

三只松鼠 (300783)

2025 年中报点评: Q2 淡季收入稳定, 利润有承压

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书: S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

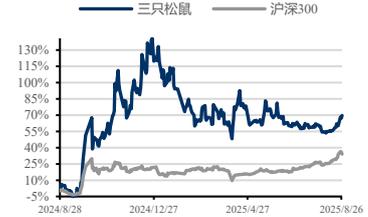
买入 (维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	7,115	10,622	12,715	14,769	16,985
同比 (%)	(2.45)	49.30	19.70	16.16	15.00
归母净利润 (百万元)	219.79	407.74	220.32	471.67	748.29
同比 (%)	69.85	85.51	(45.97)	114.08	58.65
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.55	1.02	0.55	1.17	1.86
P/E (现价&最新摊薄)	51.50	27.76	51.37	24.00	15.13

投资要点

- **事件:** 2025H1 实现营收 54.78 亿元, 同比+7.94%; 归母净利 1.38 亿元, 同比-52.22%; 扣非归母 0.51 亿元, 同比-77.75%。2025Q2 实现营收 17.54 亿元, 同比+22.77%; 归母净利-1.01 亿元, 同比减少 0.82 亿元; 扣非归母-1.12 亿元, 同比减少 0.77 亿元。
- **线上抖音稳定, 线下分销正常推进。** 1) 分产品: 2025H1 坚果/烘焙/综合分别实现营收 27.31/6.82/13.98 亿元, 同比分别-1.0%/+12.0%/+49.7%。2) 分渠道: 2025H1 线上渠道实现营收 42.95 亿元, 同比+5.0%; 其中抖音 14.78 亿元、同比+20.8%, 天猫系 8.82 亿元、同比-18.6%, 京东系 8.08 亿元、同比+1.9%。2025H1 线下实现营收 11.25 亿元, 同比+14.3%; 其中: 分销 9.38 亿元、同比+40.2%; 门店 1.87 亿元、同比-18.7%。
- **成本上涨和营销费用增加影响盈利水平。** 2025Q2 实现毛利率 21.57%, 同比-0.33pct, 坚果原料成本上涨对毛利率有一定影响。费用端, 2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 24.16%/5.16%/0.33%/0.17%, 同比+3.06/+1.63/-0.13/-0.02pct, 销售费用和管理费用增加主要系部分线上平台流量结构变化、线下分销加大市场费用投入、新增物业折旧及摊销。实现销售净利率-5.87%, 同比-4.57pct。
- **后续聚焦优势品类, 探索门店新店型。** 公司在淡季保持稳定增长, 线上抖音渠道依旧稳健, 线上电商加速对优势及潜在品类的运营细化; 线下分销加速全品类适配与全渠道渗透, 推出瓜子、火鸡面、AD 钙、八宝粥等千万级日销品矩阵, 其中水乳饮饮料在 25Q2 实现翻倍增长。与此同时, 积极探索打造三只松鼠“生活馆”, 践行“只卖好货”的品质理念, 门店有品牌占比超 90%, 为社区家庭提供一站式全品类品质生活服务。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到电商渠道盈利能力减弱、预计原材料成本上涨, 我们下调此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.2/4.7/7.5 亿元 (此前预期为 4.9/7.1/11.1 亿元), 同比-46%/+114%/+59%, 对应 PE 为 51/24/15X。2025 年为公司调整之年, 电商渠道盈利水平承压, 但是线下分销业务仍在持续推进, 即时零售门店也有新的探索。综合来看, 短期利润承压, 中期成长性仍在, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险, 原材料价格波动, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.18
一年最低/最高价	15.51/42.88
市净率(倍)	3.85
流通 A 股市值(百万元)	7,897.67
总市值(百万元)	11,318.83

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.33
资产负债率(% ,LF)	39.04
总股本(百万股)	401.66
流通 A 股(百万股)	280.26

相关研究

《三只松鼠(300783): 2025 一季报点评: 分销稳步推进, 利润端有优化空间》

2025-04-29

《三只松鼠(300783): 三只松鼠 2024 年报点评: 重回百亿营收, 分销业务积极推进》

2025-03-30

三只松鼠三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,248	5,003	5,514	6,116	营业总收入	10,622	12,715	14,769	16,985
货币资金及交易性金融资产	866	737	1,141	1,883	营业成本(含金融类)	8,046	9,873	11,233	12,908
经营性应收款项	773	1,116	773	1,115	税金及附加	52	76	89	102
存货	2,083	1,588	1,963	1,474	销售费用	1,868	2,327	2,629	2,938
合同资产	0	0	0	0	管理费用	221	432	517	425
其他流动资产	1,525	1,561	1,637	1,644	研发费用	28	45	52	59
非流动资产	1,519	1,636	1,691	1,662	财务费用	7	(8)	(8)	(18)
长期股权投资	25	25	25	25	加:其他收益	55	165	192	221
固定资产及使用权资产	935	988	977	958	投资净收益	49	95	111	127
在建工程	0	50	100	75	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	113	118	123	128	减值损失	(22)	(7)	(8)	(8)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	2	13	15	17
长期待摊费用	113	123	133	143	营业利润	484	236	568	927
其他非流动资产	334	334	334	334	营业外净收支	53	50	45	45
资产总计	6,767	6,639	7,205	7,778	利润总额	537	286	613	972
流动负债	3,782	3,533	3,777	3,801	减:所得税	130	66	141	224
短期借款及一年内到期的非流动负债	462	262	312	262	净利润	407	220	472	748
经营性应付款项	2,097	2,017	2,039	1,905	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	348	494	562	645	归属母公司净利润	408	220	472	748
其他流动负债	875	760	864	989	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.02	0.55	1.17	1.86
非流动负债	150	150	150	150	EBIT	443	132	447	778
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	564	240	558	887
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.25	22.35	23.95	24.00
租赁负债	65	65	65	65	归母净利率(%)	3.84	1.73	3.19	4.41
其他非流动负债	85	85	85	85	收入增长率(%)	49.30	19.70	16.16	15.00
负债合计	3,932	3,683	3,927	3,951	归母净利润增长率(%)	85.51	(45.97)	114.08	58.65
归属母公司股东权益	2,827	2,949	3,270	3,819					
少数股东权益	8	8	8	8					
所有者权益合计	2,835	2,957	3,278	3,827					
负债和股东权益	6,767	6,639	7,205	7,778					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	602	251	509	893	每股净资产(元)	7.05	7.34	8.14	9.51
投资活动现金流	95	(72)	1	104	最新发行在外股份(百万股)	402	402	402	402
筹资活动现金流	(156)	(313)	(111)	(261)	ROIC(%)	10.43	3.07	9.93	15.34
现金净增加额	539	(134)	399	737	ROE-摊薄(%)	14.42	7.47	14.42	19.60
折旧和摊销	121	108	110	109	资产负债率(%)	58.10	55.47	54.50	50.80
资本开支	(264)	(152)	(95)	(8)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.76	51.37	24.00	15.13
营运资本变动	113	59	79	207	P/B(现价)	4.00	3.84	3.46	2.96

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>