

三只松鼠 (300783.SZ)

流量费率提升，压制利润表现

事件：公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 77.6 亿，同比+8.2%，归母净利润 1.6 亿，同比-52.9%，扣非净利润 0.6 亿，同比-78.6%。25Q3 单季度营收 22.8 亿，同比+8.9%，归母净利润 0.2 亿，同比-56.8%，扣非净利润 0.06 亿，同比-83.4%。

线上流量成本上涨，压制收入及利润表现。25Q3 松鼠营收同比+8.9%至 22.8 亿，预计在线上流量成本增加背景下，公司收入端成长压力加大，面对外部环境的变化，公司也积极探索线下分销、生活馆等新业态模式，公司自 2024 年末重点布局分销，借助经销商铺货线下市场，今年试营业生活馆，尝试多品类自有品牌集中供应，预计 25Q3 贡献一定增量。25Q3 公司归母净利润同比-56.8%至 2226.9 万元，预计利润端压力同样来自于线上流量成本提升。

结构调优兑现毛利率提升，流量成本拖累净利率表现。25Q3 公司毛利率同比+1.3pct 至 25.7%，预计毛利率的提升主要来自于自产比例的提升，以及线上线下渠道结构的调整。销售费用率同比+2.2pct 至 21.3%，主因线上流量成本提升，管理费用率同比+0.7pct 至 3.2%，主要来自于设备办公楼折旧摊销增加。25Q3 净利率同比-1.7pct 至 0.7%，电商流量成本上涨对线上渠道为主的松鼠形成显著压力。

新业态持续打磨，关注生活馆机遇。面对线上流量压力，松鼠持续探索新业态，当前分销正陆续展开市场布局，生活馆正探索多品类自有品牌供应体系，同时挖掘即时零售机会。产品维度，公司在“高端性价比”基础上逐步迈向高端化、品质化、差异化，当前自有供应链的打磨更加能够支撑公司拓展差异化产品体系。过去松鼠以供应链打磨实现性价比下的利润弹性，当前面对外部环境压力，以渠道及产品打磨探寻新的机遇。

投资建议：短期来看松鼠在流量成本上涨压力下，利润承压相对明显，但公司持续探索新业态，未来有望兑现新的成长机遇。预计 2025-2027 年公司营收为 116.2/136.5/156.5 亿元，同比+9.4%/+17.5%/+14.6%，归母净利润为 2.2/3.3/4.1 亿元，同比-47.1%/+53.4%/+23.9%，维持“买入”评级。

风险提示：分销拓展不及预期、线上流量费率大幅增加、原材料价格大幅上升。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,115	10,622	11,616	13,652	15,650
增长率 yoy（%）	-2.4	49.3	9.4	17.5	14.6
归母净利润（百万元）	220	408	216	331	410
增长率 yoy（%）	69.9	85.5	-47.1	53.4	23.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.55	1.02	0.54	0.82	1.02
净资产收益率（%）	8.7	14.4	7.1	10.1	11.4
P/E（倍）	42.7	23.0	43.5	28.3	22.9
P/B（倍）	3.7	3.3	3.1	2.9	2.6

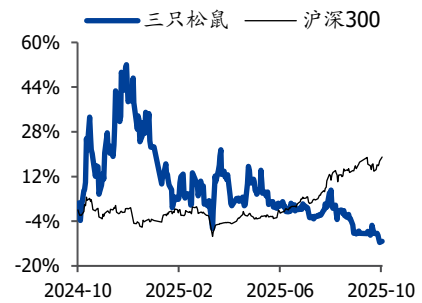
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
10 月 27 日收盘价（元）	23.36
总市值（百万元）	9,382.82
总股本（百万股）	401.67
其中自由流通股（%）	69.77
30 日日均成交量（百万股）	7.82

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 王玲瑶

执业证书编号：S0680524060005

邮箱：wanglingyao@gszq.com

相关研究

- 《三只松鼠 (300783.SZ)：淡季利润承压，分销顺利拓展》 2025-08-28
- 《三只松鼠 (300783.SZ)：三生万物生态大会：打破边界，全域拓展》 2025-05-22
- 《三只松鼠 (300783.SZ)：春节错期阶段承压，线下分销重要提级》 2025-04-29

