

收入增速如期恢复，费投力度加大

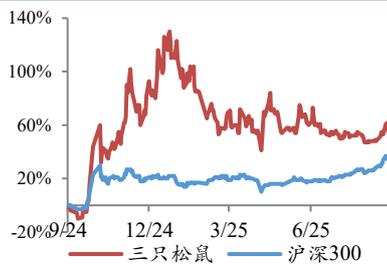
——三只松鼠 25Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-31

收盘价(元)	26.46
近12个月最高/最低(元)	42.53/15.38
总股本(百万股)	402
流通股本(百万股)	280
流通股比例(%)	69.77
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	74

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 25H1 业绩：

- 25Q2：营收 17.54 亿元（同比+22.77%），归母净利润-1.01 亿元（同比-441.41%），扣非归母净利润-1.12 亿元（同比-220.91%）。
- 25H1：营收 54.78 亿元（同比+7.94%），归母净利润 1.38 亿元（同比-52.22%），扣非归母净利润 0.51 亿元（同比-77.75%）。

25Q2 收入符合市场预期。

收入：抖音恢复高增，线下分销持续突破

- 分渠道：25H1 公司线上/线下营收各同比+5.0%/+20.1%，线上营收占比同比-2.2pct 至 78.4%。线上渠道中，25H1 公司抖音/天猫/京东营收各同比+20.8%/-18.6%/+1.6%，抖音渠道表现突出。拆分 25Q2 看，抖音渠道恢复高增，传统电商渠道持续调整。据久谦，25Q2 公司抖音/天猫/京东 GMV 各同比+44%/-14%/-14%。线下渠道中，25H1 公司分销/门店营收各同比增长 40.2%/6.9%，线下分销依靠日销品铺市持续突破。
- 分品类：25H1 公司坚果/烘焙/综合营收各同比-1.0%/+12.0%/+49.7%，坚果品类占比营收同比-4.5pct 至 50%，公司扩充日销品类初见成效。

利润：渠道费用投入阶段性加大

- 25Q2 公司毛利率同比-0.3pct，虽面临坚果成本上涨扰动，但公司长尾 SKU 矩阵有效降低成本影响。同期，公司销售/管理费率各同比增长 3.1/1.6pct，销售费率上升主因公司加大线下分销费用投入以及部分线上平台费率提升，管理费率上升主因折旧摊销费用提升。综上，公司 25Q2 净利率同比-4.4pct 至-5.7%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

25Q2 公司日销品类顺利铺市，抖音渠道环比恢复明显，两者共同推动公司营收实现高增，费投力度短期加强对利润形成拖累。展望 25H2，公司新品铺市与抖音稳健增长有望延续，若费效比有所提升，则公司盈利仍有支撑。

盈利预测：考虑到公司线下渠道阶段性提高费用投放力度以及线上渠道费率提升，我们更新原有盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营业收入 123.45/143.61/165.26 亿元（原值 138.97/177.62/205.66 亿元），同比增长 16.2%/16.3%/15.1%；实现归母净利润 2.52/3.93/5.38 亿元（原值 4.75/6.56/8.46 亿元），同比

-38.3%/+56.0%/+37.0%; 当前股价对应 PE 分别为 42/27/20 倍, 维持“买入”评级。

● **风险提示:**

渠道改革不及预期, 成本风险, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622	12345	14361	16526
收入同比 (%)	49.3%	16.2%	16.3%	15.1%
归属母公司净利润	408	252	393	538
净利润同比 (%)	85.5%	-38.3%	56.0%	37.0%
毛利率 (%)	24.2%	24.0%	24.7%	25.0%
ROE (%)	14.4%	8.4%	12.2%	15.4%
每股收益 (元)	1.02	0.63	0.98	1.34
P/E	36.15	42.22	27.06	19.75
P/B	5.23	3.55	3.31	3.03
EV/EBITDA	25.62	24.86	16.92	12.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2025 年 8 月 29 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5248	6039	6654	7419	营业收入	10622	12345	14361	16526
现金	866	1015	863	823	营业成本	8046	9378	10812	12395
应收账款	560	617	678	734	营业税金及附加	52	68	79	91
其他应收款	42	32	37	43	销售费用	1868	2345	2700	3057
预付账款	213	200	231	265	管理费用	221	370	402	413
存货	2083	2386	2750	3153	财务费用	7	-6	-8	-3
其他流动资产	1483	1789	2095	2401	资产减值损失	-20	0	0	0
非流动资产	1519	1733	2019	2297	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	25	25	25	投资净收益	49	56	66	76
固定资产	843	1148	1433	1711	营业利润	484	282	470	664
无形资产	113	113	113	113	营业外收入	58	58	58	58
其他非流动资产	538	448	448	448	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	6767	7772	8673	9716	利润总额	537	336	524	718
流动负债	3782	4624	5309	6057	所得税	130	84	131	179
短期借款	360	420	480	540	净利润	407	252	393	538
应付账款	2097	2662	3069	3519	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1325	1542	1760	1998	归属母公司净利润	408	252	393	538
非流动负债	150	147	147	147	EBITDA	564	411	616	822
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.02	0.63	0.98	1.34
其他非流动负债	150	147	147	147					
负债合计	3932	4771	5456	6203					
少数股东权益	8	8	8	8					
股本	401	402	402	402					
资本公积	535	562	562	562					
留存收益	1891	2029	2245	2541					
归属母公司股东权益	2827	2993	3209	3505					
负债和股东权益	6767	7772	8673	9716					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	602	383	246	415	成长能力				
净利润	407	252	393	538	营业收入	49.3%	16.2%	16.3%	15.1%
折旧摊销	121	81	100	108	营业利润	74.1%	-41.7%	66.5%	41.2%
财务费用	11	13	14	16	归属于母公司净利	85.5%	-38.3%	56.0%	37.0%
投资损失	-49	-56	-66	-76	获利能力				
营运资金变动	113	136	-142	-118	毛利率 (%)	24.2%	24.0%	24.7%	25.0%
其他经营现金流	291	74	482	603	净利率 (%)	3.8%	2.0%	2.7%	3.3%
投资活动现金流	95	-197	-267	-257	ROE (%)	14.4%	8.4%	12.2%	15.4%
资本支出	-264	-333	-333	-333	ROIC (%)	10.0%	6.9%	10.0%	12.7%
长期投资	379	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-20	135	66	76	资产负债率 (%)	58.1%	61.4%	62.9%	63.8%
筹资活动现金流	-156	-37	-131	-198	净负债比率 (%)	138.7%	159.0%	169.6%	176.6%
短期借款	60	60	60	60	流动比率	1.39	1.31	1.25	1.22
长期借款	-125	0	0	0	速动比率	0.39	0.36	0.30	0.26
普通股增加	0	1	0	0	营运能力				
资本公积增加	21	27	0	0	总资产周转率	1.73	1.70	1.75	1.80
其他筹资现金流	-112	-125	-191	-258	应收账款周转率	18.41	20.97	22.17	23.40
现金净增加额	539	149	-152	-40	应付账款周转率	4.41	3.94	3.77	3.76
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.02	0.63	0.98	1.34
					每股经营现金流 (摊)	1.50	0.95	0.61	1.03
					每股净资产	7.05	7.45	7.99	8.73
					估值比率				
					P/E	36.15	42.22	27.06	19.75
					P/B	5.23	3.55	3.31	3.03
					EV/EBITDA	25.62	24.86	16.92	12.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职广银理财。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。