

2019年08月06日

证券研究报告·公司研究报告

三只松鼠 (300783) 食品饮料

当前价: 43.67 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

# 数字化赋能供应链，坚果巨头打造零食王国

## 投资要点

- 核心观点:** 三只松鼠创立于2012年,公司抓住坚果休闲零食电商红利,迅速抢占线上市场,成为线上坚果休闲零食第一品牌。目前公司已形成丰富的产品矩阵、强有力的品牌、线上线下立体全渠道和高效快速的供应链,线上竞争优势显著。公司目前加快从电商品牌向数字化供应链平台企业转型,迈入发展新阶段。
- 行业: 休闲零食行业空间大,线上渗透率提升。** 1、据数据显示,休闲零食行业规模已达2万亿,并保持10%以上的快速增长。消费者健康理念崛起,坚果、果干等健康化、本土化休闲零食行业规模快速扩容。2、互联网在低线城市普及将带动网络购物规模体量的快速上升,而休闲零食线上人群渗透率远低于其他快消品类,渗透率和购买频次提升空间大。3、零食行业品类众多,高度分散,行业集中度提升是长逻辑。
- 公司: 三只松鼠兼具产品、品牌、渠道竞争优势,成长潜力十足。** 1、公司以坚果起家,目前零食12个二级品类已基本拓展完毕,产品矩阵丰富。公司研发能力突出,对市场热点做到快速响应,长于打造爆款新品; 2、品牌: 打造超级IP,促进品牌多元化发展。公司围绕三只松鼠IP,深耕娱乐营销战略,持续制造内容、开发相关产品,以IP推动品牌多元化发展,由纯线上开始发力线下市场,构建立体的休闲零食文化。3、渠道: 一主两翼三侧,立体全渠道覆盖。1) 线上: 传统电商是公司强势渠道,公司将继续强化品牌建设、提升渗透率; 2) 线下: 公司采取“投食店(直营)+松鼠小店(类加盟)”的线下渠道开发战略,为消费者带来服务和体验的升级; 3) 新业态: 公司与阿里零售通、京东新通路合作开发线下流通小店; 并积极探索社交电商、松鼠小镇新模式。
- 未来: 数字化赋能供应链,提升效率。** 公司核心竞争优势是数字化供应链优势,公司依托产业链上游ODM和OEM的轻资产模式,缩短了供应链环节,实现生产和消费者的高效连接; 同时公司充分运用大数据准确分析,快速响应市场需求。公司正加快从电商品牌向数字化供应链平台企业转型,以消费者为核心快速反向供应链定制,缩短链条环节,提升运作效率。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年收入复合增速为23%,归母净利润复合增速为25%,EPS分别为0.92、1.16、1.47元,对应PE分别为48X、38X、30X,我们看好公司线上线下的布局以及未来的成长性。鉴于新股刚上市股价波动较大,暂不给予评级。
- 风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 供应链风险; 食品安全风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7001.17	8684.11	10686.82	13119.91
增长率	26.05%	24.04%	23.06%	22.77%
归属母公司净利润(百万元)	303.86	367.63	466.70	591.26
增长率	0.61%	20.99%	26.95%	26.69%
每股收益EPS(元)	0.76	0.92	1.16	1.47
净资产收益率ROE	27.33%	18.19%	19.33%	20.31%
PE	58	48	38	30
PB	15.75	8.67	7.25	6.01

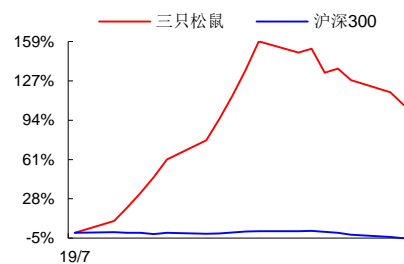
数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
 执业证号: S1250513110001  
 电话: 023-63786049  
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
 电话: 0755-23614240  
 邮箱: zjfei@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	4.01
流通A股(亿股)	0.41
52周内股价区间(元)	21.14-54.85
总市值(亿元)	175.12
总资产(亿元)	25.06
每股净资产(元)	3.78

## 相关研究

## 目 录

<b>1 公司概况：休闲食品电商领导者</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：休闲零食行业空间大，线上渗透率提升</b> .....	<b>3</b>
2.1 健康+本土化，休闲零食产生新需求 .....	3
2.2 网络购物成为重要零售渠道，休闲零食市场进一步打开 .....	5
2.3 行业格局：市场分散，集中度有待提升 .....	6
<b>3 公司分析：兼具产品、品牌、渠道、供应链竞争优势</b> .....	<b>9</b>
3.1 产品：由坚果拓展到全品类零食 .....	9
3.2 品牌：坚持自有 IP，促进品牌多元化 .....	14
3.3 渠道：一主两翼三侧，立体全渠道覆盖 .....	16
3.4 重度垂直供应链，高效连接消费者 .....	20
<b>4 财务分析：财务稳健，逐步改善</b> .....	<b>21</b>
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构情况.....	1
图 3: 公司 2014-2018 年主营业务结构情况.....	2
图 4: 公司 2018 年主营业务毛利情况.....	2
图 5: 公司 2013 年以来营业收入及增速 (单位: 亿元).....	3
图 6: 公司 2014 年以来归母净利润及增速 (单位: 亿元).....	3
图 7: 休闲零食发展进程.....	3
图 8: 我国休闲食品市场规模 (亿元).....	4
图 9: 我国坚果炒货市场规模.....	5
图 10: 我国坚果消费情况与国外情况对比 (千克每人每年).....	5
图 11: 互联网网民规模及普及率.....	5
图 12: 农村互联网普及率.....	5
图 13: 我国网络购物市场交易规模及渗透率.....	6
图 14: 网络购物在社会消费品零售额中的渗透率.....	6
图 15: 线上相对渗透率.....	6
图 16: 线上休闲零食购物习惯.....	6
图 17: 休闲零食公司线下市场格局.....	7
图 18: 我国休闲食品行业细分情况.....	7
图 19: 坚果炒货品牌市场格局.....	7
图 20: 2018 年休闲零食公司线上渠道销售额 (亿元).....	8
图 21: 休闲零食公司品牌线上占有率情况.....	8
图 22: 2016 年来公司研发费用及占比.....	10
图 23: 公司研发人员情况.....	10
图 24: 公司产品结构调整情况.....	11
图 25: 2014 年以来坚果类营业收入及增速.....	11
图 26: 公司坚果类产品销售季节性趋势强.....	11
图 27: 2014 年以来坚果类产品毛利率情况 (%).....	12
图 28: 2016 年以来坚果分渠道经营情况.....	12
图 29: 2014 年以来零食类营业收入及增速.....	13
图 30: 公司坚果类产品销售季节性趋势强 (%).....	13
图 31: 2016 年以来零食分渠道经营情况.....	13
图 32: 三只松鼠 logo 演变.....	14
图 33: 2013 年以来淘宝双十一销售额.....	14
图 34: 2017 年休闲食品公司双十一销售额.....	14
图 35: 公司在《欢乐颂》中植入广告.....	15
图 36: 三只松鼠线下投食店.....	15
图 37: 公司产品外包装.....	16
图 38: 公司产品内部包装.....	16
图 39: 公司销售渠道.....	16

图 40: 2016 年以来线下销售占比逐年提升 .....	17
图 41: 公司覆盖主流电商平台 .....	18
图 42: 公司自营 APP .....	18
图 43: 公司业务流程 .....	20
图 44: 公司仓储流程 .....	21
图 45: 2014 年以来销售毛利率、净利率变化趋势 .....	21
图 46: 行业内公司销售毛利率、净利率对比 .....	21
图 47: 2014 年以来费用率变化情况 (销售管理财务) .....	22
图 48: 行业内公司销售人员数量对比 .....	22
图 49: 行业内公司销售费用率对比 .....	22
图 50: 行业内公司管理费用率对比 .....	22

## 表 目 录

表 1: 公司融资经历 .....	2
表 2: 行业内公司线下门店布局情况 .....	8
表 3: 公司产品目录 .....	9
表 4: 2018 年坚果类产品经营情况 .....	12
表 5: 三只松鼠多维品牌形象 .....	15
表 6: 公司与主要电商平台销售合作模式 .....	18
表 7: 投食店和松鼠小店对比 .....	19
表 8: 分业务收入及毛利率 .....	22
附表: 财务预测与估值 .....	24

# 1 公司概况：休闲食品电商领导者

公司是以休闲食品为核心的领先品牌电商，产品组合包括坚果、干果、果干、花茶及零食等多个主要休闲食品品类。成立之初，公司定位于纯互联网食品销售，后逐步转向 O2O 模式，线上线下资源互相结合。公司销售网络覆盖天猫商城、京东、自营手机 APP 等互联网平台以及团购、线下体验店等多元化渠道。公司目前核心品牌“三只松鼠”在消费者群体中已享有较高知名度，以“松鼠小酷”、“松鼠小美”、“松鼠小贱”三个松鼠形象为主的品牌人格化战略也取得了良好反响。

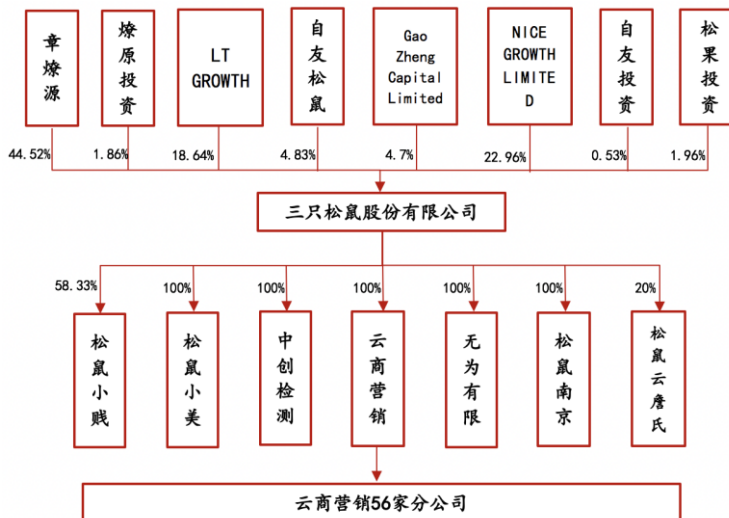
图 1：公司发展历程



数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司创始人章燎源先生为公司控股股东及实际控制人，直接持有公司 44.52% 的股份，通过燎原投资和松果投资中心分别间接控制公司 1.86% 和 1.96% 的股份，合计控制公司 48.34% 的股份。

图 2：公司股权结构情况



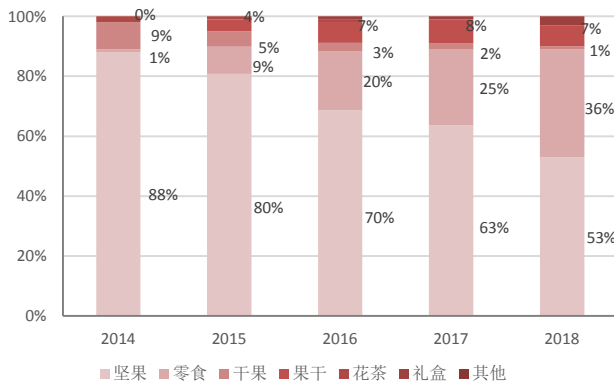
数据来源：《招股说明书》，西南证券整理

**表 1: 公司融资经历**

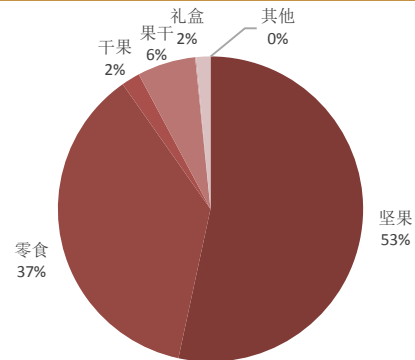
时间	融资轮次	投资方	金额	投后估值
2012	A 轮	IDG 资本	150 万美元	558 万美元
2013	B 轮	今日资本、IDG 资本	600 万美元	3365 万美元
2014	C 轮	IDG 资本、今日资本	1627 万美元	1.36 亿美元
2015	D 轮	峰瑞资本	1.66 亿人民币	37.8 亿人民币

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**公司主营业务结构:** 公司收入主要来自坚果、零食、干果三大类, 2018 年三者合计占比逾 95%。其中坚果类产品销售收入绝对值实现大幅增长, 但占主营业务收入比重不断下降, 由 2014 年 88% 逐年下降为 53%; 零食类产品销售收入大幅增长, 占主营业务收入比重不断上升, 由 2014 年 1% 上升至 2018 年 36%, 扩张速度亮眼。毛利方面, 各类主营业务收入与贡献毛利情况较为一致, 其中坚果、零食、干果、果干占比分别为 53%、37%、2%、6%。

**图 3: 公司 2014-2018 年主营业务结构情况**


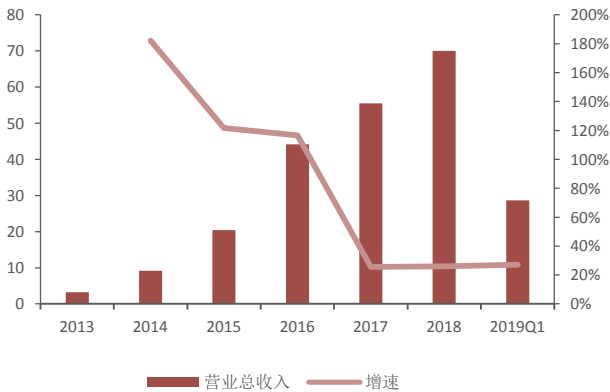
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 4: 公司 2018 年主营业务毛利情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

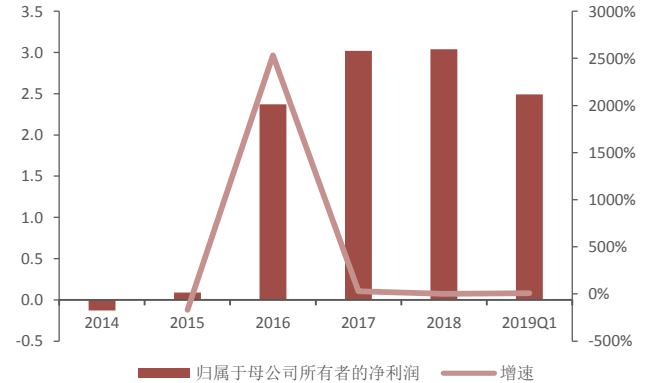
**公司业绩状况:** 公司发展迅速, 从 2013 年 3.3 亿元至 2018 年 70 亿元, 年复合增长率为 85%, 成立初期, 营业收入呈现几何倍数增长, 2016 年及以前, 公司销售收入呈每年至少翻倍的增长态势; 2017 年, 公司销售收入达到一定规模后, 公司增速有所减缓, 但仍保持在 20% 以上。归母净利润方面, 2015 年以前, 坚果市场仍处于培育期, 行业内各公司为提高市场份额, 竞争较为激烈, 利润较低; 2016 年以来, 随着市场竞争格局逐步稳定, 且行业领先地位的确立, 公司利润在低基数下大幅提升; 2018 年、2019 年 Q1 公司归母净利润增速放缓, 主要系入仓模式的收入占比提升所致。

图 5: 公司 2013 年以来营业收入及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2014 年以来归母净利润及增速 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 行业分析: 休闲零食行业空间大, 线上渗透率提升

### 2.1 健康+本土化, 休闲零食产生新需求

**休闲零食回归本土化。**梳理我国休闲零食的整个生命周期, 可以发现休闲零食行业呈现明显的三个阶段特征: 80 年代以前, 我国休闲零食以各地本土化零食为主, 各种中式糕点、蜜饯糖果占据了地方休闲零食市场, 行业呈现分散状态, 生产商规模较小, 尚未实现规模化、品牌化; 80 年代以后, 外国休闲零食涌入中国市场, 膨化食品、巧克力等西方休闲零食迅速占领中国市场, 行业中涌现外国休闲零食巨头, 外国销售商品品牌效应逐步出现, 本土品牌实力较小; 2008 年以后, 我国本土品牌崛起, 出现如良品铺子、百草味、好想你、三只松鼠等系列中国企业, 休闲零食产品呈现出健康化、本土化特征, 如红枣、话梅、核桃等中国传统零食市场销量扩大。

图 7: 休闲零食发展进程

80年代以前: 粗放阶段



80年代以后: 西化阶段



2008年以后: 本土化阶段

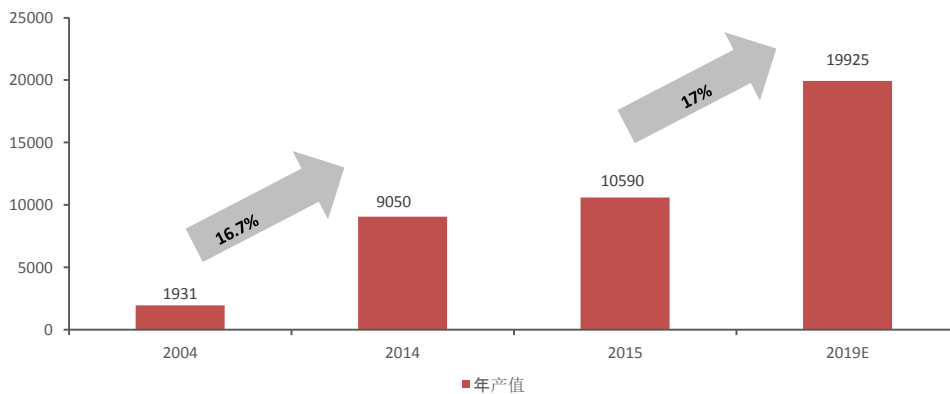


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

**消费需求多元化，健康享乐诉求凸显。**休闲零食的场景日益丰富，已经从充饥饱腹的需求转变为休闲享受的需求，使用场景包括办公室零食、减肥代餐、郊游旅行、聊天交友、消磨时间、饮品搭配等场合。通常被用于满足消费者更高层次的需求，如健康诉求、享乐诉求，而非类似正餐的饱腹食品。休闲零食的范围越来越广，非正餐、可代餐的食品都可以被发展为休闲零食。

**休闲零食需求不断提升。**随着居民可支配消费收入的增加，居民在食品消费过程中，由关注温饱转而更加关注口味与健康，休闲食品越来越受到欢迎。随着消费水平的提高，休闲食品日渐成为人民日常消费的必需品，消费者对于休闲食品的消费需求和品质不断在增长。根据中国食品工业协会的统计数据，我国休闲食品行业年产值由 2004 年的 1931 亿元增长至 2014 年的 9050 亿元，CAGR 达到 16.7%，且预计 2015-2019 年仍将保持高速增长，由 2015 年的 10590 亿元增长至 2019 年的 19925 亿元，CAGR 将超过 17%。

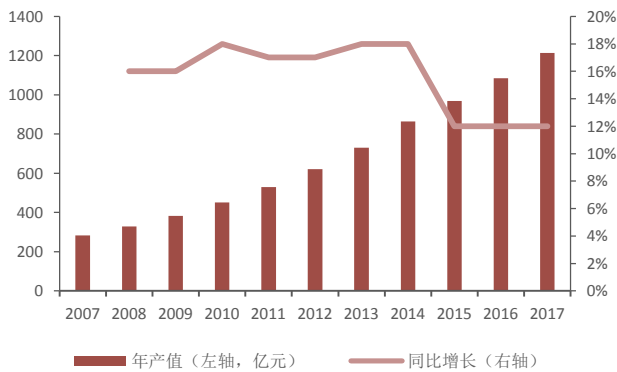
图 8：我国休闲食品市场规模（亿元）



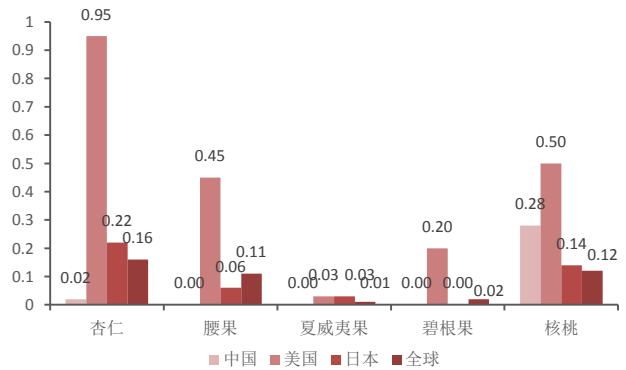
数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

**坚果炒货十年高增长。**对健康的追求以及营养知识的普及，使得人们对于坚果的需求大幅增长。根据中国食品工业协会数据，2007-2017 年间，坚果炒货行业年产值从 283 亿元迅速增长至 1214 亿元，CAGR 达 15.7%。

**坚果消费我国提升空间大。**据中国食品工业协会数据显示，与美国、日本等发达国家相比，我国的每人坚果消费数量非常低，仅核桃消费量较高，高于全球平均水平；杏仁、腰果、夏威夷果、碧根果均小于全球平均水平，远低于美国、日本这些发达国家。根据 2016 年 5 月国家卫计委发布的《中国居民膳食指南（2016）》，将坚果与籽类食品列入日常膳食结构表中，推荐每人每天食用量为 25-25 克，折算为每人每年食用量为 9-13 千克，现有消费量提升空间大。

**图 9：我国坚果炒货市场规模**


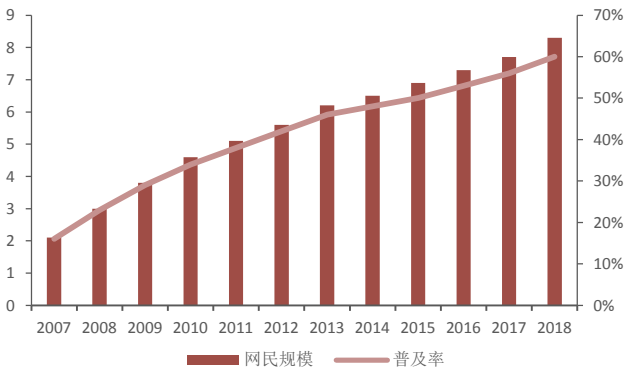
数据来源：中国食品工业协会，西南证券整理

**图 10：我国坚果消费情况与国外情况对比（千克每人每年）**


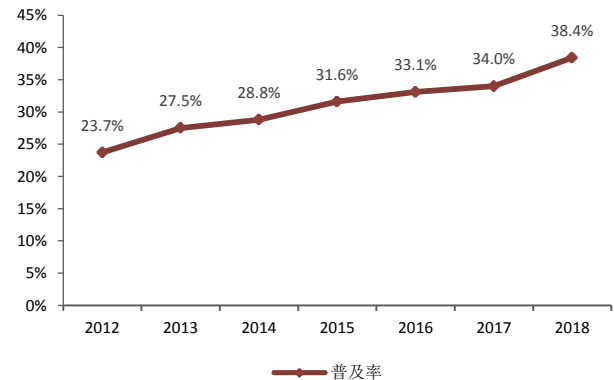
数据来源：中国食品工业协会，西南证券整理

## 2.2 网络购物成为重要零售渠道，休闲零食市场进一步打开

互联网用户基数庞大，农村消费潜力空间广阔。随着互联网产业的蓬勃发展，我国互联网网民规模不断扩大，网络与居民生活的融合进一步加强。根据 CNNIC 数据显示，截至 2018 年底，我国网民规模达 8.3 亿人，同比增长 7.4%，互联网普及率达到 60%，庞大的用户基础为网络购物等网络消费的高速增长提供强劲动力。近年来，农村互联网普及率逐年增加，2018 年达到 38.4%，虽然越来越多的农村居民加入到网购潮流中，但农村互联网普及率仅为城市互联网普及率（74.6%）一半左右，具有较大的增长潜力。

**图 11：互联网网民规模及普及率**


数据来源：CNNIC，西南证券整理

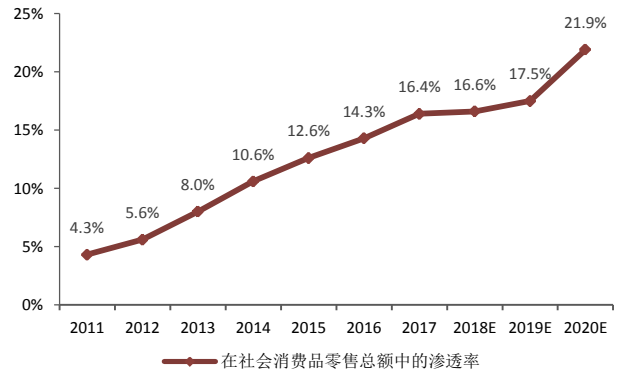
**图 12：农村互联网普及率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

网络购物在社会零售品消费总额中所占份额不断提高。我国网络购物行业日益发展成熟，消费者使用网络进行购物的消费习惯也逐步形成。用户数量方面，截至 2018 年底，我国网络购物用户规模已达 6.1 亿，较 2016 年底同比增长 14.4%。交易规模方面，截至 2017 年底，我国网络购物市场交易规模已突破 6 万亿元人民币，同比增长 29.8%，在社会消费品零售总额中的渗透率达 16.4%，同比提升 2.1 个百分点。预计到 2020 年，我国网络购物年市场交易规模将达到 10.8 万亿，市场渗透率将提升至 21.9%。

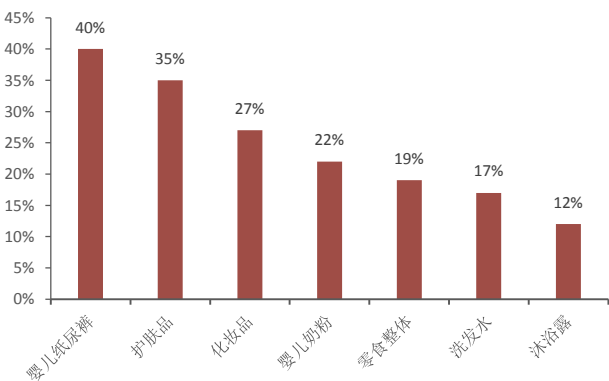
**图 13: 我国网络购物市场交易规模及渗透率**


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

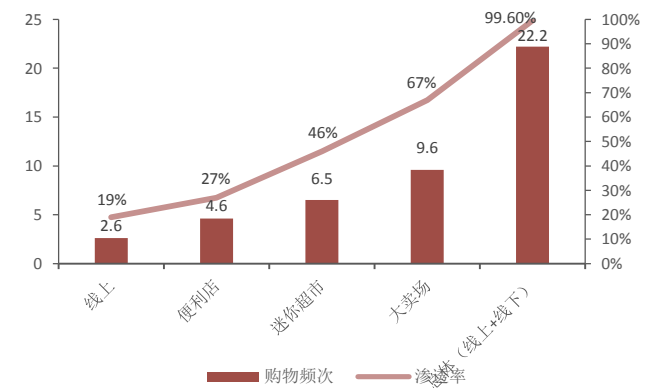
**图 14: 网络购物在社会消费品零售额中的渗透率**


数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

**休闲零食线上人群渗透率提升空间大。**休闲零食目前的线上人群渗透率约为 19%，远低于其他大快消类目，线上购物频次仅 2.6 次，低于整体水平。未来线上渗透率提升及购物频次的增加将带动休闲零食线下销售规模快速提升。

**图 15: 线上相对渗透率**


数据来源: 中国食品工业协会, 西南证券整理

**图 16: 线上休闲零食购物习惯**


数据来源: 中国食品工业协会, 西南证券整理

## 2.3 行业格局: 市场分散, 集中度有待提升

**休闲零食市场格局分散。**休闲零食厂商多发源于沪闽粤地区, 其中长三角与珠三角是休闲零食品牌集中地带。各地品牌商众多, 尤其是线下市场, 各地都存在当地本土品牌, 休闲零食品牌仍呈现出分散的格局。其中, 三只松鼠、良品铺子和百草味抓住互联网潮流, 抢占电商市场, 成长为休闲零食领域龙头企业。

图 17: 休闲零食公司线下市场格局

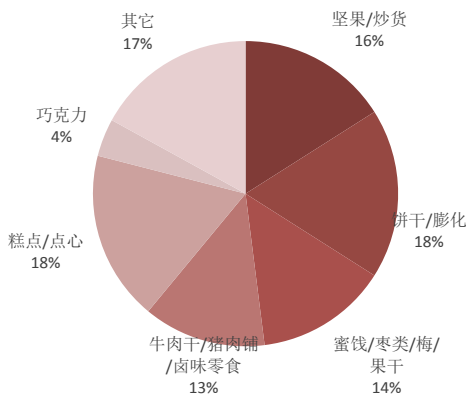


数据来源: 商务部、Mob 研究院, 西南证券整理

糕点、饼干、坚果占据休闲食品主要市场。2017 年, 我国休闲食品行业内糕点点心、饼干、坚果炒货、蜜饯果干、卤味零食、巧克力细分行业分别占据 18%、18%、16%、14%、13%、4% 的市场份额, 剩余产品占据 17% 市场份额。

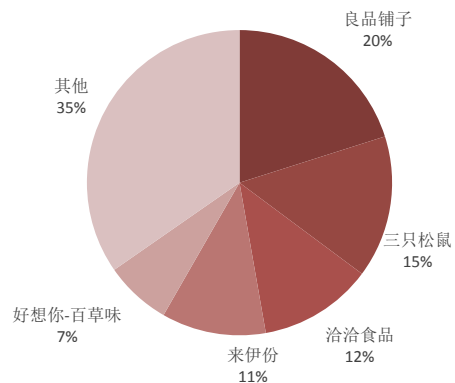
巨头占据坚果炒货行业市场六成份额。近年来国内坚果炒货市场需求增加, 中高端产品消费量增大, 三只松鼠、良品铺子、百草味等坚果品牌零食企业利用渠道优势和品牌优势, 逐渐扩大自身的市场占有率。目前三只松鼠、良品铺子、洽洽食品等巨头品牌占据国内市场上坚果炒货的六成份额, 剩下不到四成则由众多其他品牌组成。

图 18: 我国休闲食品行业细分情况



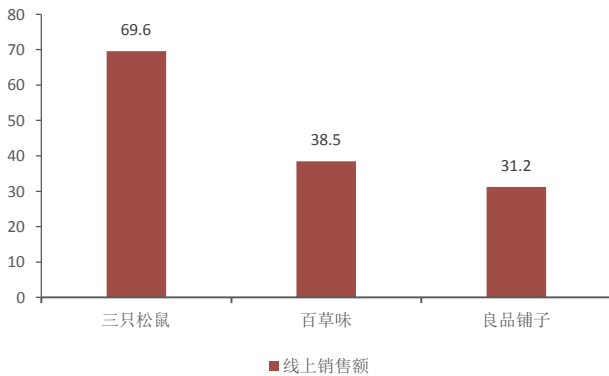
数据来源: 中国食品工业协会, 西南证券整理

图 19: 坚果炒货品牌市场格局

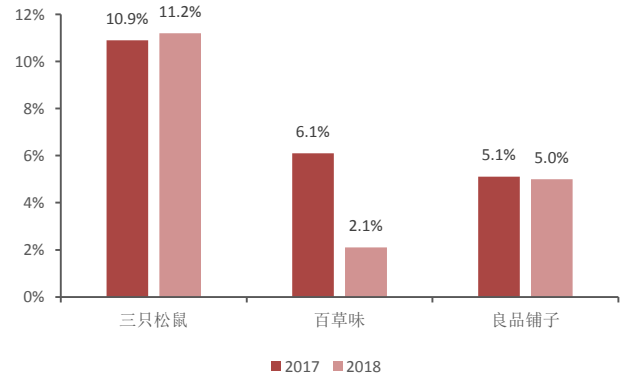


数据来源: 中国食品工业协会, 西南证券整理

三只松鼠称霸线上渠道。从销售额上看, 2018 年三只松鼠线上销售额 69.6 亿元, 同比增长 27%; 百草味线上销售额为 38.5 亿元, 同比增长 26%; 良品铺子线上销售额为 31.2 亿元, 同比增长 22%。三只松鼠、百草味增速较快主要受益于 2018 年提价策略, 贡献销售业绩。从市场占有率上看, 三只松鼠市场占有率由 2017 年的 10.9% 提高至 11.2%; 百草味市场占有率由 2017 年的 6.1% 提高至 6.2%, 良品铺子市场占有率下跌 0.1 个百分点跌至 5.0%, 休闲零食市场仍显现出集中度稳步提升态势。

**图 20：2018 年休闲零食公司线上渠道销售额（亿元）**


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

**图 21：休闲零食公司品牌线上占有率情况**


数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

**良品铺子连锁模式，门店布局广。**良品铺子采取线下连锁模式，主要通过直营门店、加盟门店、大客户团购、O2O 外卖 4 种方式销售产品，着重布局线下门店；三只松鼠以互联网起家，获得线上稳固优势后，开始发展线下门店，提升消费者体验；百草味在转型互联网七年之后，重新布局线下体验店。

**表 2：行业内公司线下门店布局情况**

品牌名称	门店数量	战略规划	外观
三只松鼠	60 余家	以“一城一店”的方式布局线下，通过社区推广、送货到家等模式从社区获得流量，再引到线上 “70%的交易来自线上，30%来自线下”	
良品铺子	2100 余家	完成第四代门店更新	
百草味	不足 10 家	未来一年增设包括旗舰店业态在内的 10 家门店，零食优选店还会增加外卖等附加服务的运营模式	

数据来源：公开资料，西南证券整理

### 3 公司分析：兼具产品、品牌、渠道、供应链竞争优势

#### 3.1 产品：由坚果拓展到全品类零食

##### 3.1.1 产品品类丰富

公司产品线丰富，在休闲零食领域布局完善，覆盖坚果、零食、干果、果干、花茶等多个品类，共推出逾 500 款单品的产品组合。公司产品布局与热门休闲食品发展趋势契合度良好，迎合消费者对于健康生活方式的多元化追求。

表 3：公司产品目录

产品品类	图示	产品系列
坚果类		主要包括“大头装”
干果类		主要包括“新疆正品”等
果干类		主要包括“松鼠云果园”、“超级水果干”等
花茶类		主要包括“小美美妍茶”、“小美随身泡”等
零食类		主要包括“发现好零食”、“小贱爱烘焙”、“小贱糕点”、“小贱膨化”等

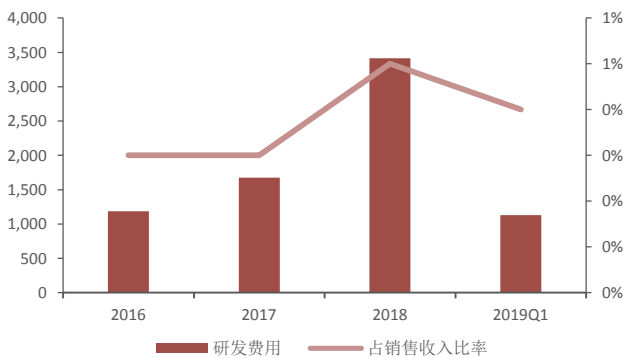
产品品类	图示	产品系列
礼盒类		根据消费者反馈信息精心挑选出明星单品进行组合

数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 3.1.2 产品研发能力突出

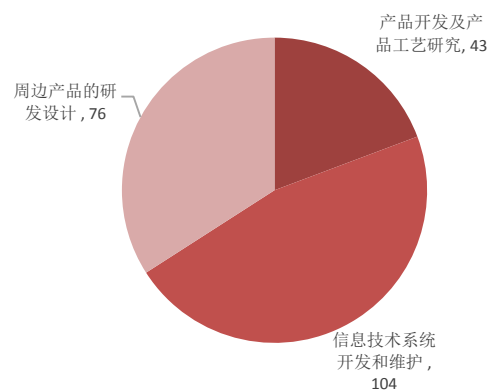
公司成立了松鼠食品产业研究院，负责产品的开发与管理、产品工艺改进和品质标准化、产学研合作及产业化应用等工作，加大对休闲食品的研发投入。此外，公司专门设立食品研发团队专注于新口味的研发及生产工艺的改进。截至 2018 年 12 月 31 日，公司研发人员数量为 223 人，其中专职从事产品开发及产品工艺研究等相关的员工为 43 人，专职从事信息技术系统开发和维护的员工 104 人、从事品牌设计、产品包装、抱枕、零食罐、服装等周边产品的研发设计的员工 76 人。

图 22：2016 年来公司研发费用及占比



数据来源：招股说明书，西南证券整理

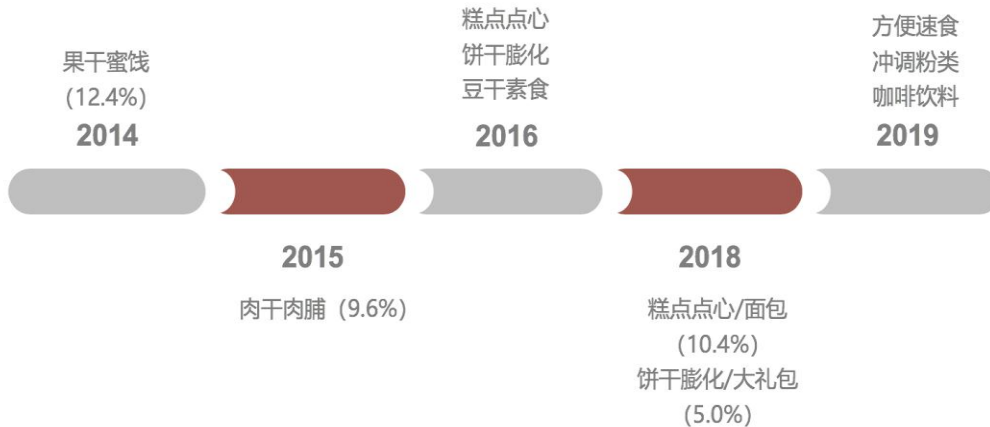
图 23：公司研发人员情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**不断调整产品结构，新品扩张策略有效。**公司以坚果为着力点，横向扩张品类，目前零食中果干、肉类、糕点等二级品类已基本拓展完毕，公司正在尝试速食及饮料类目。公司刚推出不满一年的新品，占销售收入比重为 23%，新品销售额破亿有 4 款，破 5000 万的有 6 款，破 3 千万的有 10 款，每日坚果 5 个多亿，巨型零食 3 个多亿，乳酸菌 1 个多亿，氧气吐司 1 个多亿，蜀香牛肉 8 千多万，爆浆曲奇 6 千多万。

图 24: 公司产品结构调整情况



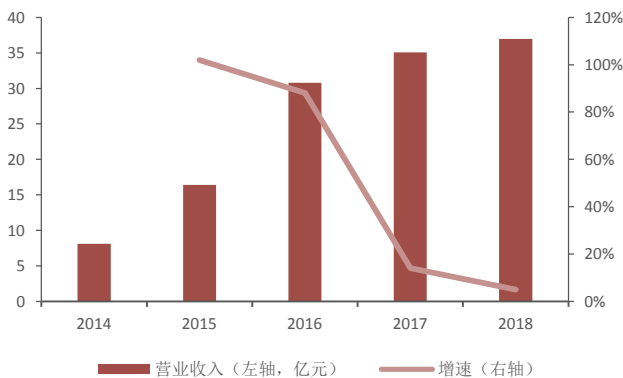
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3.1.3 以坚果为发力点

坚果因其客单价较高、加工环节较少、方便运输、易于存储的特点, 成为休闲食品零售的重要品类, 而成功引流后, 零食产品品类众多, 能够满足消费者的多元化需求, 市场潜力巨大。

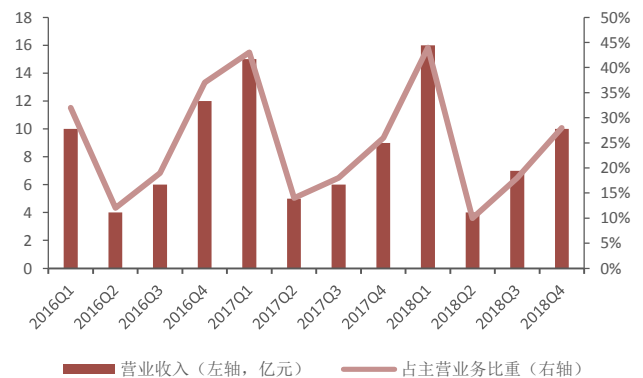
**坚果产品销售收入持续攀升, 季节性波动明显。**公司坚果产品收入季节性波动明显, 收入主要集中在第一季度和第四季度, 原因主要系: 一是我国传统节日中, 元旦、春节主要集中在第一季度, 互联网平台的大型促销活动“双十一”、“双十二”主要集中在第四季度; 二是, 坚果产品本身, 营养丰富所含热量较高, 而第一季度和第四季度气温较低, 消费者对高热量产品需求旺盛, 因而坚果产品呈明显季节性波动态势。

图 25: 2014 年以来坚果类营业收入及增速



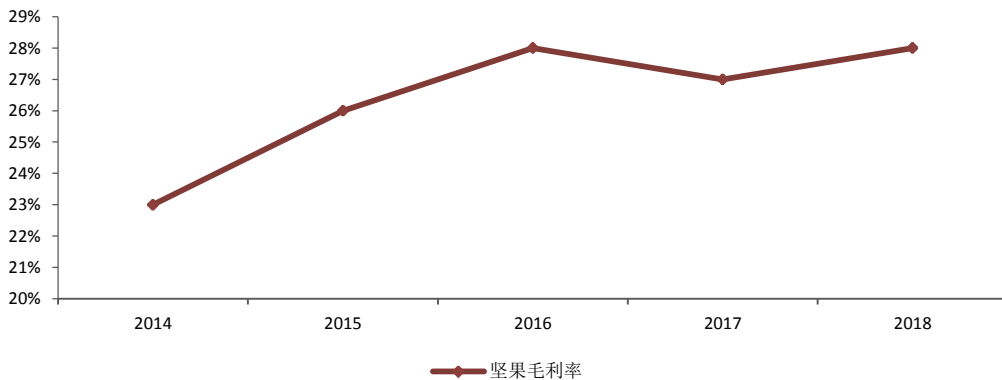
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

图 26: 公司坚果类产品销售季节性趋势强



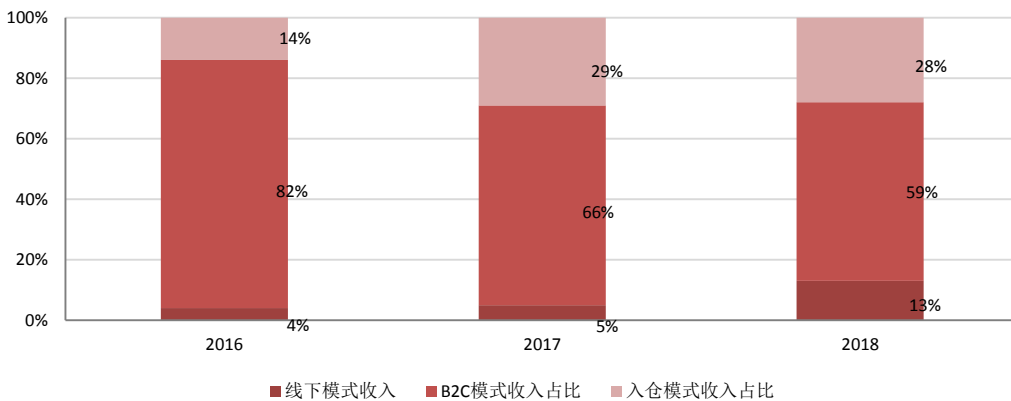
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**坚果产品毛利率波动上升。**2015 年以前, 坚果市场仍处于培育期, 竞争激烈, 利润空间较小, 因此毛利率较低; 2016 年, 坚果产品线上销售收入超过 90%, 而毛利率较高的 B2C 模式占比高, 因而整体毛利率水平较高; 2017 年, 入仓模式收入占比提升, 由 14%提升为 29%, 入仓模式下, 公司需提供平台折扣, 因而压低毛利率; 2018 年, 由于公司线下渠道收入占比提升、入仓模式占比下降, 坚果产品毛利率有所回升。

**图 27: 2014 年以来坚果类产品毛利率情况 (%)**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

线下模式占比逐步提升, 入仓模式占比增加。公司在成立初期定位为互联网企业, 线上销售模式占比较大, 但公司逐步拓展线下渠道, 线下模式收入占比呈稳步攀升态势, 2018 年, 线下模式收入占比大幅提升主要系公司大力扩张线下投食店所致。线上渠道方面, 入仓模式比重不断增加, 系公司快速扩张业务, 以较低成本迅速覆盖天猫、京东、唯品会等电商平台所致。

**图 28: 2016 年以来坚果分渠道经营情况**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**表 4: 2018 年坚果类产品经营情况**

项次	产品名称	销售占品类比重	毛利率	平均销售单价(元/KG)	销售单价增幅	单位成本(元/KG)	单位成本增幅
1	夏威夷果产品	18.73%	24.22%	75.82	0.39%	57.46	1.26%
2	碧根果产品	18.22%	25.30%	84.8	2.95%	63.34	-2.22%
3	松子产品	13.06%	24.68%	99.94	-3.45%	75.27	-9.56%
4	巴旦木产品	9.39%	30.96%	70.56	9.04%	48.72	7.79%
5	开心果产品	8.40%	21.64%	105.21	10.50%	82.44	15.05%
6	腰果产品	7.21%	28.30%	101.34	3.83%	72.66	-3.08%
7	核桃产品	6.24%	35.76%	61.5	-13.77%	39.51	-16.11%

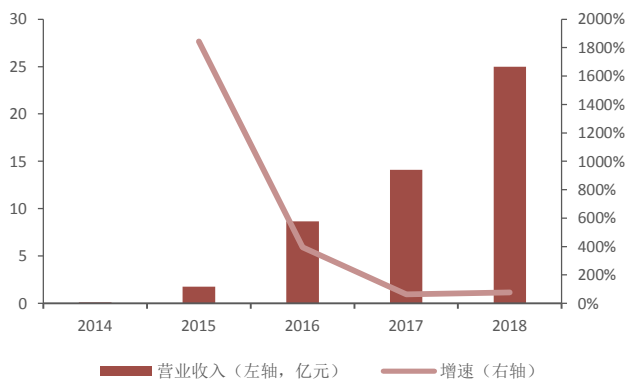
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3.1.4 零食产品持续放量

**爆款新品持续放量，零食产品高速增长。**2016年，公司推出爆款猪肉脯产品来满足消费即食、休闲的需求；2017年起，公司抓住年轻消费者在家办公、早餐来不及吃的消费习惯，推出爆款面包单品（手撕面包及乳酸菌面包）来满足消费者需求；2016-2018年，猪肉脯、手撕面包及乳酸菌面包3个单品的收入占品类比重接近10%。

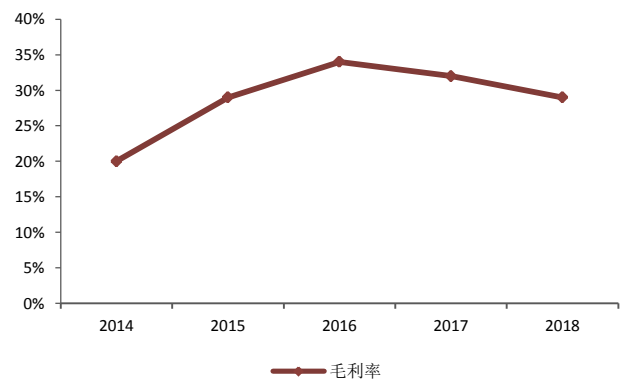
**零食产品毛利率有所回落。**由于公司持续不断推出新品，并利用爆款新品进行引流，毛利率较低；此外，公司会推出零食新品进行促销，新品毛利率低于平均毛利率水平，近两年毛利率有所下降，主要是受公司销售策略的影响。

图 29：2014 年以来零食类营业收入及增速



数据来源：招股说明书，西南证券整理

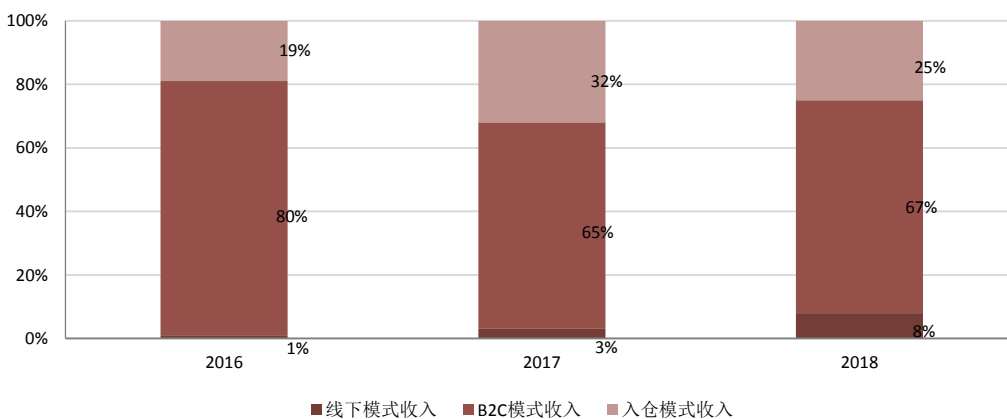
图 30：公司坚果类产品销售季节性趋势强 (%)



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**线下模式占比逐步提升。**公司自2015年开始拓展入仓模式，2016-2017年，入仓模式收入增长较快，2018年，零食入仓模式占比下降，主要因为天猫超市销售收入占比下降所致。

图 31：2016 年以来零食分渠道经营情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

## 3.2 品牌：坚持自有 IP，促进品牌多元化

### 3.2.1 品牌人格化

品牌定位“森林系”，自然健康富有生命力。公司选取松鼠作为品牌形象代表，松鼠最喜爱的食物就是坚果，传递一种自然健康的概念，松鼠代表的是刻苦勤恳的形象，体现公司对消费者勤恳服务的态度。公司对“三只松鼠”品牌形象赋予人格，动漫角色“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”均被赋予极强的性格特征，给消费者留下积极、健康、快乐的直观印象。同时，针对以年轻人为主导的电商消费者，公司设计了可爱活力的品牌视觉形象，极富个性，利于品牌形象的记忆和传播。

