

三只松鼠 (300783.SZ)

利润阶段性承压，生活馆打造新机遇

事件: 公司预计 2025 年实现归母净利润 1.35-1.75 亿元, 同比下降 57.1%-66.9%, 扣非归母净利润 0.45-0.65 亿元, 同比下降 79.6%-85.9%。25Q4 归母净利润-0.26 至 0.14 亿元, 同比下降 78.5%-138.6%; 扣非归母净利润-0.12 至 0.08 亿元, 同比下降 85.1%-123.0%。

利润阶段性承压，高端性价比升级。 2025 年三只松鼠归母净利润 1.35-1.75 亿元, 同比下降 57.1%-66.9%, 利润承压主因线上流量费率提升, 线下“生活馆”新店型打磨前期阶段性增加费用投放, 坚果原材料价格较大幅度上涨, 与公司“高端性价比”之间的冲突。当前公司坚持“高端性价比”战略不变, 并向品质化和差异化方向持续升级, 我们认为公司作为零食全品类零售商, 对于消费需求洞察更加深刻, 有望以差异化新品驱动成长。25Q4 三只松鼠归母净利润-0.26 至 0.14 亿元, 同比下降 78.5%-138.6%, 主因 2026 年春节错期, 相比 2025 年春节延后 19 天, 春节旺季备货集中于 26Q1, 导致 25Q4 营收阶段性承压, 规模效应有限。

多渠道积极探索，生活馆突破启航。 松鼠在线上市场已取得非常优秀表现, 同时正持续探索新业态, 2025 年分销陆续展开市场布局, 生活馆探索多品类自有品牌供应体系, 同时挖掘即时零售机会。三只松鼠生活馆定位“15 分钟社区便民生活圈、家门口的第二厨房”, 从零食迈向多品类, 构建生鲜、现制与标品的三大品类组合, 根据我们 2025 年 12 月前往生活馆金鹰首店的情况来看, 现制占比约 35%、生鲜约 25%、标品约 40%, 品类丰富度充分打开, 门店超 90% 产品为自有品牌, 构建矩阵化子品牌体系, 背后是对供应链的重塑、运营效率的优化、组织响应速度的提升。

选品优势强劲，差异创新引领。 公司在“高端性价比”基础上逐步迈向高端化、品质化、差异化, 松鼠之所以能做到高速创新, 我们认为首先是垂类零售企业的选品优势足够深厚, 其次当前自有供应链更能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, 以差异化创新探寻新的机遇。

盈利预测: 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 108.7/125.7/139.1 亿元, 同比+2.3%/+15.7%/+10.7%, 归母净利润为 1.6/2.3/3.2 亿元, 同比-59.7%/+41.9%/+37.4%, 维持“买入”评级。

风险提示: 生活馆拓展不及预期、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	10,866	12,571	13,912
增长率 yoy (%)	-2.4	49.3	2.3	15.7	10.7
归母净利润 (百万元)	220	408	164	233	321
增长率 yoy (%)	69.9	85.5	-59.7	41.9	37.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.55	1.02	0.41	0.58	0.80
净资产收益率 (%)	8.7	14.4	5.5	7.4	9.4
P/E (倍)	43.6	23.5	58.2	41.1	29.9
P/B (倍)	3.8	3.4	3.2	3.0	2.8

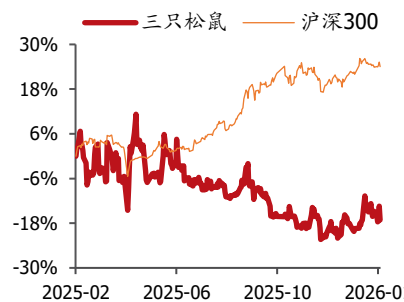
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 30 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
01 月 30 日收盘价 (元)	23.84
总市值 (百万元)	9,575.81
总股本 (百万股)	401.67
其中自由流通股 (%)	69.78
30 日日均成交量 (百万股)	12.58

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): 流量费率提升, 压制利润表现》 2025-10-28
- 《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

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	5210	5519	5925
现金	328	866	836	902	948
应收票据及应收账款	594	560	483	524	541
其他应收款	18	42	45	45	46
预付账款	117	213	206	239	264
存货	1388	2083	2057	2126	2343
其他流动资产	1883	1483	1583	1683	1783
非流动资产	1216	1519	1574	1674	1734
长期投资	21	25	25	25	25
固定资产	507	843	927	974	1004
无形资产	113	113	118	123	123
其他非流动资产	574	538	505	552	582
资产总计	5543	6767	6785	7193	7660
流动负债	2760	3782	3618	3822	4022
短期借款	300	360	310	260	260
应付票据及应付账款	1548	2097	1829	1860	1904
其他流动负债	912	1325	1479	1702	1858
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	3791	4024	4249
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	2020	2196	2438
归属母公司股东权益	2514	2827	2985	3161	3403
负债和股东权益	5543	6767	6785	7193	7660

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	-4	209	142
净利润	220	407	164	233	321
折旧摊销	95	121	71	93	99
财务费用	11	11	10	9	9
投资损失	-54	-49	-65	-63	-56
营运资金变动	80	113	-106	11	-160
其他经营现金流	-17	-3	-78	-75	-72
投资活动现金流	-280	95	17	-54	-33
资本支出	-68	-264	-108	-87	-59
长期投资	-265	379	0	0	0
其他投资现金流	54	-20	125	33	26
筹资活动现金流	100	-156	-42	-89	-63
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	-53	-64	-88
现金净增加额	153	539	-30	65	47

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7115	10622	10866	12571	13912
营业成本	5455	8046	8229	9568	10544
营业税金及附加	45	52	54	63	70
营业费用	1238	1868	2240	2495	2706
管理费用	227	221	291	304	328
研发费用	25	28	33	38	42
财务费用	6	7	-7	-7	-9
资产减值损失	-14	-20	1	1	0
其他收益	116	55	60	63	70
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	49	65	63	56
资产处置收益	-1	2	11	13	0
营业利润	278	484	162	249	356
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	219	311	427
所得税	94	130	55	78	107
净利润	220	407	164	233	321
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	220	408	164	233	321
EBITDA	334	564	283	397	518
EPS (元/股)	0.55	1.02	0.41	0.58	0.80

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	2.3	15.7	10.7
营业利润(%)	56.7	74.1	-66.6	53.9	42.8
归属母公司净利润(%)	69.9	85.5	-59.7	41.9	37.4
获利能力					
毛利率(%)	23.3	24.2	24.3	23.9	24.2
净利率(%)	3.1	3.8	1.5	1.9	2.3
ROE(%)	8.7	14.4	5.5	7.4	9.4
ROIC(%)	5.5	10.0	4.6	6.2	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	54.6	58.1	55.9	55.9	55.5
净负债比率(%)	9.2	-12.0	-11.1	-13.2	-12.9
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.7	1.6	1.8	1.9
应收账款周转率	14.4	18.4	20.8	25.0	26.1
应付账款周转率	4.2	4.4	4.2	5.2	5.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	1.02	0.41	0.58	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.50	-0.01	0.52	0.35
每股净资产(最新摊薄)	6.26	7.04	7.43	7.87	8.47
估值比率					
P/E	43.6	23.5	58.2	41.1	29.9
P/B	3.8	3.4	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	22.4	25.6	32.7	23.1	17.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 30 日收盘价

免责声明

国盛证券股份有限公司（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“国盛证券股份有限公司”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 号院 7 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

地址：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