

三只松鼠——IP 化的休闲食品电商巨头

——光大食品饮料行业周报 20190608

行业周报

◆本周专题：三只松鼠——IP 化的休闲食品电商巨头

三只松鼠是一家以休闲食品为核心的流量型网红企业。为保障食品安全，三只松鼠构建了重度垂直化的经营模式；为缓解线上渠道销售占比过高所带来的风险，公司建设了线下体验店作为线上销售的补充。产品方面，坚果类产品为公司主要收入来源，零食类产品销量的快速提升拉低了人均消费金额。财务方面，三只松鼠营收规模优于行业水平，毛利率虽不及行业平均水平，但由于费用控制得当，净利率较为可观。未来三只松鼠的发展方向方面，公司要加强供应链及营销网络建设力度、保障经营能力，以及坚持以“IP 化、人格化”的品牌策略、以品牌力驱动销售。

◆**本周市场回顾：**各市场指数均大幅下跌，申万创业板跌幅为 5.48%，食品饮料各细分子行业均出现下跌，其他酒类下跌明显；食品饮料板块估值位居全行业中上游水平，食品加工/饮料制造板块 2019 年动态 PE 为 31/24 倍。陆股通交易方面，本周洋河缺席前十榜单 2 日，伊利股份/五粮液/贵州茅台持股比例均下降明显；截至 2019 年 6 月 6 日，伊利股份/贵州茅台/洋河股份/五粮液陆股通持股比例分别为 13.18%/8.20%/6.86%/6.84%，较上周分别变动 0.13pct/-0.01pct/0.04pct/0.01pct。

◆**各板块数据跟踪：**习酒窖藏 1988(52 度)每瓶涨价 100 元，除五粮液和青花汾酒外，其他白酒品牌价格均出现波动；伊利、蒙牛线上旗舰店销售额较上周均成倍上涨；本周厨邦线上旗舰店销售额涨幅逾三倍，而海天线上旗舰店销售额涨幅较小；本周大部分重点公司线上成交额涨幅可观，好想你线上旗舰店成交额涨幅最大。

◆**成本端数据跟踪：**仔猪、生猪、猪肉价格均上涨，猪粮比价上涨至 7.97。玉米批发平均价较上周上涨 0.51%，玉米现货平均价较上周上涨 0.30%；国内小麦价格较上周下跌 0.02%，国际小麦价格较上周上涨 7.33%；国内大豆/国际大豆价格较上周不变；国内豆粕/国际豆粕价格较上周上涨 0.47%/下跌 3.44%；柳州白砂糖/昆明白砂糖/国际原糖价格较上周上涨 0.48%/下跌 0.40%/上涨 2.59%。

◆**投资策略：**白酒方面，年初以来估值修复推动白酒板块的超额收益，在预期修复的基础上白酒将进入动销跟踪和业绩兑现期，建议持续关注品牌力最强、春节旺季销售反馈较强的高端龙头品牌以及渠道下沉优势明显、具有一定消费刚性的中低端品牌，如贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒。大众消费品方面，板块估值整理提升，涨幅相对较小的乳业龙头已经具备配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注经营管理机制边际变化的个股及行业龙头；其他建议关注春节动销良好、有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品、保健品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品/汤臣倍健。

◆**风险因素：**宏观经济下滑风险；企业经营风险；食品安全问题

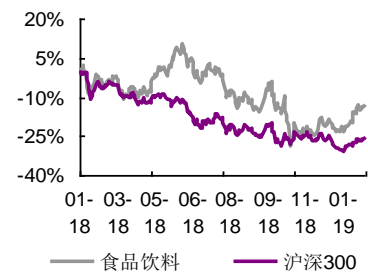
买入（维持）

分析师

叶倩瑜（执业证书编号：S0930517100003）
021-52523657
yeqianyu@ebsecn.com

周翔（执业证书编号：S0930518080002）
021-52523853
zhouxiang@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

酱油厂商在线上的差异化竞争策略
——光大食品饮料行业周报 20190601
..... 2019-06-01

新股速递系列二：天味食品——川味复合调味料第一股-光大食品饮料行业周报 20190526
..... 2019-05-26

新股速递系列一：有友食品——泡椒凤爪“一哥”-光大食品饮料行业周报 20190518
..... 2019-05-19

从 DCF 视角探讨海天当前的估值——光大食品饮料行业周报 20190511
..... 2019-05-14

上市首日股价暴涨 163%的 Beyond Meat 是何方神圣？——光大食品饮料行业周报 20190504
..... 2019-05-07

目 录

1、 新股速递系列三：三只松鼠——IP 化的休闲食品电商巨头	6
1.1、 三只松鼠：流量型的网红小鲜肉企业.....	6
1.2、 经营模式重度垂直化，保障食品质量安全	7
1.3、 销售模式：以线上渠道为核心	9
1.4、 产品结构：零食销量快速增长，大幅拉低人均消费金额	11
1.5、 盈利能力：营收能力强劲，费用控制得当	13
1.6、 三只松鼠上市后期在何方？	16
2、 投资策略.....	18
3、 本周市场回顾.....	19
3.1、 行情表现	19
3.2、 估值跟踪	19
3.3、 陆港通交易跟踪	21
4、 食品饮料各板块基本面数据跟踪	23
4.1、 白酒数据跟踪	23
4.2、 乳制品数据跟踪	24
4.1、 调味品数据跟踪	25
4.2、 大众品重点子行业代表性公司数据跟踪.....	26
5、 成本端数据跟踪	27
6、 公司重要交易信息.....	29
7、 风险提示.....	30

图目录

图 1：三只松鼠的质量控制流程体系	7
图 2：三只松鼠产品开发流程	8
图 3：三只松鼠城市仓分布及货品流转示意图	9
图 4：三只松鼠产品经理制度	9
图 5：三只松鼠云体验销售中心	9
图 6：中国网络购物市场交易规模	10
图 7：中国网络购物市场 PC 端及移动端交易规模	10
图 8：三只松鼠销售途径	11
图 9：2018 主要产品销售额及比重	12
图 10：三只松鼠营业收入	13
图 11：三只松鼠毛利率水平	14
图 12：三只松鼠净利率	15
图 13：三只松鼠 EBITDA	15
图 14：同行销售费用率比较	15
图 15：同行管理费用率比较	15
图 16：同行 2018 年员工总人数比较	16
图 17：同行 2018 年销售员工人数比较	16
图 18：三只松鼠品牌形象	17
图 19：各指数周度涨跌幅（%）	19
图 20：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）	19
图 21：各行业指数周度涨跌幅（%）	19
图 22：各板块最新估值（倍）	20
图 23：饮料制造/食品加工板块最新估值（倍）	20
图 24：各行业最新估值	20
图 25：食品饮料一级子行业 PE（TTM）	21
图 26：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细	21
图 27：贵州茅台/五粮液陆股通持股占比（%）	22
图 28：洋河股份/伊利股份陆股通持股占比（%）	22
图 29：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）	23
图 30：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）	23
图 31：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶）	23
图 32：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶）	23
图 33：婴儿奶粉价格（元/公斤）	24
图 34：生鲜乳主产区平均价（元/公斤）	24
图 35：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅）	24
图 36：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）	24

图 37：伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额（百万）	25
图 38：蒙牛旗舰店 30 天累计成交额（百万）	25
图 39：海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	25
图 40：厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	25
图 41：三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	26
图 42：良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	26
图 43：百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	26
图 44：好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	26
图 45：周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	27
图 46：顽皮旗舰店 30 天累计成交金额（百万）	27
图 47：22 省市仔猪/生猪/猪肉平均价（元/千克）	27
图 48：22 省市猪粮比价	27
图 49：国内玉米批发/现货平均价	28
图 50：国内/国际小麦现货价	28
图 51：国内/国际大豆现货价	28
图 52：国际/国内豆粕现货价	28
图 53：国内白砂糖/国际原糖现货价	28
图 54：国内浮法玻璃现货平均价	29
图 55：国内瓦楞纸平均价	29
图 56：国内 PET 瓶片出厂价	29

表目录

表 1：三只松鼠竞争对手情况.....	6
表 2：三只松鼠用户消费频次.....	7
表 3：2018 年毛利率敏感性分析.....	8
表 4：营业收入按销售模式划分.....	10
表 5：按销售平台分类的营业收入结构.....	10
表 6：主要产品情况.....	12
表 7：主要产品销售额及比重.....	12
表 8：人均消费情况.....	13
表 9：营业收入同行比较.....	14
表 10：毛利率同行比较.....	14
表 11：净利率同行比较.....	15
表 12：募集资金用途.....	16
表 13：食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览（%）.....	22
表 14：重点乳制品品牌代表性产品销售情况.....	25
表 15：近期公司重要公告.....	29
表 16：重要股东二级市场交易信息.....	30
表 17：近期公司大事提醒.....	30

1、新股速递系列三：三只松鼠——IP 化的休闲食品电商巨头

2019年6月3日，三只松鼠正式发布招股意向书，拟于6月12日于创业板上市，发行4,100万股，股本由36,000万股变为40,100万股。本次发行后，公司第一大股东、公司董事长、总经理章燎源先生的持股比例由44.52%下降至39.97%。

三只松鼠是一家以休闲食品为核心的较为年轻的品牌电商，因其高关注度、大规模的粉丝数量以及专注线上销售的业务模式，三只松鼠可称为一家流量型的网红企业。为保障食品安全，三只松鼠构建了重度垂直化的经营模式；为缓解线上渠道销售占比过高所带来的风险，公司建设了线下体验店作为线上销售的补充。产品方面，坚果类产品为公司主要收入来源，零食类产品销量的快速提升拉低了人均消费金额。财务方面，三只松鼠营收规模优于行业水平，毛利率虽不及行业平均水平，但由于费用控制得当，净利率较为可观。未来三只松鼠的发展方向方面，公司要加强供应链及营销网络建设力度、保障经营能力，以及坚持以“IP化、人格化”的品牌策略、以品牌力驱动销售。

1.1、三只松鼠：流量型的网红“小鲜肉”企业

三只松鼠是一家年轻的“小鲜肉”企业，是一家以休闲食品为核心的品牌电商，主要从事自有品牌休闲食品的研发、检测、分装及销售，致力于为消费者创造一站式休闲食品购买体验。其成立仅有七年，却取得了引人瞩目的成绩。

在2018年双十一购物节中，三只松鼠仅用9分钟29秒便实现销售额破亿；双十一全天，三只松鼠的天猫旗舰店访客量高达2200万，成为天猫双十一流量第一品牌；在天猫食品热销Top 10内，8个都是三只松鼠的产品。此外，三只松鼠还成为了天猫平台首家粉丝数量超过2000万人的店铺；2018年公司的总订单数高达7,265.83个。由此可见，三只松鼠粉丝基数广、品牌知名度高，是拥有着巨大流量企业。

与传统的休闲食品企业不同，三只松鼠并没有过多关注线下直营或加盟的业务模式，而是专注于线上销售的业务模式，2018年其线上渠道的销量占比高达90%左右。因其高关注度与专注线上销售的业务模式，三只松鼠可称为一家“网红”企业。

表 1：三只松鼠竞争对手情况

分渠道收入	2016 年度				2017 年度				2018 年度			
	线上 (亿元)	占比	线下 (亿元)	占比	线上 (亿元)	占比	线下 (亿元)	占比	线上 (亿元)	占比	线下 (亿元)	占比
洽洽食品	1.95	5.55%	33.18	94.45%	1.96	5.45%	34.07	94.55%	2.62	6.99%	34.87	93.01%
好想你	12.24	59.06%	8.48	40.94%	33.02	81.14%	7.68	18.86%	43.72	83.25%	8.8	16.75%
来伊份	2.4	7.42%	29.96	92.58%	3.72	10.24%	32.64	89.76%	3.69	9.27%	36.16	90.73%
良品铺子	14.25	33.23%	28.64	66.77%	22.68	41.82%	31.56	58.18%	27.01	44.49%	33.69	55.51%
三只松鼠	42.7	96.86%	1.38	3.14%	52.87	95.59%	2.44	4.41%	62.33	89.32%	7.45	10.68%

资料来源：招股意向书，光大证券研究所

作为一家享受互联网快速发展的红利的流量型网红小鲜肉企业，三只松鼠也面临着严峻挑战。休闲食品行业产品同质化严重，品牌集中度低，市场竞争激烈。三只松鼠虽已成为互联网休闲食品零售的旗舰品牌，但互联网思维下，粉丝关注点及专注度极易被转移。流量的迭代速度快、变化幅度巨大、变动方向莫测，为三只松鼠施加了较大的经营压力。

以上观点可从三只松鼠的消费频次上可看出，2018 年度仅消费一次的用户占比在 65%以上，结合 69.59 元的平均单次消费金额，说明带来流量和关注度的更多的是新客户而非忠实客户，用户粘性并不强。在此情况下，三只松鼠更易受到竞争对手的挑战。

表 2：三只松鼠用户消费频次

用户消费频次	2018 年度	2017 年度	2016 年度
消费 1 次的用户	65.54%	69.43%	68.19%
消费 2 次的用户	19.12%	18.12%	18.93%
消费 3 次的用户	7.11%	6.48%	6.92%
消费 4 次的用户	3.36%	2.79%	2.93%
消费 5 次的用户	1.73%	1.34%	1.36%
消费 5 次以上的用户	3.13%	1.84%	1.67%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

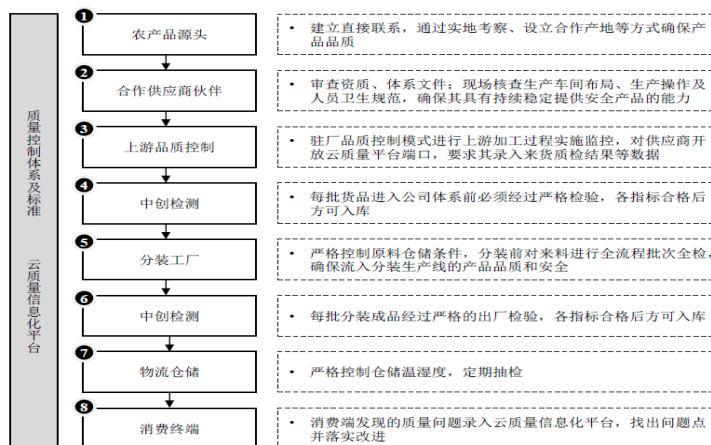
资料来源：招股意向书，光大证券研究所

1.2、经营模式重度垂直化，保障食品安全

有别于其他线上休闲食品零售商，三只松鼠的业务环节只涉及休闲食品的研发、采购、质检、分装及销售，并未涉及加工及生产环节。公司所售卖的休闲食品的加工与生产是由合作供应商所完成的，在此过程中三只松鼠负责进行监督与指导。

三只松鼠构建了重度垂直的经营模式，全程参与到从原材料采购到终端配送的多个环节，通过信息化系统对产业链上下游进行追溯管理，以保证食品安全。

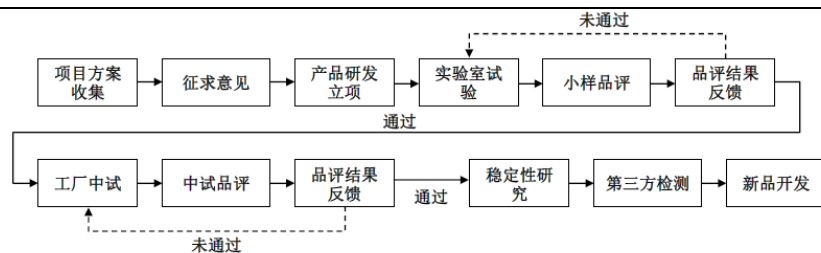
图 1：三只松鼠的质量控制流程体系



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

1. 产品开发:为给消费者提供更新鲜、口感更好、种类更多的休闲食品,三只松鼠进行了多方向的产品开发。在坚果方面,进行品种调查及差异化研究及混合果仁类坚果的研究开发;在花茶方面,进行茶产品创新研究;在零食方面,进行产品与品类的快速拓展研究。从开发立项、实验室试制、内部测试、市场投放等各个阶段,公司都制定了具体的开发流程

图 2: 三只松鼠产品开发流程



资料来源:招股意向书,光大证券研究所

2. 采购环节:由于原材料成本变动对毛利率影响较大,保证上游原材料的议价能力是三只松鼠经营战略中的重点。以 2018 年的毛利情况为例,成本提升 5%/10%时,毛利率将下降 3.59/7.18pct,而三只松鼠 2018 年的毛利率仅有 28.25%,处于行业水平下,若原材料成本提升,对毛利率的冲击较大。为了减小该风险,在原材料采购环节中,三只松鼠通过实地考察、设立合作产地等方式确保原材料品质,并直接与农户、合作社等原材料供应商建立伙伴关系,简化采购系统,保证对原材料的议价能力。

表 3: 2018 年毛利率敏感性分析

毛利率变动 (pct)	收入降低 10%	收入降低 5%	收入不变	收入提升 5%	收入提升 10%
成本降低 10%	0	+3.78	+7.18	+10.25	+13.05
成本降低 5%	-3.99	0	+3.59	+6.83	+9.78
成本不变	-7.97	-3.78	0	+3.42	+6.52
成本提升 5%	-11.96	-7.55	-3.59	0	+3.26
成本提升 10%	-15.94	-11.33	-7.18	-3.42	0

资料来源:Wind,光大证券研究所

3. 生产及入库环节:三只松鼠对供应商严格进行资质审查,并制定了动态的更新淘汰机制,根据开发及流程管理制度对合作加工厂进行监督。在生产过程中,三只松鼠委派质量控制人员驻场把控,并通过远程视频监控、例行及突击检查等方式进行实时监督,以确保食品的安全生产生产过程的透明性。在入库的检测及分装环节,货品经过严格检验后方可入库,

4. 配送环节:已实现覆盖全国市场的物流配送。2018 年底,三只松鼠已在芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州通过自有或租赁方式设有 9 个配送中心或城市仓,在芜湖、天津、成都、广州、武汉、郑州、嘉兴、金华、上海、沈阳、西安等地通过与第三方仓配服务商合作建立 16 个合作仓,并通过公司的物流合作伙伴,实现了全国市场覆盖。同时,公司建立了订单汇集处理及分拣打包的高效处理机制,以配合第三方物流服务商,提升配送时效。

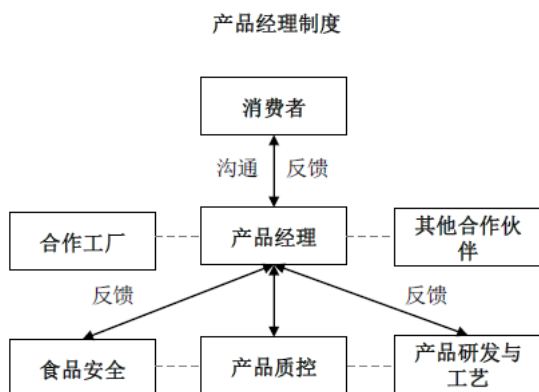
图 3：三只松鼠城市仓分布及货品流转示意图



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

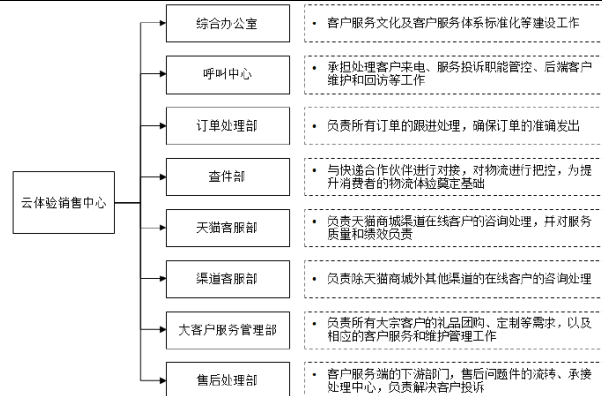
同时，公司设立了专职客户服务部门——云体验销售中心，负责售前及售后管理，与消费保持密切沟通，并形成反馈机制。其中，由产品经理对所负责的产品门类进行直接管理，建立和消费者直接沟通的渠道，对质控、研发等部门进行持续反馈。收到反馈后，通过云质量信息化平台进行全过程追溯至相关环节，对该环节进行倒逼改善，以不断改进、优化产品。

图 4：三只松鼠产品经理制度



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

图 5：三只松鼠云体验销售中心

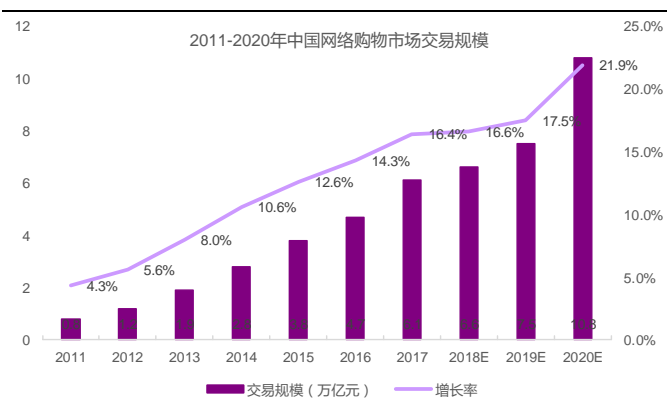


资料来源：招股意向书，光大证券研究所

1.3、销售模式：以线上渠道为核心

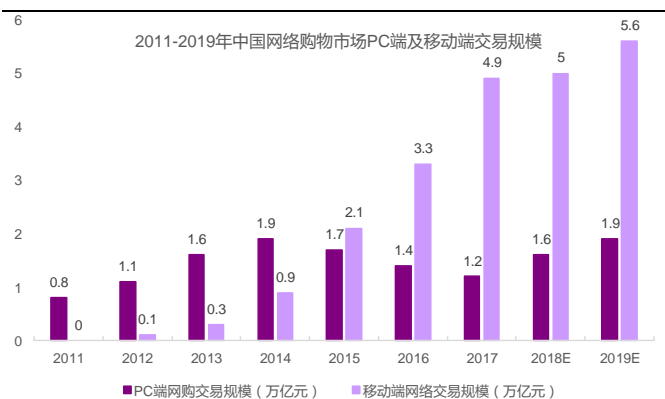
休闲食品市场前景广阔，未来空间可期。人均可支配收入的提高带动休闲食品消费需求不断增长，消费升级驱动着休闲食品行业的快速更新迭代，电商平台的发展也为休闲食品市场提供了强有力的支持。根据三只松鼠的招股意向书公布的数字，2015 至 2019 年我国休闲食品行业年均复合增长率超过 17%，预计 2019 年行业产值将达到约 2 万亿元。休闲食品的市场规模不断扩张，三只松鼠面临更多新的市场机会。

图 6：中国网络购物市场交易规模



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

图 7：中国网络购物市场 PC 端及移动端交易规模



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

销售渠道：线上渠道销售占比逾 95%，单一渠道依赖度较高。

电商模式便于物流配送，购物体验更便捷；经销商、零售商等中间环节被剔除，线上价格较线下更有优势。基于线上渠道特殊的优势，休闲食品行业电商模式兴起。三只松鼠抓住机遇，率先进入休闲食品线上零售市场，打开品牌知名度，占领市场份额。

三只松鼠采用线上渠道为核心的销售模式，主要以 B2C 模式进行产品销售，入驻开设自营品牌旗舰店的模式与第三方平台进行合作，统一入仓模式及自营销售平台两大销售模式也为线上销售提供了保障。2018 年三只松鼠的线上收入占比高达 96.82%。其中，2015 年起天猫商城为最大的线上销售平台，2018 年天猫商城对线上销售的贡献率达 47.35%。

然而，三只松鼠存在销售渠道集中度较高的风险，2018 年前五大销售平台对线上销量的贡献率高达 82.58%。

表 4：营业收入按销售模式划分

销售模式	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比	收入 (万元)	占比
线上模式	426,780.11	96.82%	528,057.98	95.47%	622,742.38	89.24%
线下模式	14,061.58	3.18%	25,060.32	4.53%	75,096.37	10.76%

资料来源：招股意向书，光大证券研究所

表 5：按销售平台分类的营业收入结构

平台排名	2015		2016		2017		2018	
	平台名称	销售占比	平台名称	销售占比	平台名称	销售占比	平台名称	销售占比
1	天猫商城	78.55%	天猫商城	63.69%	天猫商城	55.22%	天猫商城	47.35%
2	京东商城	7.23%	京东商城	10.09%	天猫超市	12.25%	京东自营	14.64%
3	唯品会	5.14%	天猫超市	8.57%	京东自营	9.92%	天猫超市	9.74%
4	1 号店	4.31%	京东自营	4.27%	京东商城	8.97%	京东商城	8.60%
5	当当	1.30%	1 号店	3.10%	唯品会入仓	4.05%	零售通	2.25%
	其他	3.47%	其他	10.29%	其他	9.59%	其他	17.42%

