

# 三只松鼠 (300783.SZ)

## 扣非利润积极，生活馆打磨可期

**事件：**三只松鼠 2025 年实现营收 101.9 亿元，同比-4.1%，归母净利润 1.6 亿元，同比-61.9%，扣非归母净利润 0.5 亿元，同比-84.5%。其中 25Q4 营收 24.3 亿元，同比-29.6%，归母净利润-0.1 亿元，同比-108.0%，扣非归母净利润-0.1 亿元，同比-114.7%。26Q1 营收 38.4 亿元，同比+3.0%，归母净利润 2.7 亿元，同比+14.4%，扣非归母净利润 2.5 亿元，同比+51.6%。

**线上渠道结构调整，线下新晋拓展生活馆。**三只松鼠 2025 年营收同比-4.1%至 101.9 亿元，营收小幅下滑主因年货节旺季错期，渠道结构调整过程中，持续优化渠道布局及传统店型，聚焦核心品类，缩减长尾产品。分渠道看，2025 年线上渠道营收同比-3.1%至 71.8 亿元，面对线上流量成本增加，松鼠深化“D+N”全渠道协同体系，转换销售重点，全年抖音营收同比+3.8%至 22.7 亿元，淘天系同比-11.3%至 17.2 亿元，京东系同比+12.9%至 15.1 亿元，25H2 整体渠道结构向京东、淘天倾斜。线下渠道 30.1 亿元，同比-6.3%，公司一方面拓展分销，以标杆市场为原点，通过高品质性价比的日销货盘及礼盒矩阵拓展渠道布局，2025 年分销业务营收同比-4.3%至 25.3 亿元，另一方面调整线下门店布局体系，新晋拓展“自有品牌社区硬折扣超市”生活馆，2025 年末生活馆 9 家，国民零食店 298 家，爱折扣 58 家，全年门店业务营收同比-13.6%至 3.5 亿元。分品牌看，2025 年三只松鼠营收同比-7.2%至 91.2 亿元，小鹿蓝蓝同比+4.9%至 8.3 亿元，其它 2.4 亿元，预计主要为日化、米面粮油、水果生鲜等多品类的布局。26Q1 营收同比+3.0%至 38.4 亿元，预计春节错期形成正向带动，结合利润表现，预计公司主动控制电商费用投放。

**25 年利润承压，26Q1 年货节改善显著。**2025 年三只松鼠毛利率同比+0.2pct 至 24.4%，在坚果成本大幅上涨背景下，预计公司以产品结构调整、自有供应链布局形成一定对冲。销售费用率同比+2.2pct 至 19.7%，部分线上平台流量费率提升及线下生活馆战略性投放增加费用支出，管理费用率同比+0.9pct 至 2.9%，预计主因公司业务开拓阶段增加人员配置。最终净利率同比-2.6pct 至 1.3%，平台流量、坚果成本及业务战略投放形成双向挤压。26Q1 毛利率同比+0.6pct 至 27.3%，销售费用率同比-2.8pct 至 15.9%，净利率同比+0.6pct 至 7.0%，在公司调整渠道重点后，年货节带动利润顺利释放。

**渠道边界持续突破，生活馆探索迭代。**我们认为三只松鼠正持续突破渠道边界，在线上及线下持续探索新的运营方式。当前公司在“高端性价比”战略及“一低两高”组织经营导向指引下，进一步适配业务发展，缩短决策链路。线上推进渠道品牌及内容专业化运作，线下深耕分销体系、孵化全品类自有品牌“生活馆”新店型，立足“平价社区超市”定位，初步完成皖南市场布局，正持续调优，奠定未来区域扩张基础。

**投资建议：**我们认为三只松鼠在“高端性价比”及“一低两高”组织经营导向下，持续探索新的渠道机遇，预计未来生活馆等业态孵化成功，将打开新的成长潜力。预计 2026-2028 年营收分别为 104.6/118.2/132.2 亿元，分别同比+2.6%/+13.1%/+11.8%，归母净利润分别为 3.1/3.4/3.8 亿元，分别同比+101.0%/+9.7%/+12.2%。维持“买入”评级。

**风险提示：**新店型打磨不及预期，原材料价格大幅上涨，食品安全问题。

### 买入（维持）

#### 股票信息

行业	休闲食品
前次评级	买入
04月29日收盘价(元)	19.70
总市值(百万元)	7,913.22
总股本(百万股)	401.69
其中自由流通股(%)	69.78
30日日均成交量(百万股)	5.74

#### 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)：利润阶段性承压，生活馆打造新机遇》 2026-01-31
- 《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