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4327	5248	5617	6175	6920
现金	328	866	1054	1313	1544
应收票据及应收账款	594	560	516	569	609
其他应收款	18	42	48	49	52
预付账款	117	213	220	259	297
存货	1388	2083	2195	2302	2636
其他流动资产	1883	1483	1583	1683	1783
非流动资产	1216	1519	1419	1413	1366
长期投资	21	25	25	25	25
固定资产	507	843	836	808	741
无形资产	113	113	118	123	123
其他非流动资产	574	538	440	457	477
资产总计	5543	6767	7035	7588	8286
流动负债	2760	3782	3830	4104	4468
短期借款	300	360	310	260	260
应付票据及应付账款	1548	2097	1951	2014	2142
其他流动负债	912	1325	1568	1830	2067
非流动负债	269	150	174	202	227
长期借款	125	0	25	50	75
其他非流动负债	144	150	149	152	152
负债合计	3029	3932	4003	4306	4695
少数股东权益	0	8	8	8	8
股本	401	401	402	402	402
资本公积	514	535	569	569	569
留存收益	1639	1897	2059	2309	2618
归属母公司股东权益	2514	2827	3024	3274	3583
负债和股东权益	5543	6767	7035	7588	8286

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	334	602	57	300	212
净利润	220	407	216	331	410
折旧摊销	95	121	61	78	77
财务费用	11	11	10	9	9
投资损失	-54	-49	-70	-68	-63
营运资金变动	80	113	-83	25	-150
其他经营现金流	-17	-3	-78	-75	-72
投资活动现金流	-280	95	186	71	104
资本支出	-68	-264	57	33	72
长期投资	-265	379	0	0	0
其他投资现金流	54	-20	129	38	33
筹资活动现金流	100	-156	-55	-113	-85
短期借款	250	60	-50	-50	0
长期借款	-74	-125	25	25	25
普通股增加	0	0	1	0	0
资本公积增加	45	21	35	0	0
其他筹资现金流	-121	-112	-65	-88	-110
现金净增加额	153	539	188	259	231

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7115	10622	11616	13652	15650
营业成本	5455	8046	8782	10360	11861
营业税金及附加	45	52	58	68	78
营业费用	1238	1868	2357	2635	2977
管理费用	227	221	306	330	369
研发费用	25	28	35	41	47
财务费用	6	7	-7	-11	-17
资产减值损失	-14	-20	1	1	0
其他收益	116	55	64	68	78
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	49	70	68	63
资产处置收益	-1	2	11	13	0
营业利润	278	484	230	380	475
营业外收入	41	58	65	70	80
营业外支出	5	5	8	8	9
利润总额	314	537	288	442	547
所得税	94	130	72	110	137
净利润	220	407	216	331	410
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	408	216	331	410
EBITDA	334	564	342	508	607
EPS (元/股)	0.55	1.02	0.54	0.82	1.02

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.4	49.3	9.4	17.5	14.6
营业利润(%)	56.7	74.1	-52.4	64.8	25.2
归属母公司净利润(%)	69.9	85.5	-47.1	53.4	23.9
获利能力					
毛利率(%)	23.3	24.2	24.4	24.1	24.2
净利率(%)	3.1	3.8	1.9	2.4	2.6
ROE(%)	8.7	14.4	7.1	10.1	11.4
ROIC(%)	5.5	10.0	6.0	8.6	9.7
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	58.1	56.9	56.7	56.7
净负债比率(%)	9.2	-12.0	-18.1	-25.3	-28.8
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.7	1.7	1.9	2.0
应收账款周转率	14.4	18.4	21.6	25.2	26.6
应付账款周转率	4.2	4.4	4.3	5.2	5.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	0.54	0.82	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.50	0.14	0.75	0.53
每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.04	7.53	8.15	8.92
估值比率					
P/E	42.7	23.0	43.5	28.3	22.9
P/B	3.7	3.3	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	22.4	25.6	25.8	16.8	13.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 10 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com