

三只松鼠(300783.SZ)

年报承压，一季报环比改善

推荐 (维持)

股价:19.7元

主要数据

行业	三只松鼠
公司网址	www.3songshu.com
大股东/持股	章燎源/40.30%
实际控制人	章燎源
总股本(百万股)	402
流通A股(百万股)	280
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	79
流通A股市值(亿元)	55
每股净资产(元)	8.00
资产负债率(%)	39.4

行情走势图



证券分析师

王萌	投资咨询资格编号 S1060522030001 WANGMENG917@pingan.com.cn
韦毓	投资咨询资格编号 S1060525120002 WEIYU001@pingan.com.cn



事项:

公司发布2025年报，全年实现营业收入101.89亿元，同比减少4.08%；归母净利润1.55亿元，同比减少61.90%。拟向全体股东每10股派发现金红利1.17元（含税）。公司同时发布2026年一季报，26Q1实现营收38.35亿元，同比增长3.01%；归母净利润2.73亿元，同比增长14.35%。

平安观点:

- 25年报表现承压，26Q1改善显著。**2025年报营收下降的原因：（1）年货节销售旺季结构性错档；（2）调整渠道结构，持续优化传统店型，减少低效投放；（3）聚焦核心品类，缩减长尾单品。利润下降的原因：（1）坚果原料价格较大幅度上涨；（2）部分线上平台流量结构变化，费率有所提升；（3）传统门店优化、生活馆项目战略性投入；（4）新增物业折旧及摊销费用上升。2026年一季度公司在“高端性价比”战略及“一低两高”组织经营导向牵引下，借助全国集约基地成本及效率优势，抢抓年货节销售旺季，实现利润较大增长。
- 核心坚果品类承压，烘焙、肉制品类增速较快。**分产品来看，核心品类坚果实现营收48.23亿元，同比下降10.12%，毛利率为21.85%，同比下降2.13个百分点。烘焙产品实现营收18.91亿元，同比增长25.97%，毛利率为25.72%，同比提升4.50个百分点。肉制品实现营收11.00亿元，同比增长14.53%，毛利率为22.17%，同比提升1.77个百分点。果干及综合品类分别实现营收3.80亿元和17.09亿元，同比分别下降34.75%和15.30%。
- 不断夯实基本盘，孵化生活馆新店型。**分销售模式来看，2025全年公司线上销售实现营收71.76亿元，同比下降3.11%，毛利率为28.48%，同比提升2.96个百分点。其中，抖音渠道收入达22.72亿元，占总营收22.30%；淘天系和京东系收入分别为17.19亿元和15.13亿元。线下销售实现营收30.13亿元，同比下降6.30%，毛利率为14.75%，同比下降6.56

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	10,622	10,189	10,918	11,957	13,237
YOY(%)	49.3	-4.1	7.1	9.5	10.7
净利润(百万元)	408	155	320	345	409
YOY(%)	85.5	-61.9	105.8	7.9	18.7
毛利率(%)	24.2	24.4	24.6	24.7	25.0
净利率(%)	3.8	1.5	2.9	2.9	3.1
ROE(%)	14.4	5.2	9.9	9.9	10.8
EPS(摊薄/元)	1.02	0.39	0.80	0.86	1.02
P/E(倍)	19.4	50.9	24.8	23.0	19.3
P/B(倍)	2.8	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

个百分点。公司线下门店合计收入3.49亿元，其中国民零食店2.88亿元，生活馆0.19亿元，其他0.42亿元。

- **财务估值与预测：** 根据公司2025年年报及2026年一季报，我们调整业绩预测，预计公司2026-2028年的归母净利润分别为3.20亿元（前值为5.08亿元）、3.45亿元（前值为6.01亿元）、4.09亿元（新增），对应的EPS分别为0.80/0.86/1.02元，对应4月29日收盘价的PE分别为24.8、23.0、19.3倍。2026年公司将坚定围绕“一低两高”持续推进战略规划，实现基本盘业务稳中求进，生活馆新业务稳中求稳。维持“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 线下渠道拓展不及预期：目前公司正在积极发力线下分销，不断探索新的模式，线下渠道拓展的成效存在一定的不确定性；2) 线上竞争加剧：公司线上销售占比仍高，若未来各品牌线上竞争加剧，公司的销量将会受到一定挑战；3) 食品安全风险：零食生产过程涉及多个环节，从原材料采购、加工、包装到储存和运输，一旦发生食品安全事故，不仅会损害消费者健康，企业还将面临法律责任、巨额赔偿和声誉受损等严重后果。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,144	6,074	6,644	7,337
现金	1,176	1,092	1,196	1,324
应收票据及应收账款	312	607	665	736
其他应收款	62	46	51	56
预付账款	537	324	355	393
存货	1,784	2,043	2,237	2,465
其他流动资产	1,273	1,961	2,141	2,363
非流动资产	1,679	1,516	1,337	1,210
长期投资	30	31	32	33
固定资产	1,014	855	696	537
无形资产	164	179	226	257
其他非流动资产	471	452	383	383
资产总计	6,823	7,590	7,982	8,548
流动负债	3,614	4,108	4,223	4,489
短期借款	701	662	451	328
应付票据及应付账款	1,447	2,009	2,199	2,424
其他流动负债	1,467	1,437	1,573	1,737
非流动负债	184	231	263	274
长期借款	91	138	170	180
其他非流动负债	93	93	93	93
负债合计	3,798	4,339	4,486	4,763
少数股东权益	57	38	18	-6
股本	402	402	402	402
资本公积	571	571	571	571
留存收益	1,996	2,240	2,505	2,818
归属母公司股东权益	2,968	3,213	3,477	3,791
负债和股东权益	6,823	7,590	7,982	8,548

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	172	116	494	459
净利润	131	301	325	385
折旧摊销	137	264	280	228
财务费用	9	31	28	21
投资损失	-37	-46	-46	-46
营运资金变动	-114	-482	-140	-176
其他经营现金流	46	48	48	48
投资活动现金流	-12	-102	-102	-102
资本支出	229	100	100	100
长期投资	185	0	0	0
其他投资现金流	-426	-202	-202	-202
筹资活动现金流	113	-98	-288	-229
短期借款	341	-39	-211	-122
长期借款	25	47	32	10
其他筹资现金流	-253	-106	-108	-117
现金净增加额	273	-84	104	128

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,189	10,918	11,957	13,237
营业成本	7,701	8,229	9,008	9,928
税金及附加	61	63	69	76
营业费用	2,011	1,991	2,181	2,414
管理费用	300	299	328	363
研发费用	33	34	38	42
财务费用	9	31	28	21
资产减值损失	-56	-34	-38	-42
信用减值损失	-11	-2	-2	-2
其他收益	101	91	91	91
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	37	46	46	46
资产处置收益	0	1	1	1
营业利润	146	372	404	488
营业外收入	58	52	52	52
营业外支出	24	11	11	11
利润总额	180	413	445	528
所得税	49	112	121	143
净利润	131	301	325	385
少数股东损益	-24	-19	-20	-24
归属母公司净利润	155	320	345	409
EBITDA	326	708	753	777
EPS (元)	0.39	0.80	0.86	1.02

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入(%)	-4.1	7.1	9.5	10.7
营业利润(%)	-69.8	154.5	8.7	20.6
归属于母公司净利润(%)	-61.9	105.8	7.9	18.7
获利能力				
毛利率(%)	24.4	24.6	24.7	25.0
净利率(%)	1.5	2.9	2.9	3.1
ROE(%)	5.2	9.9	9.9	10.8
ROIC(%)	3.5	8.2	7.9	9.2
偿债能力				
资产负债率(%)	55.7	57.2	56.2	55.7
净负债比率(%)	-12.7	-9.0	-16.5	-21.5
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	32.7	18.0	18.0	18.0
应付账款周转率	5.3	4.1	4.1	4.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.80	0.86	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.29	1.23	1.14
每股净资产(最新摊薄)	7.39	8.00	8.66	9.44
估值比率				
P/E	50.9	24.8	23.0	19.3
P/B	2.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	30.5	12.3	11.3	10.7

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层