

三只松鼠 (300783.SZ)

增持 (维持)

26Q1 经营改善, 新业态持续探索

2025 年公司实现收入 101.89 亿元/-4.08%, 归母净利润 1.55 亿元/-61.90%, 扣非归母净利 0.49 亿元/-84.53%。26Q1 单季度看, 公司 26Q1 营业收入 38.35 亿元/+3.01%, 归母净利润 2.73 亿元/+14.35%。公司持续深化高端性价比战略, 通过纵深供应链增强产品品质及价格竞争力, 好产品+好价格基础下, 全品类+全渠道布局将持续打开成长空间。维持“增持”评级。

□ 2025 年盈利增长承压, 26Q1 收入利润恢复增长。2025 年全年公司实现收入 101.89 亿元/-4.08%, 归母净利润 1.55 亿元/-61.90%, 扣非归母净利 0.49 亿元/-84.53%。单季度来看, 公司 26Q1 营业收入 38.35 亿元/+3.01%, 归母净利润 2.73 亿元/+14.35%。

□ 品类结构调整, 烘焙、肉制品增长。分品类来看, 全年坚果业务营收 48.23 亿元/-10.12%, 烘焙营收 18.91 亿元/+25.97%, 肉制品营收 11.00 亿元/+14.53%, 果干营收 3.80 亿元/-34.75%, 综合品类收入 17.09 亿元/-15.30%。坚果、烘焙、综合品类毛利率分别为 21.85%、25.72%、23.83%, 坚果/烘焙/综合毛利率同比分别-2.13pct、+4.50pct、-5.15pct。

□ 线上毛利率提升, 新店型持续探索。分渠道来看, 公司全年线上收入 71.76 亿/-3.11%, 线上模式毛利率为 28.48%/+2.96pct。其中抖音收入 22.72 亿, 淘天系收入 17.19 亿, 京东系收入 15.13 亿。2025 年线下渠道收入 30.13 亿/-6.30%, 线下模式毛利率为 14.75%/-6.56pct。国民零食店门店数达到 298 家, 实现收入 2.88 亿元; 线下分销渠道实现收入 25.28 亿元。

□ 毛利率微增, 26Q1 费用管控优化。2025 年度公司毛利率为 24.42%/+0.17pct, 公司全年销售/管理/财务费用率分别为 19.74%、2.94%、0.09%, 同比分别+2.15pct、+0.86pct、+0.02pct。26Q1 单季度毛利率为 27.33%; 净利率为 7.05%; 单季度销售费用率为 15.87%, 管理费用率为 2.24%, 财务费用率为 0.07%。

□ 投资建议。公司持续贯彻“高端性价比”战略, 供应链纵深提效, 全链路优化以实现低价; 同时持续推进新分销开拓, 形成“全品类+全渠道”布局, 成长可期。因原材料价格及平台流量费用上涨及渠道、品类投入, 调整公司 2026/2027/2028 年归母净利分别为 2.7/3.1/3.5 亿, 维持“增持”评级。

□ 风险提示: 行业竞争加剧, 全产业链拓展进度不及预期, 食品安全风险

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10622	10189	11208	12777	14310
同比增长	49%	-4%	10%	14%	12%
营业利润(百万元)	484	146	319	370	434
同比增长	74%	-70%	118%	16%	17%
归母净利润(百万元)	408	155	269	306	352
同比增长	86%	-62%	73%	14%	15%
每股收益(元)	1.02	0.39	0.67	0.76	0.88
PE	19.4	50.9	29.4	25.9	22.5
PB	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0

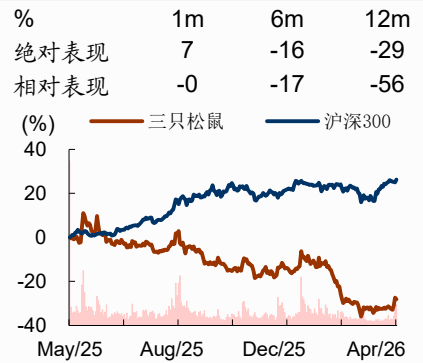
资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/商业
当前股价: 19.7 元

基础数据

总股本(百万股)	402
已上市流通股(百万股)	280
总市值(十亿元)	7.9
流通市值(十亿元)	5.5
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	5.9
资产负债率	39.4%
主要股东	章燎源
主要股东持股比例	40.3%

股价表现



相关报告

- 《三只松鼠 (300783) —重回百亿美元目标达成, 全品类+全渠道持续开拓》2025-03-30
- 《三只松鼠 (300783) —盈利能力提升, 持续深化全产业链布局》2024-11-02
- 《三只松鼠 (300783) —线上延续高增长趋势, 线下分销持续布局》2024-08-31

丁浙川 S1090519070002
dingzhechuan@cmschina.com.cn
李星馨 S1090524070010
lixingxin@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	5248	5144	5384	6190	6781
现金	866	1176	1042	1250	1257
交易性投资	0	70	70	70	70
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	560	312	343	391	438
其它应收款	42	62	69	78	88
存货	2083	1784	1950	2223	2490
其他	1696	1740	1910	2178	2439
非流动资产	1519	1679	1664	1653	1645
长期股权投资	25	30	30	30	30
固定资产	843	878	910	939	965
无形资产商誉	113	195	175	158	142
其他	538	576	549	526	509
资产总计	6767	6823	7047	7843	8427
流动负债	3782	3614	3594	4111	4375
短期借款	360	701	501	657	568
应付账款	2097	1447	1581	1803	2019
预收账款	348	804	878	1001	1122
其他	977	663	633	650	666
长期负债	150	184	184	184	184
长期借款	0	0	0	0	0
其他	150	184	184	184	184
负债合计	3932	3798	3778	4295	4559
股本	401	402	402	402	402
资本公积金	529	566	566	566	566
留存收益	1897	2001	2270	2576	2928
少数股东权益	8	57	33	5	(27)
归属于母公司所有者权益	2827	2968	3237	3543	3895
负债及权益合计	6767	6823	7047	7843	8427

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	602	208	159	102	148
净利润	407	131	244	278	320
折旧摊销	99	137	132	127	124
财务费用	11	7	28	26	27
投资收益	(49)	(37)	(92)	(92)	(92)
营运资金变动	154	6	(157)	(241)	(236)
其它	(22)	(35)	3	5	5
投资活动现金流	95	(12)	(25)	(25)	(25)
资本支出	(265)	(237)	(117)	(117)	(117)
其他投资	360	226	92	92	92
筹资活动现金流	(156)	113	(268)	131	(116)
借款变动	(110)	114	(240)	156	(89)
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	56	36	0	0	0
股利分配	(101)	(50)	0.000	0.0	0.0
其他	(1)	12	(28.4)	(25.6)	(26.7)
现金净增加额	541	310	(135)	208	7

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10622	10189	11208	12777	14310
营业成本	8046	7701	8417	9596	10747
营业税金及附加	52	61	67	76	86
营业费用	1868	2011	2163	2453	2733
管理费用	221	300	269	307	329
研发费用	28	33	36	41	46
财务费用	7	9	28	26	27
资产减值损失	(19)	(67)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	55	101	55	55	55
投资收益	49	37	37	37	37
营业利润	484	146	319	370	434
营业外收入	58	58	58	58	58
营业外支出	5	24	24	24	24
利润总额	537	180	353	404	468
所得税	130	49	108	126	148
少数股东损益	(0)	(24)	(24)	(28)	(32)
归属于母公司净利润	408	155	269	306	352

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	49%	-4%	10%	14%	12%
营业利润	74%	-70%	118%	16%	17%
归母净利润	86%	-62%	73%	14%	15%
获利能力					
毛利率	24.2%	24.4%	24.9%	24.9%	24.9%
净利率	3.8%	1.5%	2.4%	2.4%	2.5%
ROE	15.3%	5.4%	8.7%	9.0%	9.5%
ROIC	11.4%	2.9%	6.1%	6.5%	7.0%
偿债能力					
资产负债率	58.1%	55.7%	53.6%	54.8%	54.1%
净负债比率	6.8%	10.9%	7.1%	8.4%	6.7%
流动比率	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.5	1.6	1.7	1.8
存货周转率	4.6	4.0	4.5	4.6	4.6
应收账款周转率	18.4	23.4	34.2	34.8	34.5
应付账款周转率	4.4	4.3	5.6	5.7	5.6
每股资料(元)					
EPS	1.02	0.39	0.67	0.76	0.88
每股经营净现金	1.50	0.52	0.40	0.25	0.37
每股净资产	7.04	7.39	8.06	8.82	9.70
每股股利	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	19.4	50.9	29.4	25.9	22.5
PB	2.8	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	20.3	46.4	22.9	21.0	18.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。