线下分销持续增长，盈利能力短期承压

—— 2025 年中报业绩点评

2025 年 8 月 28 日

核心观点

- **事件：**公司发布公告，25H1 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%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比-77.8%。其中 25Q2 营收 17.5 亿元，同比+22.8%；归母净利润亏损 1.0 亿元；扣非归母净利润亏损 1.1 亿元。

- **“D+N”持续赋能，25H1 线下分销高速增长。**25H1 公司收入同比+7.9%，排除年货节错期因素，25Q2 依托“D+N”全渠道体系，收入增速提至 22.8%。**分渠道看，**25H1 线上/线下收入分别同比+5.0%/+25.1%，其中线上，抖音系/天猫系/京东系收入同比+20.8%/-18.6%/+1.9%，短视频作为产品销售和内容营销的阵地延续良好增长。线下，25H1 分销收入同比+40.2%，收入占比同比提升 3.9pcts 至 17.1%，重点推进日销品铺市并试水乳饮饮料；截至 25H1 经销商数量为 2140 家，较 24 年底增加 14.4%。**分产品看，**坚果/烘焙/综合收入同比-1.0%/+12.0%/+49.7%，公司加速零食产品上新，打造出水牛乳千层吐司、沙琪玛、螺蛳粉、鸡胸肉等多个爆款产品。**分品牌看，**小鹿蓝蓝收入同比+13.5%，实现持续增长与盈利，且公司通过复用品牌孵化经验，初步构建起多品牌全品类矩阵。

- **原料成本波动叠加费用投入，25Q2 盈利承压。**25Q2 归母净利率-5.7%，同比-4.4pcts。具体拆分来看，毛利率为 21.6%，同比-0.3pcts，主因坚果原材料成本上涨。销售费用率为 24.2%，同比+3.1pcts，主要系线上平台流量结构变化，叠加线下分销加大市场费用投入；管理费用率为 5.2%，同比+1.6pcts，系新增物业折旧及摊销。

- **全渠道布局日益均衡，在基本盘聚焦品质人群。短期来看，**日销方面，公司借助“一品一链”、“品销合一”的组织体系持续推出多款中单品，有望持续贡献收入；此外 25Q3 节庆旺季亦有望催化礼盒旺销。**长期来看，**收入端，公司聚焦品质人群，构建全品类基本盘，积极探索线下分销、三只松鼠“生活馆”等业态，全渠道布局日益均衡，有望较好地应对渠道流量的切换，实现稳健增长。利润端，生产基地与集约基地持续落地，伴随坚果与零食自产比例提升，有望在做强单品的同时释放供应链效率。

- **投资建议：**预计 2025~2027 年归母净利润分别同比-14%/+32%/+24%，EPS 为 0.87/1.14/1.41 元，对应 PE 为 31/23/19X，考虑到下游渠道竞争与拓展节奏存在不确定性，维持“谨慎推荐”评级。

- **风险提示：**竞争加剧的风险；新渠道拓展不及预期的风险；食品安全的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10622.05	12056.03	14045.28	16039.70
收入增长率%	49.30	13.50	16.50	14.20
归母净利润（百万元）	407.74	348.74	458.67	567.32
利润增速%	85.51	-14.47	31.52	23.69
摊薄 EPS(元)	1.02	0.87	1.14	1.41
PE	26.28	30.73	23.36	18.89
PB	3.79	3.47	3.12	2.77

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三只松鼠（300783.SZ）

谨慎推荐 维持

分析师

刘光意

☎：021-20252650

✉：liuguangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070002

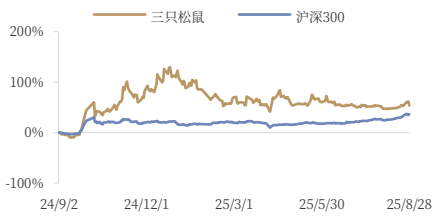
研究助理 彭潇颖

✉：pengxiaoying_yj @chinastock.com.cn

市场数据 2025-8-28

股票代码	300783
A 股收盘价(元)	26.68
上证指数	3843.60
总股本(万股)	40,166
实际流通 A 股(万股)	28,026
流通 A 股市值(亿元)	75

相对沪深 300 表现图 2025-08-28



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河食饮】公司点评_三只松鼠_百亿目标圆满完成，持续推进全面布局

2. 【银河食饮】公司点评_三只松鼠_线下矩阵增长亮眼，积极备战年货旺季

3. 【银河食饮】公司点评_三只松鼠_盈利能力验证改革成效，拟将经验拓向新领域

附录：

公司财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**5248.18**	**5522.42**	**6335.12**	**6980.37**
现金	866.30	872.86	997.89	1334.30
应收账款	560.02	764.61	934.67	976.77
其它应收款	42.30	38.37	45.59	55.66
预付账款	213.11	192.18	244.02	284.34
存货	2083.46	2177.15	2662.48	3016.51
其他	1483.00	1477.24	1450.47	1312.80
非流动资产	1518.52	1711.95	1987.78	2188.12
长期投资	24.60	30.74	38.85	42.26
固定资产	842.74	894.51	969.66	1032.99
无形资产	112.83	114.86	116.39	117.42
其他	538.35	671.84	862.89	995.45
资产总计	**6766.69**	**7234.37**	**8322.90**	**9168.49**
流动负债	**3781.90**	**3958.90**	**4671.75**	**5089.78**
短期借款	360.00	260.00	160.00	60.00
应付账款	2096.66	2267.77	2807.89	3118.31
其他	1325.24	1431.12	1703.86	1911.47
非流动负债	149.81	176.78	206.78	206.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	149.81	176.78	206.78	206.78
负债合计	**3931.71**	**4135.67**	**4878.53**	**5296.56**
少数股东权益	8.07	7.84	7.55	7.18
归属母公司股东权益	2826.92	3090.85	3436.82	3864.75
负债和股东权益	**6766.69**	**7234.37**	**8322.90**	**9168.49**

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**601.74**	**418.12**	**691.71**	**985.30**
净利润	407.47	348.52	458.37	566.95
折旧摊销	121.05	179.98	239.09	296.73
财务费用	11.12	2.41	3.31	3.76
投资损失	-48.57	-79.73	-87.77	-93.22
营运资金变动	113.41	4.87	125.19	209.18
其它	-2.74	-37.94	-46.47	1.90
投资活动现金流	**95.46**	**-255.75**	**-380.68**	**-405.75**
资本支出	-263.61	-351.15	-394.49	-423.86
长期投资	379.13	-6.84	-9.07	-4.67
其他	-20.06	102.25	22.88	22.79
筹资活动现金流	**-156.04**	**-156.16**	**-186.00**	**-243.15**
短期借款	60.00	-100.00	-100.00	-100.00
长期借款	-125.00	0.00	0.00	0.00
其他	-91.04	-56.16	-86.00	-143.15
现金净增加额	**539.36**	**5.77**	**125.03**	**336.41**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622.05	12056.03	14045.28	16039.70
营业成本	8046.21	9150.53	10632.27	12109.98
营业税金及附加	51.86	71.59	80.53	88.51
营业费用	1867.66	2320.79	2668.60	2967.35
管理费用	221.17	265.23	294.95	304.75
财务费用	6.84	2.41	3.31	3.76
资产减值损失	-19.97	0.17	-0.24	-0.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.57	79.73	87.77	93.22
营业利润	484.22	414.74	559.75	752.90
营业外收入	58.41	50.00	50.00	0.00
营业外支出	5.26	5.12	5.26	5.21
利润总额	537.37	459.62	604.50	747.69
所得税	129.90	111.10	146.12	180.74
净利润	407.47	348.52	458.37	566.95
少数股东损益	-0.26	-0.22	-0.30	-0.37
归属母公司净利润	407.74	348.74	458.67	567.32
EBITDA	563.84	642.01	846.89	1048.17
EPS（元）	1.02	0.87	1.14	1.41

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	49.30%	13.50%	16.50%	14.20%
营业利润	74.10%	-14.35%	34.97%	34.50%
归属母公司净利润	85.51%	-14.47%	31.52%	23.69%
毛利率	24.25%	24.10%	24.30%	24.50%
净利率	3.84%	2.89%	3.27%	3.54%
ROE	14.42%	11.28%	13.35%	14.68%
ROIC	9.99%	9.84%	12.01%	13.69%
资产负债率	58.10%	57.17%	58.62%	57.77%
净负债比率	-11.96%	-13.27%	-17.60%	-26.93%
流动比率	1.39	1.39	1.36	1.37
速动比率	0.39	0.42	0.42	0.46
总资产周转率	1.73	1.72	1.81	1.83
应收账款周转率	18.41	18.20	16.53	16.78
应付账款周转率	4.41	4.19	4.19	4.09
每股收益	1.02	0.87	1.14	1.41
每股经营现金	1.50	1.04	1.72	2.45
每股净资产	7.04	7.70	8.56	9.62
P/E	26.28	30.73	23.36	18.89
P/B	3.79	3.47	3.12	2.77
EV/EBITDA	25.62	16.05	11.94	9.23
P/S	1.01	0.89	0.76	0.67

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘光意，经济学硕士，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类与啤酒板块，擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn