

三只松鼠(300783)

报告日期: 2025年09月06日

## 短期利润端承压，期待后续全渠道的进一步开拓

### ——三只松鼠 2025H1 业绩点评报告

#### 投资要点

□ 25Q2 公司收入实现快速增长，利润同比增亏。公司短期由于费用投入及成本上涨，利润承压，但公司坚持制造型自有品牌零售商，线上渠道全品类布局实现稳健增长，后续期待线下渠道或即时零售的进一步突破；新品类的拓展等。

□ 25H1 收入增长稳健，利润同比下滑

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%；扣非归母净利 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；扣非归母净利-1.12 亿元。公司业绩符合我们此前预期。

□ 分渠道来看，线上渠道保持稳健增长，线下渠道增速较快。

1) 25H1 线上营收 42.95 亿元，同比+5.0%，占比 78%；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%。

2) 25H1 线下实现 11.25 亿元，同比+25.1%；其中：分销业务实现 9.38 亿元，同比+40.2%；门店业务 1.87 亿元，同比-18.7%（其中 25H1 公司国民零食店 353 家，实现收入 1.76 亿元）。

公司 25Q2 全渠道拓展顺利，实现 20% 以上的增长，主要系公司线下分销重点推进日销品并试水乳饮饮料，二季度销售实现翻倍增长；与此同时电商表现稳健，使得收入整体表现良好。

□ 公司毛利率受原材料影响略有下滑，利润增亏

利润增亏主要系：1) 坚果原材料价格上涨，使得公司 25H1 毛利率有所下降，25H1 为 25.08%（同比-0.8pct），25Q2 为 21.57%（同比-0.33pct）；2) 线上平台流量结构变化导致费用率提升；3) 线下分销拓展导致市场费用投入加大；4) 新增物业折旧及摊销使得费用上升。25H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别变动 +2.8/+0.9/-0.03/-0.02pct。

□ 略下调此前盈利预测，下调至增持评级

短期由于费用投入及成本上涨，公司利润承压，但公司坚持制造型自有品牌零售商，积极开拓全渠道市场，线下通过线下分销快速渗透日销品，推出瓜子、火鸡面、AD 钙、八宝粥等千万级日销品矩阵。与此同时，打造三只松鼠“生活馆”，在坚果零食基础上新增“现制烘焙+生鲜+日化”等多个高频刚需品类，自有品牌占比超 90%，探索打造自有品牌生活馆，并向即时零售积极尝试；线上渠道全品类布局实现稳健增长，后续期待线下渠道或即时零售的进一步突破；新品类的拓展等。考虑到公司短期业绩承压，我们略下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现收入分别为 123.85/145.60/167.22 亿元，同比分别为 16.59%/17.56%/14.85%；实现归母净利润分别为 2.37/3.85/5.40 亿元，同比分别为 -41.81%/62.13%/40.41%，对应 PE 分别为 44/27/20 倍，下调至增持评级。

风险提示：渠道拓展不及预期，产品拓展不及预期、食品安全等风险。

#### 投资评级：增持(下调)

分析师：杨骥  
执业证书号：S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

分析师：杜宛泽  
执业证书号：S1230521070001  
duwanze@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 26.22
总市值(百万元)	10,531.58
总股本(百万股)	401.66

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《25Q1 分销稳健，短期利润承压》 2025.05.10
- 《短期有业绩，中期有空间，长期有成长》 2025.01.25
- 《24Q3 业绩超预期，供应链整合优势突出》 2024.11.04

## 财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10622.1	12384.6	14559.5	16721.8
(+/-) (%)	49.30%	16.59%	17.56%	14.85%
归母净利润	407.7	237.3	384.7	540.1
(+/-) (%)	85.51%	-41.81%	62.13%	40.41%
每股收益(元)	1.02	0.59	0.96	1.34
P/E	25.83	44.38	27.38	19.50

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	5248	5587	6752	7669
现金	866	845	1711	1874
交易性金融资产	0	13	11	8
应收账款	560	787	967	1004
其它应收款	42	39	47	58
预付账款	213	198	254	298
存货	2083	2071	2102	2834
其他	1483	1635	1661	1593
<b>非流动资产</b>	1519	1431	1514	1640
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	25	17	21	21
固定资产	843	887	965	1084
无形资产	113	107	101	95
在建工程	0	0	0	0
其他	538	420	427	441
<b>资产总计</b>	6767	7019	8266	9309
<b>流动负债</b>	3782	3793	4657	5159
短期借款	360	237	299	299
应付款项	2097	2333	2922	3272
预收账款	0	0	0	0
其他	1325	1224	1436	1588
<b>非流动负债</b>	150	147	147	148
长期借款	0	0	0	0
其他	150	147	147	148
<b>负债合计</b>	3932	3941	4804	5306
少数股东权益	8	8	8	7
归属母公司股东权益	2827	3070	3455	3995
<b>负债和股东权益</b>	6767	7019	8266	9309

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	602	254	908	318
净利润	407	237	384	540
折旧摊销	99	88	98	112
财务费用	7	7	(1)	(7)
投资损失	(49)	(49)	(49)	(49)
营运资金变动	1178	(163)	513	455
其它	(1041)	133	(37)	(733)
<b>投资活动现金流</b>	95	(85)	(122)	(173)
资本支出	(84)	(100)	(140)	(192)
长期投资	(3)	7	(4)	0
其他	182	8	22	19
<b>筹资活动现金流</b>	(156)	(191)	79	17
短期借款	60	(123)	62	(0)
长期借款	(125)	0	0	0
其他	(91)	(67)	17	18
<b>现金净增加额</b>	541	(21)	866	163

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	10622	12385	14559	16722
营业成本	8046	9412	11065	12709
营业税金及附加	52	62	67	75
营业费用	1868	2477	2766	3010
管理费用	221	272	320	368
研发费用	28	43	47	50
财务费用	7	7	(1)	(7)
资产减值损失	22	(1)	3	12
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	49	49	49	49
其他经营收益	57	86	87	77
<b>营业利润</b>	484	247	427	630
营业外收支	53	53	53	53
<b>利润总额</b>	537	300	481	683
所得税	130	63	96	143
<b>净利润</b>	407	237	384	540
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属母公司净利润</b>	408	237	385	540
EBITDA	642	397	578	789
EPS (最新摊薄)	1.02	0.59	0.96	1.34

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	49.30%	16.59%	17.56%	14.85%
营业利润	74.10%	-48.99%	73.03%	47.43%
归属母公司净利润	85.51%	-41.81%	62.13%	40.41%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.25%	24.00%	24.00%	24.00%
净利率	3.84%	1.91%	2.64%	3.23%
ROE	15.25%	8.03%	11.76%	14.47%
ROIC	12.26%	7.07%	9.86%	12.04%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	58.10%	56.14%	58.11%	57.01%
净负债比率	11.75%	7.75%	7.89%	7.20%
流动比率	1.39	1.47	1.45	1.49
速动比率	0.84	0.93	1.00	0.94
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.73	1.80	1.91	1.90
应收账款周转率	18.41	18.41	16.60	16.83
应付账款周转率	4.41	4.25	4.21	4.10
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.02	0.59	0.96	1.34
每股经营现金	1.50	0.63	2.26	0.79
每股净资产	7.05	7.64	8.60	9.95
<b>估值比率</b>				
P/E	25.83	44.38	27.38	19.50
P/B	3.72	3.43	3.05	2.64
EV/EBITDA	22.52	25.34	16.01	11.54

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>