

公司研究

梳理渠道业务，探索门店新业态

——三只松鼠（300783.SZ）2025 年年报及 2026 年一季报业绩点评

要点

事件：三只松鼠公布 2025 年年报和 2026 年一季报，2025 年全年实现营业收入 101.89 亿元，同比-4.08%；归母净利润 1.55 亿元，同比-61.90%；扣非归母净利润 0.49 亿元，同比-84.53%。其中，25Q4 单季度实现营业收入 24.30 亿元，同比-29.62%；归母净亏损 531 万元，24 年同期为归母净利润 0.67 亿元；扣非归母净亏损 774 万元，24 年同期为扣非归母净利润 0.53 亿元。26Q1 单季度实现营业收入 38.35 亿元，同比+3.01%；归母净利润 2.73 亿元，同比+14.35%；扣非归母净利润 2.46 亿元，同比+51.59%。

电商体量略有收缩，线下尝试门店新业态。2025 年电商平台实现收入 71.76 亿元，同比-3.11%，占总收入的 70%。其中抖音/天猫系/京东系分别实现收入 22.72/17.19/ 15.13 亿元，同比+3.84%/-11.25%/+12.91%。受线上投流成本增加影响，线上渠道增速有所放缓。线下业务 2025 年收入为 30.13 亿元，同比-6.30%。其中线下分销业务实现收入 25.28 亿元，同比-4.28%。线下门店业务合计收入 3.49 亿元，其中国民零食店收入为 2.88 亿元，同比-16.76%。截至 2025 年末，国民零食店共开设 296 家（2025 年净增 2 家）。生活馆 2025 年实现收入 0.19 亿元，截至 2025 年末门店数量共计 9 家。其他门店业务 2025 年实现收入 0.42 亿元，其中爱折扣截至 25 年末门店数量为 58 家，2025 年净闭店 8 家。

26Q1 毛利率修复，盈利能力改善。毛利率方面，2025 全年/25Q4/ 26Q1 公司毛利率分别为 24.42%/21.73%/27.33%；26Q1 同比+0.59pcts，环比+5.60pcts。26Q1 毛利率的同环比提升主要系公司调整产品定价策略，推出差异化产品优化品类结构。**费用端**，2025 全年/25Q4/26Q1 销售费用率分别为 19.74%/16.69%/15.87%；26Q1 同比-2.80pcts，环比-0.82pcts，主要系公司对费效比的关注度提升，精益化管理下销售费用率同环比改善。2025 全年/25Q4/26Q1 管理费用率分别为 2.94%/2.93%/2.24%；26Q1 同比+0.48pcts，环比-0.68pcts。**综合来看**，2025 全年/25Q4/26Q1 公司归母净利率分别为+1.52%/-0.22%/+7.13%；26Q1 同比+0.71pcts。扣非归母净利率分别为+0.48%/-0.32%/+6.42%；26Q1 同比+2.06pcts，盈利能力有所改善。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司新业态布局成效有待观察，我们下调 2026-2027 年归母净利润预测至 3.01/3.48 亿元（较前次下调 37.6%/39.7%），新增 2028 年归母净利润预测为 3.91 亿元。对应 2026-2028 年 EPS 为 0.75/0.87/0.97 元，当前股价对应 P/E 分别为 26/22/20 倍，公司品牌力突出，持续推进全渠道布局，维持“增持”评级。

风险提示：流量入口增加，获客成本增加超预期，线下业务拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,622	10,189	10,998	11,912	13,017
营业收入增长率	49.30%	-4.08%	7.94%	8.32%	9.27%
归母净利润（百万元）	408	155	301	348	391
归母净利润增长率	85.51%	-61.90%	93.62%	15.81%	12.33%
EPS（元）	1.02	0.39	0.75	0.87	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.42%	5.23%	9.34%	10.08%	10.51%
P/E	19	50	26	22	20
P/B	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-04-30

增持（维持）

当前价：19.41 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005
021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.02
总市值(亿元)	77.97
一年最低/最高(元)	17.47/31.49
近 3 月换手率	141.50%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.42	-24.20	-55.36
绝对	3.80	-19.83	-29.13

资料来源：Wind

相关研报

推进全渠道布局，费投力度有所提升——三只松鼠（300787.SZ）2025 年中报点评（2025-09-02）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,622	10,189	10,998	11,912	13,017
营业成本	8,046	7,701	8,308	8,974	9,784
折旧和摊销	57	92	104	115	127
税金及附加	52	61	66	71	78
销售费用	1,868	2,011	2,017	2,184	2,387
管理费用	221	300	323	348	377
研发费用	28	33	36	39	42
财务费用	7	9	14	6	9
投资收益	49	37	37	37	37
营业利润	484	146	380	445	504
利润总额	537	180	414	479	538
所得税	130	49	113	131	147
净利润	407	131	301	348	391
少数股东损益	0	-24	0	0	0
归属母公司净利润	408	155	301	348	391
EPS(元)	1.02	0.39	0.75	0.87	0.97

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	602	208	488	354	394
净利润	408	155	301	348	391
折旧摊销	57	92	104	115	127
净营运资金增加	-281	-68	-62	143	173
其他	418	29	145	-253	-297
投资活动产生现金流	95	-12	-233	-258	-233
净资本支出	-264	-234	-220	-220	-220
长期投资变化	25	30	0	0	0
其他资产变化	334	193	-13	-38	-13
融资活动现金流	-156	113	-661	-31	-84
股本变化	0	1	0	0	0
债务净变化	-32	279	-600	89	51
无息负债变化	934	-412	238	149	181
净现金流	539	309	-406	64	77

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	24.2%	24.4%	24.5%	24.7%	24.8%
EBITDA 率	5.5%	3.7%	4.2%	4.4%	4.6%
EBIT 率	4.5%	2.4%	3.2%	3.5%	3.7%
税前净利润率	5.1%	1.8%	3.8%	4.0%	4.1%
归母净利润率	3.8%	1.5%	2.7%	2.9%	3.0%
ROA	6.0%	1.9%	4.5%	4.8%	5.1%
ROE (摊薄)	14.4%	5.2%	9.3%	10.1%	10.5%
经营性 ROIC	11.6%	5.5%	7.8%	8.3%	8.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	58%	56%	51%	51%	51%
流动比率	1.39	1.42	1.49	1.47	1.48
速动比率	0.84	0.93	0.95	0.93	0.92
归母权益/有息债务	6.12	4.01	22.89	15.06	13.29
有形资产/有息债务	13.81	8.51	43.75	28.72	25.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	6,767	6,823	6,715	7,187	7,685
货币资金	866	1,176	770	834	911
交易性金融资产	0	70	70	70	70
应收账款	560	312	337	365	398
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	42	62	67	73	80
存货	2,083	1,784	1,759	1,900	2,071
其他流动资产	1,483	1,203	1,203	1,203	1,203
流动资产合计	5,248	5,144	4,871	5,162	5,517
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	25	30	30	30	30
固定资产	843	878	875	888	910
在建工程	0	0	89	156	206
无形资产	113	164	205	243	280
商誉	0	30	30	30	30
其他非流动资产	173	118	118	118	118
非流动资产合计	1,519	1,679	1,845	2,025	2,168
总负债	3,932	3,798	3,436	3,674	3,905
短期借款	360	701	101	190	240
应付账款	2,097	1,447	1,686	1,821	1,985
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	51	108	108	108	108
流动负债合计	3,782	3,614	3,265	3,502	3,734
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	85	80	80	80	81
非流动负债合计	150	184	171	171	171
股东权益	2,835	3,025	3,279	3,513	3,780
股本	401	402	402	402	402
公积金	701	741	771	772	772
未分配利润	1,730	1,832	2,056	2,289	2,555
归属母公司权益	2,827	2,968	3,222	3,456	3,723
少数股东权益	8	57	57	57	57

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	17.58%	19.74%	18.34%	18.34%	18.34%
管理费用率	2.08%	2.94%	2.94%	2.92%	2.90%
财务费用率	0.06%	0.09%	0.13%	0.05%	0.07%
研发费用率	0.27%	0.32%	0.32%	0.32%	0.32%
所得税率	24%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.25	0.12	0.28	0.31	0.35
每股经营现金流	1.50	0.52	1.21	0.88	0.98
每股净资产	7.05	7.39	8.02	8.60	9.27
每股销售收入	26.49	25.37	27.38	29.66	32.40

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	19	50	26	22	20
PB	2.8	2.6	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	15.1	24.3	17.2	15.1	13.4
股息率	1.3%	0.6%	1.5%	1.6%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