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	10,622	10,189	10,457	11,823	13,217
增长率 yoy (%)	49.3	-4.1	2.6	13.1	11.8
归母净利润 (百万元)	408	155	312	343	384
增长率 yoy (%)	85.5	-61.9	101.0	9.7	12.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.02	0.39	0.78	0.85	0.96
净资产收益率 (%)	14.4	5.2	9.9	10.0	10.4
P/E (倍)	19.4	50.9	25.3	23.1	20.6
P/B (倍)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	5248	5144	5269	5470	5844
现金	866	1176	1151	1378	1773
应收票据及应收账款	560	312	378	328	294
其他应收款	42	62	58	59	59
预付账款	213	537	553	359	300
存货	2083	1784	1756	1871	1946
其他流动资产	1483	1273	1373	1473	1473
<b>非流动资产</b>	1519	1679	1806	1900	1849
长期投资	25	30	33	36	39
固定资产	843	878	930	963	875
无形资产	113	164	163	166	169
其他非流动资产	538	607	680	735	766
<b>资产总计</b>	6767	6823	7075	7370	7693
<b>流动负债</b>	3782	3614	3626	3657	3711
短期借款	360	701	651	651	651
应付票据及应付账款	2097	1447	1536	1622	1668
其他流动负债	1325	1467	1438	1384	1392
<b>非流动负债</b>	150	184	222	247	247
长期借款	0	0	25	50	50
其他非流动负债	150	184	197	197	197
<b>负债合计</b>	3932	3798	3847	3903	3958
少数股东权益	8	57	57	57	57
股本	401	402	402	402	402
资本公积	535	571	574	574	574
留存收益	1897	2002	2220	2459	2728
归属母公司股东权益	2827	2968	3170	3410	3678
<b>负债和股东权益</b>	6767	6823	7075	7370	7693

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	602	208	224	402	536
净利润	407	131	312	343	384
折旧摊销	121	173	108	111	106
财务费用	11	7	21	20	21
投资损失	-49	-37	-52	-47	-53
营运资金变动	113	-97	-88	58	74
其他经营现金流	-3	32	-77	-81	3
<b>投资活动现金流</b>	95	-12	-105	-76	-5
资本支出	-264	-234	-143	-91	-55
长期投资	379	185	-3	-3	-3
其他投资现金流	-20	37	41	17	53
<b>筹资活动现金流</b>	-156	113	-143	-98	-136
短期借款	60	341	-50	0	0
长期借款	-125	0	25	25	0
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	21	36	3	0	0
其他筹资现金流	-112	-265	-122	-123	-136
<b>现金净增加额</b>	539	309	-25	228	395

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	10622	10189	10457	11823	13217
营业成本	8046	7701	7902	8983	10006
营业税金及附加	52	61	52	59	66
营业费用	1868	2011	1980	2264	2458
管理费用	221	300	254	274	284
研发费用	28	33	31	35	40
财务费用	7	9	-3	-2	-7
资产减值损失	-20	-56	-2	-3	-3
其他收益	55	101	52	118	93
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	49	37	52	47	53
资产处置收益	2	0	11	13	0
<b>营业利润</b>	484	146	355	385	512
营业外收入	58	58	70	80	0
营业外支出	5	24	8	9	0
<b>利润总额</b>	537	180	416	457	512
所得税	130	49	104	114	128
<b>净利润</b>	407	131	312	343	384
少数股东损益	0	-24	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	408	155	312	343	384
EBITDA	564	336	522	565	612
EPS (元/股)	1.02	0.39	0.78	0.85	0.96

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	49.3	-4.1	2.6	13.1	11.8
营业利润(%)	74.1	-69.8	142.6	8.6	33.0
归属母公司净利润(%)	85.5			9.7	12.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.2	24.4	24.4	24.0	24.3
净利率(%)	3.8	1.5	3.0	2.9	2.9
ROE(%)	14.4	5.2	9.9	10.0	10.4
ROIC(%)	10.0	3.1	7.7	7.9	8.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	58.1	55.7	54.4	53.0	51.4
净负债比率(%)	-12.0	-11.4	-10.6	-15.7	-25.2
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.5	1.5	1.6	1.8
应收账款周转率	18.4	23.4	30.3	33.5	42.5
应付账款周转率	4.4	4.3	5.3	5.7	6.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.02	0.39	0.78	0.85	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	0.52	0.56	1.00	1.33
每股净资产(最新摊薄)	7.04	7.39	7.89	8.49	9.16
<b>估值比率</b>					
P/E	19.4	50.9	25.3	23.1	20.6
P/B	2.8	2.7	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	25.6	26.7	14.5	13.0	11.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 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