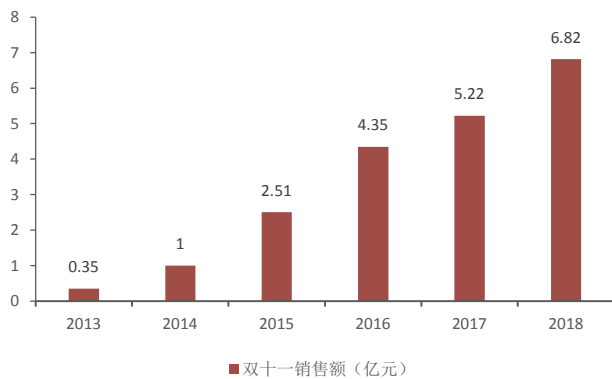
图 32：三只松鼠 logo 演变



数据来源：招股说明书，西南证券整理

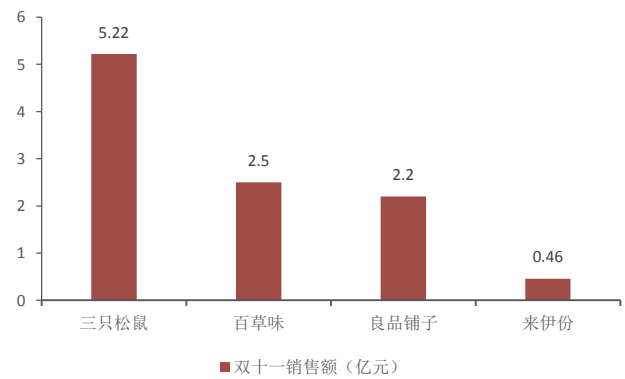
休闲食品互联网零售商领先地位。公司自成立以来一直坚持 IP 化、人格化的品牌策略，通过富含人格魅力的鲜明动漫形象、传递“传递爱与快乐”的生活文化，消费者的粘性和忠诚度很高，品牌号召力较强。同时，公司以坚果领域的影响力和经验为基础，扩展其它休闲零食品类，从坚果这一单一领域拓展至全品类休闲零食领域，是互联网休闲零食零售旗舰品牌。根据天猫商城统计数据显示，公司 2016 年、2017 年及 2018 年在天猫商城渠道的成交额均位列“零食/坚果/特产”品类成交额第 1 位。三只松鼠在天猫商城的当日交易额从 2013 年 11 月 11 日的 0.36 亿元迅速增长至 2018 年 11 月 11 日的 4.51 亿元，CAGR 达 65.80%。

图 33：2013 年以来淘宝双十一销售额



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 34：2017 年休闲食品公司双十一销售额



数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 3.2.2 立足萌文化，全方位塑造品牌知名度

**线上引流，影视剧高频曝光。**公司在线上引流方面投入了精力和成本，在《欢乐颂》、《好先生》、《小丈夫》等当红电视剧中都进行了广告植入，让更多消费者从影视作品中了解公司品牌。

**开设线下体验店，深度营销。**作为品牌建设的重要举措，公司于多个城市开设线下体验店，突出品牌和产品体验，建立消费者和“三只松鼠”品牌的零距离互动。除投食店以外，公司于 2017 年正式动工建设更大型的线下体验场所—松鼠小镇，打造吃、喝、玩、乐、买、住的消费闭环。

图 35：公司在《欢乐颂》中植入广告



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 36：三只松鼠线下投食店



数据来源：招股说明书，西南证券整理

**动漫化战略，打入消费者文化生活领域。**公司通过动画、绘本、周边等多元化渠道不断塑造品牌内涵，2014 年，公司成立子公司松鼠萌工厂动漫文化有限公司，目前，松鼠萌工场动漫文化有限公司已经推出了《奋斗吧！松鼠小贱》、《松树剧场系列》、《萌贱三国》、《贱客刺秦》等多部以三只松鼠为动漫形象、卖萌耍贱为主要风格的动漫作品，并在 2018 年推出同名动画片《三只松鼠》，更进一步加深了消费者对三只松鼠 IP 的印象。

公司通过广告投放、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高频次的互动，建立起三只松鼠多维度的品牌形象。

表 5：三只松鼠多维品牌形象

平面动漫形象	3D 动漫形象	动画	绘本	周边产品
				

数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 3.2.3 萌式营销，以主人与宠物取代消费者与商家关系

**萌式服务。**“萌营销”策略贯穿了三只松鼠的服务始终，使消费者在消费过程中获得轻松愉悦的体验，同时加深公司与消费者的联系纽带。在线上客户过程中，三只松鼠将传统的“您好，欢迎光临！”转变为“主人，你回来啦！”，将“谢谢光临！”转变为“你吃爽了吗，再买点呗！”，将传统意义上消费者与商家之间的销售关系转变为主人与宠物的关系，亲近又不失趣味，增加消费者愉悦感。公司创始人章燎原订立了两个原则：一是，所有的客服必须把自己当做小松鼠，称客户为主人，为主人提供萌式服务；二是，三只松鼠的所有员工必须以“鼠”为开头，将独特的萌文化贯穿到企业方方面面。

**包装活力十足，考虑周到。**公司的包装设计特点鲜明，生动有活力，以三只松鼠为不同系列产品的代言人，打造具有统一风格的各式外包装，让年轻消费者倍感喜爱。同时，公司从消费者需求和体验出发，在包裹里放置垃圾袋、开果器、钥匙扣、纸巾、卡片等等细致的小器具，解决消费者不方便开果壳、垃圾无处回收的问题，给消费者提供极致的服务，成功俘获了消费者，使得食用过程更加舒心，增加消费者回头率。

图 37：公司产品外包装



数据来源：西南证券整理

图 38：公司产品内部包装



数据来源：西南证券整理

### 3.3 渠道：一主两翼三侧，立体全渠道覆盖

公司的销售渠道主要包含线上、线下、新业态三大领域，电商、投食店、松鼠小店、社交电商、新分销、松鼠小镇六大渠道。

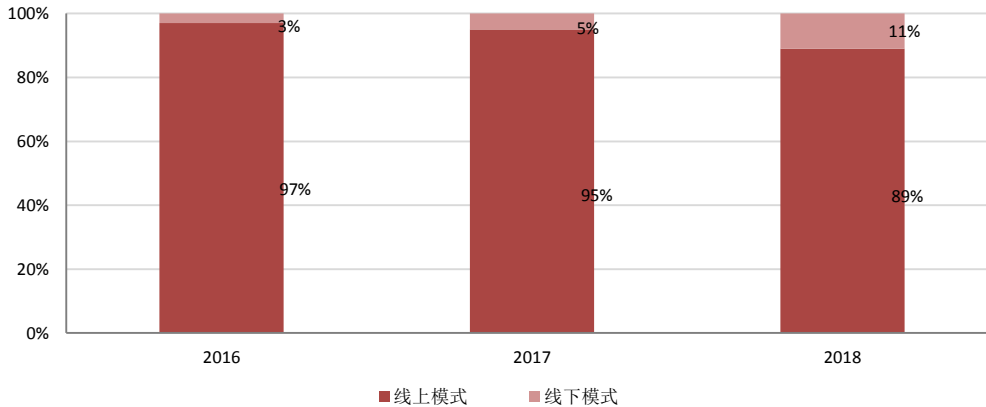
图 39：公司销售渠道



数据来源：招股说明书，西南证券整理

线上销售贡献大部分业绩，线下模式占比逐年提升。2016-2018 年，公司主营业务收入中，线下模式的收入占比分别为 3%、5%、11%，呈逐年提升态势。公司的线下模式主要包含三种渠道，一是线下体验店，截至 2018 年底，公司已在全国开设 53 家线下体验店，2018 年实现销售额逾 2 亿元；二是线下团购模式，旨在为客户提供定制化采购服务，2018 年，团购模式下实现销售额逾 3 亿元；三是新零售模式，该模式下通过阿里零售通、京东新通路等，以线上赋能线下渠道，将产品推广到线下沿街商铺。

图 40：2016 年以来线下销售占比逐年提升



数据来源：招股说明书，西南证券整理

### 3.3.1 电商渠道：贡献大部分销售业绩，覆盖各大电商平台

以线上渠道为的销售模式。公司采取互联网销售模式，去掉中间代理商的环节，降低消费者的购买成本，与休闲零食领域传统的线下重资产模式不同，公司是以互联网为销售渠道的轻资产模式。通过互联网平台的搭建，公司直接与消费者进行密切互动，除让消费者享受便捷优质的服务外，同时也体验到公司文化，公司利用线上渠道的扩展性，消除了地域限制的影响。

电商平台、自营 APP 双管齐下。在休闲食品互联网模式的大潮中，公司抓住机遇，率先进入休闲食品线上零售市场，覆盖天猫商城、京东、苏宁易购、1 号店、唯品会、当当、拼多多、零售通等主流平台。天猫商城、京东商城为公司主要的合作平台，2018 年，公司在天猫商城、京东商城的销售额分别为 33 亿元、6 亿元。2016-2018 年，公司通过天猫商城产生的营业收入占比分别为 64%、53%、47%，占比呈下降趋势，主要原因系入仓模式分流及渗透率提高、内生流量增速放缓所致。同时，公司上线了自营手机 APP，让消费者能够通过移动互联网随时随地下单购买。截至 2019 年上半年，公司全渠道累计购买用户数已超过 9000 万人。

**图 41: 公司覆盖主流电商平台**


数据来源: 公开资料, 西南证券整理

**图 42: 公司自营 APP**


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

**B2C 模式绝对数量增加, 入仓模式占比不断提升。**公司成立初期, 主要是以入驻电商平台开设自营品牌旗舰店的模式, 由公司自行负责商品管理、发货、客户关系维护。另一种模式为入仓模式, 在该模式下, 公司直接向合作平台发出商品, 后续由合作平台向消费者进行销售、发货及收款, 类似于寄售模式。

**表 6: 公司与主要电商平台销售合作模式**

平台	平台接入类型	开始合作时间	主要合作模式
天猫商城	网页、WAP、APP 等	2012 年 6 月	公司自营模式
天猫超市	网页、WAP、APP 等	2015 年 6 月	统一入仓模式
京东	网页、WAP、APP 等	2012 年 12 月	公司自营模式
京东自营	网页、WAP、APP 等	2016 年 3 月	统一入仓模式
唯品会	网页、WAP、APP 等	2013 年 12 月	公司自营模式、统一入仓模式
苏宁	网页、WAP、APP 等	2014 年 2 月	公司自营模式
当当	网页、WAP、APP 等	2013 年 9 月	公司自营模式
拼多多	WAP、APP 等	2017 年 12 月	公司自营模式

数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

### 3.3.2 线下: 投食店和松鼠小店, 攻占线下市场

**线上转线下, 升级服务与体验。**三只松鼠通过“一城一店”、社区推广, 送货到家等模式, 给消费者提供更直观、更快捷的服务, 比纯线上体验更好, 线下渠道本质上是一个体验点, 核心目的是服务上的升级。截至 2018 年 12 月 31 日, 公司已在全国实际经营 53 家投食店, 预计未来会铺满中国的三四线城市, 规模累计达到三到五百家左右。

**依托线上数据, 成本、产品架构更具竞争力。**相对传统线下模式, 三只松鼠的线上转到线下模式, 已经累积大量消费者数据, 在产品架构上上有很强的竞争力, 同时线下门店的产品、价格与线上整体商品管理中心是统一的, 无中间渠道, 做到成本更低, 价格更有优势。

线下门店主要分为投食店和松鼠小店两种模式:

**表 7: 投食店和松鼠小店对比**

	投食店	松鼠小店
性质	直营店	加盟店（类加盟）
数量	60 余家	近 80 家
面积	约 200 平方米	50-100 平方米
运营主体	由三只松鼠总部直接运营，店内所有的员工经过培训方可正式上岗	由主人（消费者）和三只松鼠联合运营，三只松鼠收取服务费用，介于直营店和加盟店之间
店内布局	展示三只松鼠 IP，森林系的布局、木制货架等，放置大树、木屋这样的森林元素，提供“水+轻食”的餐饮区，极大展示了三只松鼠的特色	打造店长个人 IP，松鼠 IP 充当的作用更多是辅助店长个人 IP，在松鼠小店里更加突出的是店长形象
门店特色	重在体验，更偏向网红店，不论是巨型松鼠玩偶还是店内 KTV，让消费者产生拍照 PO 图的欲望	重在销售，根据实际情况设置小的体验点，甚至没有体验点
图片		

数据来源：公开资料，西南证券整理

### 3.3.3 新业态：打造全品类、全零售、全体验企业

由于电商销售模式的快速变革，相较于中心化流量的淘宝、天猫及京东等销售平台，去中心化的社交电商亦在快速发展，线上赋能线下的新零售模式也成为电商平台及线上品牌快速进入线下市场的方式。三只松鼠先后布局了拼多多、云集等社交电商平台，同时通过阿里零售通平台等形式拓展线下零售市场，并通过松鼠小镇大型项目进一步升级消费者体验。

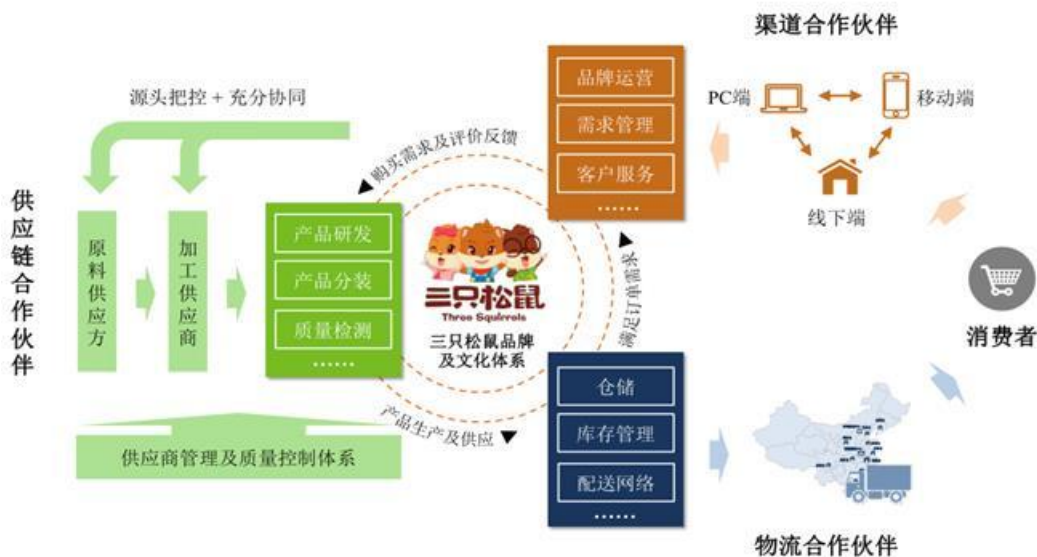
- 1) **社交电商**：三只松鼠通过微信端口获客，探索新模式电商。三只松鼠从 2018 年 4 月开始探索社交电商业务，7 月份成立社交电商公司，从 7 月到年底的半年时间内，实现 3.8 亿的销售额；2019 年年货节一个月时间内，通过社交电商实现销售额 1.9 亿。目前陆续入驻了云集、环球捕手、贝店、拼多多等多个社交电商平台。
- 2) **新分销**：三只松鼠与阿里零售通以及京东新路通合作，连接中小型超市以及夫妻店。2018 年 5 月，三只松鼠入驻零售通，线下百万便利店可以通过零售通平台进货三只松鼠产品，消费者可以在社区门口的小店买到原来只通过线上销售需等待数天的三只松鼠产品。
- 3) **松鼠小镇**：三只松鼠提出围绕“大健康、大娱乐、大品类、大消费”新战略，探索旅游商业，打造城市公园升级版项目——松鼠小镇，定位于大型游乐园，包含住宿、娱乐、健康、餐饮等吃住玩、游养娱一体，松鼠小镇预计年底开业。

### 3.4 重度垂直供应链，高效连接消费者

**OEM 模式品类扩张效率高。**公司依托产业链上游 ODM 和 OEM 的轻资产模式，从确立商品到口感调试再到基础技术的研发，快速匹配市场。公司不直接参与生产，通过和厂商合作方式，缩短供应链环节，实现生产和消费者的高效连接，能够快速上线消费者喜爱的商品，品类扩张速度快。

**重度垂直业务模式，产品品质有保障。**公司业务模式重度垂直，核心环节自主控制，深度参与到从原材料采购到终端配送的各个环节，通过供应商准入、入库严格质检、仓储库存自主管理等环节提高对产品质量的把控，保障食品安全。与其他休闲零食公司不同，公司目前采取核心环节自主、非核心环节外包的方式，公司不参与食品的生产及加工环节，业务流程只涉及研发、采购、分装、质量检测、仓储、配送环节；对产品配方、制作工艺等进行统一安排，加工环节则由认证供应商完成，从而形成最终产品。

图 43：公司业务流程

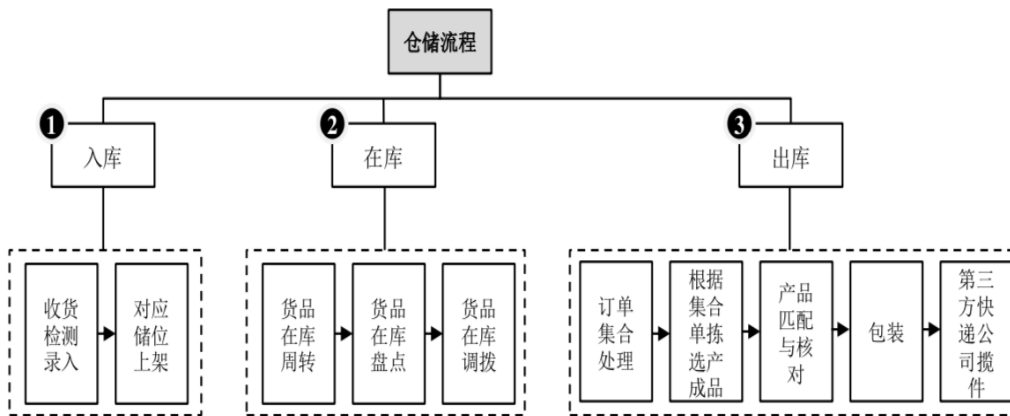


数据来源：招股说明书，西南证券整理

**上游信息 IT 化，大数据反馈改进生产。**公司充分利用互联网零售商的优势，将消费者需求和反馈的信息及时收集，并反馈到生产环节，对产品组合进行相应调整和改善。企业生产产品的种类、数量不再由公司管理者决定，而是由消费者端的数据决定。

**下游物流运输基地完善。**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、西安等地建立了 16 个外包协作仓，实现全国市场覆盖，可实现日处理订单量约 220 万单。公司通过募投项目，芜湖建立生产中心，链接周围十三家上游制造商，为快速连接市场打下基础，通过渠道工厂和消费者连接。

图 44: 公司仓储流程

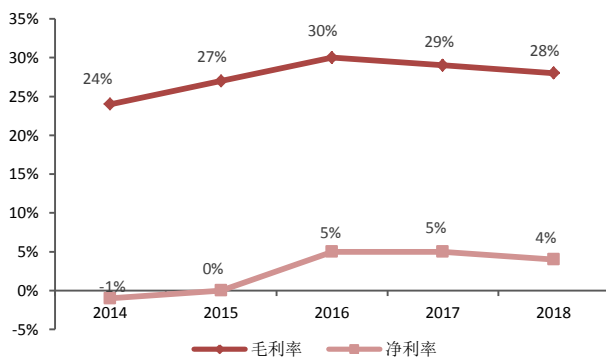


数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

## 4 财务分析: 财务稳健, 逐步改善

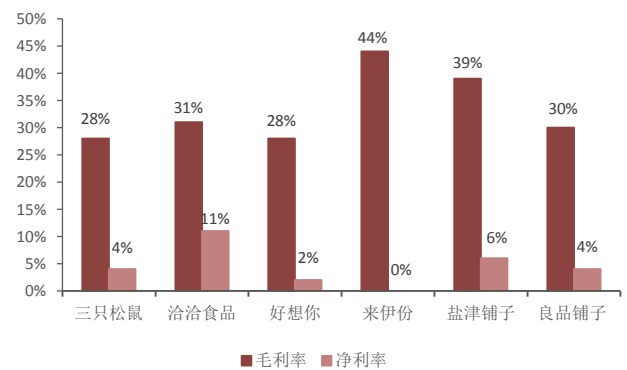
销售净利率处于中游水平, 但毛利率偏低。2015 年以前, 坚果处于市场培育阶段, 行业竞争激烈, 利润空间小, 2016 年起, 市场竞争相对格局相对确定, 毛利率逐步回升, 加之期间费用率有所降低, 净利率同步提升, 2017、2018 年, 由于公司入仓模式占比提升, 给予电商平台较大折扣, 公司毛利率有所回落。与同行企业相比, 三只松鼠由于线上入仓模式占比高, 毛利率处于行业偏低水平, 但实现规模效应后, 费用控制得挡, 净利率稳步提升, 处于行业中游水平。

图 45: 2014 年以来销售毛利率、净利率变化趋势



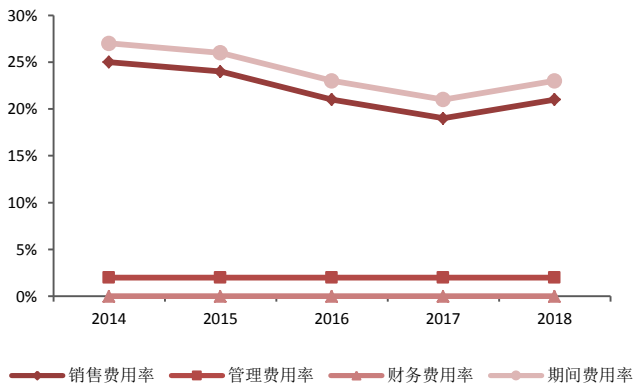
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 行业内公司销售毛利率、净利率对比

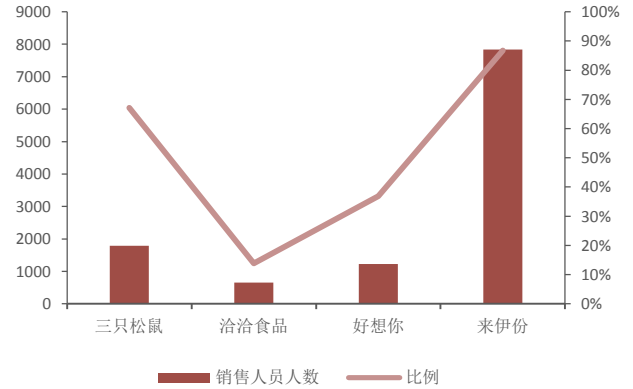


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

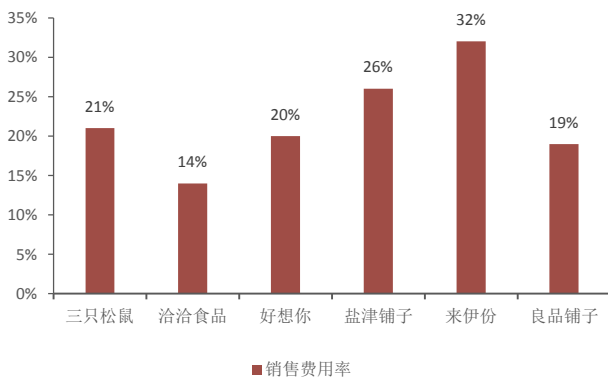
费用控制得当, 销售费用率中游水平, 管理费用率低。公司销售费用对期间费用率影响较大, 自 2014 年来, 公司费用率呈下降态势, 入仓模式的发展以及品牌成熟后推广费用的减少相应降低了销售费用率, 但 2018 年, 由于打造大单品包邮策略导致运输费用有所上升, 期间费用率略微回升。与同行业公司相比, 公司规模效应逐步体现, 销售费用得到有效控制, 处于行业中游水平, 管理费用率控制在领先水平。

**图 47: 2014 年以来费用率变化情况 (销售管理财务)**


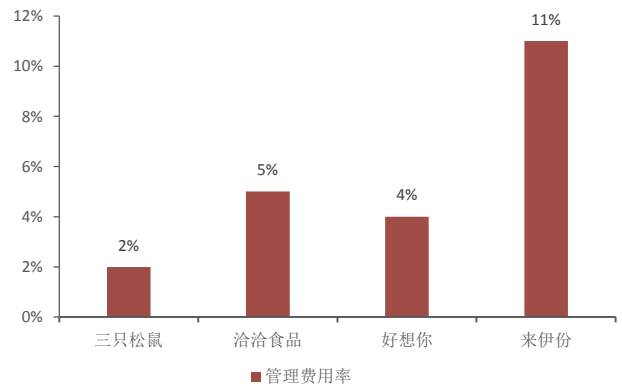
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 48: 行业内公司销售人员数量对比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 49: 行业内公司销售费用率对比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 50: 行业内公司管理费用率对比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 坚果品类高基数下保持低个位数稳定增长;

假设 2: 零食和礼盒快速放量;

假设 3: 规模效应与供应链优化下, 毛利率逐年略提升。

**表 8: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
坚果	收入	3696.3	3844.2	3959.5	4078.3
	增速	5.4%	4.0%	3.0%	3.0%
	成本	2648.9	2748.6	2811.2	2854.8
	毛利率	28.3%	28.5%	29.0%	30.0%
零食	收入	2498.6	3747.9	5247.1	7136.0

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	77.4%	50.0%	40.0%	36.0%
	成本	1775.2	2623.5	3672.9	4995.2
	毛利率	29.0%	30.0%	30.0%	30.0%
果干	收入	492.8	591.4	680.1	768.5
	增速	18.7%	20.0%	15.0%	13.0%
	成本	371.5	443.5	510.0	568.7
礼盒	收入	187.2	374.4	673.9	1010.9
	增速	148.9%	100.0%	80.0%	50.0%
	成本	158.0	374.4	673.9	1010.9
干果	收入	98.1	98.1	98.1	98.1
	增速	-13.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	59.4	58.9	58.9	58.9
花茶	收入	4.2	4.2	4.2	4.2
	增速	-65.9%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	2.0	2.1	2.1	2.1
其他	收入	24.0	24.0	24.0	24.0
	增速	-1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	8.4	8.4	8.4	8.4
合计	收入	7001.2	8684.1	10686.8	13119.9
	增速	26.1%	24.0%	23.1%	22.8%
	成本	5023.4	6259.4	7737.5	9498.9
	毛利率	28.2%	27.9%	27.6%	27.6%

数据来源: Wind, 西南证券

**盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年收入复合增速为 23%，归母净利润复合增速为 25%，EPS 分别为 0.92、1.16、1.47 元，对应 PE 分别为 48X、38X、30X，我们看好公司在线上线下的布局以及未来的成长性，鉴于新股刚上市股价波动较大，暂不给予评级。

## 6 风险提示

原材料价格或大幅波动；供应链风险；食品安全风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7001.17	8684.11	10686.82	13119.91	净利润	303.86	367.63	466.70	591.26
营业成本	5023.41	6252.56	7737.50	9498.89	折旧与摊销	47.98	31.06	48.49	63.30
营业税金及附加	32.15	39.88	49.07	60.25	财务费用	-9.10	0.00	0.00	0.00
销售费用	1460.71	1780.24	2137.36	2597.74	资产减值损失	7.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	113.47	130.26	149.62	183.68	经营营运资本变动	312.12	-485.12	-51.12	-2.25
财务费用	-9.10	0.00	0.00	0.00	其他	-26.18	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	7.82	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>636.50</b>	<b>-92.44</b>	<b>458.08</b>	<b>646.31</b>
投资收益	5.69	6.00	6.00	6.00	资本支出	-158.24	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-79.61	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-237.85</b>	<b>-294.00</b>	<b>-194.00</b>	<b>-94.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>397.85</b>	<b>487.17</b>	<b>619.27</b>	<b>785.35</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.98	3.00	3.00	3.00	长期借款	-4.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>401.83</b>	<b>490.17</b>	<b>622.27</b>	<b>788.35</b>	股权融资	0.00	602.00	0.00	0.00
所得税	97.97	122.54	155.57	197.09	支付股利	0.00	-60.77	-73.53	-93.34
净利润	303.86	367.63	466.70	591.26	其他	-0.11	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-4.11</b>	<b>541.23</b>	<b>-73.53</b>	<b>-93.34</b>
归属母公司股东净利润	303.86	367.63	466.70	591.26	<b>现金流量净额</b>	<b>394.36</b>	<b>154.79</b>	<b>190.55</b>	<b>458.97</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	816.80	971.59	1162.14	1621.12	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	378.27	438.70	539.89	662.73	销售收入增长率	26.05%	24.04%	23.06%	22.77%
存货	1239.72	2021.52	2387.09	2853.10	营业利润增长率	-2.31%	22.45%	27.12%	26.82%
其他流动资产	43.50	72.90	84.33	102.06	净利润增长率	0.61%	20.99%	26.95%	26.69%
长期股权投资	4.04	4.04	4.04	4.04	EBITDA 增长率	-0.80%	18.66%	28.85%	27.09%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	443.56	718.31	876.20	919.85	毛利率	28.25%	28.00%	27.60%	27.60%
无形资产和开发支出	114.07	111.20	107.75	103.74	三费率	22.35%	22.00%	21.40%	21.20%
其他非流动资产	56.54	53.60	50.66	47.73	净利率	4.34%	4.23%	4.37%	4.51%
<b>资产总计</b>	<b>3096.49</b>	<b>4391.85</b>	<b>5212.11</b>	<b>6314.37</b>	ROE	27.33%	18.19%	19.33%	20.31%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.81%	8.37%	8.95%	9.36%
应付和预收款项	1467.90	1830.69	2193.35	2720.93	ROIC	24.50%	21.79%	19.83%	21.92%
长期借款	250.00	250.00	250.00	250.00	EBITDA/销售收入	6.24%	5.97%	6.25%	6.47%
其他负债	266.82	290.53	354.95	431.71	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1984.71</b>	<b>2371.22</b>	<b>2798.31</b>	<b>3402.64</b>	总资产周转率	2.65	2.32	2.23	2.28
股本	360.00	401.00	401.00	401.00	固定资产周转率	26.85	23.81	16.94	15.72
资本公积	50.14	611.14	611.14	611.14	应收账款周转率	31.55	27.63	29.59	29.59
留存收益	701.64	1008.49	1401.67	1899.59	存货周转率	4.32	3.83	3.51	3.63
归属母公司股东权益	1111.78	2020.63	2413.81	2911.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.39%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1111.78</b>	<b>2020.63</b>	<b>2413.81</b>	<b>2911.73</b>	资产负债率	64.10%	53.99%	53.69%	53.89%
负债和股东权益合计	3096.49	4391.85	5212.11	6314.37	带息债务/总负债	12.60%	10.54%	8.93%	7.35%
					流动比率	1.46	1.68	1.66	1.68
					速动比率	0.73	0.71	0.71	0.76
					股利支付率	0.00%	16.53%	15.75%	15.79%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.76	0.92	1.16	1.47
					每股净资产	2.77	5.04	6.02	7.26
					每股经营现金	1.59	-0.23	1.14	1.61
					每股股利	0.00	0.15	0.18	0.23
业绩和估值指标									
EBITDA	436.73	518.23	667.76	848.65					
PE	57.63	47.63	37.52	29.62					
PB	15.75	8.67	7.25	6.01					
PS	2.50	2.02	1.64	1.33					
EV/EBITDA	34.64	32.35	24.82	18.99					
股息率	0.00%	0.35%	0.42%	0.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn