

公司研究

推进全渠道布局，费投力度有所提升

——三只松鼠（300783.SZ）2025 年中报点评

要点

**事件：**三只松鼠公布 2025 年中报，25H1 实现营业收入 54.78 亿元，同比增加 7.94%；归母净利润 1.38 亿元，同比减少 52.22%；扣非归母净利润 0.51 亿元，同比减少 77.75%。其中，25Q2 单季度实现营业收入 17.54 亿元，同比增加 22.77%；归母净利润亏损 1 亿元，去年同期为亏损 0.19 亿元；扣非归母净利润亏损 1.12 亿元，去年同期为亏损 0.35 亿元。

**电商整体经营稳健，线下分销持续推进。**分渠道看，25H1 电商平台实现收入 42.95 亿元，占总收入的 78%。其中抖音/天猫系/京东系分别实现收入 14.78/8.82/8.08 亿元，同比+20.8%/-18.6%/+1.9%。受春节错期影响，线上渠道增速有所放缓。线下分销业务 25H1 实现收入 9.38 亿元，同比增长 40.2%。分销渠道在原有货盘基础上，补充水乳饮料相关产品，加强日销品动销，25Q2 销售额实现同比翻倍增长。25H1 公司线下门店合计收入 1.87 亿元，其中国民零食店 25H1 实现收入 1.76 亿元，较去年同期持平略增。截至 25H1 末，国民零食店共开设 353 家（25H1 净增 57 家）。同时，公司积极探索即时零售业态，开设首家自有品牌生活馆。**分产品看**，25H1 坚果/烘焙/综合分别实现营收 27.31/6.82/13.98 亿元，同比-1.03%/+11.96%/+49.70%。

**原材料成本上涨影响毛利率，线上投流费用有所增加。**毛利方面，25H1/25Q2 公司毛利率分别为 25.08%/21.57%，25Q2 同比-0.33pcts，环比-5.17pcts。毛利率有所下降，主要系核心原材料坚果品类成本上涨幅度较大，导致毛利率有所承压。**费用端**，25H1/25Q2 销售费用率分别为 20.43%/24.16%，25Q2 同比+3.06pcts，环比+5.50pcts。主要系线上平台流量结构变化，费率有所提升；以及线下分销加大市场费用投入。25H1/25Q2 管理费用率分别为 2.85%/5.16%，25Q2 同比+1.63pcts，环比+3.39pcts，主要系新增物业折旧及摊销费用的提升。**综合来看**，25H1 公司归母净利率为 2.53%，同比-3.18pcts。公司利润端阶段性承压。**展望全年**，公司加强产品差异化布局，零食工厂陆续落地投产，生产端的持续布局有望助力公司降低生产成本，提升产品综合竞争力。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到线上投流成本增加，且公司新业态布局成效有待观察。我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 3.30/4.82/5.78 亿元（较前次下调 38.9%/31.2%/33.2%）。对应 2025-2027 年 EPS 为 0.82/1.20/1.44 元，当前股价对应 P/E 分别为 33/22/19 倍，公司品牌力突出，持续推进全渠道布局，维持“增持”评级。

**风险提示：**流量入口增加，获客成本增加超预期，线下业务拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

| 指标             | 2023   | 2024   | 2025E   | 2026E  | 2027E  |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）      | 7,115  | 10,622 | 12,308  | 14,987 | 17,579 |
| 营业收入增长率        | -2.45% | 49.30% | 15.87%  | 21.77% | 17.30% |
| 归母净利润（百万元）     | 220    | 408    | 330     | 482    | 578    |
| 归母净利润增长率       | 70.30% | 85.51% | -18.96% | 45.91% | 19.98% |
| EPS（元）         | 0.55   | 1.02   | 0.82    | 1.20   | 1.44   |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 8.74%  | 14.42% | 10.79%  | 13.95% | 14.77% |
| P/E            | 49     | 26     | 33      | 22     | 19     |
| P/B            | 4.3    | 3.8    | 3.5     | 3.1    | 2.7    |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-09-01；注：2023-2024 年总股本为 4.01 亿股，2025-2027 年总股本为 4.02 亿股

增持（维持）

当前价：26.76 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股)     | 4.02        |
| 总市值(亿元):    | 107.48      |
| 一年最低/最高(元): | 15.38/42.53 |
| 近 3 月换手率:   | 188.44%     |

股价相对走势



收益表现

| %  | 1M    | 3M     | 1Y    |
|----|-------|--------|-------|
| 相对 | -7.03 | -23.01 | 15.35 |
| 绝对 | 4.53  | -5.58  | 53.90 |

资料来源：Wind

相关研报

丰富产品品类，强化渠道布局——三只松鼠（300783.SZ）2024 年年报点评（2025-04-11）  
改革稳步落地，延续增长态势——三只松鼠（300783.SZ）2024 年中报点评（2024-09-02）

## 财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 7,115 | 10,622 | 12,308 | 14,987 | 17,579 |
| 营业成本      | 5,455 | 8,046  | 9,388  | 11,332 | 13,259 |
| 折旧和摊销     | 54    | 57     | 73     | 82     | 92     |
| 税金及附加     | 45    | 52     | 60     | 73     | 86     |
| 销售费用      | 1,238 | 1,868  | 2,287  | 2,755  | 3,232  |
| 管理费用      | 227   | 221    | 254    | 306    | 355    |
| 研发费用      | 25    | 28     | 33     | 40     | 47     |
| 财务费用      | 6     | 7      | 18     | 25     | 31     |
| 投资收益      | 54    | 49     | 49     | 49     | 49     |
| 营业利润      | 278   | 484    | 383    | 583    | 710    |
| 利润总额      | 314   | 537    | 436    | 636    | 763    |
| 所得税       | 94    | 130    | 105    | 154    | 184    |
| 净利润       | 220   | 407    | 330    | 482    | 578    |
| 少数股东损益    | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司净利润  | 220   | 408    | 330    | 482    | 578    |
| EPS(元)    | 0.55  | 1.02   | 0.82   | 1.20   | 1.44   |

| 现金流量表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | 334  | 602  | 225   | 390   | 506   |
| 净利润         | 220  | 408  | 330   | 482   | 578   |
| 折旧摊销        | 54   | 57   | 73    | 82    | 92    |
| 净营运资金增加     | 211  | -281 | 265   | 339   | 328   |
| 其他          | -150 | 418  | -442  | -513  | -492  |
| 投资活动产生现金流   | -280 | 95   | -249  | -276  | -251  |
| 净资本支出       | -68  | -264 | -250  | -250  | -250  |
| 长期投资变化      | 21   | 25   | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | -233 | 334  | 1     | -26   | -1    |
| 融资活动现金流     | 100  | -156 | 19    | 74    | -73   |
| 股本变化        | 0    | 0    | 1     | 0     | 0     |
| 债务净变化       | 209  | -32  | 132   | 187   | 76    |
| 无息负债变化      | 627  | 934  | 332   | 556   | 551   |
| 净现金流        | 153  | 539  | -5    | 188   | 181   |

## 主要指标

| 盈利能力 (%) | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率      | 23.3% | 24.2% | 23.7% | 24.4% | 24.6% |
| EBITDA 率 | 4.5%  | 5.5%  | 3.4%  | 4.3%  | 4.5%  |
| EBIT 率   | 3.6%  | 4.5%  | 2.8%  | 3.7%  | 3.9%  |
| 税前净利润率   | 4.4%  | 5.1%  | 3.5%  | 4.2%  | 4.3%  |
| 归母净利润率   | 3.1%  | 3.8%  | 2.7%  | 3.2%  | 3.3%  |
| ROA      | 4.0%  | 6.0%  | 4.4%  | 5.6%  | 6.0%  |
| ROE (摊薄) | 8.7%  | 14.4% | 10.8% | 13.9% | 14.8% |
| 经营性 ROIC | 5.7%  | 11.6% | 7.3%  | 10.1% | 11.1% |

| 偿债能力      | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率     | 55%   | 58%   | 59%   | 60%   | 59%   |
| 流动比率      | 1.57  | 1.39  | 1.35  | 1.33  | 1.33  |
| 速动比率      | 1.07  | 0.84  | 0.78  | 0.74  | 0.72  |
| 归母权益/有息债务 | 5.09  | 6.12  | 5.16  | 4.43  | 4.57  |
| 有形资产/有息债务 | 10.59 | 13.81 | 11.86 | 10.42 | 10.71 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 资产负债表 (百万元) | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 5,543 | 6,767 | 7,466 | 8,603 | 9,690 |
| 货币资金        | 328   | 866   | 862   | 1,049 | 1,231 |
| 交易性金融资产     | 20    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款        | 594   | 560   | 649   | 790   | 927   |
| 应收票据        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他应收款 (合计)  | 18    | 42    | 49    | 60    | 70    |
| 存货          | 1,388 | 2,083 | 2,431 | 2,934 | 3,433 |
| 其他流动资产      | 1,863 | 1,483 | 1,483 | 1,483 | 1,483 |
| 流动资产合计      | 4,327 | 5,248 | 5,722 | 6,616 | 7,495 |
| 其他权益工具      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资      | 21    | 25    | 25    | 25    | 25    |
| 固定资产        | 507   | 843   | 860   | 899   | 952   |
| 在建工程        | 252   | 0     | 105   | 184   | 243   |
| 无形资产        | 113   | 113   | 156   | 197   | 236   |
| 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产     | 43    | 173   | 173   | 173   | 173   |
| 非流动资产合计     | 1,216 | 1,519 | 1,744 | 1,987 | 2,195 |
| 总负债         | 3,029 | 3,932 | 4,395 | 5,138 | 5,765 |
| 短期借款        | 300   | 360   | 492   | 679   | 755   |
| 应付账款        | 1,548 | 2,097 | 2,446 | 2,953 | 3,455 |
| 应付票据        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 预收账款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债      | 41    | 51    | 51    | 51    | 51    |
| 流动负债合计      | 2,760 | 3,782 | 4,245 | 4,988 | 5,615 |
| 长期借款        | 125   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债     | 78    | 85    | 85    | 85    | 85    |
| 非流动负债合计     | 269   | 150   | 150   | 150   | 150   |
| 股东权益        | 2,514 | 2,835 | 3,070 | 3,465 | 3,924 |
| 股本          | 401   | 401   | 402   | 402   | 402   |
| 公积金         | 668   | 701   | 734   | 735   | 735   |
| 未分配利润       | 1,485 | 1,730 | 1,927 | 2,320 | 2,780 |
| 归属母公司权益     | 2,514 | 2,827 | 3,062 | 3,457 | 3,916 |
| 少数股东权益      | 0     | 8     | 8     | 8     | 8     |

| 费用率   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 17.39% | 17.58% | 18.58% | 18.38% | 18.38% |
| 管理费用率 | 3.20%  | 2.08%  | 2.06%  | 2.04%  | 2.02%  |
| 财务费用率 | 0.08%  | 0.06%  | 0.14%  | 0.17%  | 0.18%  |
| 研发费用率 | 0.35%  | 0.27%  | 0.27%  | 0.27%  | 0.27%  |
| 所得税率  | 30%    | 24%    | 24%    | 24%    | 24%    |

| 每股指标    | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股红利    | 0.25  | 0.25  | 0.22  | 0.30  | 0.35  |
| 每股经营现金流 | 0.83  | 1.50  | 0.56  | 0.97  | 1.26  |
| 每股净资产   | 6.27  | 7.05  | 7.62  | 8.61  | 9.75  |
| 每股销售收入  | 17.74 | 26.49 | 30.64 | 37.31 | 43.77 |

| 估值指标      | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE        | 49   | 26   | 33    | 22    | 19    |
| PB        | 4.3  | 3.8  | 3.5   | 3.1   | 2.7   |
| EV/EBITDA | 36.8 | 20.5 | 26.8  | 18.0  | 14.8  |
| 股息率       | 0.9% | 0.9% | 0.8%  | 1.1%  | 1.3%  |

## 行业及公司评级体系

| 评级                                                              | 说明                                                     |
|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|
| 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。 |
| 基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。 |                                                        |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP