2%，与线上费率增加以及线下分销拓展关键阶段增加费用投放相关，管理费用率同比+1.6pct 至 5.2%，主因折旧摊销增加，最终 25Q2 净利率同比-4.6pct 至-5.9%，Q2 淡季形成一定亏损，预计后续伴随日销占比提升、零食销售增长、产能利用率均衡，淡季收入提升，有望平滑季度间利润波动。

高端性价比战略清晰，分销拓展意义深远。松鼠以“高端性价比”战略牵引，构建“一品一链”供应链体系，实现“全品类、全渠道”战略布局，探索出新消费环境下，零食公司生存之道。虽然短期业绩有所承压，但是拓展分销、布局零食水饮，将带动公司打开线下市场空间，平滑淡旺季营收，长期意义深重。当前供应链体系逐步落地，后续将从后端供应链维度赋能前端“高端性价比”战略，支撑品质保障及利润率提升。

投资建议：我们认为三只松鼠渠道拓展持续兑现，但性价比战略与渠道费投对利润形成压制，短期利润相对承压。预计 2025-2027 年公司营收分别同比+15.2%/+18.5%/+15.4%至 122.4/145.1/167.4 亿元，归母净利润分别同比-30.3%/+37.7%/+33.4%至 2.8/3.9/5.2 亿元，维持“买入”评级。

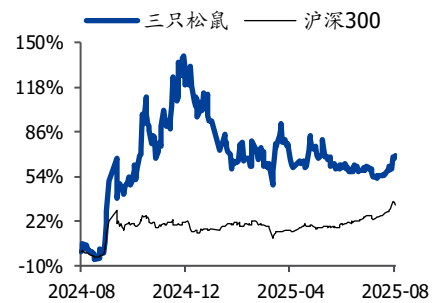
风险提示：分销拓展不及预期、线上流量费率大幅增加、原材料价格大幅上升。

买入（维持）

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
08月27日收盘价(元)	28.18
总市值(百万元)	11,318.83
总股本(百万股)	401.66
其中自由流通股(%)	69.77
30日日均成交量(百万股)	12.00

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)：三生万物生态大会：打破边界，全域拓展》 2025-05-22
- 《三只松鼠(300783.SZ)：春节错峰阶段承压，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

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,115	10,622	12,241	14,506	16,741
增长率 yoy (%)	-2.4	49.3	15.2	18.5	15.4
归母净利润 (百万元)	220	408	284	391	522
增长率 yoy (%)	69.9	85.5	-30.3	37.7	33.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.55	1.02	0.71	0.97	1.30
净资产收益率 (%)	8.7	14.4	9.3	11.6	13.9
P/E (倍)	51.5	27.8	39.8	28.9	21.7
P/B (倍)	4.5	4.0	3.7	3.4	3.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

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	5876	6517	7398
现金	328	866	1137	1450	1765
应收票据及应收账款	594	560	544	604	651
其他应收款	18	42	51	52	56
预付账款	117	213	233	276	318
存货	1388	2083	2328	2451	2825
其他流动资产	1883	1483	1583	1683	1783
非流动资产	1216	1519	1409	1403	1356
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	430	447	467
资产总计	5543	6767	7285	7920	8754
流动负债	2760	3782	4033	4345	4761
短期借款	300	360	310	260	260
应付票据及应付账款	1548	2097	2069	2145	2296
其他流动负债	912	1325	1654	1940	2205
非流动负债	269	150	175	203	228
长期借款	125	0	25	50	75
其他非流动负债	144	150	150	153	153
负债合计	3029	3932	4208	4548	4988
少数股东权益	0	8	8	8	8
股本	401	401	402	402	402
资本公积	514	535	562	562	562
留存收益	1639	1897	2111	2406	2800
归属母公司股东权益	2514	2827	3069	3364	3758
负债和股东权益	5543	6767	7285	7920	8754

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	150	329	262
净利润	220	407	284	391	522
折旧摊销	95	121	61	78	77
财务费用	11	11	10	9	9
投资损失	-54	-49	-81	-96	-110
营运资金变动	80	113	-60	34	-151
其他经营现金流	-17	-3	-65	-88	-85
投资活动现金流	-280	95	195	112	165
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	130	66	80
筹资活动现金流	100	-156	-73	-128	-112
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	1	0	0
资本公积增加	45	21	27	0	0
其他筹资现金流	-121	-112	-76	-103	-137
现金净增加额	153	539	271	313	315

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7115	10622	12241	14506	16741
营业成本	5455	8046	9313	11030	12714
营业税金及附加	45	52	61	73	84
营业费用	1238	1868	2429	2830	3184
管理费用	227	221	309	350	395
研发费用	25	28	37	44	50
财务费用	6	7	-7	-13	-20
资产减值损失	-14	-20	1	1	0
其他收益	116	55	122	145	167
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	49	81	96	110
资产处置收益	-1	2	11	13	0
营业利润	278	484	314	447	611
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	379	522	696
所得税	94	130	95	130	174
净利润	220	407	284	391	522
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	408	284	391	522
EBITDA	334	564	433	587	753
EPS (元/股)	0.55	1.02	0.71	0.97	1.30

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	15.2	18.5	15.4
营业利润(%)	56.7	74.1	-35.1	42.3	36.7
归属母公司净利润(%)	69.9	85.5	-30.3	37.7	33.4
获利能力					
毛利率(%)	23.3	24.2	23.9	24.0	24.1
净利率(%)	3.1	3.8	2.3	2.7	3.1
ROE(%)	8.7	14.4	9.3	11.6	13.9
ROIC(%)	5.5	10.0	7.8	9.9	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	58.1	57.8	57.4	57.0
净负债比率(%)	9.2	-12.0	-20.4	-28.5	-33.3
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.6
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	1.7	1.9	2.0
应收账款周转率	14.4	18.4	22.2	25.3	26.7
应付账款周转率	4.2	4.4	4.5	5.2	5.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	0.71	0.97	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.50	0.37	0.82	0.65
每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.04	7.64	8.38	9.36
估值比率					
P/E	51.5	27.8	39.8	28.9	21.7
P/B	4.5	4.0	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	22.4	25.6	24.7	17.6	13.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月27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