

上市定价(人民币): 14.68元
目标价格(人民币): 25.17-28.77元

市场数据(人民币)

发行价(元)	14.68
发行A股数量(百万股)	41.00
总股本(百万股)	401.00
沪深300指数	3893.53



进击的休闲食品领军企业

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.839	0.844	0.899	1.090	1.332
每股净资产(元)	2.24	3.09	4.65	5.09	5.62
每股经营性现金流(元)	1.24	1.77	0.68	0.62	1.33
市盈率(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率(%)	27.70%	0.61%	18.63%	21.20%	22.21%
净资产收益率(%)	37.38%	27.33%	19.33%	21.40%	23.68%
总股本(百万股)	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **7年成长为国内领先的休闲食品电商品牌:** 三只松鼠成立于2012年,颠覆性的以电商为主战场,以坚果为切入点,成立仅7年便成为年销售额超过70亿的领先休闲食品电商品牌,缔造多个行业神话。公司形成了覆盖坚果、零食、果干、干果及花茶等多个门类共计超过500款单品的产品组合,其中坚果占据过半收入,零食收入占比达到35%,产品结构不断多元化。公司创新性的打造“三只松鼠”IP,赋予品牌形象丰富人格,建立“以客户为主人”的核心价值观,提升购物满意度和品牌忠诚度。公司2018年实现营业收入70.01亿,同比+26.05%,归母净利润3.04亿,同比+0.61%,大力发展毛利率较低的零食品类使得公司收入规模持续扩大而利润增长较慢,但零食品类规模效应下盈利能力有望持续提升。公司2019Q1实现营业收入28.68亿,归母净利润2.49亿,业绩持续增长。
- **重度垂直的全产业链模式掌握主动权:** 公司通过核心环节自主控制、非核心环节外包的模式缩短供应链流程,提高周转效率。公司深度参与了从原材料采购到终端配送的多个环节,构建了重度垂直的全产业链模式,开创性的与产业链各环节共建了“互联网新农业生态圈”,提升效率的同时增强上下游掌控力和议价能力。
- **线上王者打造一站式购物体验:** 公司以电商模式为核心,逐步打造了“电商渠道+自营APP+线下体验店+大客户团购”的全渠道营销模式。线上贡献公司近90%的收入,全渠道累计购买用户超过9000万。公司是线上绝对的互联网第一休闲食品品牌;线下通过开设体验店的方式打造与消费者“零距离”的品牌及产品体验中心,线下投食店已超过53家;团购服务已服务超千家的企业客户,线上线下联动的立体销售网络不断完善。公司构建了“总配送中心—区域配送中心—城市仓”多层级物流配送体系,确保对全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平。
- **休闲食品行业方兴未艾:** 我国休闲食品市场经历了十年快速成长期方兴未艾,全面的消费升级是行业增长的核心和内生动力,渠道多元化背景下各企业不断升级转变为综合零食品牌商,网络购物和快递等配套产业的发展也是行业增长的重要推动力。线上直营、线下经销和线下直营是行业常见的三种经营模式,各模式均有其独特的渠道优势和目标人群,我们认为短期内各企业将享受行业增长红利共同成长,中长期渠道张力更大、新品运作能力更强的企业更具竞争力。

发行情况

- 公司此次计划通过IPO发行股票4100万,发行价格为14.68元,占发行后总股本4.01亿的10.22%;预计募集资金净额为5.45亿,将全部用于投资全渠道营销网络建设、供应链体系升级和物流及分装体系升级等募投项目。

盈利预测

- 预计公司19-21年实现营业收入85.1/101.7/120.1亿,同比+22%/20%/18%;实现归母净利润3.6/4.4/5.3亿,同比+19%/21%/22%;对应摊薄后EPS分别为0.9/1.1/1.3元。参考可比公司和行业均值,我们给予公司2019年28-32倍的市盈率,对应二级市场合理股价区间为25.17-28.77元。

风险提示

- 原材料价格上涨、线上获客成本提升、食品安全的风险

卢周伟 联系人
luzhouwei@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

目录

1.领先的休闲食品品牌，成功登陆资本市场	6
2.构建重度垂直的全产业链模式，合作共赢	8
3.以线上为切入点，打造一站式购物体验	11
3.1 线上王者，渠道红利深度挖掘	11
3.2 延伸线下，实现线上线下联动	16
3.3 募集资金升级全渠道营销网络	17
3.4 多层级物流配送体系提升用户需求响应能力	17
4.以坚果为核心，丰富购买体验	19
4.1 六大类产品，坚果和零食是核心品类	19
4.2 量增是主要推动力，零食品类增长亮眼	21
4.3 IP 形象引流，主人文化追求情感共鸣	24
5.休闲食品行业方兴未艾，群雄逐鹿各领风骚	26
5.1 万亿市场大有可为，坚果增长潜力可期	26
5.2 休闲食品消费全面升级，品类、渠道、企业三箭齐发	27
5.3 各企业线上规模高增长，2019 全年高景气可期	31
5.4 网络购物普及+快递行业成熟，配套产业助力行业成长	33
6.乘互联网之风飞速成长，高周转造就高增长	35
7.盈利预测与估值	42
8.风险提示	43

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司上市前已获 4 轮融资.....	6
图表 3: 公司重要的机构股东持股情况.....	6
图表 4: 章燎源先生在休闲食品行业深耕超过 15 年.....	7
图表 5: 公司超过 125 位员工参与员工持股平台.....	7
图表 6: 公司深度参与产业链各个环节.....	8
图表 7: 公司与产业链共建“互联网新农业生态圈”.....	8
图表 8: 公司自主研发的“新疆正品”系列受热捧.....	9
图表 9: 公司研发投入逐年增加.....	9
图表 10: 公司不同产品与供应商分工不同.....	9
图表 11: 公司实现全渠道覆盖.....	10
图表 12: 公司供应链体系升级项目总体框架.....	10
图表 13: 公司三大模块升级目标.....	10
图表 14: 公司线下业务占比明显提升.....	11
图表 15: 公司线下业务快速增长.....	11
图表 16: 公司与各大平台合作的模式.....	11
图表 17: 前五大销售平台占比超过 80%.....	12
图表 18: 京东平台收入占比提升.....	12
图表 19: 统一入仓模式收入占比提升.....	12
图表 20: 公司天猫商城收入规模超过 30 亿.....	13
图表 21: 公司京东商城收入占比提升至 8.6%.....	13
图表 22: 天猫 B2C 模式占比下降明显.....	13
图表 23: 公司 B2C 订单数明显增加.....	14
图表 24: 公司 B2C 人均消费频次增加.....	14
图表 25: 消费者消费频次多为 2 次以下 (1).....	14
图表 26: 消费者消费频次多为 2 次以下 (2).....	14
图表 27: 人均消费额集中在 100-300 元之间.....	14
图表 28: 公司天猫超市销售额近 7 亿.....	15
图表 29: 公司京东自营规模高速增长.....	15
图表 30: 京东自营收入占比超过天猫超市.....	15
图表 31: 公司自营 APP 连接产品、消费者和平台.....	16
图表 32: 公司线下投食店兼具零售和休闲.....	16
图表 33: 公司线下投食店分布.....	16
图表 34: 公司线下渠道收入达到 7.5 亿.....	17
图表 35: 公司核心升级三大模块.....	17
图表 36: 公司各地区年复合增速均在 35% 以上.....	18
图表 37: 公司销售分区域变化不大.....	18

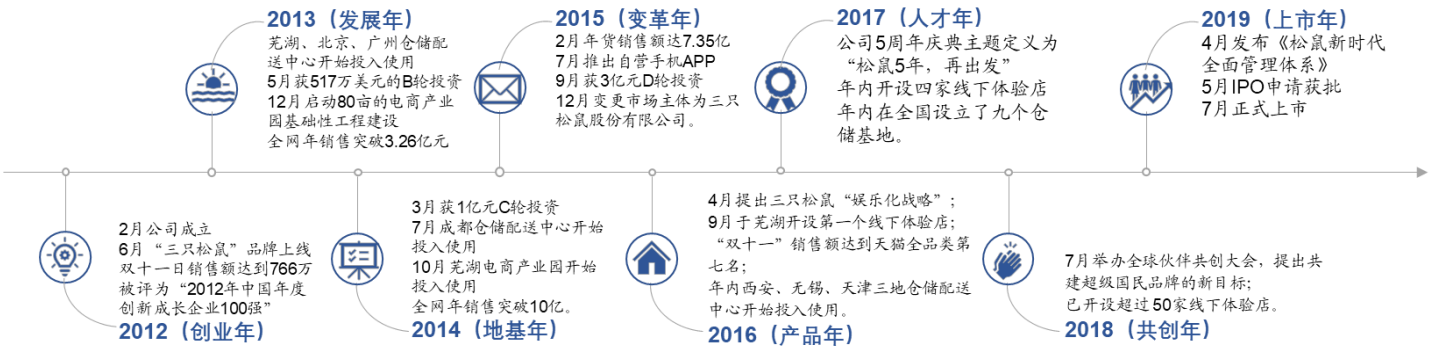
图表 38: 公司构建了全国化的货品流转体系	18
图表 39: 物流及分装体系升级项目	18
图表 40: 公司旗下的六大产品系列	19
图表 41: 公司坚果线下占比提升	20
图表 42: 夏威夷和碧根果是公司核心坚果品类	20
图表 43: 公司坚果收入达到 37 亿	21
图表 44: 公司零食业务快速成长	21
图表 45: 零食收入渠道不断多元化	21
图表 46: 公司销售额淡旺季明显	22
图表 47: 公司销量持续增长	22
图表 48: 公司产品销售单价变化不大	22
图表 49: 坚果销售额占比 46%	23
图表 50: 分品类量价贡献分拆	23
图表 51: 坚果收入逐月增加	23
图表 52: 坚果消费均价边际降低	23
图表 53: 2019 年分月度销售额	24
图表 54: 2019 年 1-5 月分品类增速	24
图表 55: 公司通过多种方式进行品牌传播	24
图表 56: 公司附送多个配套产品提升消费满意度	25
图表 57: 蔬菜、水果和坚果加工是第一大品类 (亿)	26
图表 58: 各品类中规模以上企业总数逐年增加	26
图表 59: 零食行业产业链	27
图表 60: 坚果产业年产值突破 1200 亿	27
图表 61: 坚果行业仍有较大的增长推动力	27
图表 62: 消费升级正在发生	28
图表 63: 分品类市占率波动较大	29
图表 64: 网红零食的三大要素	29
图表 65: 网红零食集中在烘焙行业	29
图表 66: 高端零食市场潜力更大	30
图表 67: 休闲零食渠道更加多元化	30
图表 68: 线上分发入口不断多元化	31
图表 69: 休闲食品企业终端触点覆盖情况	31
图表 70: 休闲食品企业升级	31
图表 71: 三只松鼠线上规模绝对领先	32
图表 72: 各企业产品均价在 30 元左右	32
图表 73: 各企业坚果收入情况	32
图表 74: 各企业坚果产品均价在 40 元左右	32
图表 75: 各企业增速差异较大	33
图表 76: 各企业前五个月销售均价	33

图表 77: 网购仍有渠道下沉空间	33
图表 78: 我国快速服务业务快速发展.....	34
图表 79: 公司收入规模超过 70 亿 (亿)	35
图表 80: 公司近几年行业内增长最快的企业	35
图表 81: 成本支出中直接材料占比超过九成.....	35
图表 82: 原材料价格基本稳定.....	35
图表 83: 各企业毛利率差异较大	36
图表 84: 各企业以投入产出比选择经营模式.....	36
图表 85: 各企业采购生产模式对比.....	36
图表 86: 公司销售费用逐年增加	37
图表 87: 运输和平台推广费是主要的销售费用支出	37
图表 88: 公司销售费用率处行业中位	37
图表 89: 公司管理费用率不足 3%.....	38
图表 90: 公司管理效率行业领先	38
图表 91: 公司期间费用率处行业低位.....	38
图表 92: 公司净利率水平不高.....	38
图表 93: 公司利润规模达到 3 亿	39
图表 94: 公司利润季节性较强	39
图表 95: 总资产周转天数不足 140 天	39
图表 96: 存货周转天数持续下降	39
图表 97: 应收账款周转效率较快	40
图表 98: 应付账款主要受年底备货影响	40
图表 99: 年底高周转使得公司资产负债率较高	40
图表 100: 公司流动负债中主要为应付账款.....	40
图表 101: 流动比率不断提升.....	41
图表 102: 现金比率处行业前列	41
图表 103: 公司 ROE 行业领先	41
图表 104: 高周转造就公司高 ROE 水平.....	41
图表 105: 三种销售经营模式财务端对比	42
图表 106: 可比公司估值情况.....	42

1. 领先的休闲食品品牌，成功登陆资本市场

- **成立 7 年，缔造休闲食品行业神话：**三只松鼠成立于 2012 年，颠覆性的以电商为主战场，以坚果为切入口，在成长的快车道上不断赶超业内知名企业，成立仅七年便成为年销售额超 70 亿的领先休闲食品品牌，缔造了多个行业神话。发展至今，三只松鼠已形成覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食等多个门类共计超过 500 款单品的产品组合，开创性地构建了“互联网新农业生态圈”产业链合作模式，打造了线上线下一站式休闲食品购买平台。

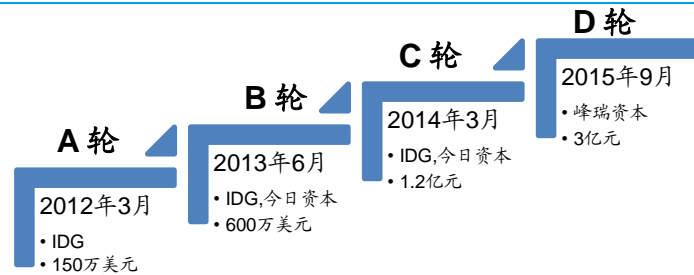
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网、国金证券研究所

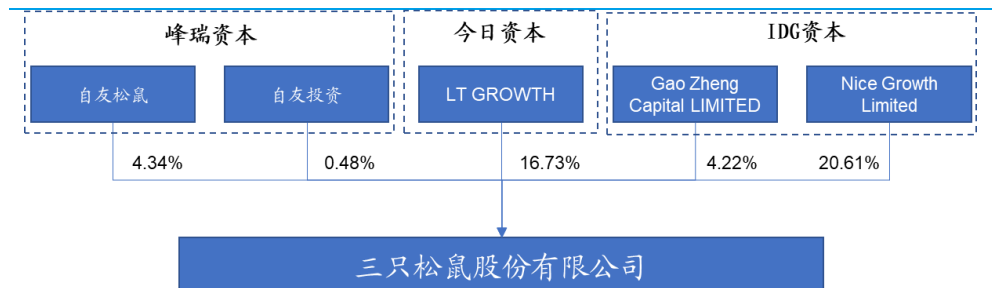
- **上市前已获知名风投机构认可，4轮融资助力成长：**公司在上市前曾获4轮融资，成立仅一个月便获得知名风投机构IDG资本的150万美元A轮融资；之后连续三年分别获得IDG、今日资本和峰瑞资本等机构的3轮投资，借助资本力量加速公司成长。三家机构也是公司重要的发起人股东。发行上市后IDG资本、今日资本和峰瑞资本分别持有公司24.83%、16.73%和4.82%的股权，锁定期均为十二个月。

图表 2：公司上市前已获 4 轮融资



来源：IT 桔子、国金证券研究所

图表 3：公司重要的机构股东持股情况



来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司控股股东和实际控制人是章燎源先生：**公司创始人章燎源先生在休闲食品行业拥有超过 15 年的销售和管理经验，在担任职业经理人和创业历程中形成了对互联网休闲食品的深刻理解。章燎源于 2003 年进入坚果行业，2011 年创建詹氏公司旗下坚果互联网子品牌“壳壳网”，正式进入电商领域，2012 年创立“三只松鼠”互联网坚果品牌，创业期间带领三只松鼠不断创造佳绩，是公司的灵魂人物。发行后章燎源先生直接持有公司 39.97% 的股份，同时通过燎原投资间接控制公司 1.67% 的股份，通过松果投资中心间接控制公司 1.76% 的股份，合计控制公司 43.40% 的有表决权的股份，是公司的控股股东和实际控制人。

图表 4：章燎源先生在休闲食品行业深耕超过 15 年



来源：公司公告、国金证券研究所

- **年轻化的管理团队，核心管理层平均年龄低于 40 岁：**公司是一家具备互联网基因的年轻公司，公司管理层以 80 后、70 后为主。公司 6 位非独立董事平均年龄 38 岁，三位高管平均年龄 37 岁，拥有一支年轻化的管理团队，使得公司在趋势研判、战略制定和决策执行等方面更加的准确和快速。
- **设立五个员工持股平台，共享成长红利：**公司 2016 年先后设立了松果一号、松果二号、松果三号、松果四号和松果五号员工持股平台，合计参与的员工超过 125 人，持有公司未上市前 1.7% 的股权，通过员工持股平台增强员工主人翁意识，与员工共享成长红利。

图表 5：公司超过 125 位员工参与员工持股平台

	参与员工总数	参与员工持股比例合计	持有松果投资比例	持有未上市之前股权比例
松果一号	11	56%	33.33%	0.587%
松果二号	29	34.60%	13.33%	0.235%
松果三号	31	34.76%	13.33%	0.235%
松果四号	28	41.41%	13.33%	0.235%
松果五号	28	38.29%	13.33%	0.235%
合计	127		86.65%	1.52%

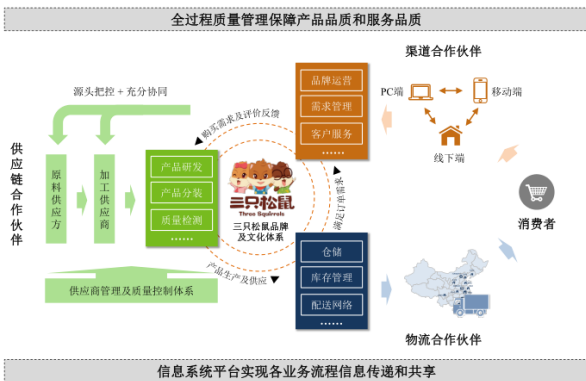
来源：公司公告、国金证券研究所

注：各持股平台均是通过持有松果投资间接持有公司股权，松果投资直接持有公司 1.76% 的股权

2.构建重度垂直的全产业链模式，合作共赢

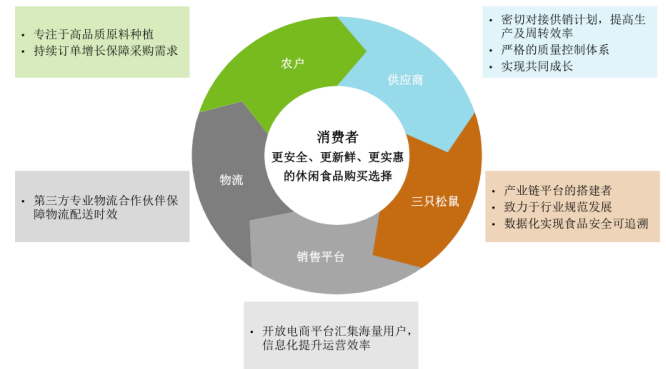
- **构建产业链深度参与的重度垂直的经营模式：**公司在产业链中核心布局生产和销售两大环节的同时，深度参与到了从原材料采购到终端配送的多个环节，从休闲食品产业链的多个环节实现对产品品质、产品价格及服务水平等关键维度较强的把控能力，构建了涉及休闲食品研发、采购、检测、分装及互联网渠道等为核心的重度垂直的全产业链模式。
- **将重度垂直管理落实到每个环节：**在重度垂直的核心战略指导下，公司建立了较为完善的信息化系统对产业链上下游进行追溯管理，设立食品安全及研究院加大休闲食品研发投资，设立专业的食品检测子公司包装食品质量等，真正做到每个环节的深度参与，保障了公司产品品质及运营效率，进一步巩固公司在休闲食品领域的核心竞争力。
- **借助公司优势共建“互联网新农业生态圈”：**公司是独特的具备互联网基因的休闲食品品牌企业，公司发挥自身的优势，和上游原材料供应商、加工厂商、产品研发机构、下游仓储物流服务商等密切合作、相互支持，共同建立了新农业生态圈，实现合作共赢。公司在避免传统企业重资产、低效率等弊端的同时，保持对上下游较强的掌控和议价能力，结合重度垂直的经营模式促使产业链各环节精细化运营，提高投入产出效率。

图表 6：公司深度参与产业链各个环节



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：公司与产业链共建“互联网新农业生态圈”



来源：公司公告、国金证券研究所

- **核心自主、非核心外包的生产研发方式确保供应链稳定的同时提升效率：**公司研发生产阶段采取的是核心环节自主、非核心环节外包的方式，对产品配方、制作工艺等进行自主研发和统一安排，而加工环节则由认证供应商在公司的严格监督下完成，并在经公司的分装（如需）及全面检测工序后形成最终产品。这种方式使得公司在整个采购生产环节严格可控，既能够与供应商、合作方等实现深入对接，确保供应链的稳定性，加强对原材料品牌及采购价格的把控力度；又通过供应链分工提升生产效率，保障食品质量安全。

（1）自主研发

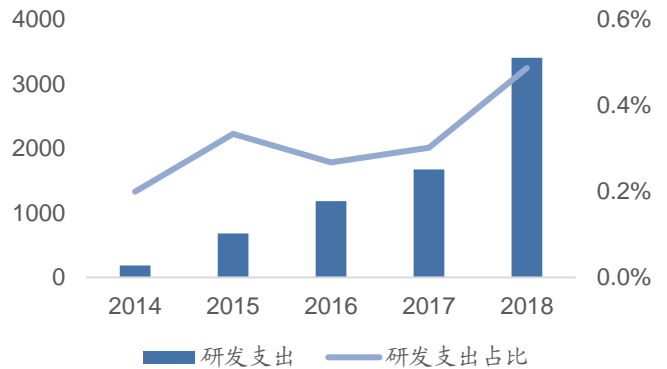
- **研发上市超过 500 款产品组合：**公司拥有行业领先的自主研发能力，并能够独立完成产品研发这一核心环节。公司基于消费者反馈及休闲食品市场发展态势分析，积极探索产品品类、工艺及口味特点，不断推陈出新，已经研发上市超过 500 款的产品组合。公司推出的“新疆正品”系列干果、“超级水果干”等多款创新产品，有效的支撑了公司销售收入的增加。同时公司 2018 年成立了松鼠产品研究院，专职负责产品的开发与管理、产品工艺改进和品质标准化、产学研合作及产业化应用等工作。
- **研发费用投入逐年增加：**公司研发费用投入逐年增加，主要用于新品研发、产品机理改进、食品检测及质量安全追溯系统、分销平台系统等建设。公司 2018 年研发费用投入 3412 万，占营业收入的 0.5%，自主可控的产品研发系统增强了公司竞争优势。

图表 8: 公司自主研发的“新疆正品”系列受热捧



来源: 公司天猫旗舰店、国金证券研究所

图表 9: 公司研发投入逐年增加



来源: 公司公告、国金证券研究所

(2) 全程可控的采购生产模式

公司建立了契合自身发展特点的采购体系，从采购制度、供应商管理、库存管理、产品质量控制等多个角度保障产品品质和食品安全。

- 全渠道采购提升价格把控力:** 公司采购包括国内及海外渠道，其中海外采购以碧根果、巴旦木、夏威夷果、开心果等坚果类产品原材料为主，国内采购以经加工的坚果、干果、果干及各类零食为主；坚果、干果及果干以半成品为主，后续经由公司进行产品筛选及分装，零食以成品采购为主。公司不断拓展采购渠道和经销商名录，避免单一经销商或单一品类对采购及生产经营产生较大影响，不断提升公司对原材料和半成品材料的价格把控力。
- 严格的供应商管理机制，确保采购生产端稳定:** 公司对供应商进行严格的监督和检验，深入介入供应商生产环节，确保产品质量优质和可控。生产端，公司对关键产品的加工工艺和产品配方进行统一把控，并通过签署质量协议书、派驻驻厂人员、远程视频监控、入库质检等方式对生产加工过程进行严格监督；采购端推行两级管理的采购模式，除供应商自行采购外公司自己也会对部分产品的上游采购环节进行把控，与农户、合作社等农产品供应方直接接触，以确保原材料品质符合公司要求，并更好地掌握市场行情动态。完善的供应管理和原材料采购制度，使得公司提升对于上游原材料和供应商的话语权，巩固公司重度垂直的全产业链发展模式的上游基础。

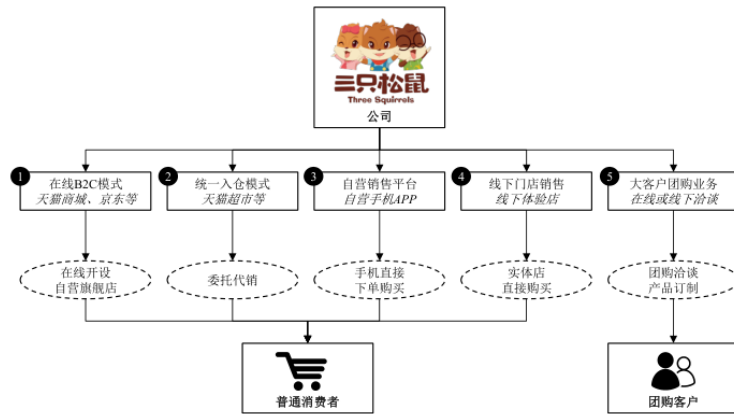
图表 10: 公司不同产品与供应商分工不同

	坚果、干果及果干	进口坚果	零食类
供应商	由供应商收购标准化原材料，按公司要求进行中间工艺的生产加工	委托具备生产加工资质的供应商合作伙伴按公司的标准配方和工艺加工成半成品	加工厂商进行原辅料采购和生产
公司	进行严格的质量检测、产品筛选及分装	原料自主采购；由公司的检测中心和分装工厂进行最终的质检和分装工序	公司对认证加工厂商的生产流程和原、辅料采购环节进行监督

来源: 公司公告、国金证券研究所

- 全渠道一体化的商业模式直面消费者:** 公司构建了以线上渠道为核心、团购及线下等渠道为补充的销售模式，颠覆了传统零售渠道的销售模式，有效的减少了商品的中间流通环节，直接面向消费者，无需向中间商、零售商让渡利润，为消费者提供更优质、便捷的商品和服务。公司全渠道一体化的销售模式连接了合作供应商、线上销售平台、线下体验店、仓储物流及消费者，形成有效闭环。同时公司借助线下体验店等网店布局，打通线上平台与线下渠道，挖掘更大潜力的消费群体，带来新的增长动力。

图表 11: 公司实现全渠道覆盖



来源: 公司公告、国金证券研究所

- **升级供应链体系:** 公司已经具备了相对完善的重度垂直的产业链模式, 而为了满足消费者对于食品安全及产品多元化更加高的要求, 公司计划通过供应链体系升级项目, 从研发、质检、质量管理信息平台等方面对公司供应端进行升级, 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整的上游体系, 保证公司在销售规模不断扩大、产品品类不断增加的过程中仍能保持较高的运营效率。
- **核心升级三大供应链体系子项目:** 公司此次建设的供应链体系升级项目主要由食品研发中心、检测工厂及云质量信息化平台升级三个子项目模块构成。公司通过三大子项目的建设, 从产品研发、质量控制等维度增强公司在供应端的核心竞争力, 实现对整个供应链条的把控, 同时将消费者需求反馈至研发中心, 对公司的产品研发提供指导依据。

图表 12: 公司供应链体系升级项目总体框架



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 13: 公司三大模块升级目标

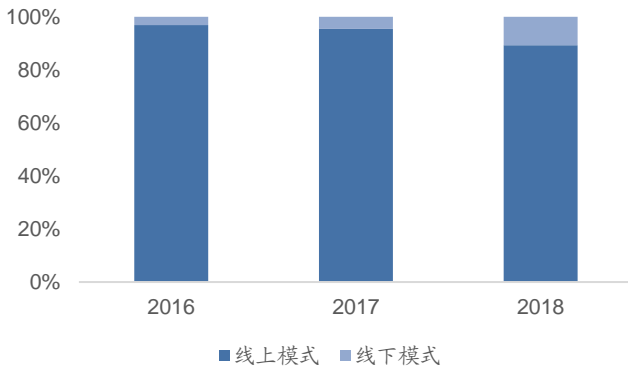
项目模块	模块描述
食品研发中心	通过建设食品研发中心加强在产品品质优化、产品口味和感官改良以及新产品开发方面的能力, 同时结合云质量信息化平台的反馈信息、市场调研及销售数据, 以自主研发为主、合作研发为辅的模式全面提升公司产品研发能力, 形成每年 20-30 款新产品上线的规模
检测工厂	在原有检测中心基础上扩大检测产能, 提升检测技术实力, 并对分装工厂及物流配送中心配备相应检测设备及人员, 进一步提升检测批量和检测频次
云质量信息化平台升级	将现有的云质量信息化平台延伸至供应链前端(即原料采购环节)和销售终端, 建立针对“供应商→三只松鼠→消费者”三方的透明化信息平台, 逐步实现公司从原料采购到消费者终端的实时、全程可追溯

来源: 公司公告、国金证券研究所

3.以线上为切入点，打造一站式购物体验

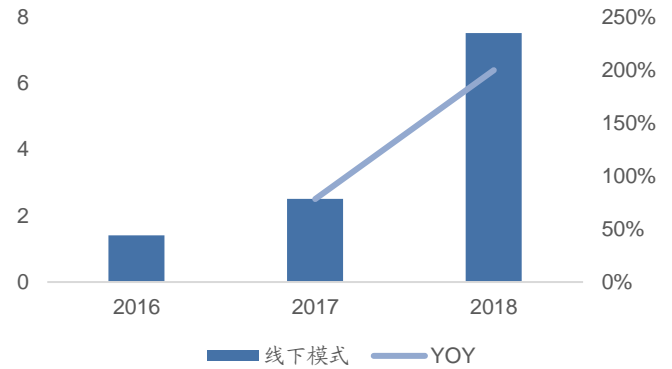
- 全渠道模式成型：**公司以电商模式为核心，逐步打造了“电商渠道+无线自营 APP+线下体验店+城市仓储”的全渠道营销模式。按用户 ID 计算，公司全渠道合计累计购买用户数超过 9000 万。目前线上仍是公司主要的收入来源，贡献将近 90%的收入，但线下收入增速加快，占收入的比重也不断提升。2018 年公司线上收入 62.3 亿，占总收入的 89.2%，线下收入 7.5 亿，占收入的 10.76%，2016-2017 年间线下收入比重从 3.18%增至 10.76%，渠道结构更加多元化。

图表 14: 公司线下业务占比明显提升



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 15: 公司线下业务快速增长



来源：公司公告、国金证券研究所

3.1 线上王者，渠道红利深度挖掘

- 互联网品牌的佼佼者：**三只松鼠是线上网络红利的受益者，也是在互联网浪潮中崛起的品牌中的佼佼者，随着网络红利边际效用递减和公司品牌定位的调整，公司也逐步将消费场景从传统线上（在线 B2C 和统一入仓）向手机 APP、微信小程序、社区电商等更多场景延伸，深度挖掘线上渠道红利，提升三只松鼠的触达率，完善品牌塑造。
- 与主流第三方平台建立稳定的合作关系：**公司与天猫、京东、苏宁易购、当当网、拼多多等主流第三方平台合作，主要以在线 B2C 和统一入仓两种模式进行合作，消费者可以通过网页、WAP、APP 等方式进行浏览下单。公司 2012 年起开始与天猫和京东合作，2013 年起开始与当当和唯品会合作，2014 年开始与苏宁易购合作，近两年又与新崛起的拼多多、蜜芽等平台合作。公司逐步与主流第三方平台建立了稳定的合作关系，并随着行业的发展不断拓展合作渠道。

图表 16: 公司与各大平台合作的模式

平台	平台接入类型	开始合作时间	主要合作模式
天猫商城	WAP、APP 等	2012.06	公司自营模式
天猫超市	网页、WAP、APP 等	2015.06	统一入仓模式
京东	网页、WAP、APP 等	2012.12	公司自营模式
京东自营	网页、WAP、APP 等	2016.03	统一入仓模式
唯品会	网页、WAP、APP 等	2013.12	公司自营模式、统一入仓模式
苏宁	网页、WAP、APP 等	2014.02	公司自营模式
当当	网页、WAP、APP 等	2013.09	公司自营模式
拼多多	网页、WAP、APP 等	2017.12	公司自营模式

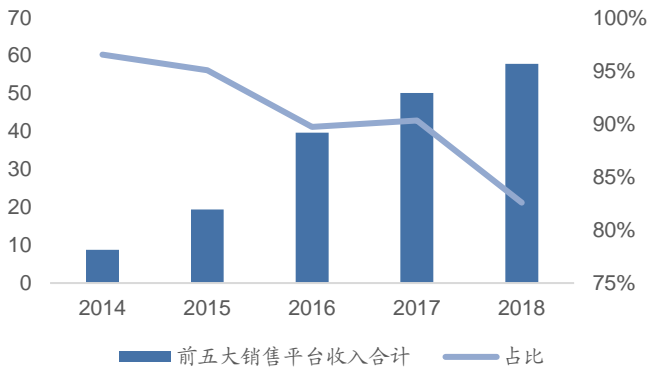
来源：公司公告、国金证券研究所

- 销售平台集中度高，多元化趋势明显：**公司产品线上销售主要通过第三方平台实现，线上平台资源头部效应明显也使得公司销售平台集中度高。公司在前五大销售平台销售总额占总收入的 80% 以上，其中仅天猫商城中的三只松鼠旗舰店单店渠道贡献将近半的收入。结合近几年整体情况来看，

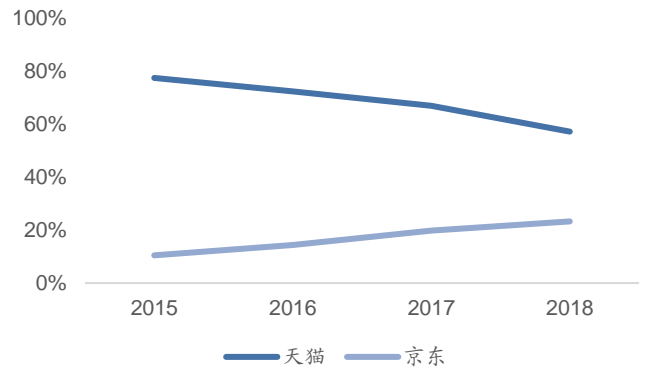
前五大平台收入占比 2014-2018 年间下降 14 个百分点，其中天猫商城占比下降超过 30 个百分点，公司对单一平台的依赖度逐渐降低，并且布局入驻的平台也更加多元化，拼多多、蜜芽、零售通等新渠道收入占比逐年增加。

- **天猫平台占比下降，京东平台重要性提升：**天猫和京东是公司两大核心平台，两大平台均有 B2C 和统一入仓模式，合计贡献公司超过 8 成的收入。两大平台对比来看，天猫是全网第一大线上销售平台，公司 57% 的收入通过天猫平台实现，因与天猫合作较早，随着公司覆盖平台的增加，天猫平台收入规模不断提升，但占比在逐年下降。公司 2012 年开始在京东开设旗舰店、2016 年合作统一入仓模式，京东统一入仓规模的飞速增长也使得京东平台占总收入的比重达到 23.2%，重要性不断提升。

图表 17: 前五大销售平台占比超过 80%



图表 18: 京东平台收入占比提升

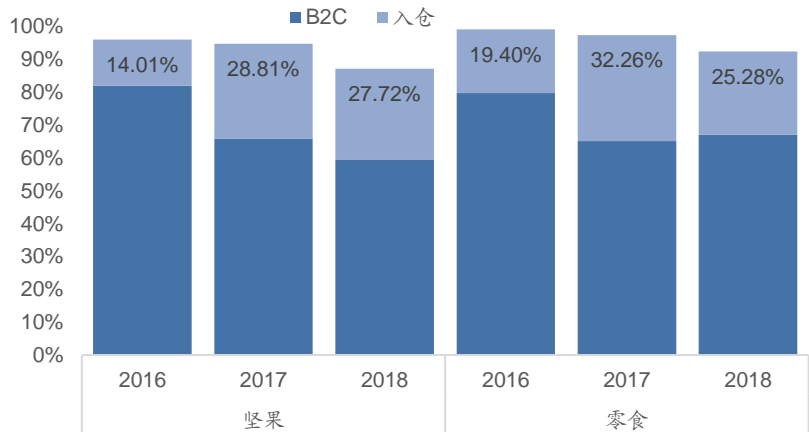


来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- **统一入仓模式收入占比提升：**公司近几年大力发展入仓模式，入仓模式收入增长较快，对 B2C 模式造成一定的分流影响，另一方面 B2C 平台的内生流量增速出现放缓趋势，整体来看 B2C 模式收入占比下降，统一入仓模式收入占比提升。坚果和零食两大品类统一入仓收入占比分别达到 27.72% 和 25.28%。

图表 19: 统一入仓模式收入占比提升



来源：公司公告、国金证券研究所

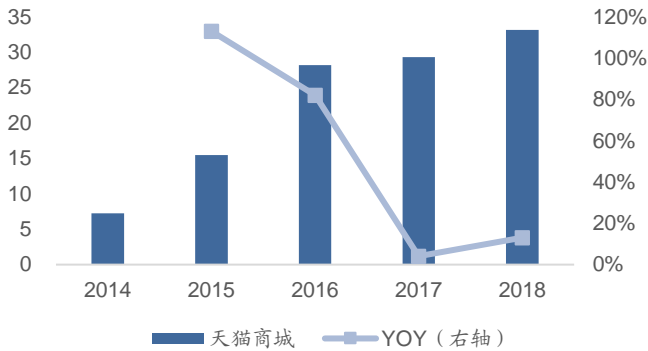
(1) 在线 B2C 模式

- **以自营旗舰店的模式开展在线 B2C 业务：**公司主要通过第三方在线平台开展 B2C 模式的产品销售，并实现了对天猫商城、京东、苏宁易购、当当网、拼多多等主流平台的覆盖，主要通过入驻开设自营品牌旗舰店的模式与第三方平台合作。在线自营的模式一方面减少了中间交易

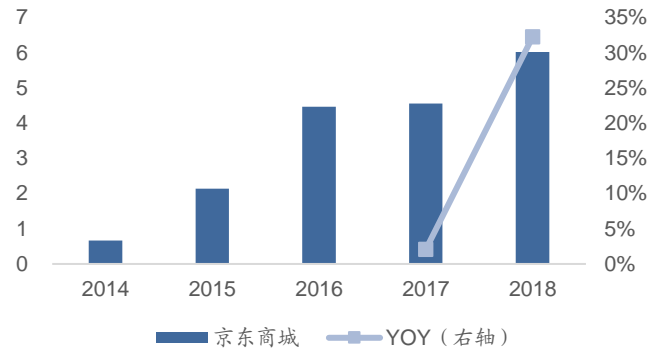
环节，优化终端商品零售价格，另一方面可以基于大数据对销售数据和消费者购买行为进行更全面的统计分析，改善公司服务水平，实现更精准的营销推广。自营品牌旗舰店也使得公司能够在不同的第三方平台为消费者提供统一的购物体验，积累更多有效的消费数据。

- **天猫旗舰店年销售额超过 30 亿：**公司 2012 年 6 月开始在天猫商城运营，上线 65 天就跃居天猫坚果类目销售冠军，之后连续 7 年长期位列天猫商城“零食/坚果/特产”类目成交额第一名。其天猫商城自营收入 2018 年达到 33.15 亿，依旧保持高增速，贡献了 47.4% 的收入。公司连续七年在天猫“双十一”购物节当天夺冠，交易额持续上升，从 2013 年 11 月 11 日的 0.36 亿元迅速增长至 2018 年 11 月 11 日的 4.51 亿元，年复合增长率高达 65.8%。2018 年双十一购物节当天的访客数量超过 1404 万人次，展现了公司在线上渠道超强的渗透力。
- **京东旗舰店收入占比提升至 8.6%：**公司 2012 年 12 月开始与京东自营进行合作，公司将京东自营旗舰店规模做到 6.02 亿，占收入的比重也提升至 8.6%，是公司重要的收入来源。

图表 20：公司天猫商城收入规模超过 30 亿



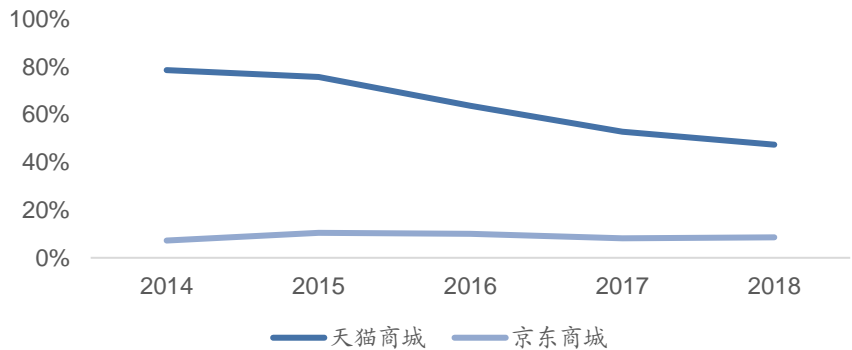
图表 21：公司京东商城收入占比提升至 8.6%



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 22：天猫 B2C 模式占比下降明显

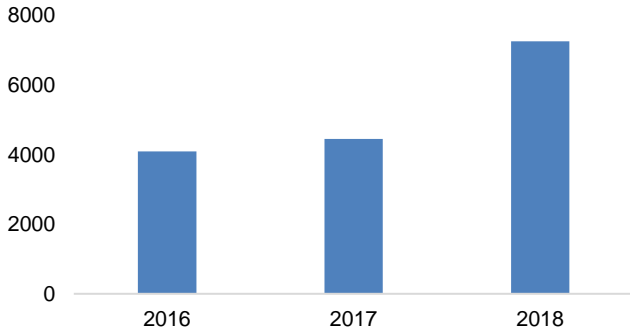


来源：公司公告、国金证券研究所

- **积累大量经营数据，交易用户超过 3900 万人：**公司涉足线上 B2C 已将近 7 年，这期间正是网络购物的爆发阶段。经过运营和积累，公司线上 B2C 模式已相对成熟，积累了大批的忠实粉丝和经营数据。整体分析来看，公司 B2C 模式下访客呈现快速增长的势头，天猫商城 2018 年独立访客数超过 4.08 亿，2016-2018 年复合增长率超过 14%，浏览支付转化率超过 11%，2018 年订单数超过 7200 万单，同比增长超过 50%，交易用户超过 3900 万人。
- **人均消费频次增加，用户粘性增强：**对比来看，公司线上用户 2016-2018 年平均单次消费金额和人均消费金额有所下降，但人均消费频次

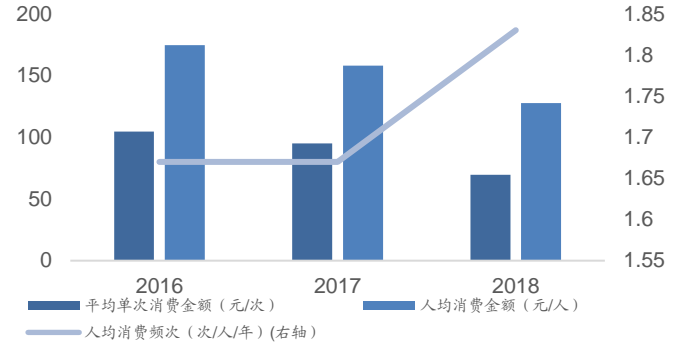
明显提升，由 1.67 次增加到 1.83 次。公司人均消费金额下降主要系价格较低的零食产品占比提升，并且公司为了打造面包等零食爆品加大促销力度使得单笔订单金额减少。人均消费频次提升证明公司已经形成了核心粉丝群，复购率提升，少量多次的购买行为增加，用户粘性不断增强。

图表 23: 公司 B2C 订单数明显增加



来源: 公司公告、国金证券研究所

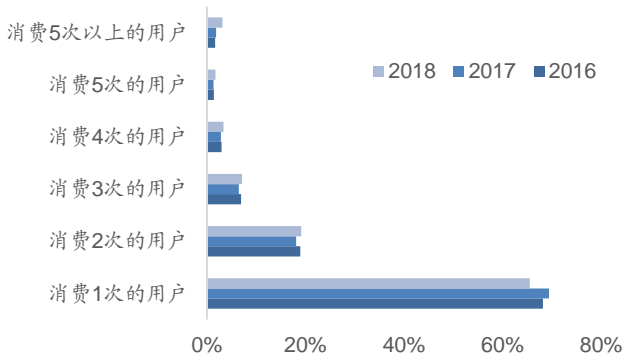
图表 24: 公司 B2C 人均消费频次增加



来源: 公司公告、国金证券研究所

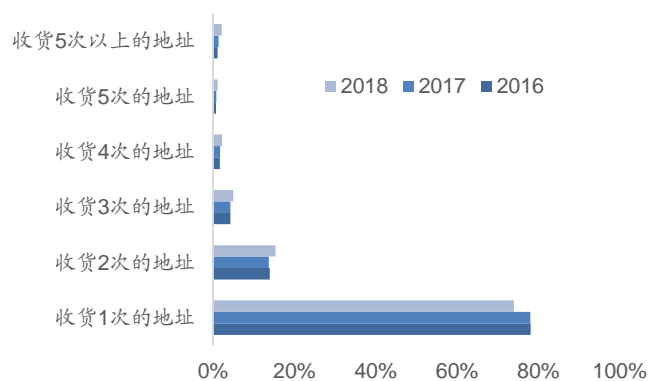
- 客户重复消费习惯正在养成:** 结合消费频次分层的交易数据来看，一年内消费不超过 2 次的用户占比超过 80%，多数用户一年内仅消费 1-2 次，消费频次不高。具体分析来看，消费 1 次或收货 1 次的地址占比略有下降，而消费 2 次以上的用户占比提升，消费者对三只松鼠的重复消费的习惯正在养成。从年均消费金额来看，近四成用户年均消费金额在 100-300 元之间，百元以下消费占比提升，主要是公司大力发展零食类产品所致。

图表 25: 消费者消费频次多为 2 次以下 (1)



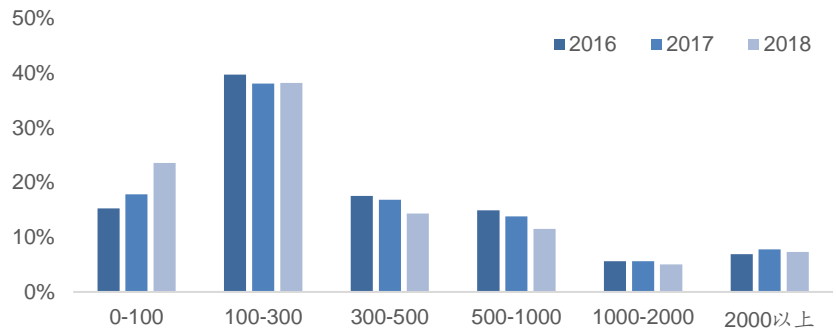
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 26: 消费者消费频次多为 2 次以下 (2)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 27: 人均消费额集中在 100-300 元之间

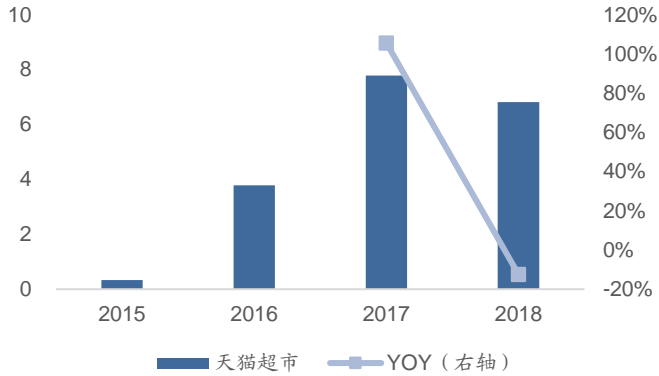


来源: 公司公告、国金证券研究所

(2) 统一入仓模式

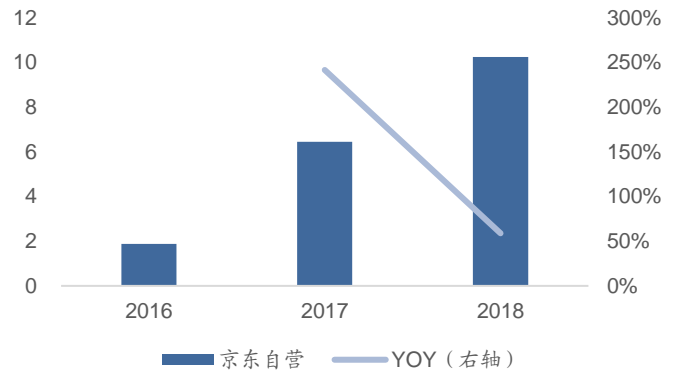
- **统一入仓模式只负责发货不参与物流配送和售后服务：**公司主要面向天猫超市和京东自营开展统一入仓模式，公司直接向合作的第三方平台发出商品，不参与后续的物流配送及售后环节。
- **统一入仓规模持续增加：**公司 2015 年 6 月开始与天猫商城合作统一入仓，2018 年收入规模已达到 6.82 亿，占收入的 9.7%；2016 年 3 月开始与京东自营合作统一入仓，规模已达 10.25 亿，贡献 14.6% 的收入比重。公司 2018 年统一入仓整体规模达到 17.07 亿，增长较快。

图表 28：公司天猫超市销售额近 7 亿



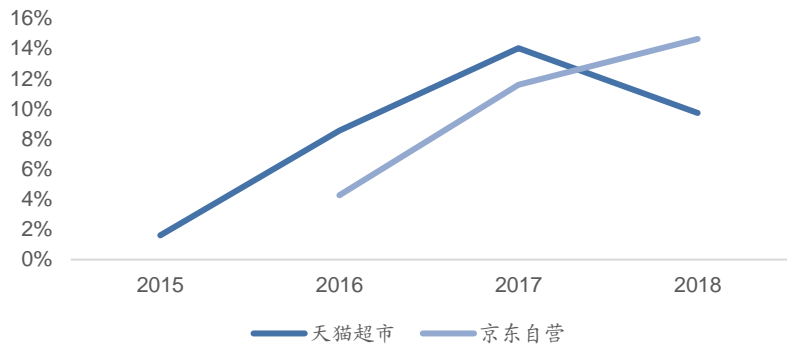
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：公司京东自营规模高速增长



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 30：京东自营收入占比超过天猫超市

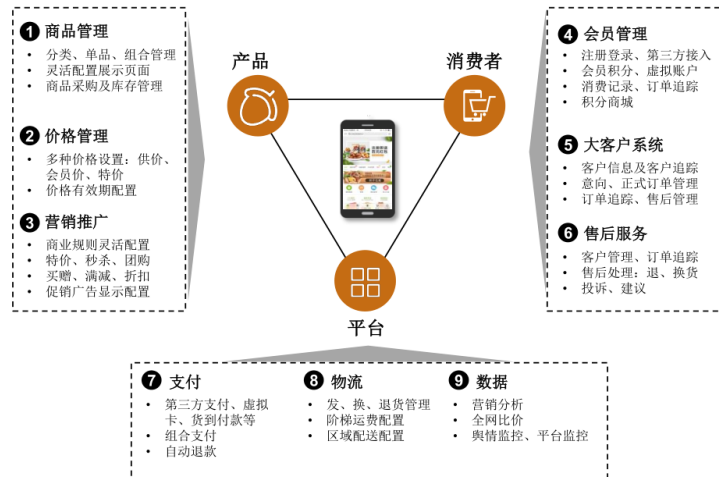


来源：公司公告、国金证券研究所

(3) 自营手机 APP

- **自营 APP 是重要的导流入口：**公司 2015 年推出自营手机 APP 平台，手机 APP 平台能够使消费者随时随地进行商品挑选、下单付款、订单及物流跟踪、评价商品等。APP 已经拥有商品管理、价格管理、支付平台、物流管理、会员系统等功能模块，能够实现对消费者进行更高效、更具针对性的管理和营销，提升消费者粘性。公司还在微信客户端开设了公众号的下单购买端口，与公司的 APP 平台具备相同功能。
- **自营 APP 月流水超过 1600 万：**自营 APP 有助于公司进一步缓解对第三方平台的过分依赖，掌握更直接的销售和用户数据，提升消费的便捷性。公司的自营 APP 平台最高月销售流水超过 1600 万元。

图表 31: 公司自营 APP 连接产品、消费者和平台



来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 延伸线下，实现线上线下联动

- **布局线下挖掘更大的消费潜力：**公司通过开设线下体验店的方式打造与消费者“零距离”的品牌及产品体验中心，构建线上线下联动的立体销售网络，挖掘更大潜力的消费群体，提升三只松鼠品牌知名度和消费者粘性。
- **颠覆传统线下销售模式：**公司颠覆传统的线下零售模式，赋予线下体验店更多的功用，通过三只松鼠 IP 元素的精心布景、创新性的“零售+休闲”区域布局、店员的专业服务培训以及丰富的线下活动，为消费者营造与品牌形象高度相关的休闲娱乐氛围，提升消费者对三只松鼠品牌的感知度。公司线下店的开设主要选在网购普及率相对较低的二三线城市，选址主要定位在人口密集、基础设施完善的沿街商业广场，服务三只松鼠的高粘性客户、有即时消费需求的消费者以及尚未形成网购习惯的群体，是线上渠道的有效补充。同时公司通过电子价签的方式实现线下体验店零售价与线上 APP 等渠道实时同步，并通过向消费者推荐自营 APP 的模式将线下消费者向线上引流，真正实现一站式购物。
- **公司已开设 53 家线下投食店：**公司 2016 年 9 月开设第一家线下投食店，截至 2018 年末，公司已经在安徽省、江苏省、浙江省、湖北省、深圳市、四川省、云南省、陕西省、天津市等省或直辖市开设 53 家线下体验店，有效的增强消费者对“三只松鼠”品牌的感知度和忠诚度，拓展公司的销售渠道。2018 年实际经营的 53 家线下体验店营业收入合计超过 2 亿元。

图表 32: 公司线下投食店兼具零售和休闲



来源：公司官网、国金证券研究所

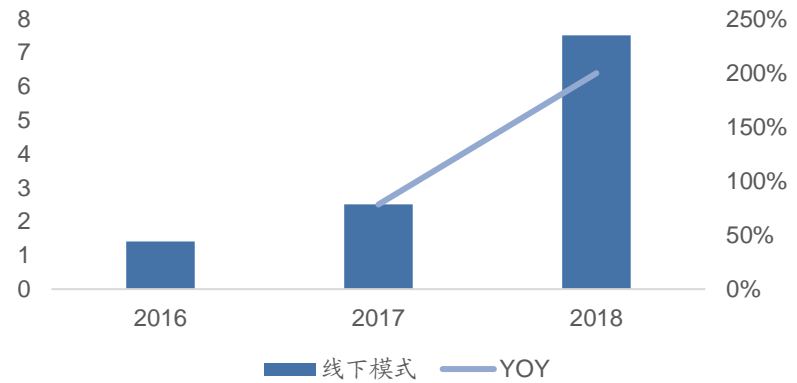
图表 33: 公司线下投食店分布



来源：三只松鼠小程序、国金证券研究所

- **公司已服务超千家企业客户：**公司设置有大客户服务管理部，应对消费者大批量采购或订制采购的需求，可根据客户要求对产品包装或产品组合进行订制安排，满足客户个性化需求。截止 2018 年底，公司已经为上千家企业客户提供个性化团购定制服务。2018 年团购渠道实现收入 3.26 亿，较 2017 年同比增长 84.39%。以线下体验店和团购为主的线下模式 2018 年收入达到 7.5 亿，规模快速增长，占收入的比重达到 10.76%。

图表 34：公司线下渠道收入达到 7.5 亿



来源：公司公告、国金证券研究所

3.3 募集资金升级全渠道营销网络

- **拟投入 5.6 亿用于渠道网络升级：**公司拟投入 5.6 亿，其中投入募集资金 2.1 亿用于全渠道营销网络建设，旨在将基于互联网的线上渠道和平台优势与基于实体场景的线下网点和体验优势充分结合。公司营销网络升级基于线上线下协同，将能够更高效的为消费者提供更有针对性的产品和更便捷的服务，为长期发展奠定扎实基础。
- **核心升级三大模块：**公司正在构建“电商平台+自营 APP+线下体验店”同步运营的营销模式，拓宽产品销售渠道，将对无线自营 APP、线下体验店、全渠道信息化系统三个模块全面升级，借助三个模块构建线上线下相结合、产品销售与品牌推广并行的营销手段，为消费者带来更加立体、便捷的购物体验，使消费者在休闲和消费的同时将三只松鼠的品牌文化融入生活。

图表 35：公司核心升级三大模块

项目模块名称	项目模块描述
无线自营 APP	公司计划在现有版本基础上，对无线自营 APP 进行全面升级及推广，并与线下体验店结合，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
线下体验店	公司线下体验店将定位于体验中心和推广中心，使消费者在品尝产品、体验周边的同时对三只松鼠品牌文化及产品有更深入的了解，提升品牌粘性。线下体验店将主要着眼于二、三线城市，并对自营 APP 等线上渠道进行针对性推广，实现线下流量和线上平台的协同
全渠道信息化系统	全渠道信息化系统模块计划将门店系统、会员管理系统、产品信息、配送数据等运营信息进行实时收集与分析，以技术平台驱动公司全渠道销售的信息共享，在实现高效运营的同时，为消费者提供更具有针对性的产品及服务

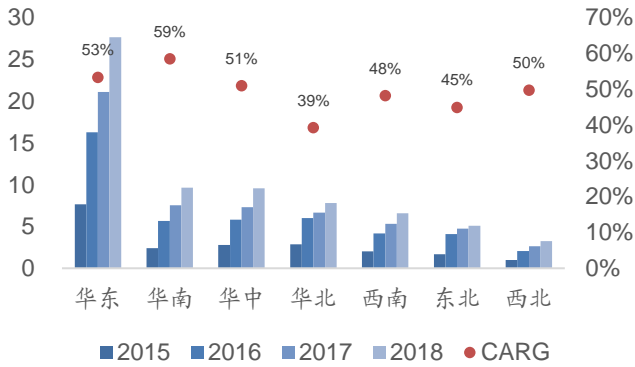
来源：公司公告、国金证券研究所

3.4 多层级物流配送体系提升用户需求响应能力

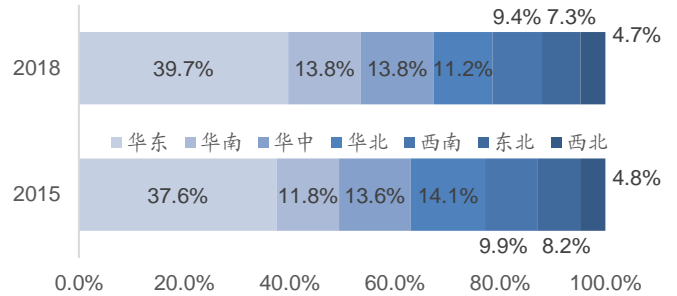
- **销售区域全覆盖，华东为核心区：**公司以线上销售为主要渠道的销售模式打破了地域限制和区位差异，使得三只松鼠的产品能够通过物流体系畅销全国。随着公司收入的快速增长，公司 7 大业务区的业绩规模也在快速提升，各地区 2015-2018 年的年复合增长率均在 35% 以上，销售规模都在亿级以上，其中华东地区销售规模接近 30 亿。分地区来看，华东是公司的

核心销售区域，占比接近 40%；华南、华中、华北销售规模在 7 亿以上，占收入的比重超过 10%，也是公司重要的收入构成；西南、东北、西北销售规模较小。公司 2018 年收入区域分布与 2015 年相差不大，华东、华南、华中、华北地区占比较高，与国内网购用户分布及地区经济发展水平基本一致。

图表 36: 公司各地区年复合增速均在 35% 以上



图表 37: 公司销售分区域变化不大



来源：公司公告、国金证券研究所

来源：公司公告、国金证券研究所

- **初步建立多层级物流配送体系：**公司较高的用户满意度和一站式购物体验主要得益于行业领先的仓储物流体系。公司通过自有仓储物流体系、第三方仓储配合及合作伙伴提供的物流服务，初步建立了“总配送中心—区域配送中心—城市仓”多层级物流配送体系，以确保公司对全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平。
- **日处理订单能力达到 220 万单：**截至 2018 年底，公司已在芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州通过自有或租赁的方式设置了 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储服务商合作等方式，缓解公司旺季备货压力。通过仓储物流中心建设和物流合作伙伴，公司实现了全国市场覆盖，日处理订单量约 220 万单，并不断提高当日达或次日达的比例，为消费者提供更加便利和快捷的消费体验。
- **拟投入 7.5 亿升级物流及分装体系：**公司将围绕重度垂直的业务模式，进一步加大基础设施投入力度，打造专业化、信息化的产品供应体系，拟投入 7.5 亿用于物流及分装体系升级项目。公司将通过新建分装工厂、升级物流配送体系提升公司的产品分装能力以及仓储物流体系运行效率，为公司未来业务打下坚实基础。公司将完善“总配送中心—区域配送中心—城市仓”多层级物流配送体系，实现更高效的城市仓调拨和产品补给。

图表 38: 公司构建了全国化的货品流转体系



图表 39: 物流及分装体系升级项目

项目模块	模块具体描述
分装工厂模块	新建分装工厂，提高公司分装产能，加强公司原材料和半成品的进货仓储管理以及成品分装能力，减少货物周转时长
物流配送体系模块	完善“总配送中心→区域配送中心→城市仓”多层级物流配送体系，实现更高效的城市仓调拨和产品补给； 对现有总配送中心和区域配送中心进行扩建升级，提高区域内货品集中存储以及向城市仓进行区域调拨的效率 对现有城市仓进行设备升级，提升发货订单管理能力和配送时效 配合线下体验店的铺设进行小型仓库及门店库房建设布局，满足体验店日常运营需求

来源：公司公告、国金证券研究所


来源：公司公告、国金证券研究所




4.以坚果为核心，丰富购买体验

4.1 六大类产品，坚果和零食是核心品类

- **六大产品品类满足多元化需求：**公司以“共建互联网新农业生态圈”为使命，坚持为消费者提供“实惠且安全”的产品，目前已经形成了覆盖坚果、零食、花茶、干果、果干等品类超过 500 种单品的完善产品组合，能够较好的满足消费者多元化需求，提升公司产品竞争力。
 - **坚果系列：**公司成立之初便以“三只松鼠”品牌推出各类即食坚果产品，以碧根果、夏威夷果、松子、开心果、巴旦木等为主，并根据消费者需求推出多种口味及包装形式。公司坚果系列单品数量超过 90 种，2018 年实现 37 亿收入，占总收入的 53%，是公司主要的收入来源。
 - **零食系列：**公司 2014 年开始从坚果等优势领域迅速进入零食市场，成功推出多款自有品牌零食产品。公司零食单品数量超过 440 种，形成了包括肉类即食品、糕点、烘焙等在内的多品类零食组合，零食业务高速增长，2018 年实现营业收入近 25 亿，贡献了 35.8% 的收入。
 - **干果系列：**公司干果系列产品主要是葡萄干及红枣制品，主推“新疆正品”系列干果。2018 年干果系列实现 1 亿左右收入，占总收入的 1.41%。
 - **果干系列：**公司 2014 年推出果干系列，主要为新鲜水果的加工制品。公司果干系列单品数量超过 30 种，包括芒果干、榴莲干等。2018 年实现近 5 亿收入，占总收入的比重达到 7.06%。
 - **花茶系列：**公司的花茶系列定位为年轻消费者，以“松鼠小美”作为品牌形象，主要包括传统炒制茶叶及菊花茶、大麦茶、柠檬片等植物类冲饮产品。2018 年花茶系列占总收入的比重为 0.06%。
 - **礼盒产品：**为了满足消费者多元化的需求，公司还根据消费者反馈的信息精选热门坚果、干果、果干等单品进行组合，2016 创新性的推出礼盒产品，受到消费者欢迎。2018 实现礼盒收入 1.87 亿，占总收入的 2.7%。

图表 40：公司旗下的六大产品系列

产品门类	产品门类描述	部分产品图示
坚果类产品	精选世界范围产区的优质原料，采取筛选、分级、清洗一系列前处理操作，经烘干、烘炒等先进工艺制成，富含人体所需的多种营养物质 产品系列主要包括“大头装”	
零食类产品	根据消费者需求推出多款热门零食产品，覆盖肉类、烘焙糕点等多元化产品组合 产品系列主要包括“发现好零食”、“小贱爱烘焙”、“小贱糕点”、“小贱膨化”等	
干果类产品	优选和田、若羌等地区原料，并采用清洗、自然风干等操作工艺制成，皮薄肉厚，酸甜可口 产品系列主要包括“新疆正品”等	

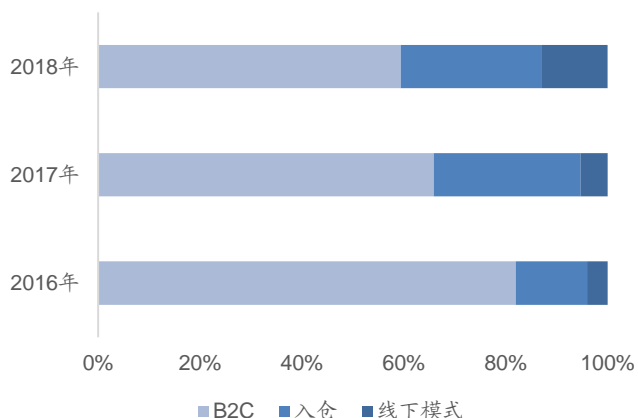
产品门类	产品门类描述	部分产品图示
果干类产品	精选高品质水果原料，实时把控原料成熟度，并经清洗、去皮、糖制、烘干或冻干工艺制作而成，最大限度的保留水果的风味与营养成分 产品系列主要包括“松鼠云果园”、“超级水果干”等	
茶类产品	原料经自然风干、设备烘热、人工挑选等工序进行加工，并严格把控各项检测指标，给年轻消费者提供更便捷的茶饮消费选择 产品系列主要包括“小美美妍茶”、“小美随身泡”等	
礼盒类产品	根据消费者反馈信息精心挑选出明星单品进行组合在与品牌形象高度契合的热播影视剧中以植入广告的形式进行品牌推广的同时，融合影视剧元素进行精心包装	

来源：公司公告、国金证券研究所

(1) 以坚果为突破口，差异化突围

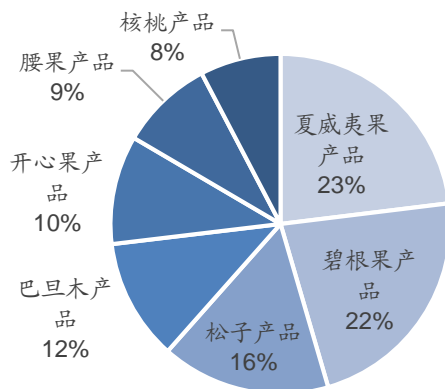
- **以碧根果为主打坚果产品突围：**公司 2012 年成立之初便选择了坚果作为核心品类进行销售，更进一步选择坚果中的碧根果为主推产品。公司选择坚果主要基于 1) 营养价值高符合消费者健康的诉求；2) 硬度高便于物流运输；3) 消费金额高，运输费用摊销高；选择碧根果主要系产品口味较佳，消费者接受度高，且当时国内还未有形成有影响力的品牌。选择以碧根果为核心的坚果产品突围使得公司大获成功，成为国内品牌知名度较高的坚果品牌。
- **坚果品类毛利率提升：**坚果是公司最主要的收入来源，占据过半的收入比重。分渠道来看，线上占比逐年下降而线下占比逐年上升；分品类来看，夏威夷果和碧根果是主要的收入来源，分别占据超过 18% 的份额，松子、巴旦木、开心果、腰果和核桃等也是受消费者喜爱品类，并且坚果单品的销售集中度也有所下降，从而使得毛利率较高的腰部及长尾坚果类产品占比上升，带动公司坚果品类毛利率提升。

图表 41：公司坚果线下占比提升



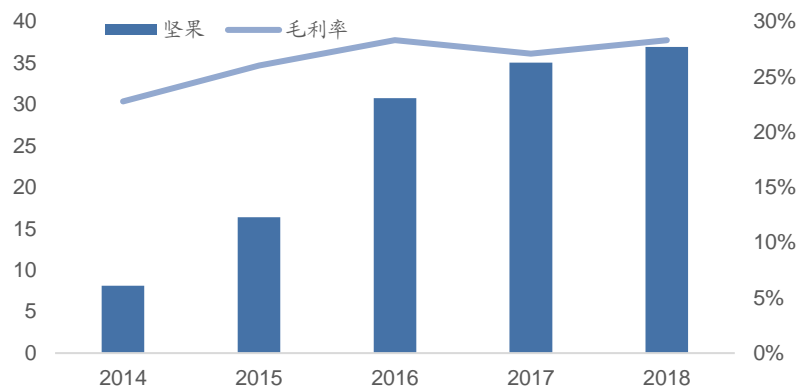
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 42：夏威夷和碧根果是公司核心坚果品类



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 43: 公司坚果收入达到 37 亿

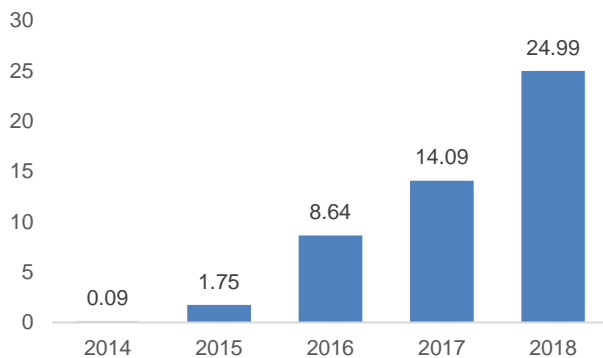


来源: 公司公告、国金证券研究所

(2) 零食丰富产品种类和收入来源

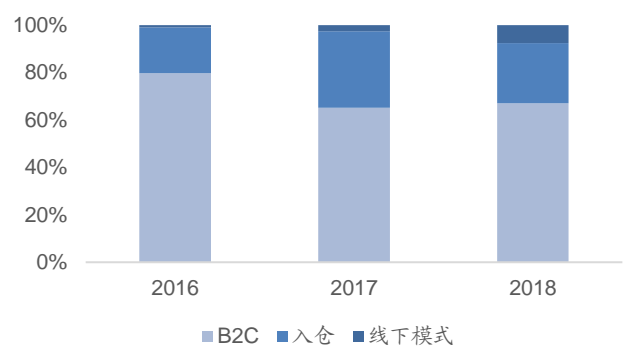
- **零食成为第二大品类:** 公司 2014 年推出零食系列, 丰富公司产品应用场景和消费者的购物选择。公司成功地推出了猪肉脯、寿司面包和乳酸菌面包等爆款产品, 三个爆款单品占零食品类收入接近 10%, 并以爆款产品作为引流单品, 加大产品销售规模。公司零食品类的选择综合了消费者喜爱和市场偏好, 以互联网爆款思路打造品类优势, 零食品类快速增长, 2018 年零食品类收入达到 24.99 亿, 成为公司第二大品类。

图表 44: 公司零食业务快速成长



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 45: 零食收入渠道不断多元化



来源: 公司公告、国金证券研究所

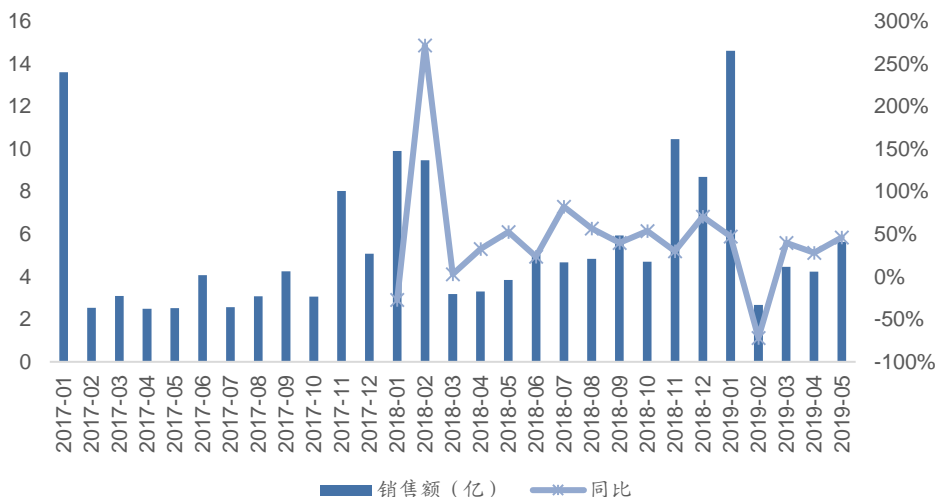
4.2 量增是主要推动力, 零食品类增长亮眼

我们参考国金证券研究创新中心获取的阿里全平台销售数据对三只松鼠近三年的经营销售情况做具体分析¹。

- **销售额淡旺季明显, 11 月-2 月是销售旺季:** 公司线上销售为主的模式使得月度收入与电商促销节奏相关性较为明显。11 月开始电商集中的“双十一”、“双十二”、“年货节”等大促相对密集, 同时这期间圣诞、元旦、春节、元宵节和情人节等节日较多, 因此公司的收入也主要集中在 11 月到 2 月期间, 4 个月贡献当年超过 6 成业绩, 其中业绩较好的月份甚至实现单月收入过十亿。公司淡季每个月的销售额也超过 3 亿, 三只松鼠仍是一个适合全年销售的品牌。
- **销量增加贡献主要增长力:** 根据国金证券研究创新中心数据显示, 公司阿里系 2018 年实现 74.15 亿的销售额, 相较于 2017 年增长 36.2%。2018 年共售出 2.4 亿件商品, 同比增长 30.2%, 商品的平均单价从 29.51 元增长至 30.87 元, 同比增长 4.6%。公司销售规模的增加主要来自于销量增长, 不断丰富产品品类也为消费者提供了更多的选择, 有助于销量的增加, 进而提升整体销售规模。

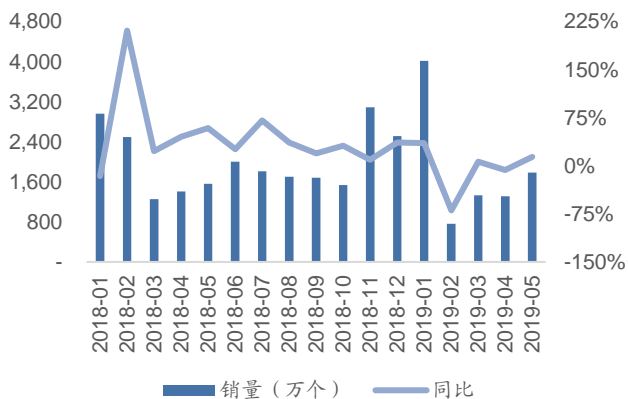
¹ 数据来源国金证券研究创新中心, 由于统计口径和测算方法的不同, 本项研究的结果与相关公司的实际数据可能存在一定偏差, 仅供定性分析使用。

图表 46: 公司销售额淡旺季明显



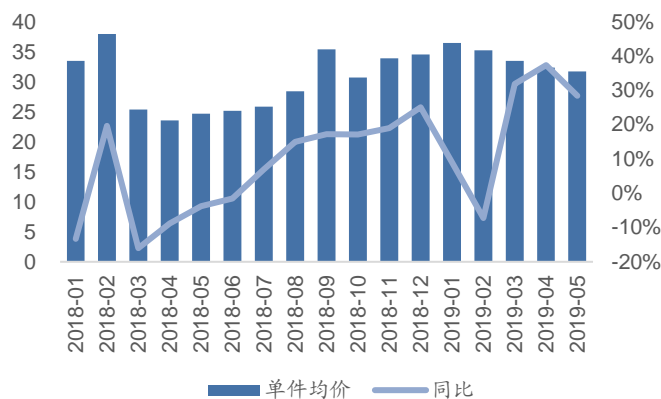
来源: 国金证券研究创新中心

图表 47: 公司销量持续增长



来源: 国金证券研究创新中心

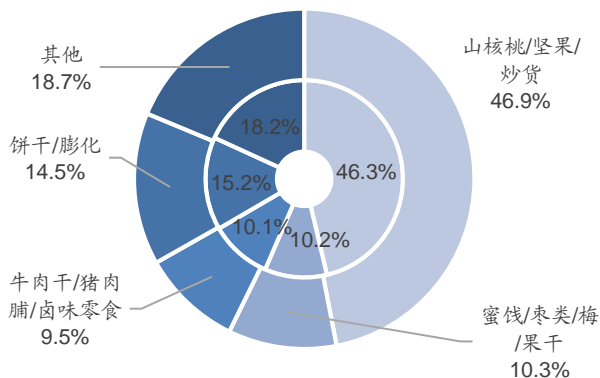
图表 48: 公司产品销售单价变化不大



来源: 国金证券研究创新中心

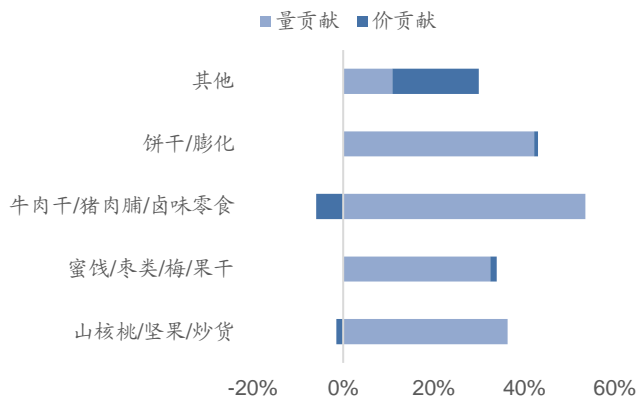
- **零食类产品占比上升:** 以阿里的分类来看, 山核桃/坚果/炒货品类是公司的主要收入来源, 2018 年销售额占比 46.3%; 饼干/膨化类产品是第二大品类, 占销售额的 15.2%; 蜜饯/枣类/果干和牛肉干/猪肉脯/卤味零食销售额接近, 各占销售额的 10%左右; 另有 18%的收入来自礼盒、花茶等其他产品。对比 2018 年和 2017 年的收入结构可以看到, 归属于零食品类的饼干/膨化和牛肉干/猪肉脯/卤味零食两类产品占比略有提升, 与公司加大零食品类占比的实际情况和战略目标一致; 零食品类产品多样化明显, 未来仍有望随着品类的不断丰富增加销售额和收入占比。
- **销量增长对各品类的贡献更为明显:** 2018 年各分品类的增长均在 30%以上, 其中两大零食类产品增长最为迅速, 其中饼干/膨化类产品增速达到 43.4%, 牛肉干/猪肉脯/卤味零食类产品同比增长 44.4%; 基数较大的坚果炒货类产品同比增长也在 34%以上, 公司各大品类增速较为平均, 齐头并进。具体分析各大品类增长贡献可以看到, 四大核心品类增长主要由销量增长贡献, 单价增长贡献不足 2%, 更有两大品类均价出现下滑, 主要系公司为了打造爆款, 加大促销力度所致; 其他类产品中因礼盒产品占比较大, 价格同比明显提升, 由此可见公司整体价格提升主要由礼盒类产品销售规模增加推动。

图表 49: 坚果销售额占比 46%



来源: 国金证券研究创新中心 注: 外圈为 2017 年, 内圈为 2018 年

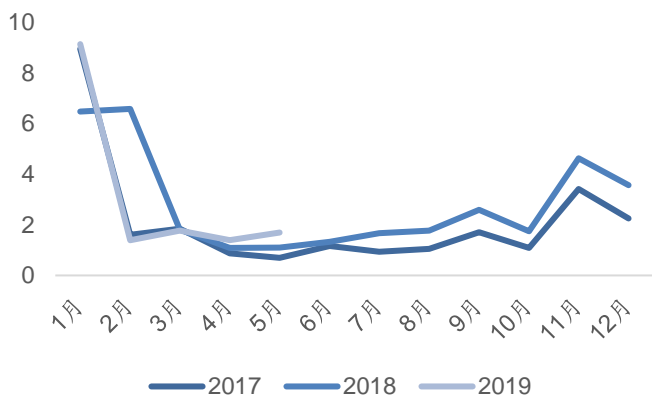
图表 50: 分品类量价贡献分析



来源: 国金证券研究创新中心

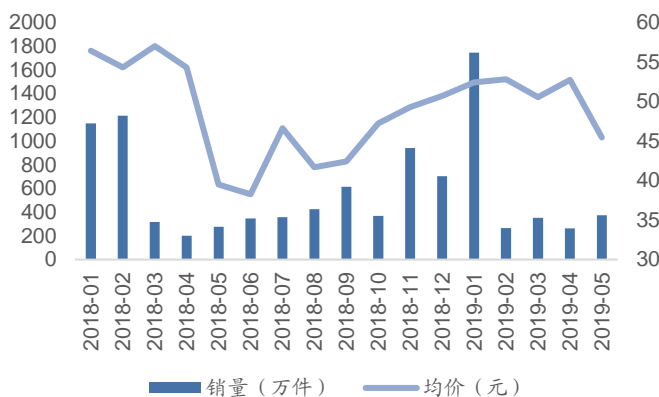
■ **坚果销售额同比持续增长, 均价调低降低消费门槛:** 坚果是公司的核心品类, 除每年前两个月因春节时间不同而导致旺季分布不一致外, 其他月份销售额均同比不断提升, 公司坚果的整体销售规模也超过 30 亿。销量的走势与销售额基本一致, 销售均价略有下降。坚果相较于其他零食属于高消费产品, 但消费者对于坚果健康营养的诉求具有不可替代性, 均价下降进一步降低了坚果的消费门槛, 吸引更多消费者。碧根果和夏威夷果在国内仍处推广阶段, 覆盖人群有限, 未来随着消费者认知不断增强, 公司坚果的销售规模有望持续增长。

图表 51: 坚果收入逐月增加



来源: 国金证券研究创新中心

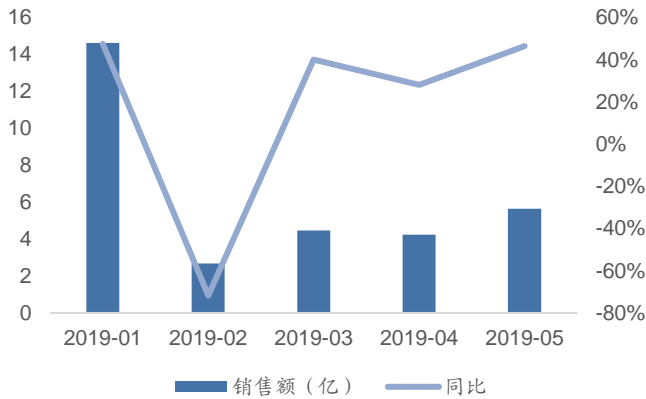
图表 52: 坚果消费均价边际降低



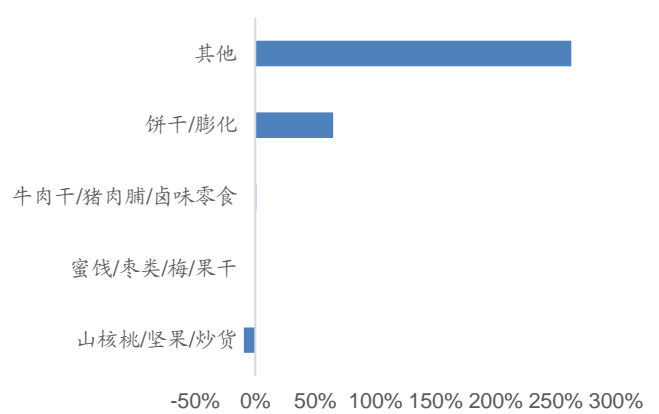
来源: 国金证券研究创新中心

■ **19 年春节效应影响收入增长, 零食和礼盒类产品增长明显:** 19 年春节销售旺季提前至 18 年 12 月和 19 年 1 月, 旺季销售额分布同比增长 70.8% 和 47.6%, 因此也使得 2 月份销售额同比明显下滑。因 18 年 12 月份分散了部分热度, 公司前五个月销售额仅增长 6.5%, 春节效应影响明显。2020 年春节比 2019 年更早, 预计 2019 年 12 月仍会享受 2020 年春节旺季带来的销售增长, 并且 3-5 月同比分别有 40.1%、28.2% 和 46.5% 的增长, 淡季维持了高增长, 结合来看我们对于公司 2019 年销售额继续高增长保持乐观预期。分品类来看, 春节期间礼盒销售明显增加, 饼干/膨化类产品同比增长 64.8%, 较为亮眼, 其他品类因春节效应影响增长一般。

图表 53: 2019 年分月度销售额



图表 54: 2019 年 1-5 月分品类增速



来源: 国金证券研究创新中心

来源: 国金证券研究创新中心

4.3IP 形象引流, 主人文化追求情感共鸣

- “三只松鼠”拟人形象表达品牌调性:** 公司采用 IP 化和人格化的独特品牌策略, 对品牌形象赋予丰富人格, 三只松鼠动漫角色“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”均被赋予了鲜明的性格特征, 代表了不同的产品品类, 使品牌整体传递的信息更加饱满。“松鼠小酷”冷静理智、个性沉稳的特点代表坚果品类; “松鼠小贱”热情单纯、乐观随性的特点代表零食品类; “松鼠小美”优雅温柔、外柔内刚的特点代表花茶品类; 产品品类与拟人化的 IP 形象相结合, 增强消费者的品牌感知度和认可度。
- 产品设计与 IP 形象一脉相承:** 公司以动漫化的“三只松鼠”作为品牌形象, 具有极高的品牌辨识度, 产品设计也以松鼠为主题一脉相承, 给消费者留下积极、健康、快乐的直观印象, 在消费者心中形成极强的品牌形象烙印。
- 多种方式品牌宣传丰富品牌内涵:** 在品牌宣传方面, 公司通过动画、绘本、周边等多元化渠道不断丰富品牌内涵; 并通过广告投放、社交媒体宣传、产品包装、影视剧植入、跨界合作、线上线下等方式与消费者进行高频次互动, 拉近与消费者之间的距离, 使得消费者对三只松鼠这一线上销售为主的 brand 建立更加立体的印象。

图表 55: 公司通过多种方式进行品牌传播

平面动漫形象	3D 动漫形象	动画	绘本	周边产品

来源: 公司公告、国金证券研究所

- “以客户为Owner”的企业价值观, 追求情感共鸣:** 互联网品牌的特性使其难以与消费者直接沟通, 无法营造更直观的消费体验。公司通过以“以客户为Owner”的企业价值观为核心, 从品牌、品质、服务、速度等多方面着力提升消费体验, 拉近与消费者的情感共鸣。公司奉行为“主人”提供最优质的服务为宗旨的企业文化, 并在品牌定位、生活方式倡导、目标消费者选定等三方面把握住了目前互联网消费主力群体追求时尚和消费体验的消费偏好, 通过情感品牌、情感产品、情感服务来打动消费者, 提升消费者的购物满意度和品牌忠诚度。

- **细节运营彰显企业用心：**公司在企业运营中也充分践行了“主人”文化，客服人员以“主人”称谓称呼消费者，并通过松鼠的可爱形象拉近和消费者的距离。公司还创新性地发出货品中随包装附送果壳袋、开箱器、湿纸巾等配套的物品，优化购物细节，为“主人”提供更加优质便利的服务。

图表 56：公司附送多个配套产品提升消费满意度



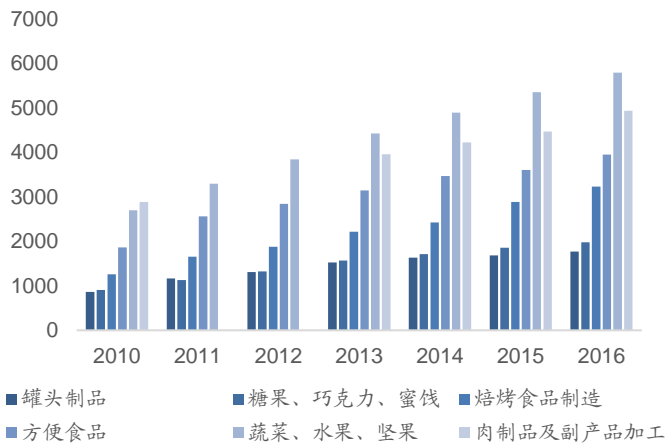
来源：行行出状元、国金证券研究所

5.休闲食品²行业方兴未艾，群雄逐鹿各领风骚

5.1 万亿市场大有可为，坚果增长潜力可期

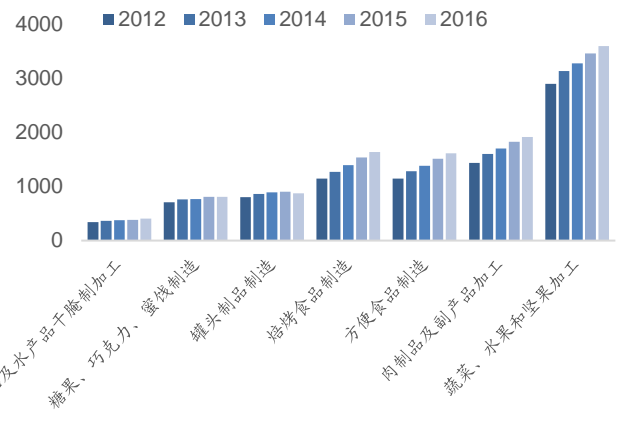
- 行业仍有较大增长潜力：**休闲食品和零食消费强调场景化，满足的是社交、娱乐、休闲等多维度需求，是具有一定冲动性购买属性的非必需消费品。我国零食产业已兴起多年，近十年随着居民可支配收入的持续增加和消费升级的不断深化，零食行业实现了快速发展，零食制造业的产值规模快速提升，规模以上企业单位数量稳定增加，行业蓬勃发展。参考商务部最新发布的《零食行业发展报告》，我国零食行业总产值从 2006 年的 4240.36 亿增加到 2016 年 22156.4 亿，年复合增长 17.98%，我们认为消费升级和居民消费多元化推动下零食行业仍有较大的市场增长潜力。
- 蔬菜、水果和坚果加工是第一大品类：**商务部对零食行业的统计包含了 7 大品类，分品类来看，各品类的总产值和规模以上企业单位数均逐年增强，推动整个行业持续成长。各品类中蔬菜、水果和坚果加工、肉制品及副产品加工以及方便食品产值规模位列零食总体规模的前三位，其中蔬菜、水果和坚果加工行业发展最为迅速，2010-2016 年间产值翻倍，2016 年总产值达到 5789.2 亿，拥有 3603 家规模以上企业，成为第一大品类。焙烤食品制造也是近几年发展较为亮眼的品类，品类总产值从 2010 年的 1262.5 亿增加到 2016 年的 3231.6 亿，年复合增长达到 17%，参与的规模以上企业总数也达到 1639 家，是成长最为快速的单品类休闲零食。

图表 57：蔬菜、水果和坚果加工是第一大品类（亿）



来源：统计局、国金证券研究所

图表 58：各品类中规模以上企业总数逐年增加

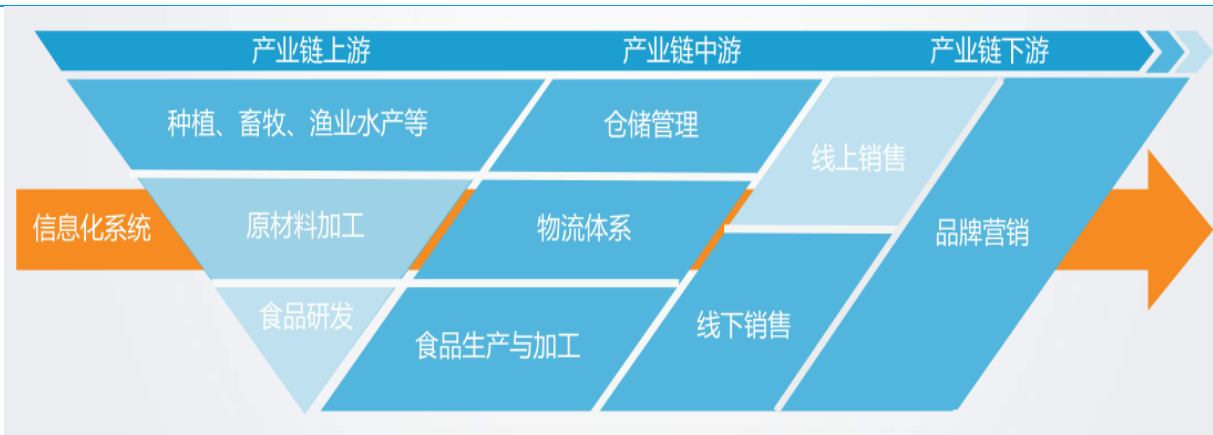


来源：统计局、国金证券研究所

- 行业产业链参与者众多：**零食行业的产业链较长，上下游产业链横跨多个领域。产业链上游主要是农副产品的加工和生产预备环节，包括原料、半成品的生产与产品研发等；中游是整个泛生产环节，主要是食品成品生产、质检、物流与仓储等；下游主要是品牌营销和渠道销售环节，信息化系统贯穿产业链上下游，为企业信息化运营环节无缝对接、全链把控提供保障，全产业链涉及农业、物流仓储行业、生产加工行业、零售行业和信息行业等多个产业，参与者众多。

² 休闲食品是快速消费品的一类，是指人们在闲暇、休息时所吃的食品。零食通常是指一日三餐时间点之外的时间里所食用的食品。两者使用场景和消费人群重合度较高，因此我们不做过多区分，本文中休闲食品即零食。

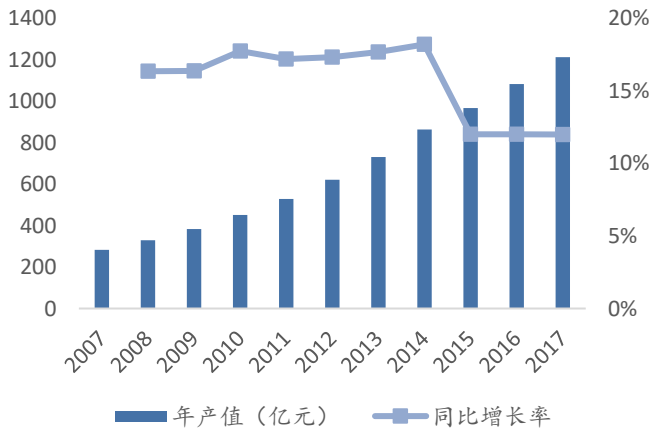
图表 59: 零食行业产业链



来源：亿欧、国金证券研究所

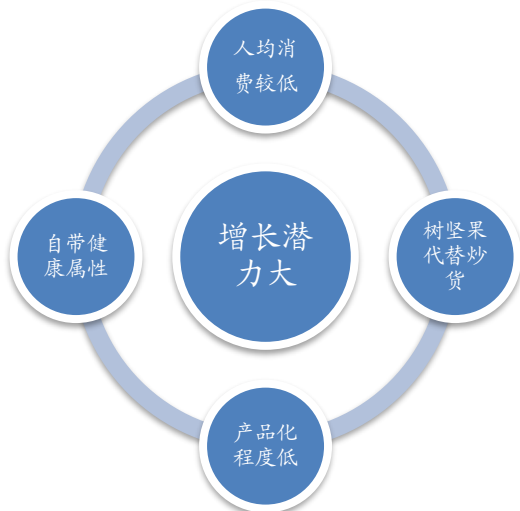
- **坚果行业总产值达到 1214 亿：**坚果是三只松鼠的核心品类，坚果炒货也是休闲食品各分品类中最具发展潜力的品类之一，三只松鼠等企业近几年的快速发展也推动了坚果炒货年产值的增长。参考中国食品工业协会的数据，2007-2017 年间，我国坚果炒货行业总产值从 283.1 亿迅速增长至 1214 亿元，年复合增长 15.7%。
- **坚果市场发展潜力较大：**坚果炒货行业正处快速成长期，仍有较大的市场潜力。一方面坚果自带健康属性，与消费者追求健康、营养的诉求完美契合；另一方面，我国人均坚果消费量远低于发达国家和全球平均水平，人均消费量与产量和消费习惯相关性较高，但碧根果、夏威夷果等引进国内的成功也证明了国内消费者对于坚果多样性的需求较大，目前新品类的坚果产品覆盖人群仍然有限，未来随着供给量的增加仍有较大的增长潜力。坚果行业内部随着可选品类的增加也出现了树坚果代替炒货等品类的趋势，并且产品化程度较低也给了坚果炒货从散装向包装升级的增长空间。

图表 60: 坚果产业年产值突破 1200 亿



来源：中国食品工业协会、国金证券研究所

图表 61: 坚果行业仍有较大的增长推动力



来源：国金证券研究所

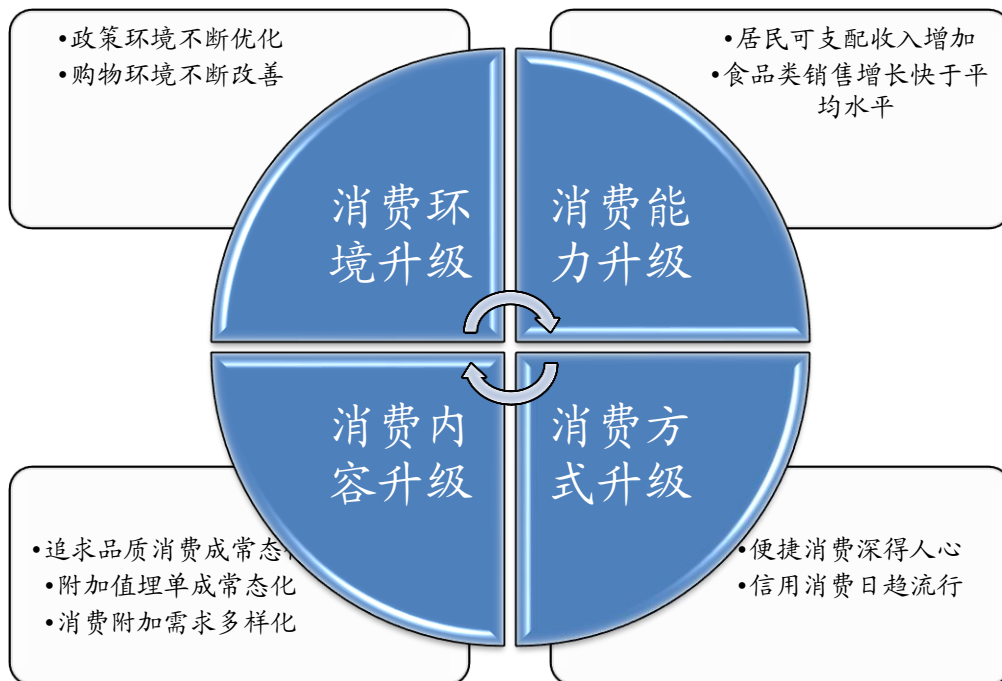
5.2 休闲食品消费全面升级，品类、渠道、企业三箭齐发

- **消费升级是休闲食品行业增长的内在推动力：**2018 年 9 月，中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，为促进居民消费提质升级指明方向，改善销售环境，迎来消费升级的窗口期。综合来看，居民消费从环境、能力、内容和方式多方面全面提升，消费也已经成为拉动经济的“三驾马车”的第一位，成为拉动经济增长的重要引擎。零食属于一日三餐外的非必需消费品，伴随着消费升级居民对

零食的消费热情也会不断提升，消费升级是零食行业增长的核心和内生推动力。

- **消费环境升级：**消费环境与消费者的购买欲望相关性极高，消费的政策环境和购物环境不断升级优化，极大的提升居民消费特别是以零食为代表的可选消费的购买热情。
- **消费能力升级：**我国居民人均收入和支出仍在逐年持续增长，2018年城镇居民人均可支配收入达到 39,251 元，同比增长 7.8%，收入的增长也使得消费者更加追求品质消费。
- **消费内容升级：**随着经济发展和居民收入水平的提升，消费者追求品质消费，愿意为附加值埋单，消费的附加需求更加多样化成为常态。
- **消费方式升级：**网络消费、移动消费的兴起使得消费行为变得碎片化和多元化，消费不再拘泥于某个特定渠道，更加便捷的消费体验受到消费者热捧。网络支付、信用支付等多元化的消费方式为消费者带来便利。

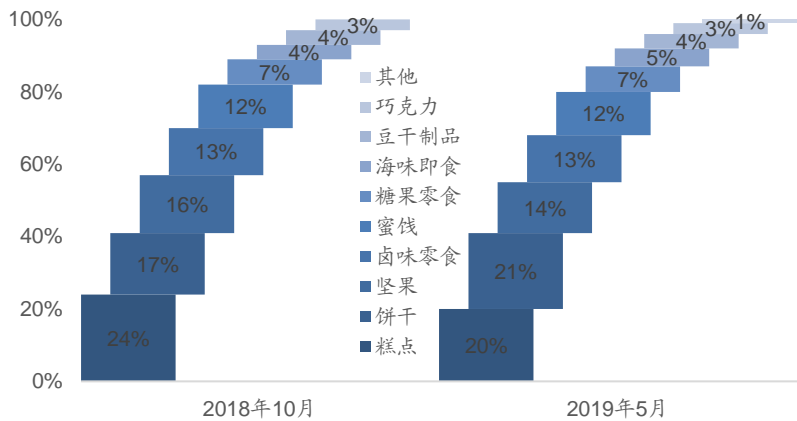
图表 62：消费升级正在发生



来源：商务部、国金证券研究所

- **休闲食品具有独特的品类多样性：**可用作休闲食品的产品种类繁多，又会随着新品类、新口味和新工艺等发展不断变化，市场上不同的划分方法将休闲食品划分为五到十二个品类，每个品类之中又包含若干子品类产品，使得休闲食品市场品类多样性和碎片化明显。休闲食品的核心品类包含了坚果炒货、糕点饼干、果脯果干、肉类、海味、糖果布丁等，因消费者地域、口味等的不同，存在多个优势品类，分品类内部占比也在持续波动，也较为容易出现新的优势品类搅动市场格局。
- **多样化品类搅动竞争格局：**我们参考淘数据划分的线上数据可以看出，糕点、饼干、坚果、卤味零食等是占比较高的品类，但各品类之间占比相差不大，波动性较大，如对比 2018 年 10 月和 2019 年 5 月，糕点品类销售占比从 24% 降到 21%，而饼干品类从 17% 提升至 21%，不断有新产品或受消费者热捧的产品搅动行业竞争格局。

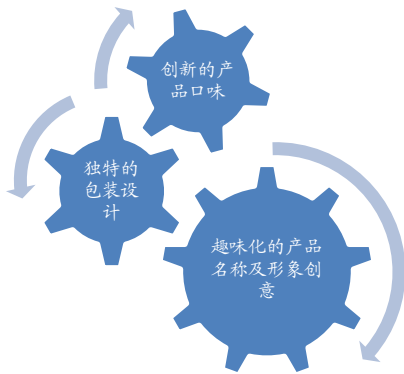
图表 63: 分品类市占率波动较大



来源: 淘数据、国金证券研究所

- **“网红零食”为行业注入新活力:** 零食市场爆款频出, 更新换代频繁, “网红零食”的异军突起为市场注入新活力。以趣味化的产品名称及形象创意、独特的包装设计和创新的产品口味为制胜法宝的网红零食正逐渐成为零食市场的流担当。网红零食的出现本质上是食品制造业与文化创意产业跨界融合的结果。
- **“网红零食”集中在烘焙行业:** 参考阿里数据的资料, 目前网红零食主要集中在烘焙行业, 出现了脏脏包、半熟芝士、毛巾卷等网红产品, 受媒体传播、明星效应等助推, 短时间、大范围的爆发, 带给零食行业新的增长动力。网红零食有追求个性、注重趣味的共性, 普遍生命周期比较短, 更新换代较快, 但消费者追求个性化和特色化的需求不减, 预计将出现越来越多兼具趣味性和美味性的网红爆款零食, 不断支持零食行业增长。

图表 64: 网红零食的三大要素



来源: 国金证券研究所

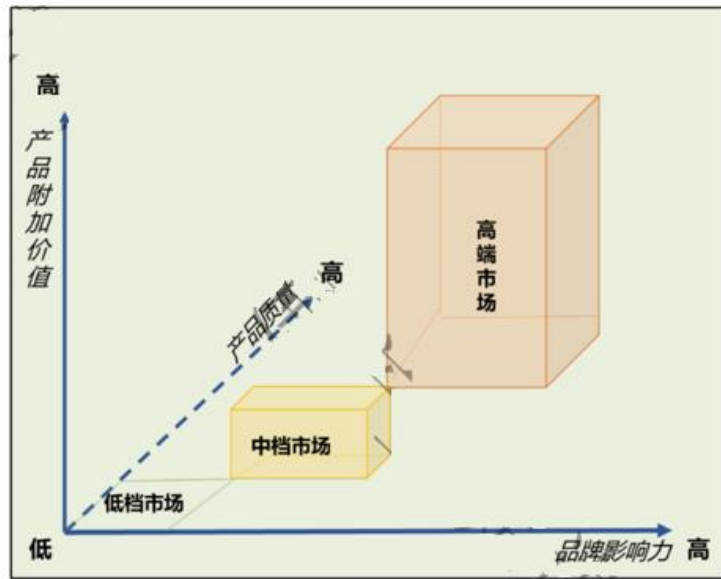
图表 65: 网红零食集中在烘焙行业



来源: 阿里数据、国金证券研究所

- **高端零食市场发展潜力较大:** 消费升级大趋势下, 零食市场也更加细分, 高中低档市场层次逐渐拉开, 市场分层不断清晰, 高端市场崛起并呈现出巨大的发展潜力。从产品质量、品牌影响力、产品附加价值三个维度对零食市场进行对比, 高档零食产品的原料、加工更有保障, 口味、口感更佳, 产品拥有较高的品牌影响力和品牌资产, 可以满足消费者更多场景化需求, 实现情感上的共鸣。定位高端零食零售商的良品铺子近两年的快速发展也印证了零食行业不断高端化的趋势。

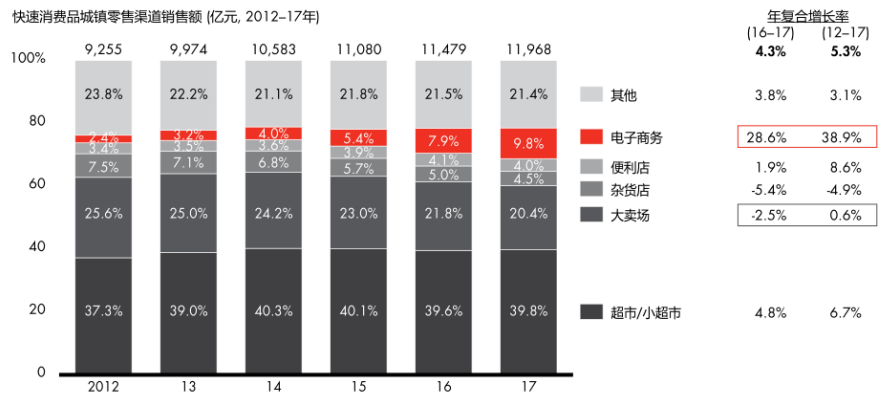
图表 66: 高端零食市场潜力更大



来源: 商务部、国金证券研究所

- **消费者购买渠道更加多元化:** 网络购物、新零售等购物渠道的兴起, 使得零食的销售渠道不断变革, 传统商超、便利店、专卖店、街边小店、电商等渠道都成为消费者购买零食产品的主要渠道。消费者购买零食的方式既有“囤货型”购买又有“冲动型”购买, 因此消费者的渠道选择也更加多样化, 线下的体验式购物和线上的便捷性购物各有所长。
- **线上渠道快速增长, 线下渠道回暖:** 参考贝恩公司的统计数据, 2012-2017 年间电商在快速消费品渠道中占比由 2.4% 提升至 9.8%, 年复合增长达到 38.9%, 线上消费由于突破了产品品类及地域限制, 发挥了扁平化结构所带来的价格优势, 迎合了消费人群的诉求, 整体规模快速增长。近几年线下便利店、超市的增长也有所回暖, 其中小超市渠道 2016-2017 年增长 6.7%, 便利店增长 8.6%。零食等快消品销售渠道不再单一, 线上线下融合模式不断深化, 满足消费者追求便捷的购买需求, 进一步优化消费体验。

图表 67: 休闲零食渠道更加多元化



来源: 贝恩、国金证券研究所

- **线上渠道精细化运作, 数据洞察消费者需求:** 休闲食品消费者呈现出忠诚度较低、渠道选择分散的特点, 因此休闲食品企业需要多线上入口全面布局。越来越多的互联网购买渠道需要企业拥有强大的信息管理和资源整合能力, 对众多渠道进行有效的管理和互通。互联网渠道还能为企业积累有效的消费者数据信息, 有助于企业研发更多符合消费者需求的产品。三只

松鼠企业互联网属性较强公司已经在信息化、数字化管理系统方面投入大量资源，继续在线上渠道精耕细作，挖掘更多的线上成长潜力

图表 68: 线上分发入口不断多元化



来源: 亿欧、国金证券研究所

图表 69: 休闲食品企业终端触点覆盖情况

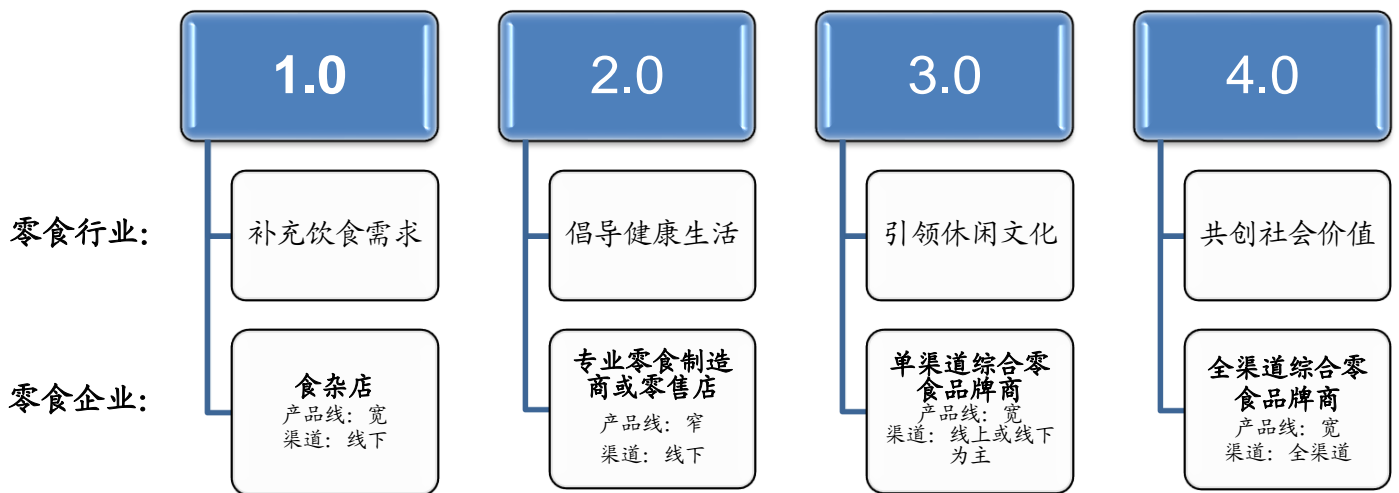
亿欧智库: 休闲零食主要企业终端触点盘点

企业名称	电商平台自营店	自营线上商城	自营APP	规模化门店	O2O业务	消费者数据分析系统	终端整合(新零售)
良品铺子	√	√	√	√	√	√	√
百草味-好想你	√	√	√	√	√	√	√
来伊份	√	√	√	√	√	√	√
周黑鸭	√		√	√	√		
绝味鸭脖	√		√	√	√		
三只松鼠	√		√				
盐津铺子	√						

来源: 亿欧、国金证券研究所

- **休闲食品企业伴随行业共同升级:** 国内休闲企业的发展是伴随中国食品工业成长和行业内企业发展共同发生的。休闲食品行业从多个维度持续升级, 休闲食品行业最早是以简单补充需求为核心的粗放型经营, 以线下食杂店为主; 随着居民健康生活理念的崛起, 休闲行业发展到以改进产品品质为根基的 2.0 时代, 这个时期涌现了洽洽、周黑鸭等专业休闲食品制造商或零食店; 第三阶段是考虑多元化消费场景、融入文化休闲元素打造休闲食品品牌的新模式, 行业出现了来伊份、三只松鼠等单渠道综合零食品牌商; 现阶段逐渐向贴合消费者物质消费、精神愉悦等全方面需求, 继而实现企业与用户有效互动, 共同实现社会价值的新阶段发展, 各企业也纷纷向全渠道综合零食品牌商转变。

图表 70: 休闲食品企业升级



来源: 商务部、国金证券研究所

5.3 各企业线上规模高增长, 2019 全年高景气可期

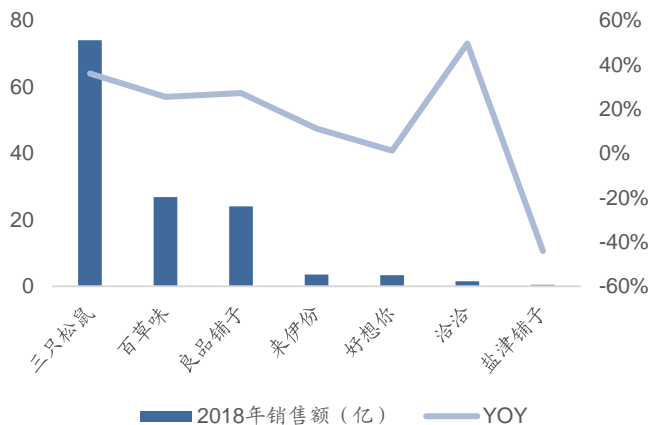
- **三只松鼠线上经营规模绝对领先, 增速处行业前列:** 从整体销售规模来看, 三只松鼠 2018 年实现营业收入 70 亿, 处行业首位³, 是近几年发展最为快速的休闲食品品牌。根据国金证券研究创新中心数据显示, 三只松鼠、百草味和良品铺子三足鼎立格局明确, 其中三只松鼠线上销售规模处行业绝对领先位置, 良品铺子和百草味线上销售规模也在 20 亿以上; 来伊份、好想你 and 洽洽等线下优势企业逐步在线上渠道发力, 打造线上线下融合的立体销售网络。对比增速来看, 洽洽受益于每日坚果和蓝袋新品等热卖同比

³ 缺少良品铺子 2018 年经营数据, 未纳入行业对比

增长 49.7%，三只松鼠同比增长 36.2%处于行业前列，良品铺子和百草味增速也在 20%以上，随着行业景气上升共同成长。

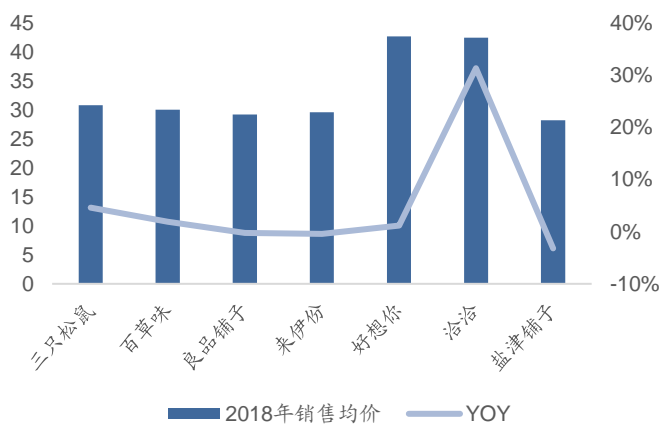
- **线上增长主要由量增贡献，均价在 30 元左右：**各企业单品销售均价在 30 元左右，较为合理，（洽洽较高主因每日坚果销量增长），消费者既能享受一定的折扣，企业的运输费用又能有效摊销。各企业线上销售额增长主要系销量增加所致，销售规模增长带动销售额增加。

图表 71：三只松鼠线上规模绝对领先



来源：国金证券研究创新中心

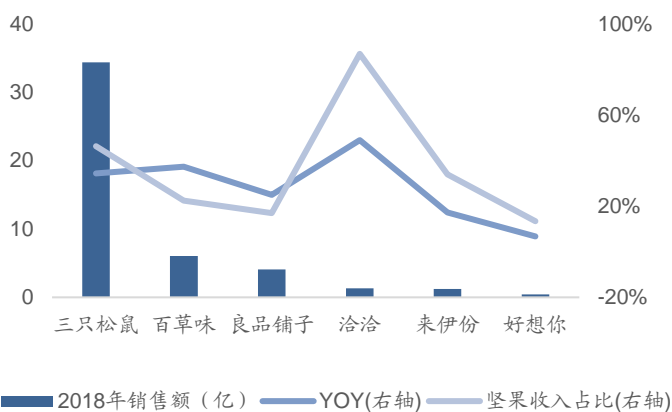
图表 72：各企业产品均价在 30 元左右



来源：国金证券研究创新中心

- **坚果是各企业重要的线上品类：**坚果高价、高硬度、延迟消费等属性使其成为重要的线上休闲食品品类，坚果占三只松鼠、洽洽和的线上收入占比 30%以上，百草味、良品铺子和来伊份等坚果收入占比也在 15%以上。三只松鼠、百草味、洽洽等坚果品类 2018 年增长在 30%以上，各企业的坚果产品销售均价在 40 元左右，符合线上购物的现状和需求。

图表 73：各企业坚果收入情况



来源：国金证券研究创新中心

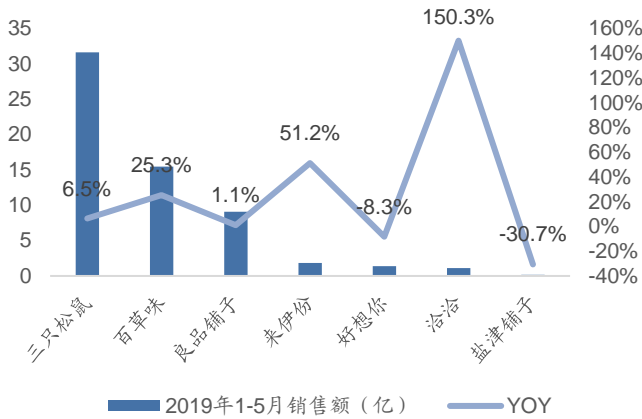
图表 74：各企业坚果产品均价在 40 元左右



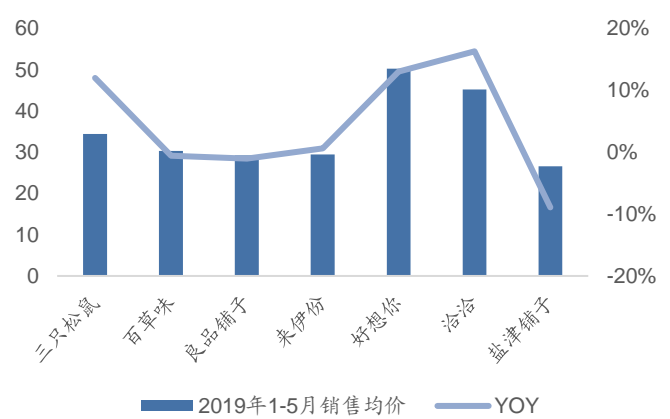
来源：国金证券研究创新中心

- **受 19 年春节效应影响，各企业增速差别较大：**2019 年春节旺季集中在 2018 年 12 月份和 2019 年 1 月份，部分旺季需求和销售确认在 2018 年 12 月份，2019 年整体呈现 1 月份高增长，2 月份大幅下滑，3-5 月份重回增长的月度差异。各企业因旺季策略差异前 5 个月累计增速差别较大，其中百草味、来伊份和洽洽高增长，三只松鼠和良品铺子增速较低，但拉长全年来看，各企业有望继续维持高景气、高增长。

图表 75: 各企业增速差异较大



图表 76: 各企业前五个月销售均价



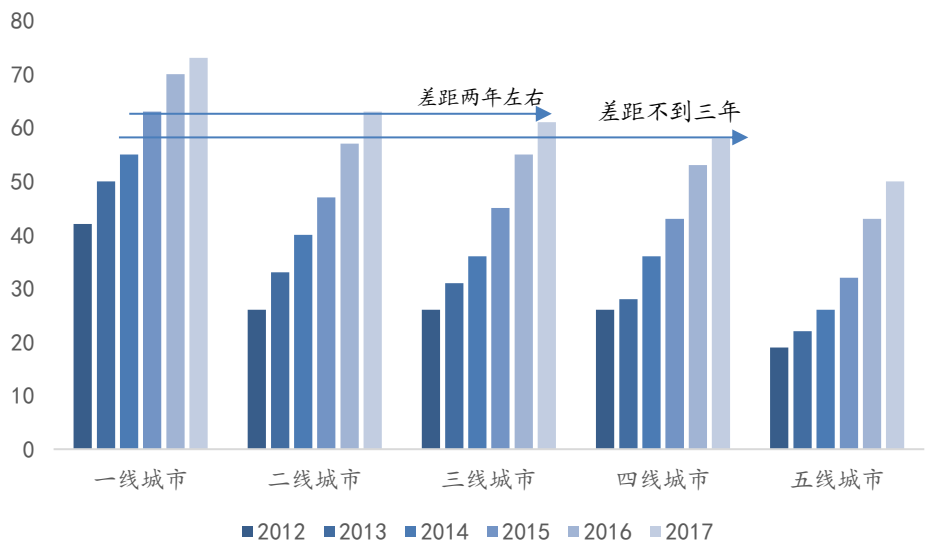
来源: 国金证券研究创新中心

来源: 国金证券研究创新中心

5.4 网络购物普及+快递行业成熟，配套产业助力行业成长

- 网络购物成为重要的消费渠道:** 网络互联网行业经过黄金十年的发展，截至 2018 年 12 月，我国网民规模达到 8.29 亿，互联网普及率将近 60%，手机网民的规模也达到 8.17 亿。其中网络购物网民已达到 6.1 亿，网民使用网络购物的比例达到 73.6%。网购迅速成为居民消费的重要渠道，网购的不断普及也是以三只松鼠为代表的食品电商崛起的必要条件。
- 网购仍有下沉机会:** 电商快速在国内普及，一线城市的网购普及率从 2012 年的 42% 提升至 2017 年的 73%，二线城市普及率也达到 63%。相较于一二线城市网购的火热，三四线和农村地区仍有“沉下去”的发展机会，对比全国高达 60% 的网络普及率，我国农村地区的网络普及率仅为 38.4%，三四线的电商渗透率和一线城市相比仍有 2-3 年的差距。三四线城市和农村地区因为物种的相对缺乏对于电商和网络购物有更大需求，市场潜力更大。未来发展过程中，休闲食品电商将会通过不断的区域拓展和模式创新实现渠道下沉，带给行业更大的成长机会。

图表 77: 网购仍有渠道下沉空间

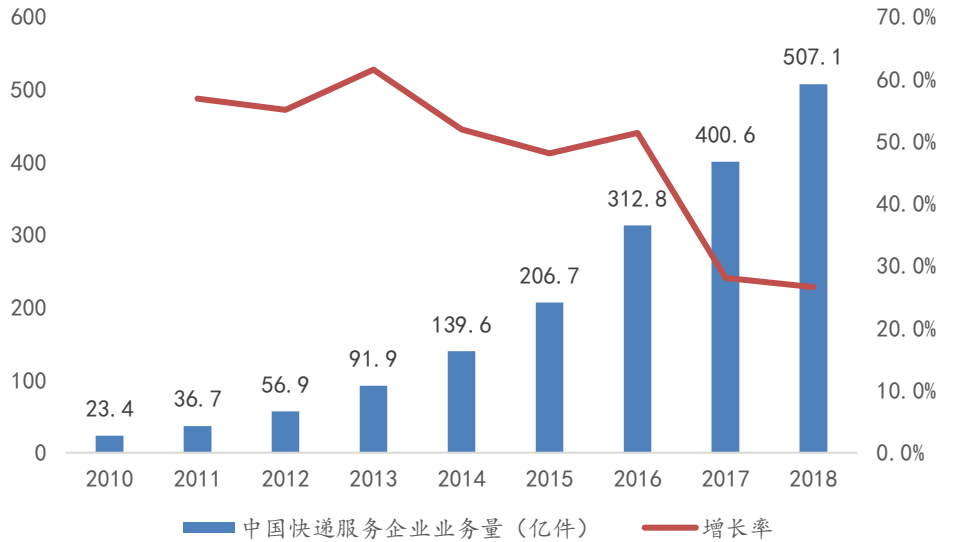


来源: 贝恩、国金证券研究所

- 物流是电商品牌和消费者的纽带:** 连接电商企业和消费者的物流体系是电商行业发展的必备条件，完善的物流体系可以有效提升消费者需求的响应速度，尽可能降低电商延时消费对消费者满意度的影响。

- **物流配送行业为电商品牌保驾护航：**我国电商行业的快速发展离不开快递行业的支持，我国快递服务企业累计完成业务量由 2010 年的 23.4 亿件快速增长至 2018 年的 507.1 亿件，年复合增长 46.9%，2018 年业务收入累计完成 6038.4 亿元，同比增长 21.8%。全国物流配送体系的不断完善，大大提升了当日达和次日达的比例，提升配送效率，降低配送成本，为休闲食品电商企业的规模化发展提供了保障。

图表 78：我国快递服务业务快速发展

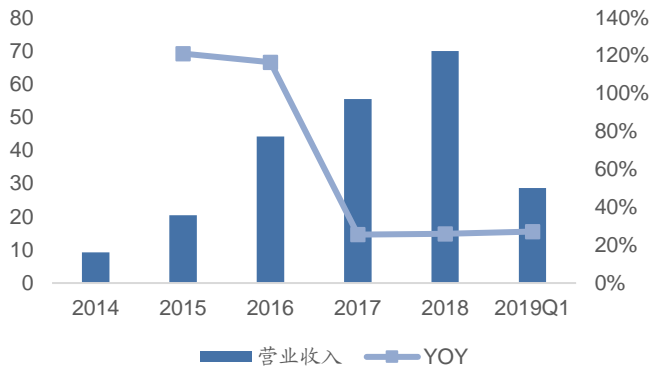


来源：国家邮政总局、国金证券研究所

6.乘互联网之风飞速成长，高周转造就高增长

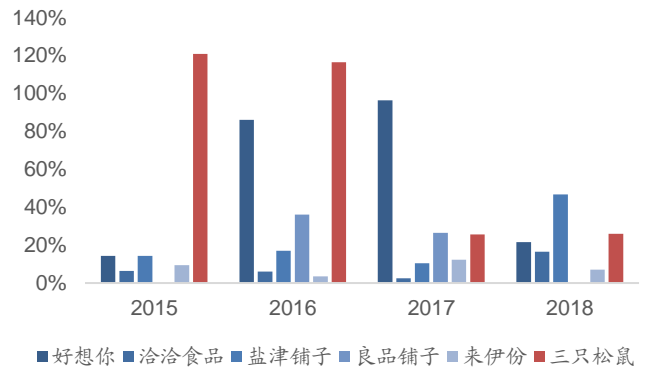
- **借力互联网，规模超过 70 亿：**公司 2012 年成立至今仅 7 年时间，便成为年收入 70 亿的休闲零食领先品牌。2012-2016 年是公司的飞速成长期，受益于电子商务和休闲零食行业的双重红利，通过围绕消费者打造体验式服务模式的精准战略，每年均能实现业绩翻番。2017 年开始是公司的战略巩固期，以每年超过 10 亿的收入增量不断巩固自己在休闲食品行业打下的江山。公司 2019 年一季度实现营业收入 28.68 亿，同比增长 27.17%，继续维持快速增长。公司也凭借自身的战略布局和创新发展成为近几年休闲食品行业增长最快的企业。

图表 79：公司收入规模超过 70 亿（亿）



来源：公司公告、国金证券研究所

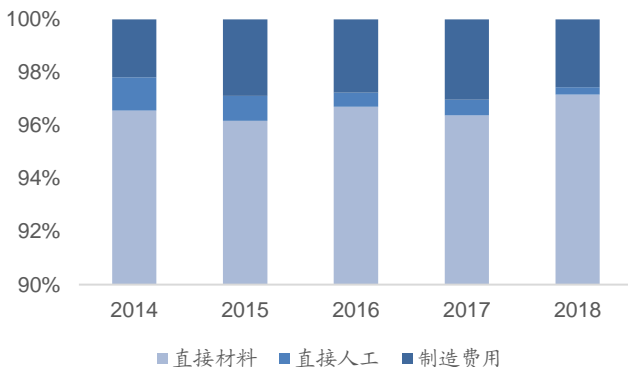
图表 80：公司近几年行业内增长最快的企业



来源：公司公告、国金证券研究所

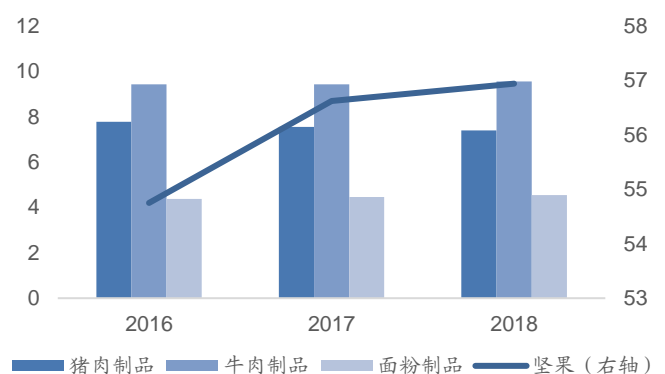
- **原材料是最主要的成本支出：**公司生产阶段采取核心环节自主、非核心环节外包的方式，加工环节由认证供应商在公司的严格监督下完成，并在经公司的分装（如需）及全面检测工序后形成最终产品，因此公司在成本端最主要的是原材料和半成品的采购成本，占总成本支出的九成以上，人工和制造费用投入相对较少。
- **原材料价格基本稳定：**公司核心原材料主要是坚果、猪肉制品、牛肉制品和面粉制品等，几大原材料采购价格的变动趋势与市场报价的变动趋势基本一致，其中 2018 年因关税价格提高而使得坚果采购价格上涨，猪肉和面粉等价格略有下降，整体来看公司原材料价格采购跟市场价格一致性高，基本稳定。

图表 81：成本支出中直接材料占比超过九成



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 82：原材料价格基本稳定



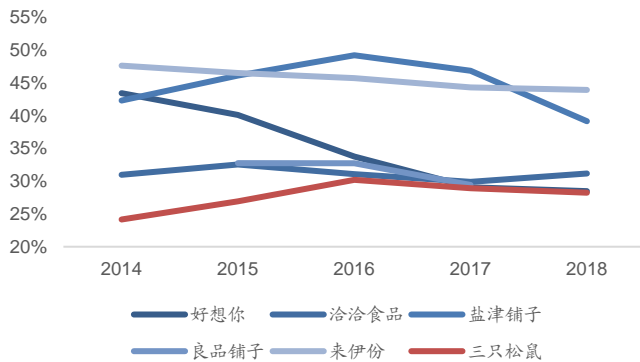
来源：公司公告、国金证券研究所

- **经营稳健推动毛利率稳定性增强：**公司 2015 年之前处于市场的开拓期和培育期，一方面市场竞争较为激烈，另一方面还未形成较强的规模效应，毛利率处于较低水平。2016 年开始随着市场竞争格局逐步稳定，公司在竞争中建立了较好的品牌形象和领先的行业地位，议价能力逐步提高，毛利率也基本稳定。近两年毛利率略有下滑主要系公司业务模式调整所致，销

售模式中入仓模式的收入占比提升和产品结构中拓展零食品类，对零食促销力度加大均使得毛利率略有下降。

- **各企业以投入产出比选择生产销售模式：**由于行业产业链不断成熟和工业解决日益完善，休闲零食企业在生产和销售过程中有了更多的选择，企业通常根据自身的情况，以各环节投入产出的价值比作为解决方案选择的依据。上游原材料采购可以选择自行种植、订单农业或直接采购等方式，中游加工可以选择自行生产加工、采购半成品进行分装等加工和直接采购等。
- **各企业毛利率差异较大主要系生产销售模式不同所致：**不同生产模式导致各企业三大类营业成本支出占比差异较大，其中主要采购半成品和成品的三只松鼠原材料占比达到 95%，而通过自种+订单农业+种植户的模式提升上游原材料掌控力的洽洽食品成本中原材料占比仅 80%左右。不同的销售模式对毛利率影响更为明显，其中线上自营占比较高的三只松鼠、良品铺子和好想你等因直面消费者，销售中间环节较少，定价相对较低使得毛利率偏低；洽洽食品主要以线下经销为主，中间存在多个经销环节，渠道议价能力一般，因此毛利率处行业中位；来伊份和盐津铺子以线下自营为主，能为消费者提供更多的购物附加体验，有一定的定价权，毛利率处于行业高位。休闲食品线上线下融合是大趋势，各企业不再局限于单一的销售渠道，追求更多渠道协同带来的收入和品牌价值增量，所以各企业毛利率波动仍然较大，未来仍有进一步优化的空间。

图表 83: 各企业毛利率差异较大



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 84: 各企业以投入产出比选择经营模式



来源：亿欧、国金证券研究所

图表 85: 各企业采购生产模式对比

公司名称	采购生产政策
洽洽食品	集中向供应商采购原料，以自有生产设备进行原辅材料加工
自采自产	
好想你	对红枣以向农户意向收购和市场化自有收购为主，并在产枣区建立生产基地
盐津铺子	设立初加工子公司负责初级农产品的质控，建立自有生产车间自主生产主要产品
良品铺子	加工环节由认证供应商完成，经公司分装和质检后入库
采购预包装产品	
三只松鼠	新品：公司在完成研发、试吃、定型等后，委托供应商进行生产 成熟产品：公司在合格供应商清单中甄选并采购
百草味	从供应商处采购预包装产品，公司的生产过程主要是分装过程
来伊份	主要产品选择 2-3 家供应商集中采购
采购成品	
中粮我买网	主要产品由中粮集团供应

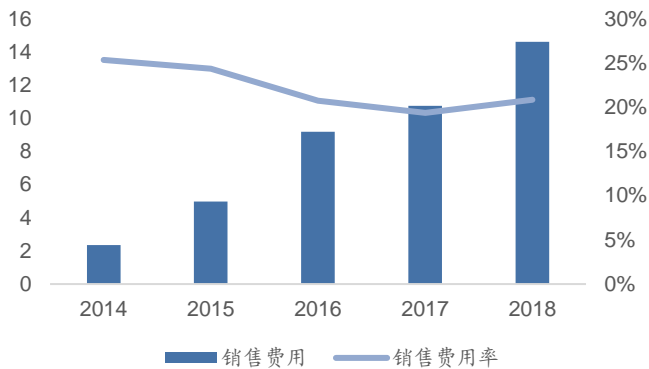
来源：公司公告、国金证券研究所

- **销售费用主要系运输和平台推广费用：**公司销售费用主要系销售过程中的运输包装费用，宣传推广费用，平台服务费和人工薪酬等费用。随着公司收入规模的增长，销售费用也相应提升。公司销售费用率 2016 年开始整体降至 20%左右，一方面是公司大力发展统一入仓模式，该模式下公司无

需运输、包装和服务费等支出，另一方面公司通过不断设立分仓的模式缩短发货地与终端消费者之间的快递距离，受此影响每年每单快递均价呈下降趋势。公司 2018 年销售费用率略有提升主要受快递公司持续涨价导致运输成本上涨，单笔订单金额下降较大导致单位快递成本被动上升。长期来看，公司销售费用仍有下降的空间，公司加大物流及分装体系升级，逐步提升运输效率，降低运输成本；并且公司不断提升的品牌形象和知名度，使得公司对推广费用依赖有所下降，拥有更强的平台议价能力。

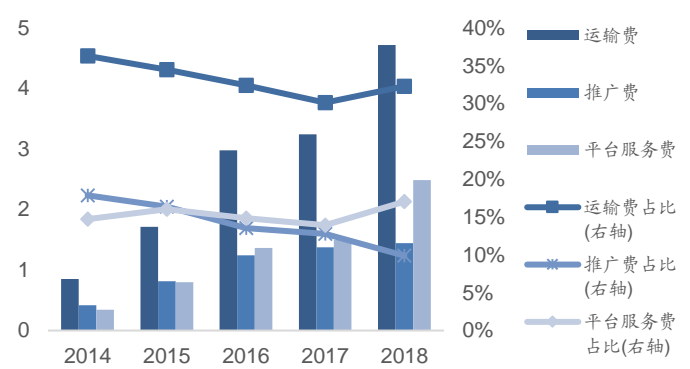
- **各企业销售模式差异导致销售费率相差较大：**同行业对比来看，各企业销售费用率相差较大，其中洽洽食品最主要的销售投入是品牌宣传和推广，销售费用率仅 13%左右；三只松鼠、良品铺子等增加了运输和平台服务等服务，销售费用率增至 20%左右；来伊份和盐津铺子因需线下租金、人工薪酬等支出销售费用率提升至 25%以上，休闲食品企业销售模式的差异带来销售费用率之间存在加大差异。

图表 86: 公司销售费用逐年增加



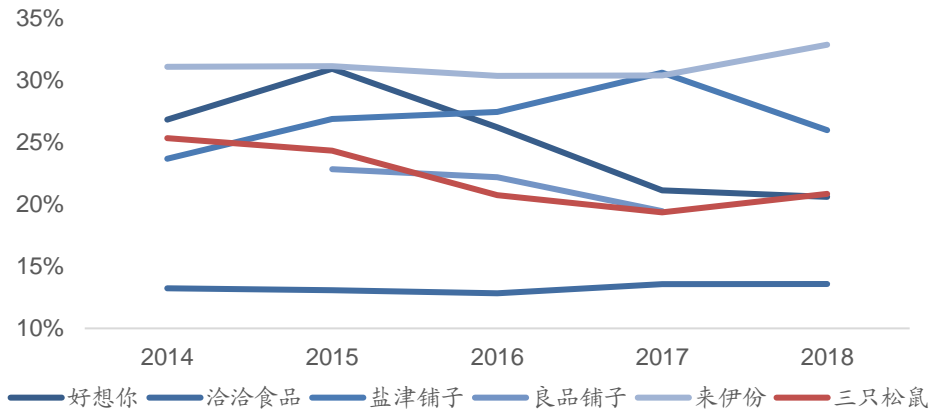
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 87: 运输和平台推广费是主要的销售费用支出



来源：公司公告、国金证券研究所

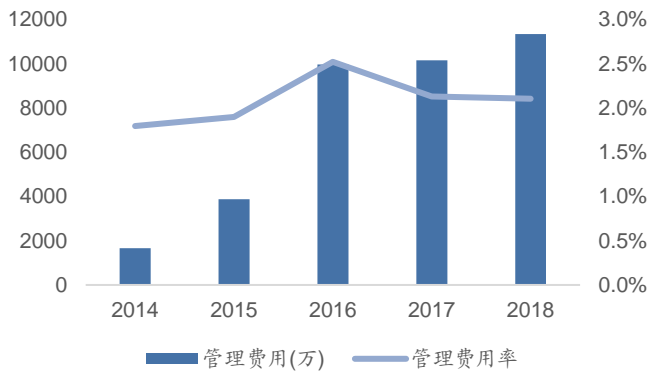
图表 88: 公司销售费用率处行业中位



来源：公司公告、国金证券研究所

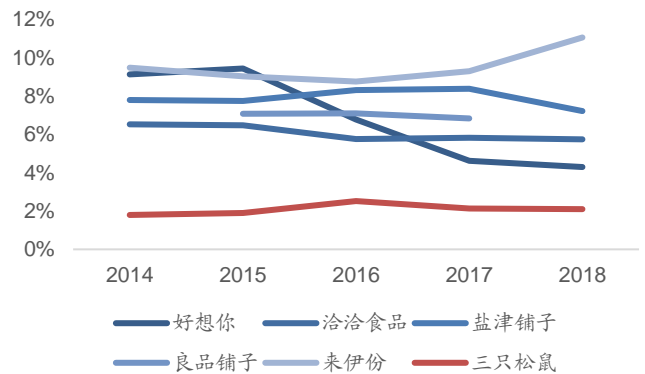
- **互联网氛围激发公司管理效率提升：**公司融合了互联网和传统零食制造企业双重属性，既有互联网企业的快速高效，又有传统企业的务实稳健，带动公司管理效率提升。公司管理费用支出主要是管理人员薪酬开支，折旧等其他费用较少，管理费用率不足 3%，远低于行业内其他公司，高效的管理模式也证明了公司是休闲零食行业互联网属性最强的公司。

图表 89: 公司管理费用率不足 3%



来源: 公司公告、国金证券研究所

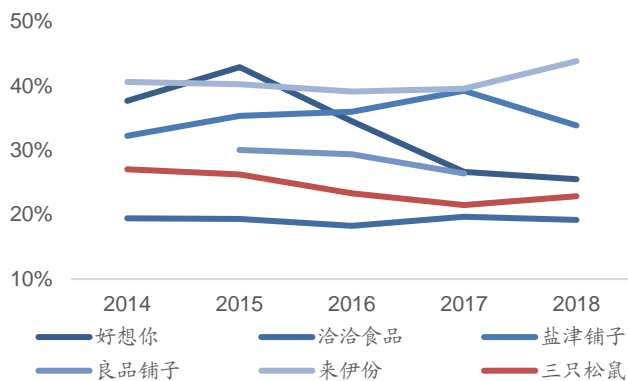
图表 90: 公司管理效率行业领先



来源: 公司公告、国金证券研究所

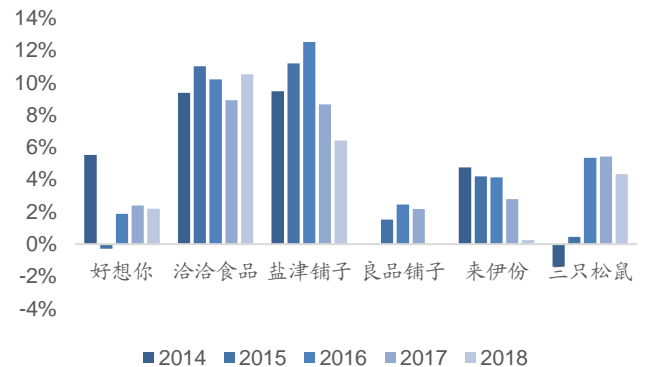
- **公司期间费用率处行业低位:** 行业对比来看, 三只松鼠行业中位的销售费用率和绝对低位的管理费用率叠加, 期间费用率仅为 22% 左右, 处于行业低位, 公司整体的费用投放回报率处于行业领先地位。
- **毛利率较低拉低公司净利率水平:** 公司以线上销售为主的模式下定价相对较低, 这样使得毛利率较低的同时净利率的空间也仅为 5% 左右, 低于盐津铺子和洽洽食品等公司。休闲食品零售行业仍处变革和整合期, 各企业仍在不断探索更优的经营模式和更大的盈利空间, 净利率波动较大。长期来看, 各企业将逐渐明确自己的优势渠道和核心销售群体, 实现更长远的增长。

图表 91: 公司期间费用率处行业低位



来源: 公司公告、国金证券研究所

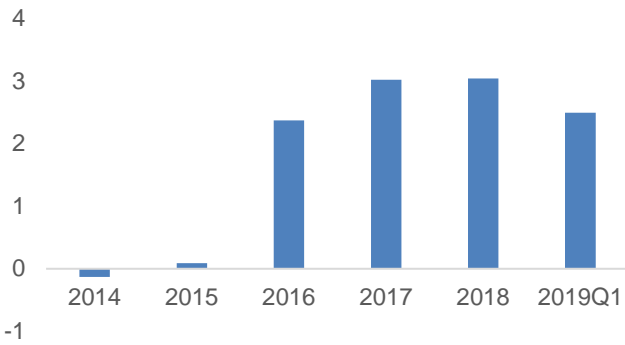
图表 92: 公司净利率水平不高



来源: 公司公告、国金证券研究所

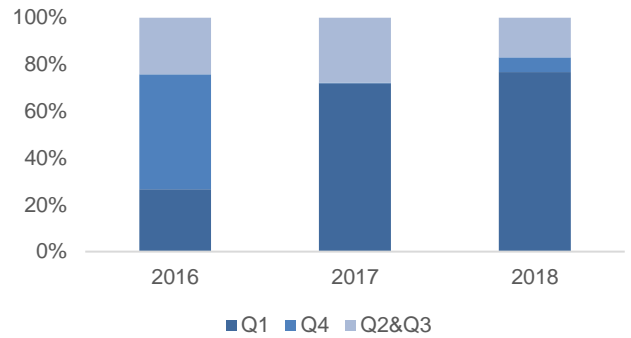
- **归母净利润达到 3 亿规模:** 公司成立 7 年时间从无到有, 将业绩规模做到 70 亿, 但因净利率水平较低, 利润规模仍为 3 亿左右。公司发展前期阶段, 投入大量资金用于重度垂直的全产业链模式建设和品牌价值塑造, 2015 年开始进入收获期, 转亏为盈, 2016 年净利润便突破 2 亿, 2017 年突破 3 亿。2018 年因公司为丰富产品结构, 大力发展毛利率较低的零食品类, 并辅以推广运输费用支持, 使得收入快速增长的同时归母净利润仅同比增长 0.61%; 经过公司经营和运作, 零食品类的销售规模已接近 25 亿, 未来规模效应下有望提升单品类盈利能力, 进而带动公司利润重回增长快车道; 2019 年一季度实现归母净利润 2.49 亿。公司净利润存在一定的季节性, 一季度和四季度贡献超过 8 成的利润。长期来看, 公司仍在产业链建设和完善阶段, 费用投入较多, 随着前期投入不断帮助公司降低成本, 利润水平和利润率仍有较大可改善空间。

图表 93: 公司利润规模达到 3 亿



来源: 公司公告、国金证券研究所

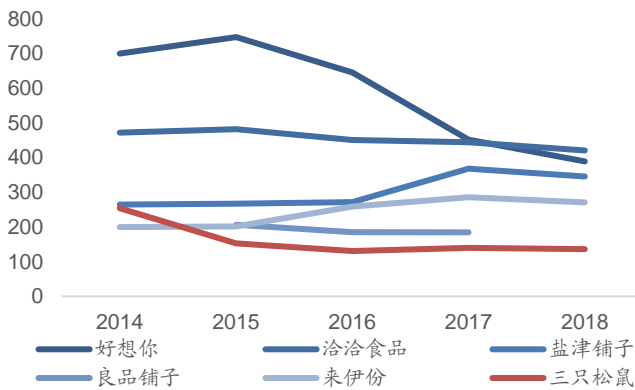
图表 94: 公司利润季节性较强



来源: 公司公告、国金证券研究所

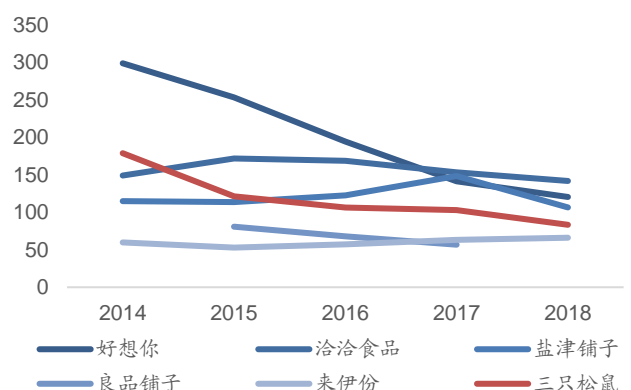
- 资产周转效率行业领先:** 公司轻资产为主的经营模式下流动资产占比较高, 资产总额处行业中位; 但公司快速增长的业绩使得其总资产周转天数不足 140 天, 资产利用和周转效率高, 销售能力行业领先。业绩规模增长也推动存货周转天数降至 100 天以下, 并且因为年底集中备货应对春节旺季, 存货总额处年内高位, 全年整体来看公司的存货周转天数预计更低, 周转速度更快。整体对比来看, 线上占比越高的企业经营周转效率越高, 这与电商高周转、高效率的业务模式一致, 所以公司整体的资产周转效率行业领先。

图表 95: 总资产周转天数不足 140 天



来源: 公司公告、国金证券研究所

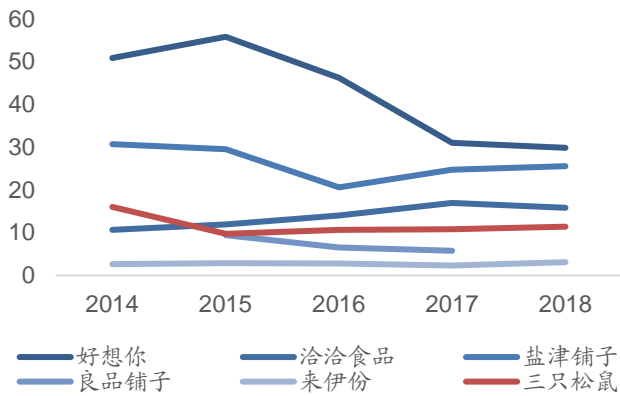
图表 96: 存货周转天数持续下降



来源: 公司公告、国金证券研究所

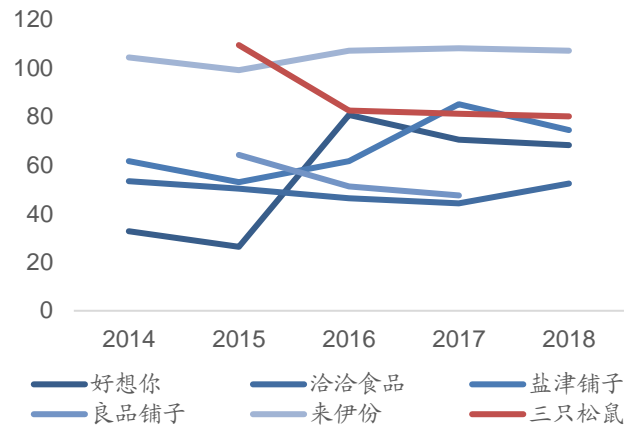
- 公司应收账款占收入比重不足 5%, 周转较快:** 公司线上为主的经营模式中应收账款主要为应收第三方支付平台或电商平台的终端消费者已付货款。公司近几年应收账款规模略有提升, 主要系收入规模的持续扩张和 2018 年集中入驻的社交电商平台账期较传统平台更长所致, 占整体应收账款占收入的比重不足 5%, 且超过 95% 的账期在三个月以内, 属于正常运营状态下的资金运转。对比行业内其他公司来看, 公司应收账款周转较快, 资金回笼也更快。
- 应付账款金额较大受年底集中备货影响:** 随着公司生产经营规模的扩张和年底备货需求, 公司针对原材料及其他库存储备投入大量资金, 年末应付账款值较大, 周转天数也超过 80 天, 也体现了公司对于上游供应商的把控力和议价能力。
- 逐步形成对上下游的双向议价能力:** 整体来看, 互联网高周转、高流通的模式使得公司应收账款比例较小, 且坏账可能性不大, 公司规模的不扩张也使得公司能够与平台方谈更低的平台推广费用和更短的回款周期, 逐步形成对下游平台的话语权。对于上游供应商议价能力的提升也使得公司在旺季能够储备充足的货源, 延长一定的支付期限, 支持公司高效率的运转。

图表 97: 应收账款周转效率较快



来源: 公司公告、国金证券研究所

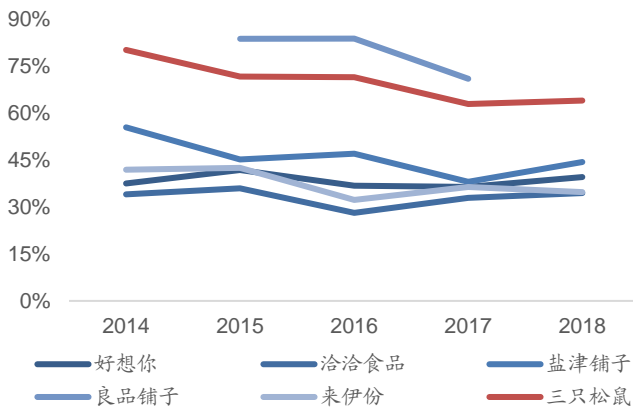
图表 98: 应付账款主要受年底备货影响



来源: 公司公告、国金证券研究所

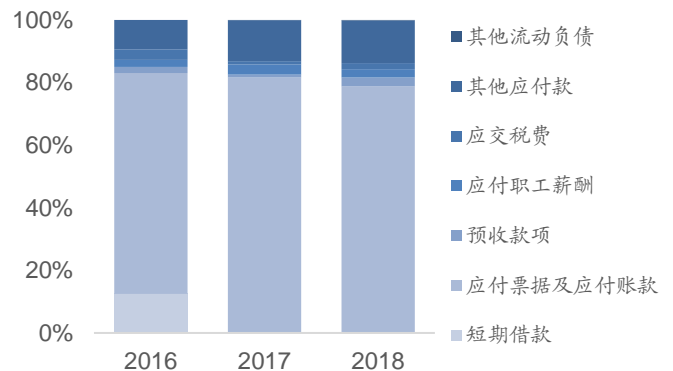
- 高周转使得公司财务杠杆较高:** 公司经营明显的季节性使得年末存货、短期借款和应付账款等明显上升, 从而使流动资产和流动负债均出现大幅上升, 相应的资产负债率也处年内高位。2018 年末公司的资产负债率达到 64%, 高于行业内其他公司。具体分析来看, 公司负债中主要以流动负债为主, 而流动负债中近 80% 是因为年底备货而增加的应付账款, 为短期经营销售所需, 旺季回款后公司偿债能力有所保证。公司 2019 年一季度资产负债率仅为 46% 也证明了公司资产负债率存在季节性波动。行业对比来看, 公司拥有较强的资金撬动和财务周转能力。

图表 99: 年底高周转使得公司资产负债率较高



来源: 公司公告、国金证券研究所

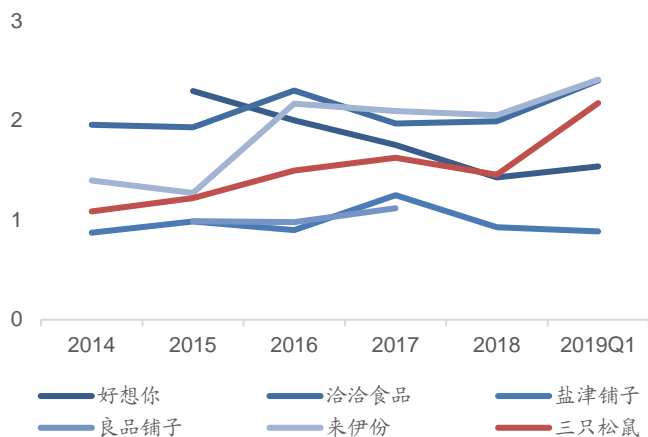
图表 100: 公司流动负债中主要为应付账款



来源: 公司公告、国金证券研究所

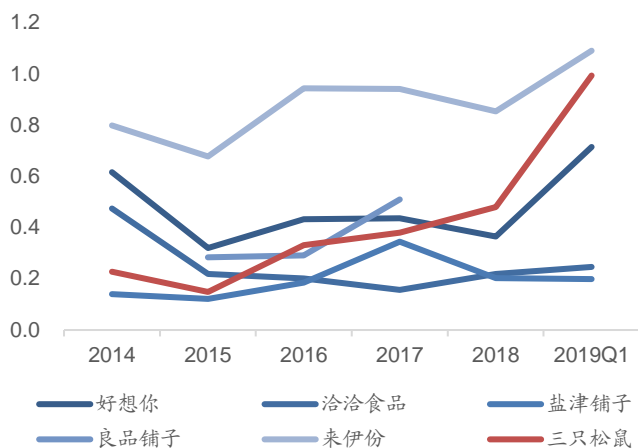
- 偿债能力不断提升:** 公司经营规模不断扩大带来资产的快速积累, 其中流动资产从 2014 年 5.66 亿增加到 2018 年的 24.78 亿, 年化增速达到 45%, 流动资产的增加也使得公司流动比率逐年提升, 2018 年达到 1.46 倍, 2019 年一季度超过 2 倍, 处行业中位, 确保了稳定的偿债能力。流动比率提升的同时现金比率提升速度更快, 公司货币资金从 1.19 亿增加到 8.56 亿, 2018 年现金比率提升至 0.48, 2019 年一季度末达到 0.99, 仅低于来伊份。整体来看, 公司偿债能力随着业务规模的扩大不断提升, 流动负债又以经营性必须的负债为主, 偿债压力不大且能力不断提升。

图表 101: 流动比率不断提升



来源: 公司公告、国金证券研究所

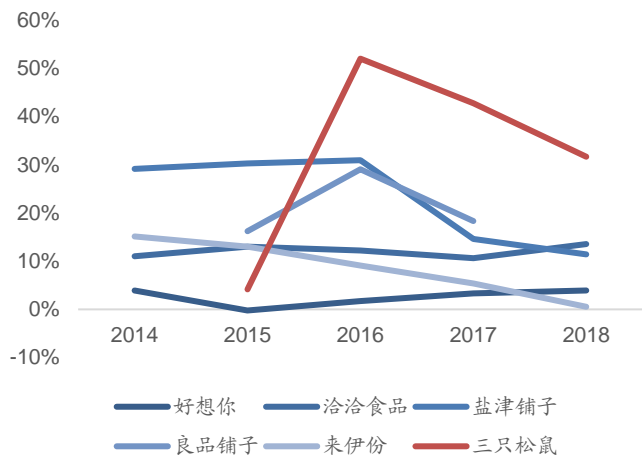
图表 102: 现金比率处行业前列



来源: 公司公告、国金证券研究所

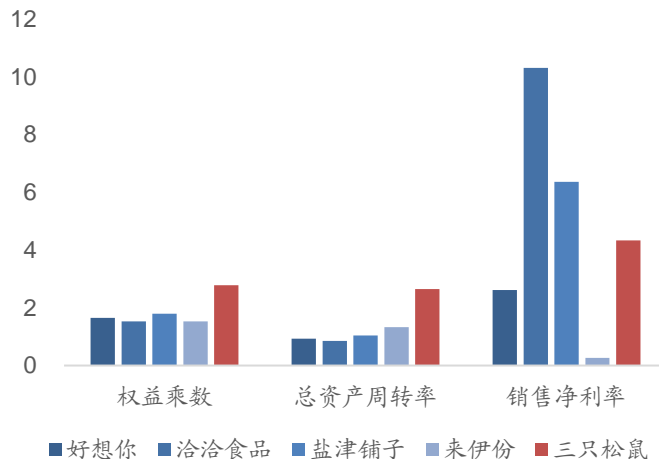
- **高周转高杠杆造就高 ROE:** 公司正处发展快车道, 经营波动性较大, ROE 也持续波动, 2016 年最高时 ROE 超过 50%, 近两年 ROE 仍在 30% 以上。公司高 ROE 与高周转、高杠杆的业务模式一致, 拥有较高的资产收益率, 也远高于行业内其他公司。

图表 103: 公司 ROE 行业领先



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 104: 高周转造就公司高 ROE 水平



来源: 公司公告、国金证券研究所

通过行业对比分析, 我们挑选了目前休闲食品行业三大典型的销售模式, 线上直营为主、线下经销为主和线下直营, 从报表端将三大模式做了全面对比。

- 行业对比来看, 线上直营是典型的高周转、高杠杆的行业, 线下经销是高净利、低周转的行业, 而线下直营是高毛利, 低净利的行业。
- 从行业发展来看, 三种经营方式并无优劣之分, 均有自身独特的渠道优势和目标人群, 且每种方式下都有优秀的代表企业, 这与休闲食品行业市场规模大且消费多元化有关。我们认为中短期内行业依旧会是百花齐放的发展格局, 短期内各企业将享受行业增长红利, 并不断占据品牌影响力弱、经营不规范的作坊式企业的市场份额; 中期来看, 各企业将会有所分化, 渠道张力更大、新品更新运作能力更强的企业更具竞争力。综合来看, 我们认为单一渠道仍有增长天花板等问题, 渠道融合是更具潜力的发展模式, 可以释放更大的渠道张力; 另一方面休闲零食行业包含品类众多, 消费者喜好变化较快, 具备较强新品运作能力的企业更具竞争力。

图表 105: 三种销售经营模式财务端对比

	收入增长动力	毛利率	销售费用	管理费用	净利率	资产构成	周转效率	资金杠杆率	ROE
线上直营为主	线上覆盖人群和人均消费额增加	网购产品定价模式下毛利率较低	增加运输和平台宣传推广费用, 费用率处行业中位	互联网氛围重, 费用率低	低毛利、高周转模式下净利率不高	流动资产和流动负债较高	周转效率行业领先	年底备货, 杠杆率较高	高周转、高杠杆、高 ROE
代表企业: 三只松鼠	26.05%	28.25%	20.86%	1.62%	4.34%	30.96 亿	2.65	64.10%	27.33%
线下经销为主	终端覆盖网点和销售单品数量增加	需让利给经销商, 毛利率中等	主要支出为品牌宣传费用, 费用率较低	人员、办公、摊销等费用高, 费用率行业中等	传统经销模式下净利率可观	现金流稳定, 资产总额持续提升	总额较高, 效率相对较低	自主资金经营为主, 杠杆率低	高净利、低周转、中 ROE
代表企业: 洽洽食品	16.50%	30.38%	13.58%	5.15%	10.31%	51.28 亿	0.86	34.49%	13.55%
线下直营为主	线下门店和人均消费额增加	直面消费者, 定价空间大, 毛利率高	增加线下运营支持费用, 费用率较高	管理人员较多, 费用率处行业高位	高毛利、高费用模式下净利率不高	门店以轻资产租赁为主, 资产总额不高	周转效率中等	自主资金经营为主, 杠杆率低	低净利, 低 ROE
代表企业: 来伊份	7.01%	43.91%	32.89%	11.07%	0.26%	28.41 亿	1.33	34.77%	0.54%

来源: 公司公告、国金证券研究所

注: 各企业财务数据均为 2018 年数据

7.盈利预测与估值

- 我们看好公司上市后加速全渠道营销网络建设和升级供应链体系, 预计公司 19-21 年实现营业收入 85.1/101.7/120.1 亿, 同比+22%/20%/18%; 实现归母净利润 3.6/4.4/5.3 亿, 同比+19%/21%/22%; 对应摊薄后 EPS 分别为 0.9/1.1/1.3 元。
- 参考可比公司和行业均值, 我们给予公司 2019 年 28-32 倍的市盈率, 对应二级市场合理股价区间为 25.17-28.77 元。

图表 106: 可比公司估值情况

	收盘价	总市值 (亿)	EPS			PE(TTM)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
好想你	9.54	49.20	0.33	0.41	0.49	29.08	23.10	19.39
洽洽食品	25.83	130.96	1.02	1.19	1.37	25.25	21.71	18.83
盐津铺子	29.90	38.39	0.74	1.00	1.29	40.37	29.75	23.15
来伊份	14.50	49.36	0.43	0.51	-	34.05	28.70	-
桃李面包	40.56	267.24	1.15	1.39	1.69	35.36	29.23	23.99
元祖股份	26.38	63.31	1.28	1.51	1.75	20.57	17.47	15.10

来源: 公司公告、国金证券研究所 注: 最新数据以 7 月 4 日收盘价为标准

8.风险提示

- **原材料价格上涨的风险:** 公司营业成本中超过 95%为原材料支出,原材料中占比较高的坚果一部分由国外采购,国外坚果由于产量和政治等原因采购价格上升,存在一定影响利润的风险。但是一方面公司原材料众多,单一产品对毛利率影响有限;另一方面公司也在降低关税提升区域坚果直采的比例,预计原材料价格上涨对公司业绩影响可控。
- **线上获客成本提升的风险:** 参考《中国互联网络发展状况统计报告》,截至 2018 年底,我国网民规模达到 8.29 亿,互联网普及率为 59.6%,手机网民达到 8.17 亿。我国网络购物用户也达到 6.1 亿,网民使用率达到 73.6%。电商流量分化加速,交易平台和交易模式不断增多,参与线上竞争的企业也呈指数增长,互联网渠道消费者普遍粘性较弱,可选品牌和渠道增多使得各品牌获客成本被动增加,预计公司也会存在互联网获客成本加大的压力和风险。公司已有 7 年的品牌积淀,也在积极探索更多的渠道提升消费者购买体验,进一步降低获客成本上升的风险。
- **食品安全的风险:** 公司作为休闲食品企业,食品安全问题是重中之重,也是食品企业的红线。公司采用核心生产经营环节自主,非核心环节外包的方式,产品在生产销售过程中经历多个环节,存在食品安全的风险。另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得公司业绩存在下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控,将检测链条延伸至产业链上游,逐步实现入库产品全环节检验以及全流程的透明化管理,保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	4,423	5,554	7,001	8,511	10,174	12,010	货币资金	419	418	817	1,299	1,108	1,150
增长率		25.6%	26.1%	21.6%	19.5%	18.0%	应收款项	204	161	330	291	371	461
主营业务成本	-3,087	-3,948	-5,023	-6,102	-7,286	-8,576	存货	1,168	1,088	1,240	1,371	1,597	1,863
%销售收入	69.8%	71.1%	71.8%	71.7%	71.6%	71.4%	其他流动资产	103	123	92	139	165	191
毛利	1,335	1,606	1,978	2,409	2,888	3,434	流动资产	1,893	1,789	2,478	3,101	3,240	3,665
%销售收入	30.2%	28.9%	28.2%	28.3%	28.4%	28.6%	%总资产	88.8%	82.0%	80.0%	80.2%	78.3%	78.3%
营业税金及附加	-15	-31	-32	-37	-43	-50	长期投资	2	4	4	4	4	4
%销售收入	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	184	285	444	563	667	757
销售费用	-918	-1,075	-1,461	-1,779	-2,106	-2,470	%总资产	8.6%	13.1%	14.3%	14.6%	16.1%	16.2%
%销售收入	20.8%	19.4%	20.9%	20.9%	20.7%	20.6%	无形资产	46	94	143	176	206	234
管理费用	-100	-102	-113	-136	-165	-197	非流动资产	239	393	618	764	898	1,016
%销售收入	2.3%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	%总资产	11.2%	18.0%	20.0%	19.8%	21.7%	21.7%
研发费用	-12	-17	-34	-43	-55	-65	资产总计	2,132	2,182	3,096	3,865	4,139	4,681
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	158	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	291	381	337	414	520	651	应付款项	1,036	1,051	1,621	1,638	1,724	2,035
%销售收入	6.6%	6.9%	4.8%	4.9%	5.1%	5.4%	其他流动负债	72	49	81	80	91	109
财务费用	-1	1	9	11	13	12	流动负债	1,266	1,099	1,702	1,718	1,815	2,144
%销售收入	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	254	254	250	250	250	250
资产减值损失	-2	-7	-8	-7	-8	-9	其他长期负债	6	21	33	32	32	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	1,526	1,374	1,985	2,000	2,097	2,427
投资收益	2	6	6	6	4	4	普通股股东权益	606	808	1,112	1,865	2,041	2,255
%税前利润	0.6%	1.4%	1.4%	1.3%	0.7%	0.6%	其中：股本	306	360	360	401	401	401
营业利润	316	407	398	475	579	708	未分配利润	176	349	625	785	961	1,174
营业利润率	7.1%	7.3%	5.7%	5.6%	5.7%	5.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-1	4	4	4	4	负债股东权益合计	2,132	2,182	3,096	3,865	4,139	4,681
税前利润	316	406	402	479	583	712	比率分析						
利润率	7.1%	7.3%	5.7%	5.6%	5.7%	5.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-79	-104	-98	-118	-146	-178	每股指标						
所得税率	25.1%	25.7%	24.4%	24.7%	25.0%	25.0%	每股收益	0.773	0.839	0.844	0.899	1.090	1.332
净利润	237	302	304	360	437	534	每股净资产	1.980	2.244	3.088	4.651	5.091	5.623
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.358	1.242	1.768	0.682	0.622	1.328
归属于母公司的净利润	237	302	304	360	437	534	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.650	0.800
净利率	5.3%	5.4%	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	回报率						
							净资产收益率	39.03%	37.38%	27.33%	19.33%	21.40%	23.68%
							总资产收益率	11.09%	13.84%	9.81%	9.34%	10.60%	11.47%
							投入资本收益率	21.42%	26.70%	18.73%	14.75%	17.01%	19.49%
							增长率						
							主营业务收入增长率	116.47%	25.58%	26.05%	21.57%	19.54%	18.04%
							EBIT增长率	3747.56%	31.01%	-11.57%	22.85%	25.43%	25.23%
							净利润增长率	2535.44%	27.70%	0.61%	18.63%	21.20%	22.21%
							总资产增长率	98.05%	2.35%	41.90%	24.82%	7.08%	13.12%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	2.9	4.6	11.6	11.5	12.3	13.0
							存货周转天数	108.0	104.3	84.5	82.0	80.0	79.3
							应付账款周转天数	31.4	41.5	81.3	80.0	70.0	70.0
							固定资产周转天数	14.2	17.5	13.3	11.8	10.0	8.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-1.08%	-20.30%	-50.98%	-56.26%	-42.02%	-39.90%
							EBIT利息保障倍数	247.0	-558.4	-37.1	-40.3	-48.4	-65.9
							资产负债率	71.58%	62.98%	64.10%	52.16%	51.26%	52.36%

来源：公司公告、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	1
增持	0	1	1	1	1
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道4001号
时代金融中心7GH