资料来源：招股意向书，光大证券研究所

但值得注意的是，三只松鼠已经注意到该风险，对天猫商城的依赖度逐年降低，由 2015 年的 78.55% 降至 2018 年的 47.35%；销售渠道的集中度

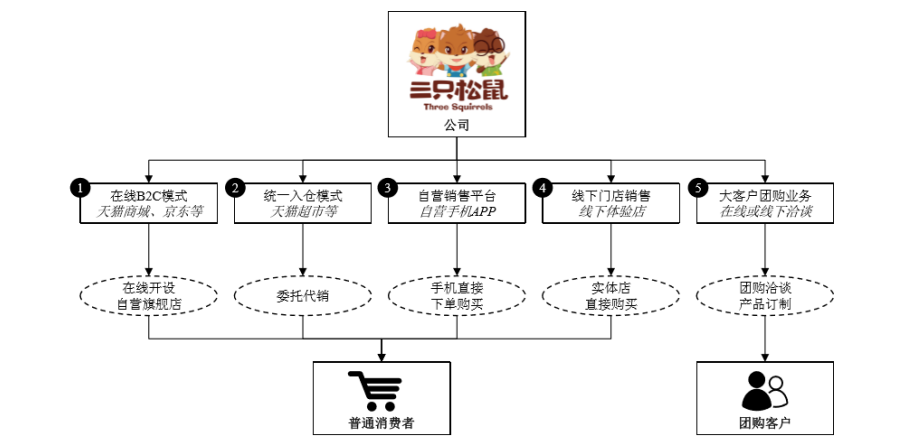
也逐年降低,前五大线上平台所占销售份额由2015年的96.53%下降至2018年的82.58%。

为了缓解高渠道集中度所带来的风险,三只松鼠构建了线下体验店等渠道,冀以协同线上与线下,构建多层次的销售网络。与传统的线下零售店不同,三只松鼠的线下体验店更着重于体验功能。通过三只松鼠IP元素的布景、创新性的“零售+休闲”区域布局、店员的服务以及线下活动,为消费者营造与品牌形象高度相关的休闲娱乐氛围,进行品牌文化的展现,构筑更加精致的购物场景,以提升消费者对三只松鼠品牌的感知度。

然而,对比良品铺子与来伊份,三只松鼠的线下店铺数量较少,对销量的贡献率较低,可见三只松鼠仍处于线下销售的试水摸索阶段。截至2018年年底,三只松鼠的线下体验店仅有53家。而良品铺子在2018年6月30日前,直营门店就达到了736家,加盟门店为1356家;来伊份2018年的线下连锁门店总数更是达到2697家。

值得一提的是,在线下体验店的试水阶段,目前店面主要开设在网购普及率相对较低的二、三线城市中人口密集、基础设施完善的沿街商业广场,该地段选择既能有效的降低费用,也有助于在网购水平不发达的非优势地区建立品牌形象,同时提升网购普及率,将线下销售引流至线上,形成线上+线下的协同效应。在低费用地区进行实体店试水,摸索线下实体店的盈利模式及利润增长点,能够有效提升经营效率。总结线下实体店的经验后,未来三只松鼠的线下销售值得期待。

图8: 三只松鼠销售途径



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

1.4、产品结构：零食销量快速增长，大幅拉低人均消费金额

三只松鼠形成了囊括坚果、干果、果干、花茶、零食、礼盒等其他产品等多品类休闲食品的产品组合,细分产品品类超过500种。

表 6：主要产品情况

产品类型	产品内容	产品系列
坚果系列产品	碧根果、夏威夷果、松子、开心果、巴旦木、腰果、山核桃等	“大头装”、“真好剥”
干果系列产品	红枣类产品：和田骏枣、和田小枣、灰枣、无核香枣等； 葡萄干类产品：红葡萄干、白葡萄干、黑加仑葡萄干、香妃葡萄干等	“新疆正品”
果干系列产品	精选高品质水果原料	“松鼠云果园”、“超级水果干”等
花茶系列产品	美妍茶系列：冻干柠檬片、水果茶、金银花、荷叶茶等；随身泡系列：枸杞、大麦茶、胎菊、决明子等；永恒蓝系列：小美红茶等	“小美美妍茶”、“小美随身泡”
零食系列产品	肉类即食制品：猪肉脯、猪肉条、牛肉干、牛肉粒、鸭肉、鱿鱼丝等以家畜、家禽及海产品为原料制成的风味食品； 糕点：曲奇饼、肉松饼、麻薯等点心类制品； 其他：包括爆米花、鸡蛋干、玉米片等多元化零食产品	“发现好零食”、“小贱爱烘焙”、“小贱糕点”、“小贱膨化”
礼盒等其他产品		明星单品组合

资料来源：招股意向书，光大证券研究所

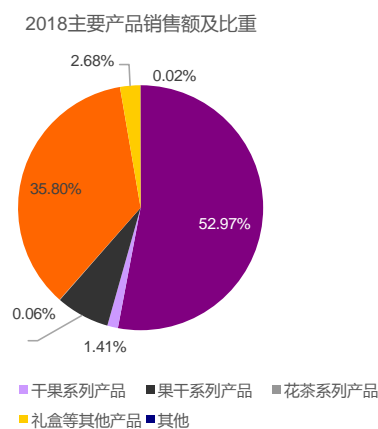
在三只松鼠的六大产品系列中，坚果类产品为三只松鼠最主要的收入来源，但其收入贡献率逐年下降，由 2014 年的 87.65% 下降至 2018 年的 52.97%；零食产品增长迅速，成为 2018 年三只松鼠第二大收入来源，其收入贡献率由 2014 年的 0.92% 上升至 2018 年的 35.80%。

表 7：主要产品销售额及比重

	2014		2015		2016		2017		2018	
	金额(万元)	比重	金额(万元)	比重	金额(万元)	比重	金额(万元)	比重	金额(万元)	比重
坚果系列产品	81,184.45	87.85%	164,039.78	80.44%	307,824.01	69.83%	350,545.22	63.38%	369,629.66	52.97%
干果系列产品	7,828.06	8.47%	10,779.81	5.29%	11,785.86	2.67%	11,329.94	2.05%	9,810.60	1.41%
果干系列产品	277.16	0.30%	9,277.15	4.55%	29,317.92	6.65%	41,507.88	7.50%	49,275.64	7.06%
花茶系列产品	2,265.55	2.45%	2,340.19	1.15%	3,017.51	0.68%	1,225.31	0.22%	424.71	0.06%
零食系列产品	852.49	0.92%	17,501.28	8.58%	86,406.90	19.60%	140,853.86	25.47%	249,857.75	35.80%
礼盒	0	0.00%	0	0.00%	2,487.77	0.56%	7,515.17	1.36%	18,719.57	2.68%
其他	0	0.00%	0	0.00%	1.74	0.00%	140.91	0.03%	120.84	0.02%
合计	92,407.71	100.00%	203,938.22	100.00%	440,841.69	100.00%	553,118.30	100.00%	697,838.76	100.00%

资料来源：招股意向书，光大证券研究所

图 9：2018 主要产品销售额及比重



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

单价较低的零食销售占比快速提升，加上市场竞争较为激烈，公司进行了较多的单品包邮政策的影响，虽然三只松鼠的人均消费频次有所提升，但单次消费金额及人均消费金额被大幅拉低。

表 8：人均消费情况

项目	2016	2017	2018
平均单次消费金额（元/次）	104.58	94.87	69.59
人均消费金额（元/人）	174.61	158.05	127.69
人均消费频次（次/人/年）	1.67	1.67	1.83

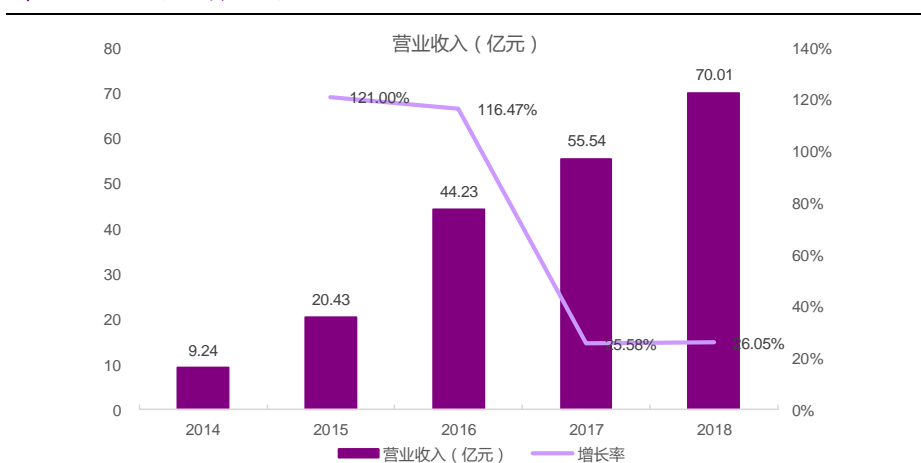
资料来源：招股意向书，光大证券研究所

人均消费金额的大幅降速将对三只松鼠的销售收入产生巨大影响。结合消费频次数据来看，2018年消费仅一次的消费者占65.54%，且下降幅度较小。在消费频次提升小、人均消费金额降低速度快的双重压力下，吸引新用户、扩大消费者人群是三只松鼠拉动营收提升的唯一途径。而该途径又会带来营销费用扩大拉低净利润的负面影响，此外，面对激烈的市场竞争，为更多吸引消费者所可能采取的降价、包邮、组合促销等方式，可能对营收及净利润水平产生进一步负面影响。

1.5、盈利能力：营收能力强劲，费用控制得当

营收能力强劲：规模优于行业水平，增长率可观。与同行相比，三只松鼠的营收能力较为强劲，2016/2017/2018年，营业收入分别为44.23/55.54/70.01亿元，增长率分别为116.47%/25.58%/26.05%。但值得注意的是，2016及2017年，三只松鼠与其定位最为相似的竞争对手良品铺子的营收水平相差无几。

图 10：三只松鼠营业收入



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 9：营业收入同行比较

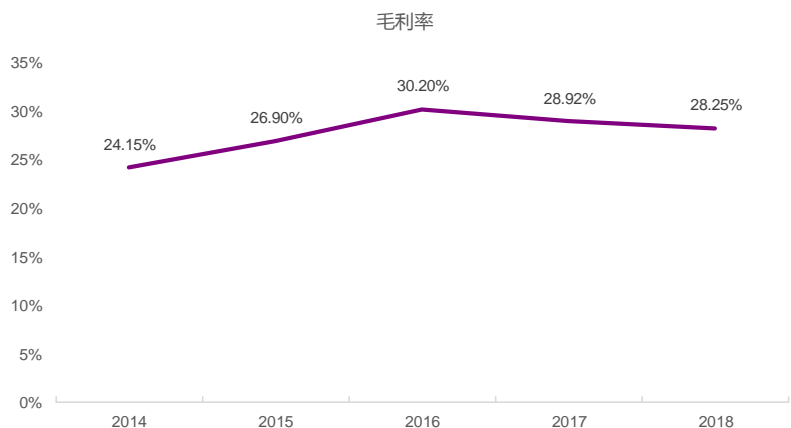
	2016		2017		2018	
	营业收入 (亿元)	增长率	营业收入 (亿元)	增长率	营业收入 (亿元)	增长率
洽洽食品	35.13	6.09%	36.03	2.55%	41.97	16.50%
好想你	20.72	86.14%	40.70	96.47%	49.49	21.59%
桂发祥	4.58	0.09%	4.86	6.26%	4.81	-1.12%
盐津铺子	6.83	17.09%	7.54	10.38%	11.08	46.81%
来伊份	32.36	3.50%	36.36	12.35%	38.91	7.01%
良品铺子	42.89	36.20%	54.24	26.45%		
三只松鼠	44.23	116.47%	55.54	25.58%	70.01	26.05%

资料来源：Wind，光大证券研究所

此外，公司营收呈现明显的季节性波动特征。主要原因是受气温、中国传统节日及“双十一”、“双十二”等电商大促活动的影响，公司主要收入来源——坚果产品的营业收入主要集中在第一季度及第四季度。

毛利水平处于行业低位。2018年，三只松鼠毛利率为28.25%，同比下降0.67pct。与同行相比，三只松鼠的毛利水平处于行业低位。

图 11：三只松鼠毛利率水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 10：毛利率同行比较

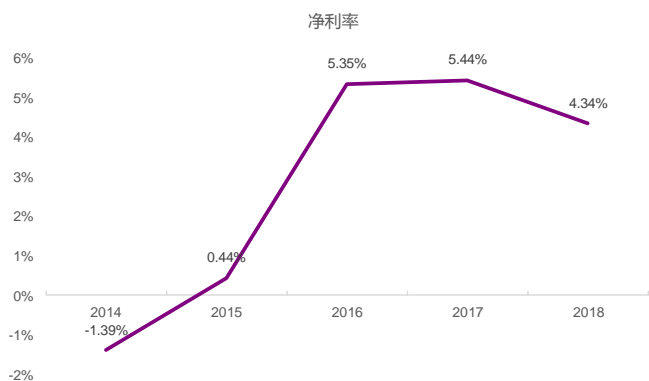
	2016		2017		2018	
	毛利率 (%)	变动 (pct)	毛利率 (%)	变动 (pct)	毛利率 (%)	变动 (pct)
洽洽食品	31.07	-1.47	29.89	-1.18	31.16	1.27
好想你	33.73	-6.39	29.04	-4.68	28.48	-0.57
桂发祥	52.30	-0.90	49.25	-3.04	48.42	-0.84
盐津铺子	49.19	3.08	46.83	-2.36	39.13	-7.70
来伊份	45.71	-0.80	44.31	-1.40	43.91	-0.40
良品铺子	32.73	-0.02	29.42	-3.31		
三只松鼠	30.20	3.29	28.92	-1.28	28.25	-0.67

资料来源：Wind，光大证券研究所

盈利能力较好。虽然三只松鼠的毛利率水平处于行业低位，其净利率表现较好。2018年，三只松鼠净利率为4.34%，同比下降1.10pct，但由于市

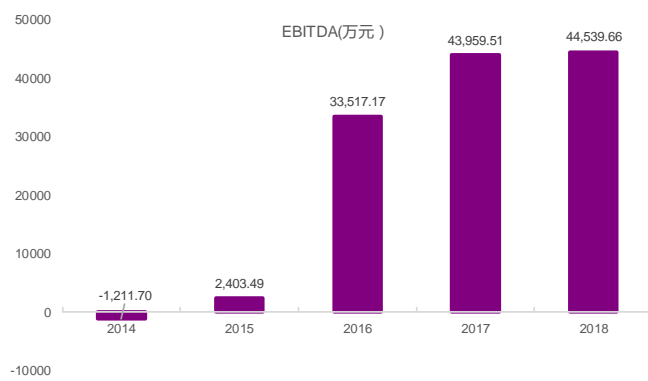
市场竞争较为激烈，其净利率的下降幅度处于合理区间范围内，且小于行业平均净利率下降幅度。

图 12: 三只松鼠净利率



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 三只松鼠 EBITDA



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 11: 净利率同行比较

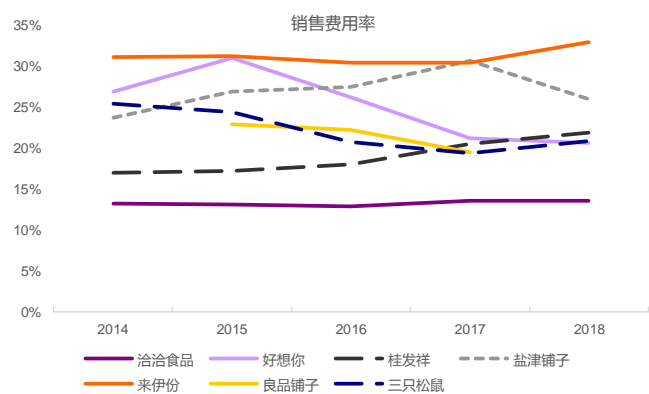
	2016		2017		2018	
	净利率 (%)	变动 (pct)	净利率 (%)	变动 (pct)	净利率 (%)	变动 (pct)
洽洽食品	10.22	-0.81	8.93	-1.29	10.52	1.59
好想你	1.89	2.18	2.39	0.51	2.20	-0.19
桂发祥	20.06	-0.52	19.05	-1.01	17.50	-1.55
盐津铺子	12.53	1.32	8.66	-3.87	6.43	-2.23
来伊份	4.14	-0.06	2.79	-1.36	0.26	-2.53
良品铺子	2.45	0.94	2.18	-0.27		
三只松鼠	5.35	4.91	5.44	0.09	4.34	-1.10

资料来源: Wind, 光大证券研究所

三只松鼠毛利率较低、净利率情况却较好的原因在于其费用控制得当。

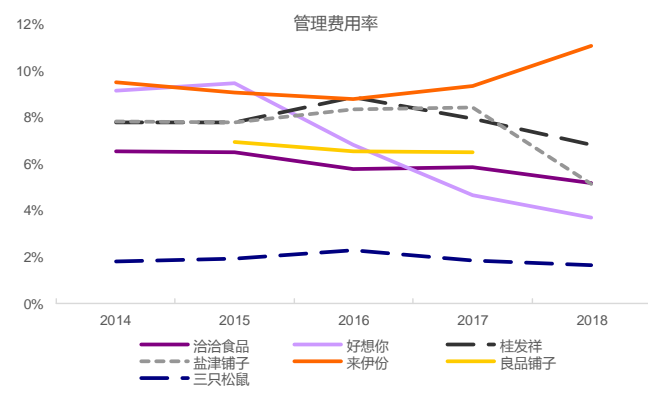
作为互联网电商企业，巨额销售费用投入以换得品牌知名度与消费者忠诚度，从而拉动营收是行业内较为常见的战略。而三只松鼠也采用了这种策略，投入了较多销售费用，但其销售费用率处于行业平均水平之下，说明相较于竞争对手，三只松鼠的销售费用投入到消费的转化水平较高，费用投入更有效率。

图 14: 同行销售费用率比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 15: 同行管理费用率比较

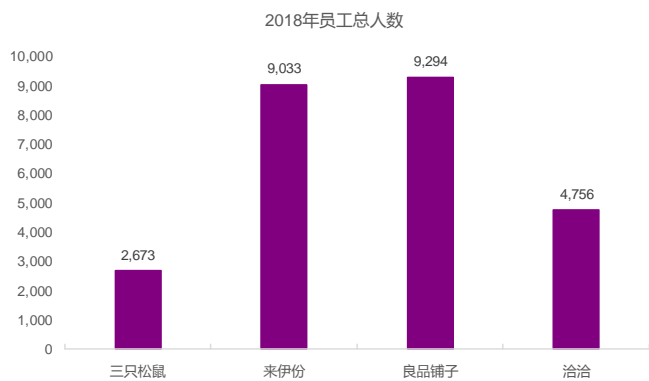


资料来源: Wind, 光大证券研究所

此外，三只松鼠通过线上渠道销售，避免了重资产投入、运营效率低、员工数量冗余等情况带来的管理费用过高的问题。相比于竞争对手，三只松鼠的管理费用率处于行业极低的水平，说明其运营效率较高。2018年，休闲食品行业巨头洽洽的管理费用率为5.15%，已是行业内较低水平，而三只松鼠的管理费用率仅为1.62%，是洽洽的三分之一。反观以线下实体店销售为主的来伊份，其管理费用率高达11.07%，充分说明了线上渠道为三只松鼠带来的降费效应。

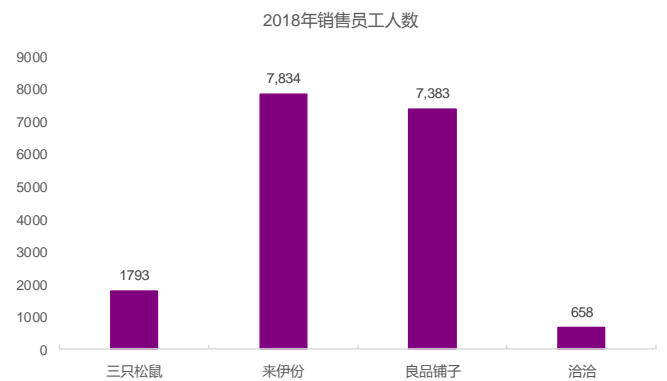
此外，员工人数上也体现出了线上渠道的销售模式为三只松鼠带来的降费效应。2018年，三只松鼠的员工数量仅为2673人，而来伊份/良品铺子/洽洽的员工数量为9033/9294/4756人，分别为三只松鼠的3.38/3.48/1.78倍。三只松鼠通过线上的高效运行，有效的提升运营效率，避免员工的冗余，从而降低了员工工资等非必要费用。

图 16: 同行 2018 年员工总人数比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 同行 2018 年销售员工人数比较



资料来源: Wind, 光大证券研究所

1.6、三只松鼠上市后路在何方?

1. 加强供应链及营销网络建设力度，保障经营能力

三只松鼠拟将本次发行募集资金运用于全渠道营销网络建设项目、供应链体系升级项目及物流及分装体系升级项目，以加强自身在销售端及产业链各环节的核心竞争力。

表 12: 募集资金用途

序号	募集资金投向	总投资 (万元)	利用募集资金投资额 (万元)	项目实施周期
1	全渠道营销网络建设项目	56,155.19	21,291.77	2 年
2	供应链体系升级项目	12,657.14	4,799.08	2 年
3	物流及分装体系升级项目	74,863.97	28,385.39	2 年
	总计	143,676.30	54,476.24	

资料来源: 招股意向书, 光大证券研究所

全渠道营销网络建设项目有助于减小三只松鼠对线上渠道依赖过度所带来的风险与隐患。该项目共分为无线自营 APP、线下体验店及全渠道信息

化系统三个模块，拓展产品销售渠道，构建“电商平台+自营 APP+线下体验店”同步运营的营销模式。

其中，线下体验店方面，三只松鼠聚焦的是二、三线城市的“体验中心”与“推广中心”。正如前文所述，该种模式能够将线下销售引流至线上，实现线上线下的协同。同时，着眼于二、三线城市能够降低成本，最大幅度的提升营销效率。

供应链体系升级项目有助于进一步保障食品质量安全，提升经营效率。该项目共分为食品研发中心、检测工厂及云质量信息化平台三个模块，三个模块互相配合，将供应端建设成为集新产品研发、食品质量及安全检测、供应链信息化管理平台于一体的完善上游体系。

物流及分装体系升级项目是为支撑快速扩张的业务规模所建设的，通过新建分装工厂、升级物流配送体系这两个模块，公司的产品分装能力以及仓储物流体系运行效率将提升，并且有助于打造专业化、信息化的产品供应体系。

2. 坚持以“IP 化、人格化”的品牌策略，以品牌力驱动销售

三只松鼠最大的特色是坚持“IP 化、人格化”的品牌策略，塑造较为鲜明的品牌形象，将三只松鼠打造成 IP，并借助 IP 增强用户粘性、提高品牌知名度。相比之下，其他休闲食品企业的品牌塑造则较为生硬。

公司基于外观设计有较高认知度的“三只松鼠”动漫形象，对三只松鼠动漫角色“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”赋予了鲜明的性格特征，使品牌整体传递的信息更加丰满。以丰富品牌内涵、提高消费者的品牌感知度。

在品牌宣传方面，三只松鼠借助动画、绘本、周边等多元化的方式进行品牌塑造，通过广告投放、社交媒体宣传、产品包装、影视剧植入、跨界合作、线上线下结合等方式与消费者进行高频次的互动，拉近和消费者之间的距离，使得消费者建立对三只松鼠品牌的立体印象。此外，三只松鼠还成立创意设计研究院，围绕三只松鼠品牌 IP 拓展产业布局的深度和广度，通过如抱枕、零食罐及服装等周边的研发设计，以及跨界合作等形式，构建立体的三只松鼠休闲食品文化。

图 18：三只松鼠品牌形象



资料来源：招股意向书，光大证券研究所

根据招股意向书的内容，三只松鼠以成为“综合性、娱乐化的消费品牌”为发展目标，围绕三只松鼠品牌 IP，拓展产业布局的深度和广度，依托娱乐

化体验推动消费升级的市场机遇，形成以休闲食品电商为核心的消费生态体系。

“IP化、人格化”的品牌策略，是将三只松鼠的品牌形象打造成一种IP、一种文化、一种情怀，并将其作为营销卖点与亮点。

用品牌力驱动销售，能够缓解三只松鼠所面临的两大困境，其一是在竞争激烈的市场中，通过高频广告投放增加品牌知名度所带来的销售费用过高压低盈利水平的问题；其二是不同品牌的产品差异不大所带来的用户粘性不足、消费频次较低的问题。

2、投资策略

白酒方面，年初以来估值修复推动白酒板块的超额收益，在预期修复的基础上白酒将进入动销跟踪和业绩兑现期，建议持续关注品牌力最强、春节旺季销售反馈较强的高端龙头品牌以及渠道下沉优势明显、具有一定消费刚性的中低端品牌，如贵州茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡酒。大众消费品方面，板块估值整理提升，涨幅相对较小的乳业龙头已经具备配置价值；调味品板块竞争格局最优、稳健增长能力强，重点关注经营管理机制边际变化的个股及行业龙头；其他建议关注春节动销良好、有自下而上经营改善的卤制品、休闲食品、保健品等细分行业龙头，如中炬高新/海天味业/伊利股份/洽洽食品/绝味食品/汤臣倍健。

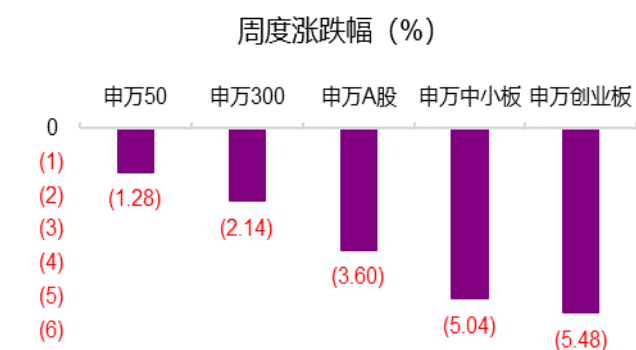
3、本周市场回顾

3.1、行情表现

各市场指数均大幅下跌，申万创业板跌幅为 5.48%，食品饮料行业表现一般，跌幅达 3.19%。本周（2019.06.03-2019.06.07，下同）各市场指数均大幅下跌，申万 50/申万 300/申万 A 股 /申万中小板/申万创业板分别下跌 1.28%/2.14%/3.60%/5.04%/5.48%。行业指数层面，申万一级行业基本均出现下跌，食品饮料行业表现一般，跌幅为 3.19%，在 28 个一级行业中居于中等位置，跑输上证综指 0.51 百分点。

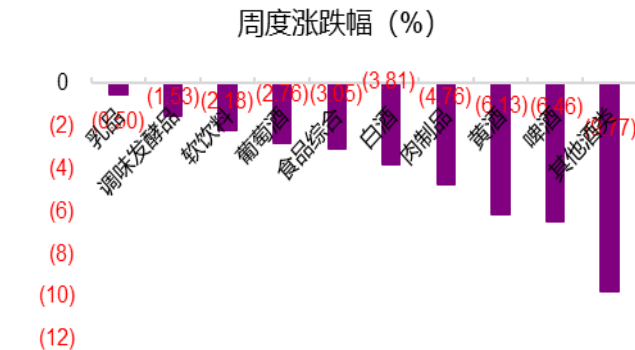
食品饮料各细分子行业均出现下跌。本周食品饮料各细分子行业全部下跌，其他酒类/啤酒/黄酒/肉制品/白酒跌幅分别为 9.77%/6.46%/6.13%/4.76%/3.81%，在所有子行业中表现靠后；乳品跌幅仅为 0.50%，在所有子行业中表现最好。

图 19：各指数周度涨跌幅（%）



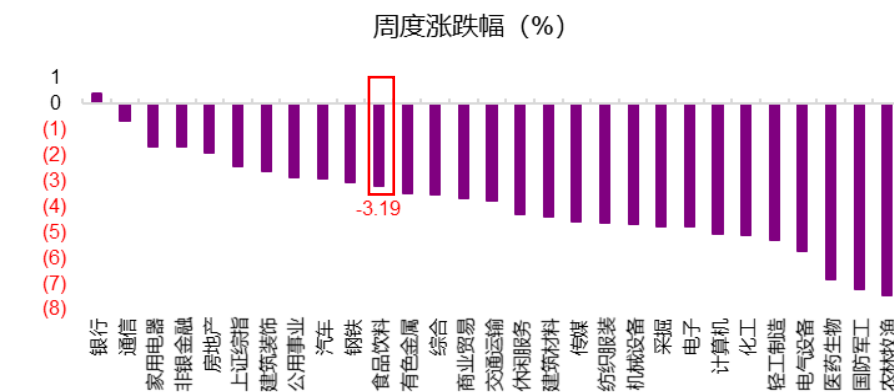
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 06.03-06.06

图 20：食品饮料各细分子行业周度涨跌幅（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 06.03-06.06

图 21：各行业指数周度涨跌幅（%）



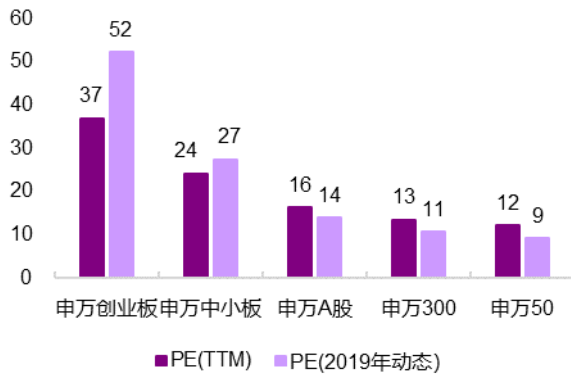
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 06.03-06.06

3.2、估值跟踪

食品饮料板块估值位居全行业中上游水平，食品加工/饮料制造板块 2019 年动态 PE 为 31/24 倍。截至 2019 年 6 月 6 日，申万创业板/申万中小

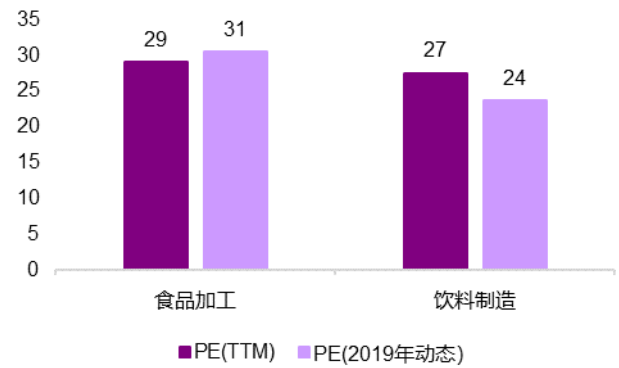
板/申万 A 股/申万 300/申万 50 的 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 37/52、24/27、16/14、13/11、12/9 倍。食品饮料行业 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 28/25 倍，处于各行业中上游水平。从子板块看，饮料制造/食品加工 PE(TTM)/PE(2019 动态) 分别为 27/24 倍和 29/31 倍，自 2019 年年初以来整体走势呈现上升态势。

图 22：各板块最新估值（倍）



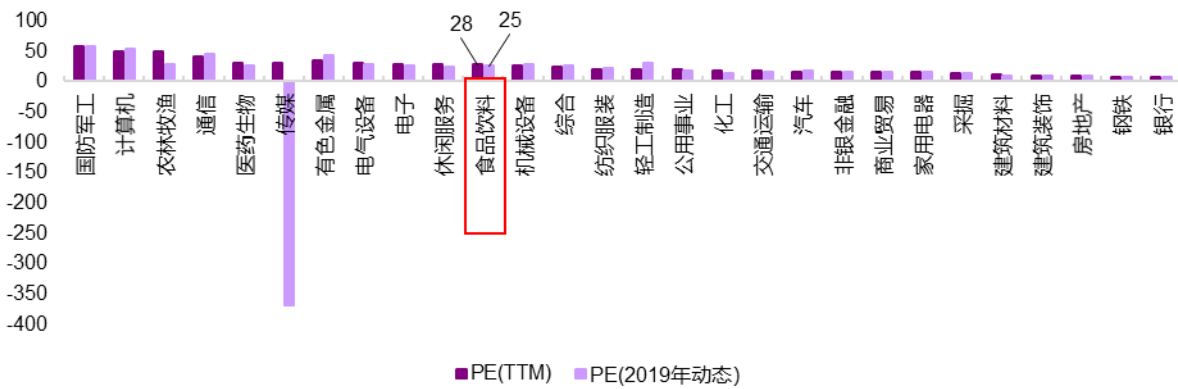
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

图 23：饮料制造/食品加工板块最新估值（倍）



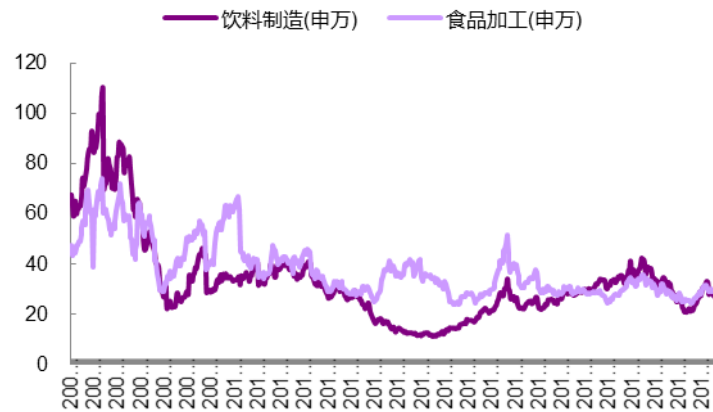
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

图 24：各行业最新估值



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

图 25：食品饮料一级子行业 PE (TTM)

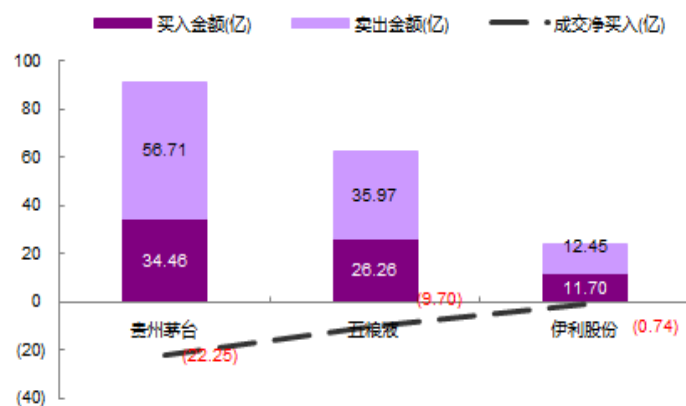


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

3.3、陆股通交易跟踪

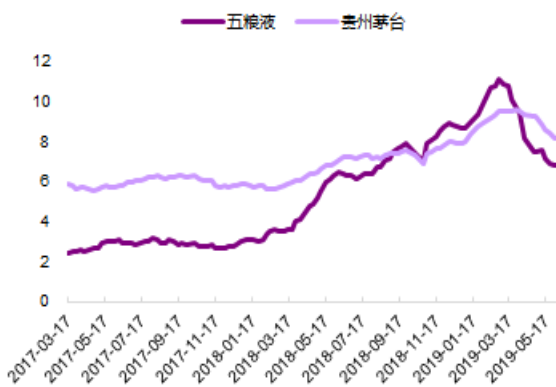
本周洋河缺席前十榜单 2 日，伊利股份/五粮液/贵州茅台持股比例较上周减少。本周洋河缺席前十榜单 2 日，贵州茅台、五粮液和伊利股份均全周登上陆股通前十大活跃个股榜单，2019 年 6 月 3 日至 6 月 6 日期间，伊利股份/五粮液/贵州茅台净买入（卖出）金额分别为-0.74 / -9.70 / -22.25 亿元。截至 2019 年 6 月 6 日，伊利股份/贵州茅台/洋河股份/五粮液陆股通持股比例分别为 13.18%/8.20%/6.86%/6.84%，较上周分别变动 0.13pct/-0.01pct/0.04pct/0.01pct。拉长周期来看，近两年上述标的陆股通持股比例整体不断上升，2019 年 3 月以来五粮液减持明显。

图 26：本周陆股通食品饮料活跃个股成交明细



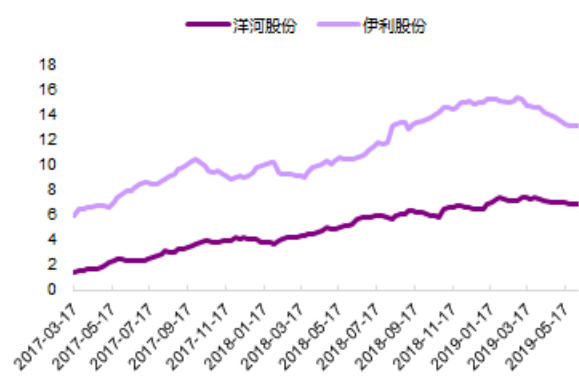
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 06.03-06.06

图 27: 贵州茅台/五粮液陆股通持股占比 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 06.06

图 28: 洋河股份/伊利股份陆股通持股占比 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 06.06

被增持的深股通和沪股通持股标的数量均约占 2/3。深股通持股标的中, 增持幅度前三位是顺鑫农业 (+0.29pct)、涪陵榨菜 (+0.26pct)、汤臣倍健 (+0.17pct), 减持幅度前三位是酒鬼酒 (-0.59pct)、双汇发展 (-0.39pct)、庄园牧场 (-0.07pct); 沪股通持股标的中, 增持幅度前三位是青岛啤酒 (+0.77pct)、绝味食品 (+0.54pct)、中炬高新 (+0.30pct), 减持幅度前三位是水井坊 (-0.26pct)、养元饮品 (-0.15pct)、香飘飘 (-0.10pct)。

表 13: 食品饮料板块陆股通持股占比每周变动一览 (%)

深股通持股标的					沪股通持股标的				
代码	简称	2019-05-31	2019-06-06	本周增减	代码	简称	2019-05-31	2019-06-06	本周增减
000860.SZ	顺鑫农业	3.35	3.64	0.29	600600.SH	青岛啤酒	2.27	3.04	0.77
002507.SZ	涪陵榨菜	9.07	9.33	0.26	603517.SH	绝味食品	0.45	0.99	0.54
300146.SZ	汤臣倍健	1.71	1.88	0.17	600872.SH	中炬高新	6.43	6.73	0.3
000596.SZ	古井贡酒	1.53	1.66	0.13	603369.SH	今世缘	0.97	1.24	0.27
000568.SZ	泸州老窖	1.96	2.08	0.12	600073.SH	上海梅林	0.96	1.14	0.18
000869.SZ	张裕 A	0.48	0.58	0.10	603589.SH	口子窖	3.29	3.45	0.16
002304.SZ	洋河股份	6.82	6.86	0.04	600809.SH	山西汾酒	2.34	2.47	0.13
002568.SZ	百润股份	0.92	0.96	0.04	600887.SH	伊利股份	13.05	13.18	0.13
300741.SZ	华宝股份	0.01	0.02	0.01	603288.SH	海天味业	5.61	5.69	0.08
000858.SZ	五粮液	6.83	6.84	0.01	600305.SH	恒顺醋业	1.53	1.59	0.06
002557.SZ	洽洽食品	3.54	3.55	0.01	603866.SH	桃李面包	2.04	2.09	0.05
000729.SZ	燕京啤酒	0.76	0.76	0.00	600597.SH	光明乳业	0.4	0.44	0.04
002461.SZ	珠江啤酒	0.06	0.05	-0.01	600197.SH	伊力特	1.96	1.97	0.01
002695.SZ	煌上煌	0.59	0.57	-0.02	600559.SH	老白干酒	0.83	0.84	0.01
000848.SZ	承德露露	5.42	5.37	-0.05	600519.SH	贵州茅台	8.21	8.2	-0.01
002910.SZ	庄园牧场	0.23	0.16	-0.07	603198.SH	迎驾贡酒	0.47	0.42	-0.05
000895.SZ	双汇发展	2.41	2.02	-0.39	603043.SH	广州酒家	0.35	0.29	-0.06
000799.SZ	酒鬼酒	0.82	0.23	-0.59	600702.SH	舍得酒业	0.89	0.81	-0.08
					603711.SH	香飘飘	0.38	0.28	-0.1
					603156.SH	养元饮品	0.55	0.4	-0.15
					600779.SH	水井坊	8.82	8.56	-0.26

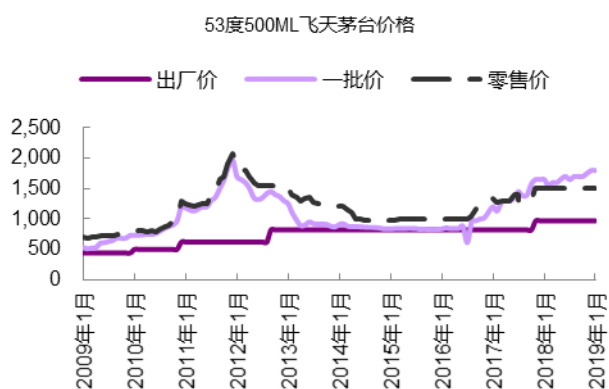
资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 截至本报告发布日, Wind 平台周度数据更新至 20190606, 故此表中本周为 20190531-20190606, 上周即再往前推一周

4、食品饮料各板块基本面数据跟踪

4.1、白酒数据跟踪

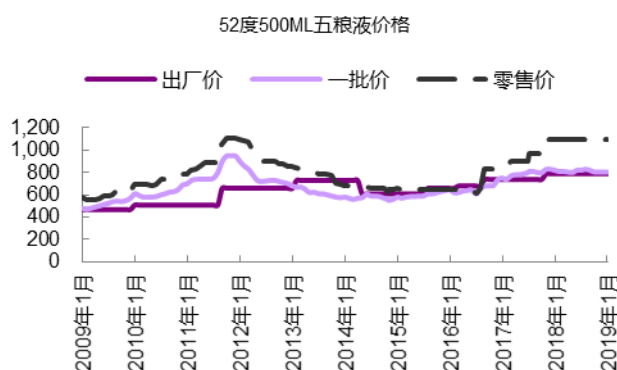
习酒窖藏 1988(52 度)每瓶涨价 100 元，除五粮液和青花汾酒外，其他白酒品牌价格均出现波动。根据京东商城数据，截至 2019 年 5 月 31 日，53 度 500ml 飞天茅台价格为 1499 元/瓶，习酒窖藏 1988(52 度)涨价 100 元至 698 元/瓶，剑南春(52 度)较上周涨价 10 元至 418 元/瓶，水井坊(52 度)较上周降价 13 元至 505 元/瓶，洋河梦之蓝(M3)(52 度)较上周涨价 10 元至 569 元/瓶，泸州老窖(52 度)较上周降价 10 元至 238 元/瓶。其他白酒品牌中，五粮液(52 度)和 30 年青花汾酒(53 度)价格均与上周持平，分别为 1099/679 元/瓶。

图 29：53 度 500ML 飞天茅台价格走势（元/瓶）



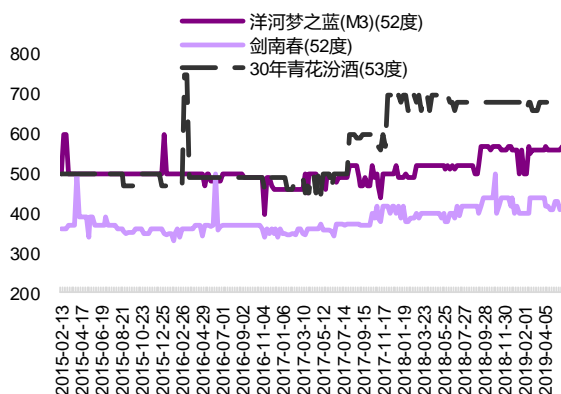
资料来源：渠道调研，光大证券研究所 注：更新至 2019 年 3 月

图 30：52 度 500ML 五粮液价格走势（元/瓶）



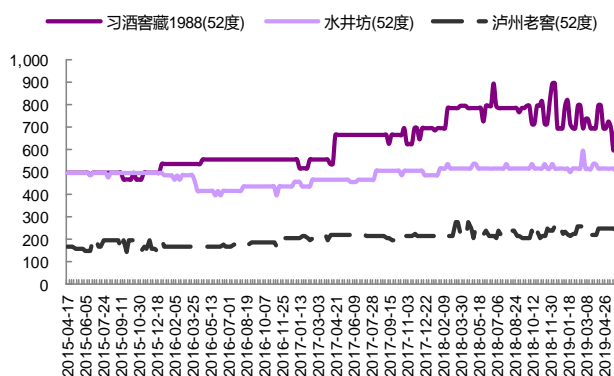
资料来源：渠道调研，光大证券研究所 注：更新至 2019 年 3 月

图 31：梦之蓝/剑南春/30 年青花汾酒京东价（元/瓶）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190531

图 32：习酒窖藏 1988/水井坊/泸州老窖京东价（元/瓶）

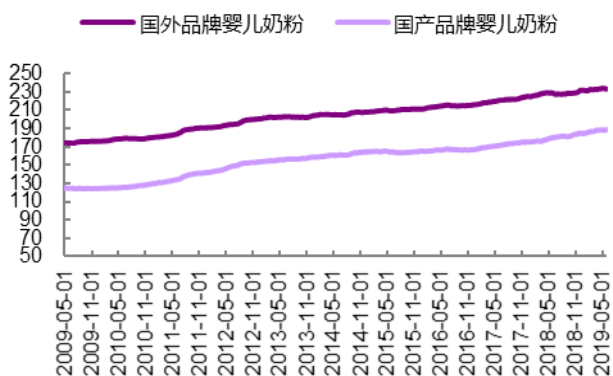


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190531

4.2、乳制品数据跟踪

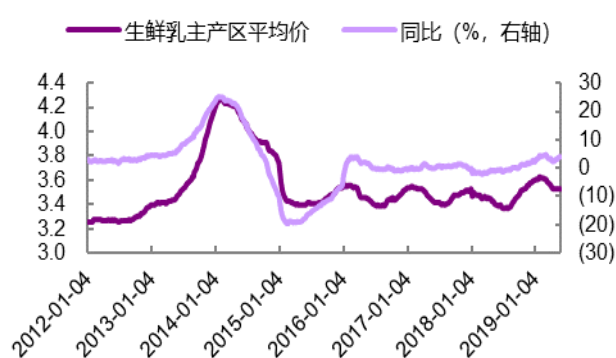
恒天然全脂奶粉拍卖价格继续小幅下跌。截至2019年5月31日(T日)，国外/国产品牌婴儿奶粉的周零售均价(T-6日至T日为观测周，下同)为233.76/188.01元/公斤，较上周分别变动-0.09%/+0.05%；截至5月29日，生鲜乳主产区均价3.53元/公斤，较2018年同期上涨3.80%；截至6月4日，芝加哥脱脂奶粉本周现货价为105.50美分/磅，较上周变动+0.96%；恒天然全脂奶粉拍卖价格自2018年11月20日起大幅回升，截至6月4日价格出现小幅下跌至3138美元/公吨。

图 33：婴儿奶粉价格（元/公斤）



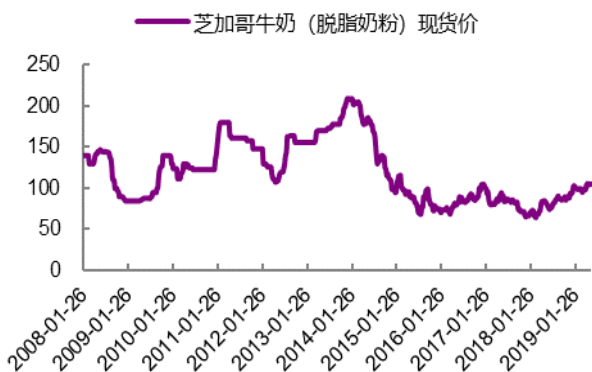
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190531

图 34：生鲜乳主产区均价（元/公斤）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190529

图 35：芝加哥牛奶（脱脂奶粉）现货价（美分/磅）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190604

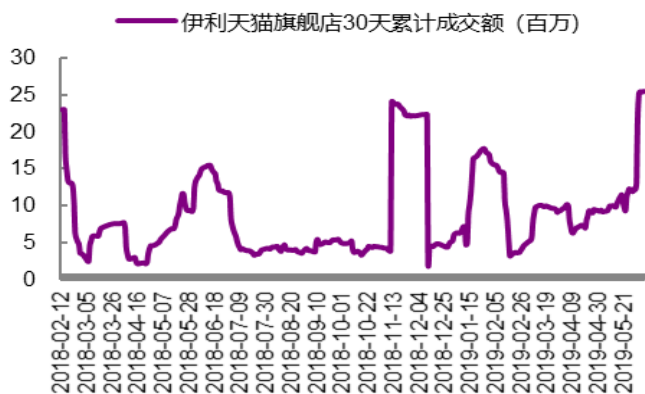
图 36：恒天然全脂奶粉拍卖成交价（美元/公吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190604

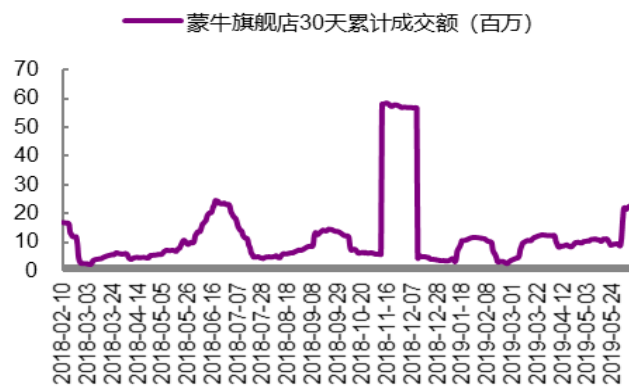
伊利、蒙牛线上旗舰店销售额较上周均成倍上涨。2019年6月1日至6月7日期间，伊利完成销售额1430.92万元，较上周上涨330.72%；蒙牛完成销售额1356.58万元，较上周上涨202.94%。两店铺单品销售额普遍上涨明显，伊利无菌砖纯牛奶250ml*16盒*2箱销售额上涨440.72%，伊利金典有机纯牛奶250ml*16盒销售额上涨608.78%，伊利安慕希原味希腊酸奶205g*24盒销售额上涨455.81%，三大单品合计销售额占店铺当周总销售额的7.76%；蒙牛纯牛奶250ml*16盒/蒙牛真果粒250g*24包销售额较上周分别上涨190.57%/724.41%，而蒙牛纯甄酸牛奶200g*24盒销量下跌0.43%，三大单品合计销售额占店铺当周总销售额的14.70%。

图 37: 伊利天猫旗舰店 30 天累计成交额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190608

图 38: 蒙牛旗舰店 30 天累计成交额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190608

表 14: 重点乳制品品牌代表性产品销售情况

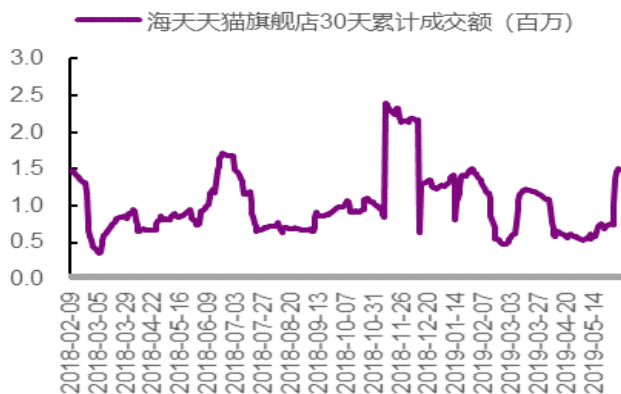
品牌	产品	原价 (元)	时间	均价 (元)	销售额 (元)
伊利	伊利无菌砖纯牛奶 250ml*16 盒*2 箱 整箱牛奶营养早餐	94.8	上周	88.63	90734.4
			本周	88.11	490615.2
	伊利金典有机纯牛奶 250ml*16 盒整箱 牛奶早餐营养纯奶	102	上周	78.57	238584
			本周	78.0	1691040
	伊利安慕希原味希腊酸奶 205g*24 盒酸 牛奶整箱	132	上周	95.9	781393.2
			本周	95.9	4343023.3
蒙牛	蒙牛纯牛奶 250ml*16 盒整箱 新老包装随机发货	48	上周	43.01	153542.1
			本周	41.24	446148
	蒙牛真果粒缤纷礼盒装 250g*24 包/箱	66	上周	61.76	161346
			本周	63.13	1330155
	蒙牛纯甄风味酸牛奶 200g*24 盒整箱 原味酸奶 新老包装随机发货	132	上周	87.04	218404.7
			本周	97.7	217467.8

资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 截至本报告发布日, 淘数据平台周度数据更新至 20190607, 故此表中本周为 20190601-20190607, 上周即再往前推一周

4.1、调味品数据跟踪

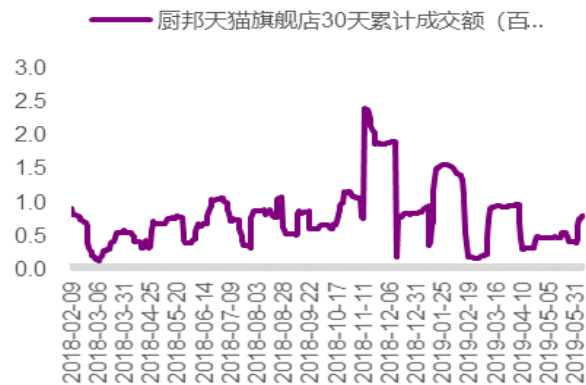
本周厨邦线上旗舰店销售额涨幅逾三倍, 而海天线上旗舰店销售额涨幅较小。2019 年 6 月 1 日至 6 月 8 日期间, 海天完成销售额 56.61 万元, 较上周上涨 52.78%, 厨邦销售额为 43.74 万元, 较上周上涨 387.39%。

图 39: 海天天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190608

图 40: 厨邦天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

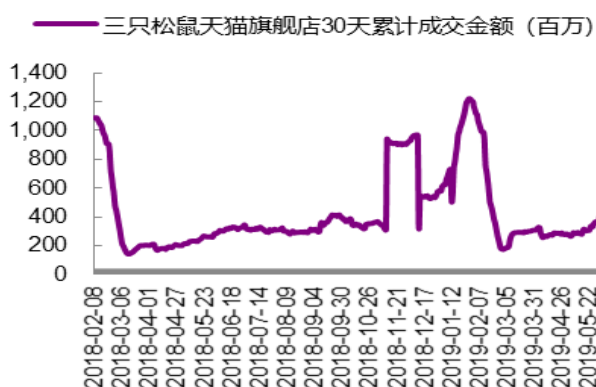


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190608

4.2、大众品重点子行业代表性公司数据跟踪

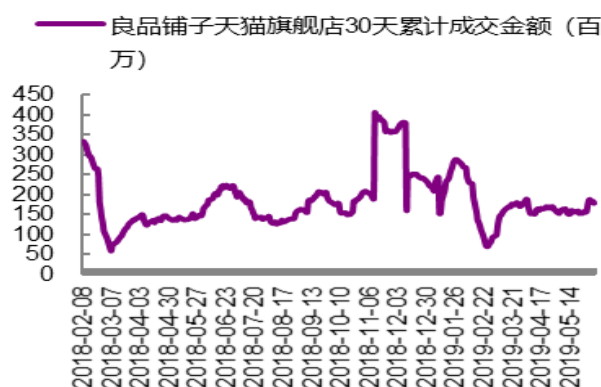
本周大部分重点公司线上成交额涨幅可观，好想你线上旗舰店成交额涨幅最大。2019年6月1日至6月8日期间，三只松鼠累计成交14923.36万元，较上周上涨60.16%；良品铺子累计成交5378.69万元，较上周上涨40.48%；百草味累计成交7231.88万元，较上周上涨42.88%；好想你累计成交464.56万元，较上周上涨82.73%；周黑鸭累计成交824.19万元，较上周上涨62.49%；顽皮累计成交119.70万元，较上周上涨18.58%。

图 41：三只松鼠天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



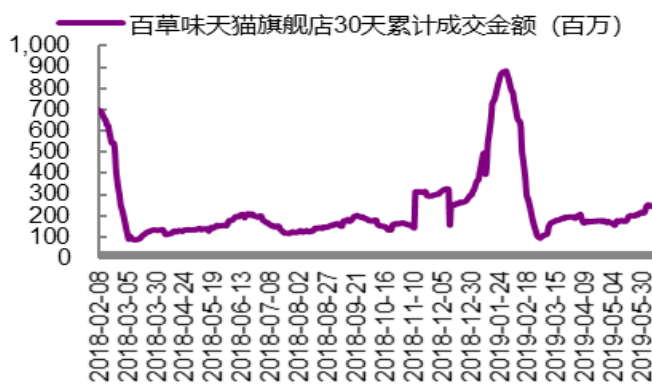
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190608

图 42：良品铺子天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



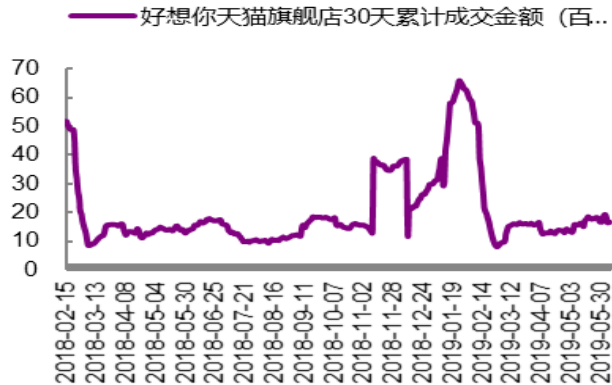
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190608

图 43：百草味天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



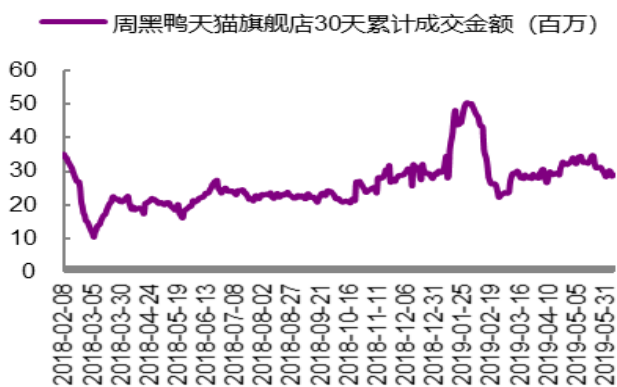
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190608

图 44：好想你天猫旗舰店 30 天累计成交金额（百万）



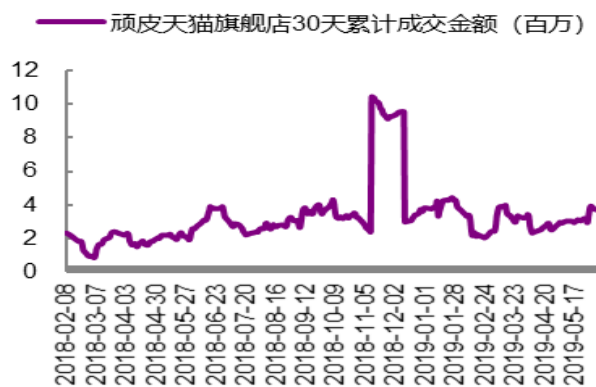
资料来源：淘数据，光大证券研究所 注：更新日期 20190608

图 45: 周黑鸭天猫旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190608

图 46: 顽皮旗舰店 30 天累计成交金额 (百万)

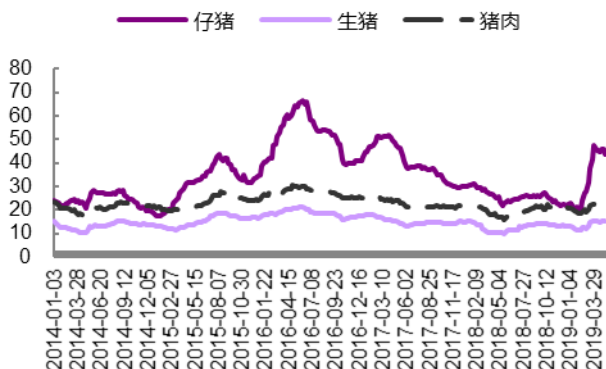


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190608

5、成本端数据跟踪

仔猪、生猪、猪肉价格均上涨, 猪粮比价上涨至 7.97。截至 2019 年 6 月 7 日, 仔猪当周价格为 47.76 元/千克, 较上周上涨 5.59%; 生猪价格 16.02 元/千克, 较上周上涨 4.16%; 猪肉价格 24.01 元/千克, 较上周上涨 3.58%; 猪粮比价为 7.97, 较上周上涨 3.64%。

图 47: 22 省市仔猪/生猪/猪肉平均价 (元/千克)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190607

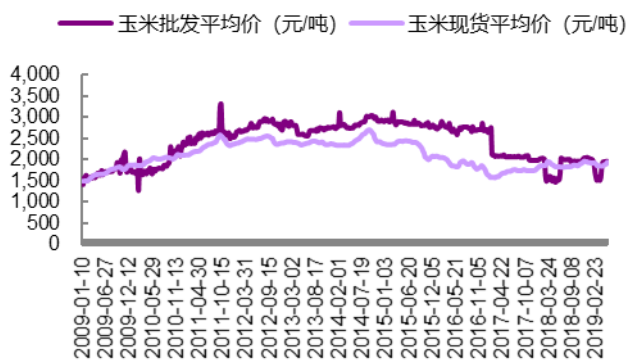
图 48: 22 省市猪粮比价



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 更新日期 20190607

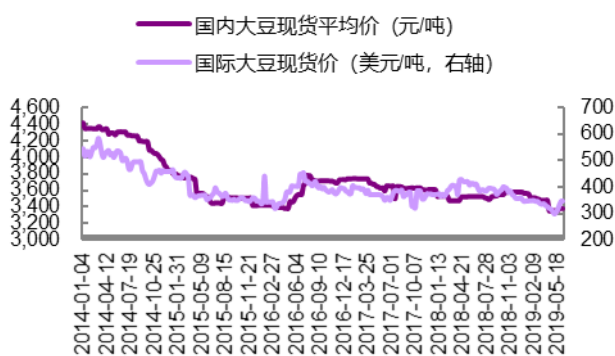
农产品方面, 除小麦和国际豆粕的价格有所下跌以外, 其他农产品的价格均上涨。截至 2019 年 6 月 1 日, 玉米批发平均价为 1970 元/吨, 较上周上涨 0.51%; 玉米现货平均价为 1975.83 元/吨, 较上周上涨 0.30%。截至 2019 年 6 月 6 日, 国内小麦价格为 2321.67 元/吨, 较上周下跌 3.69%; 国际小麦价格为 5.74 美元/蒲式耳, 较上周下跌 1.37%。国内大豆价格为 3375.79 元/吨, 较上周不变; 国际大豆价格为 347.00 美元/吨, 较上周不变。国内豆粕价格为 3042.94 元/吨, 较上周上涨 0.47%; 国际豆粕价格为 336.80 美元/吨, 较上周下跌 2.52%。柳州白砂糖价格为 5280.00 元/吨, 较上周上涨 0.48%; 昆明白砂糖价格为 5010.00 元/吨, 较上周下跌 0.40%; 国际原糖价格为 12.69 美分/磅, 较上周上涨 2.59%。

图 49：国内玉米批发/现货平均价



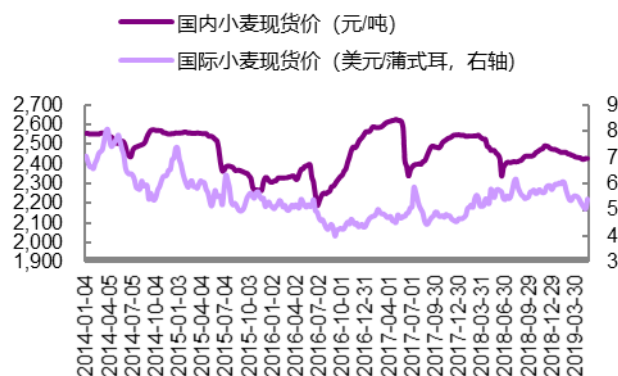
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期为 20190601

图 51：国内/国际大豆现货价



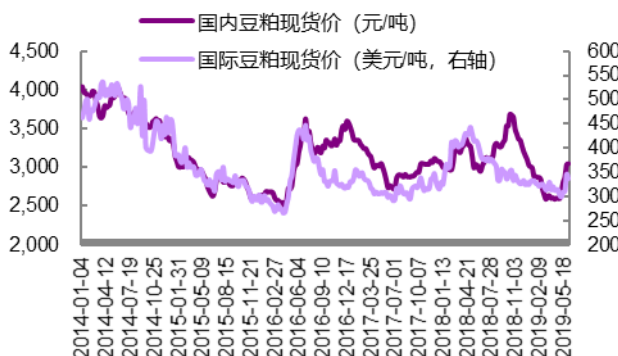
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

图 50：国内/国际小麦现货价



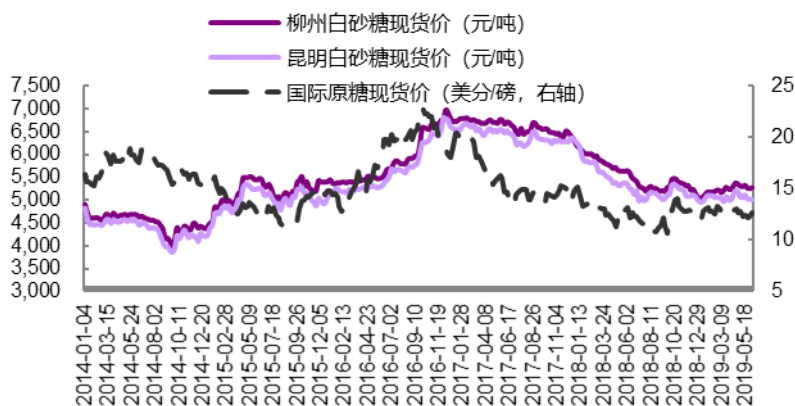
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

图 52：国际/国内豆粕现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

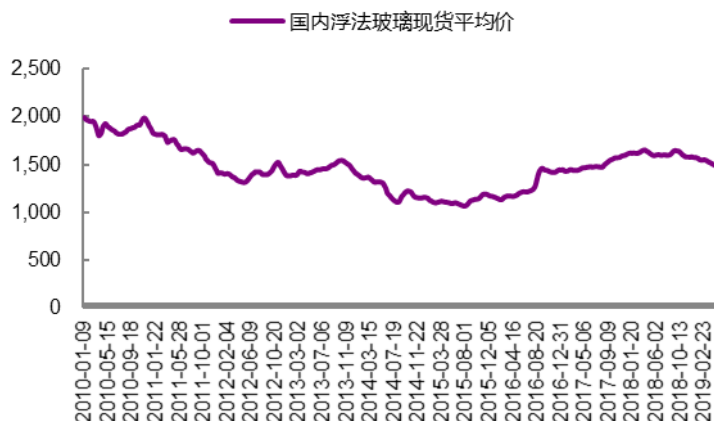
图 53：国内白砂糖/国际原糖现货价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

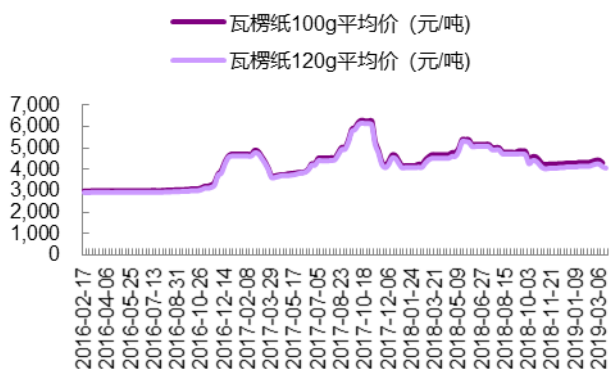
国内包材价格方面，本周浮法玻璃价格略微下降，PET 瓶片价格下滑。截至 2019 年 6 月 6 日，浮法玻璃价格为 1466.90 元/吨，较上周下降 0.08%；PET 瓶片出厂均价为 7400 元/吨，较上周下跌 1.33%。截至 3 月 20 日，瓦楞纸 100g 均价为 4257 元/吨，瓦楞纸 120g 均价为 4070.71 元/吨。

图 54：国内浮法玻璃现货平均价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

图 55：国内瓦楞纸平均价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190320

图 56：国内 PET 瓶片出厂价



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新日期 20190606

6、公司重要交易信息

表 15：近期公司重要公告

代码	简称	公告日期	公告标题	公告概要
600873.SH	梅花生物	2019-06-03	股东大会公告	公司将于 2019 年 6 月 24 日召开 2018 年年度股东大会。
600059.SH	古越龙山	2019-06-03	2018 年年度权益分派方案公告	公司发布 2018 年年度权益分派实施公告,本次利润分配以方案实施前的公司总股本 808,524,165 股为基数,每股派发现金红利 0.1 元(含税),共计派发现金红利 80,852,416.5 元。
603779.SH	威龙股份	2019-06-03	2018 年年度权益分派方案公告	公司发布 2018 年年度权益分派实施公告,本次利润分配以实施权益分派的股权登记日的总股本扣除回购专户上已回购股份后的股份数为基数实施利润分配,即以 229,116,520 股(本次分配实施前总股本 229,646,720 股扣除已回购股份 530,200 股)为基数,每 10 股派发现金股利 0.90 元(含税),共计派发现金红利 20,620,486.80 元。
000779.SZ	酒鬼酒	2019-06-03	2018 年年度权益分派方案公告	公司发布 2018 年年度权益分派实施公告,本次利润分配以公司 2018 年 12 月 31 日的股份总额 324,928,980 股为基数,按每 10 股派发现金红利人民币 1.50 元(含税),共分配利润 48,739,347.00 元。
002719.SZ	麦趣尔	2019-06-04	关于回购实施结果暨股份变动公告	截至 6 月 3 日,公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份 8,090,145 股,占公司总股本 4.65%
002732.SZ	燕塘乳业	2019-06-04	2018 年年度权益分派方案公告	公司披露 2018 年年度权益分派方案:以公司现有总股本 157,350,000 股为基数,向全体股东每 10 股派 1.000000 元人民币现金

600702.SH	舍得酒业	2019-06-05	关于召开 2018 年年度股东大会的公告	公司将于 2019 年 6 月 28 日召开 2018 年年度股东大会，董事吴健先生申请辞去公司董事职务，同时提名余东先生为董事候选人
002661.SZ	克明面业	2019-06-05	关于召开 2019 年第二次临时股东大会的公告	公司将于 2019 年 6 月 25 日召开 2019 年第二次临时股东大会。
600872.SH	中炬高新	2019-06-05	关于召开 2018 年年度股东大会的公告	公司将于 2019 年 6 月 26 日召开 2018 年年度股东大会，聘任李翠旭先生担任公司总经理。
002726.SZ	龙大肉食	2019-06-05	关于召开 2018 年年度股东大会的公告	公司将于 2019 年 6 月 26 日召开 2018 年年度股东大会。
002329.SZ	皇氏集团	2019-06-05	关于召开 2018 年年度股东大会的公告	公司将于 2019 年 6 月 11 日召开 2018 年年度股东大会。
002702.SZ	海欣食品	2019-06-05	关于聘任副总经理、董事会秘书的公告	公司通过董事会决议，同意聘任王祺为副总经理、董事会秘书。
600073.SH	上海梅林	2019-06-06	2019 年第二次临时股东大会会议资料	公司今日召开第十届董事会，审议并通过了关于公司 2017 年员工持股计划存续期延长的公告
603288.SH	海天味业	2019-06-06	投资设立全资子公司的公告	公司为推动运营效率的提高，拟以货币资金出资人民币壹仟万元设立全资子公司，公司名称为黑龙江海裕农产品采购有限公司，经营范围为农副产品收购、销售；粮食、农副产品仓储服务；货物运输代理；信息技术咨询服务；货物和技术进出口对外贸易经营
600866.SH	星湖科技	2019-06-06	关于持股 5% 以上股东所持公司股份质押情况的公告	公司股东汇理资产今日将持有的无限售条件流通股 2000 万股(占公司总股本的 2.71%) 补充质押给东方证券股份有限公司。本次补充质押后汇理资产质押星湖科技股份共计 8328 万股，占公司总股本的 11.27%，占汇理资产持有的星湖科技股份总数的 98.81%
600779.SH	水井坊	2019-06-06	2018 年度股东大会决议公告	公司今日召开 2018 年年度股东大会，审议通过公司 2018 年度利润分配或资本公积转增股本预案等

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 16：重要股东二级市场交易信息

代码	名称	变动次数	涉及股东人数	总变动方向	净买入股份数合计(万股)	增减仓参考市值(万元)
603517.SH	绝味食品	1	1	减持	-75.86	-3,541.55
303288.SH	海天味业	2	1	增持	-9.00	-914.31
600600.SH	青岛啤酒	1	1	增持	1.00	46.40
003582.SZ	好想你	2	2	减持	-492.14	-5,078.31

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：更新周期 20190601-20190607

表 17：近期公司大事提醒

代码	公司	时间	内容
600429.SH	皇氏集团	2019/06/11 (星期二) 14:30	2018 年度股东大会

资料来源：Wind，光大证券研究所

7、风险提示

公司经营业绩不达预期；宏观经济增长不达预期；需求增长不达预期；食品安全问题；人民币汇率波动风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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見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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