

2019年10月23日

线上休闲食品第一品牌，线下大有可为 增持（首次）

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

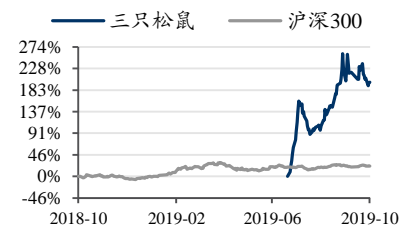
zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7,001	9,844	13,096	17,058
同比(%)	26.1%	40.6%	33.0%	30.3%
归母净利润(百万元)	304	406	553	793
同比(%)	0.6%	33.6%	36.1%	43.5%
每股收益(元/股)	0.76	1.01	1.38	1.98
P/E(倍)	83.60	62.58	45.98	32.04

投资要点

- 线上休闲食品第一家。**2012年，三只松鼠成立于安徽芜湖，次年双十一便跃居天猫“零食/坚果/特产”类目成交额第一名。16年公司尝试从线上走到线下，18年直营店53家，加盟店初试水，当年公司实现全渠道收入70亿元，归母净利润3亿元。
- 大厦之基：强洞察力、高执行力的管理体系。**1) **创始人：**章燎原在休闲食品行业积淀16年，经验丰富，领导力强。2) **管理机制：**设有CEO信箱且做到事事有回响、件件有落实，重视廉政建设；3) **企业文化：**松鼠文化深入人心，从一线管理人员到加盟门店店员，对松鼠的认同感和使命感堪比海底捞。**一流的供应链管理能力和成熟的轻资产模式。**1) **轻资产模式高效率；**2) **原材料直控管成本：**成立专门的贸易部门管理坚果进口，控制成本。3) **供应商强管理保品质：**18年末供应商420家，通过录音、记录等方式严格管理筛选过程，力求透明公正；生产标准亦高出行业，并建立完善的动态调整机制。
- 线上流量红利趋缓，新产品产生新动能。**1) **收入端，**公司经历17年双十一降速的危机后，开始向新产品驱动转型，18年研发投入翻番，19年线上增速恢复较高水平(40%+)，我们预计中期公司仍维持高性价比模式，线上毛利率提升空间有限；2) **费用端，**费用率下降的通道主要在于通过提高客单价(如大礼包等)摊薄物流费用，通过品牌效应摊薄推广费用，通过入仓模式摊薄平台服务费用。
- 线下初步布局时，初期千店可期：**我们通过复盘昔日走往线下的淘品牌(如茵曼、御泥坊)及线下食品公司(如绝味、来伊份)的历程发现，休闲食品从线上走到线下需要做好是 a.可复制的、高效益的经营模式，b.扩大比较优势(如品牌知名度可降低租金成本，规模效应提高物流成本，供应链管理降低生产成本等)，而这都是松鼠所具备的优势。**直营模式重体验、打品牌、做示范：**直营店面积多在300+平，有观影等体验空间，渠道毛利率高，但相应销售活动较多，19H1成熟直营店净利率7.5%，高出18年公司整体的5%；**加盟初探、建立成熟的扩张模型：**前期设置较高的笔面试门槛筛选合格“合作伙伴”，后期无首次加盟费无保证金要求，初始投资30万起，平均投资回收期12-18月，低投入、快回本、高收益，加盟商储备充足，我们认为公司中期有能力实现开店三千家。
- 盈利预测与投资评级：**三只松鼠作为线上休闲食品第一品牌积极发力线下，看好未来线下门店扩张节奏，线上线下协同可期。我们预计19-21年公司营收增速41/33/30%，归母净利增速为34/36/44%，EPS为1/1.4/2.0，对应PE为63/46/32，长线看好公司持续成长性，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**食品安全风险，原材料成本波动，线下扩张不利。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	63.35
一年最低/最高价	17.62/81.50
市净率(倍)	18.43
流通A股市值(百万元)	2597.35

基础数据

每股净资产(元)	3.44
资产负债率(%)	48.58
总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	41.00

相关研究

内容目录

1. 轻资产、高周转、快响应模式，是否高处不胜寒？	5
1.1. 管理层：反馈机制及时，强洞察力、高执行力.....	5
1.2. 研发力：逆水行舟，不进则退.....	7
1.3. 采购模式：供应商管理能力强，成本优势领先.....	9
1.4. 供应链：物流信息化管理，线上经验复制到线下.....	11
2. 从现象到本质看利润率提升	13
2.1. 线上：盈利改善的机会在何处？	13
2.2. 线下：布局早期，怎么看休闲食品零售业态大势？	19
2.2.1. 线下基因非一日之功，电商基因如何赢得线下认可.....	19
2.2.2. 昔日辉煌线下门店，如今几家欢喜几家愁.....	21
2.2.3. 三只松鼠：直营塑品牌，加盟助扩张，向三千店进军.....	23
3. 盈利预测与投资建议	31
4. 风险提示	32

图表目录

图 1: 百草味/良品铺子/三只松鼠发展历程	5
图 2: 三只松鼠收入 (亿元) 及变动	6
图 3: 三只松鼠利润 (亿元) 及变动	6
图 4: 章燎原控股下的三只松鼠生态圈 (截至 19 年中报)	6
图 5: 公司分职级薪酬变化 (万元)	7
图 6: 各公司管理费用率对比	7
图 7: 公司历年双十一收入及增速	7
图 8: 公司研发费用支出在 18 年有大幅提升	7
图 9: 新品开发流程	8
图 10: 采购流程	9
图 11: 供应商数量变动	10
图 12: 亿滋通过收购兼并频繁调整产品线, 导致报表业绩波动较大	12
图 13: 三只松鼠联盟工厂理念	12
图 14: 线上休闲食品集中度、线上坚果集中度(2019.9)	14
图 15: 不同品类线上渗透率、集中度	14
图 16: 中秋前每日坚果折扣	15
图 17: 不同公司毛利率对比	16
图 18: 三只松鼠分品类毛利率	16
图 19: 18 年销售费用明细 (单位: 亿元)	17
图 20: 平台服务费率、物流费用率走势	17
图 21: 阿里收入结构 (亿元)	18
图 22: 三只松鼠推广费率和平台服务费率	18
图 23: 三只松鼠物流仓储费用/营业收入	18
图 24: 良品铺子单位运输成本[元/(kg、件)]	18
图 25: 茵曼发展历程	20
图 26: 小米之家发展节奏	21
图 27: 休闲食品线下门店数量变迁 (单位: 个)	22
图 28: 来伊份直营门店结构 (家)	23
图 29: 来伊份分地区收入结构 (单位: 亿元)	23
图 30: 三只松鼠分渠道毛利率	23
图 31: 良品铺子分渠道毛利率	23
图 32: 三只松鼠二代店铺	24
图 33: 店铺内多设有休闲娱乐区	24
图 34: 部分休闲食品公司百度指数	24
图 35: 各家直营店线下租金/直营收入对比	25
图 36: 不同品牌租金/收入比	25
图 37: 三只松鼠门店培养体系	25
图 38: 19H1 休闲食品公司门店数量	30
图 39: 可比公司估值	32
表 1: 休闲食品公司经营数据对比	10

表 2: 存货变动.....	11
表 3: 驻厂品控与巡检相结合.....	11
表 4: 百草味财务数据概览 (单位: 万元)	13
表 5: 三只松鼠财务数据概览 (单位: 万元)	13
表 6: 什么值得买电商导购订单区间分布.....	14
表 7: 三只松鼠线上坚果、零食收入和毛利走势 (单位: 亿元)	15
表 8: 百草味线上收入和毛利走势.....	16
表 9: 三只松鼠分渠道收入.....	17
表 10: 运输费用和收入变动的敏感性分析 (以 18 年业绩为基准, 18 年净利润 3.04 亿元) .	18
表 11: 服饰品牌双十一销量排名变动.....	20
表 12: 小米线下门店类型及分类.....	21
表 13: 直营门店投资回收期 and 净利率情景分析 (单位: 万元)	26
表 14: 投食店投资回收期测算 (保守假设: 情景 3, 以在春节前开店为例, 单位: 万元) ..	26
表 15: 三只松鼠加盟政策.....	27
表 16: 松鼠小店加盟笔试面试人数及通过率.....	27
表 17: 加盟小店投资回收期测算 (单位: 万元)	28
表 18: 加盟店投资回收期测算 (中性假设: 情景 3, 单位: 万元)	28
表 19: 三只松鼠加盟店分布.....	29
表 20: 收入预测 (单位: 亿元)	31

1. 轻资产、高周转、快响应模式，是否高处不胜寒？

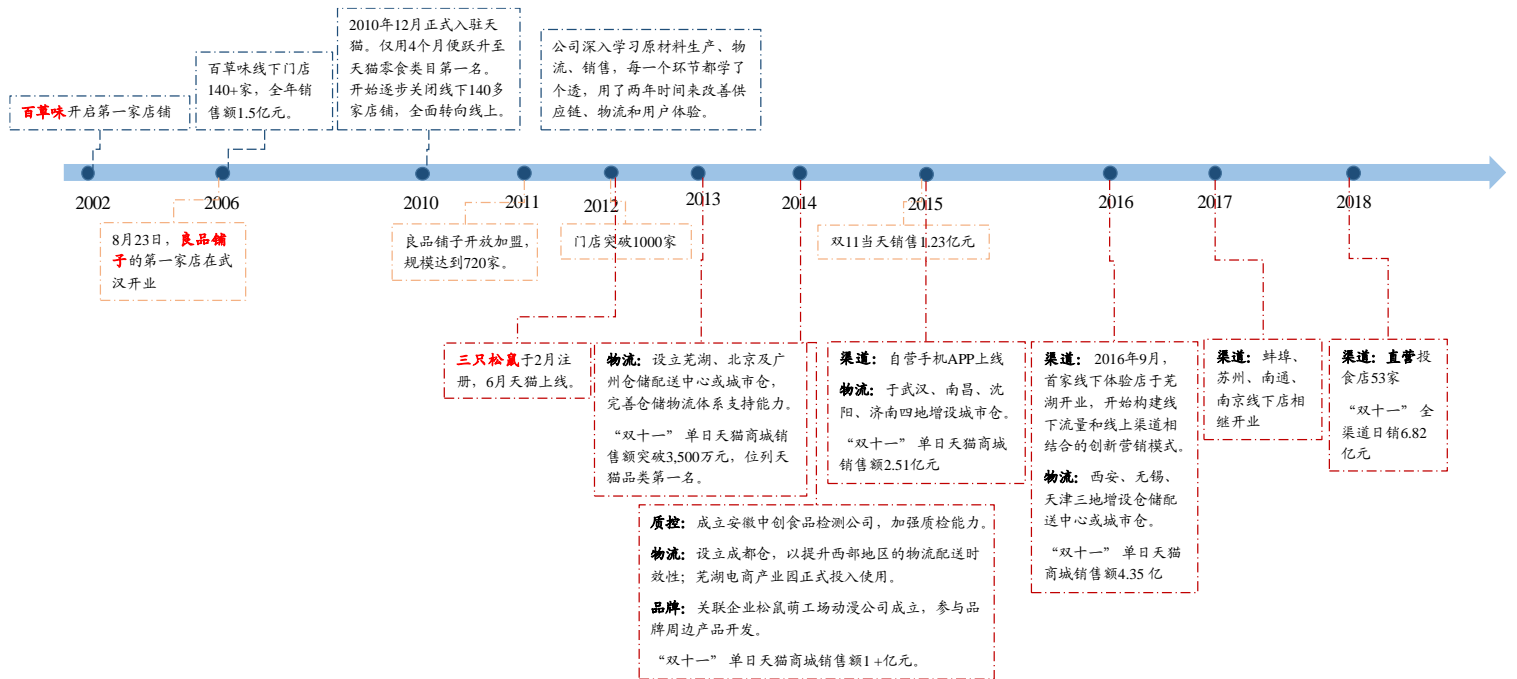
1.1. 管理层：反馈机制及时，强洞察力、高执行力

2012年2月三只松鼠注册成立，当年6月，公司“三只松鼠”品牌上线天猫商城。2013年，相继设立芜湖、北京及广州仓储配送中心或城市仓，完善仓储物流体系支持能力。同年“双十一”购物节当天，公司于天猫商城的销售额突破3500万元，位列天猫商城“零食/坚果/特产”类目成交额第一名。

2016年9月，公司首家线下体验店于芜湖开业，并构建线下流量和线上渠道相结合的创新营销模式。2018年线下体验店共53家。线下体验店正式投入运营，线下加盟店初试水，加速线下渠道布局。多地设立物流仓、和第三方仓配服务商合作，2018年“双十一”购物节中，公司于全渠道日销6.82亿元，仍高居同品类榜首。

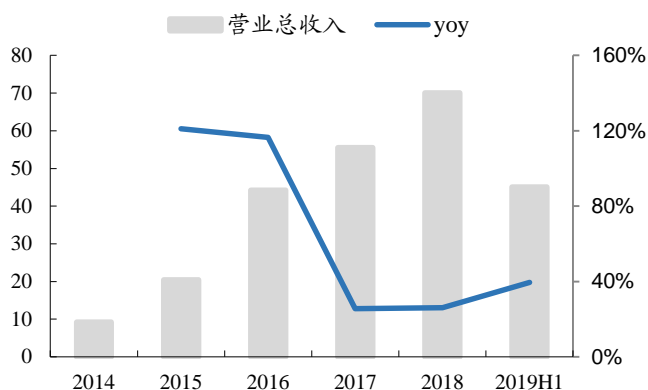
现在，公司加快铺设线下，包括以品牌和体验为目的的投食店以及能够更便利触达用户的松鼠联盟小店。截至2019年6月，投食店、联盟小店分别开设73家、78家。

图 1：百草味/良品铺子/三只松鼠发展历程



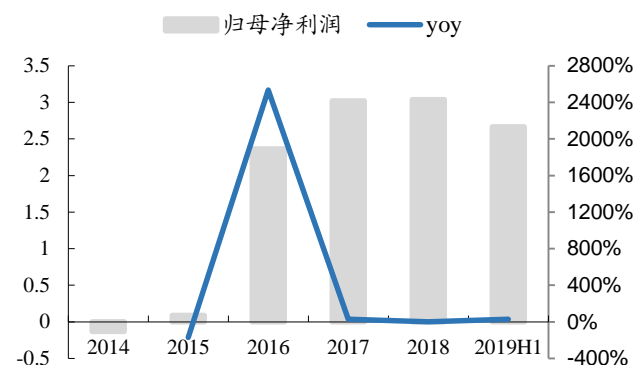
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 三只松鼠收入 (亿元) 及变动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

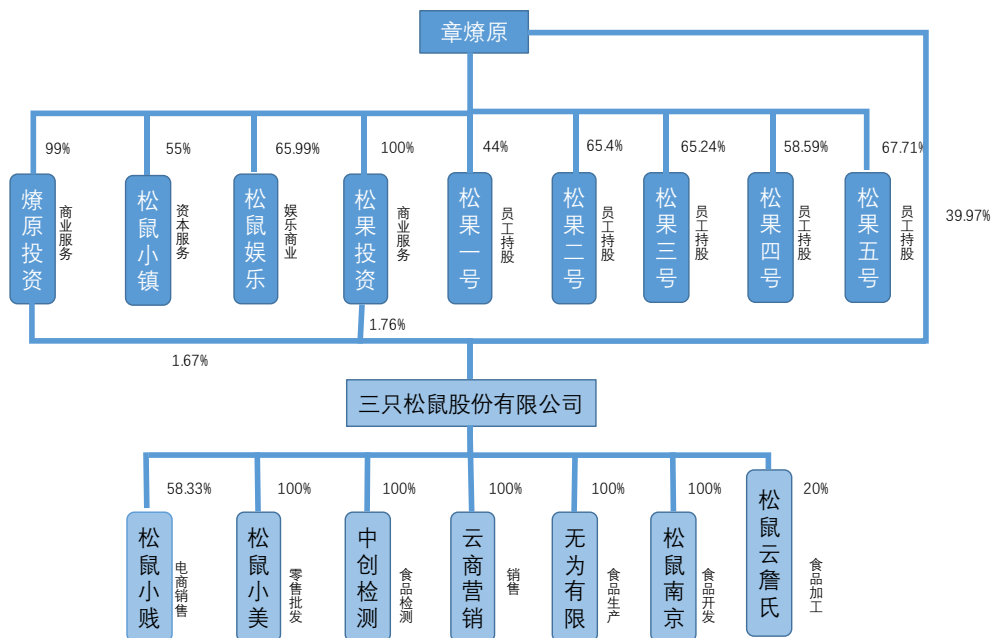
图 3: 三只松鼠利润 (亿元) 及变动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

创始人/实际控制人章燎原, 草根出身、经验丰富。章燎原 (44 岁), 草根出身, 03 年起在安徽詹氏食品有限公司先后担任区域经理、副总经理、营销总监、总经理、董事, 12 年创立三只松鼠, 现任董事长、总经理, 休闲食品行业积淀 16 年。此外, 章燎原实控松鼠娱乐、松鼠影视等公司, 兼任松鼠小镇执行事务合伙人, 便于通过文娱形象深化品牌 IP。

图 4: 章燎原控股下的三只松鼠生态圈 (截至 19 年中报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

内部管理机制透明高效, 企业文化年轻奋进、团结。1) **透明:** 公司内部设有多处 CEO 信箱, 鼓励员工反映心声和建议以完善企业制度和管

严格保密，章燎原批阅后，内网做出公开回复，做到事事有回响，件件有落实。**2) 年轻：**截至 2018 年 12 月 31 日，不考虑客服、生产、物流、后勤等劳动力密集部门，公司本科及以上学历人员占比超过 67%，员工平均年龄约 24.2 岁，是互联网主要覆盖的用户年龄段，对新兴事物具有较高的接受力和学习能力。**3) 培养&激励：**从内部培养机制看，公司通过内外部培训等机制挖掘员工潜力、因材施教培养人才，打造了一批业务技能扎实的员工团队，鼓励内部个体经营制，重视员工活力。平均薪酬高出当地平均水平 50% 以上，激励到位，吸引人才、管理人才能力领先。

图 5: 公司分职级薪酬变化 (万元)

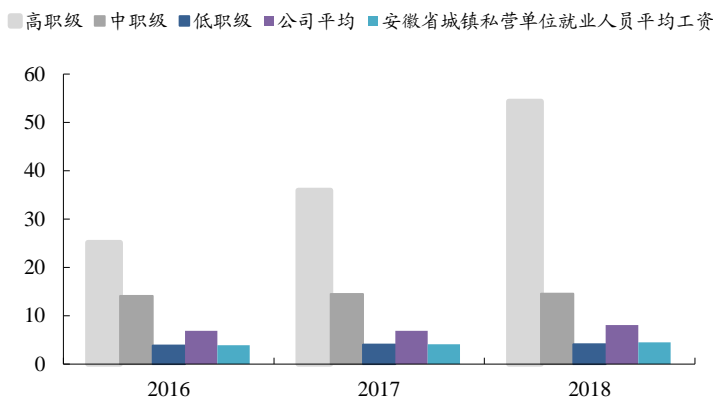
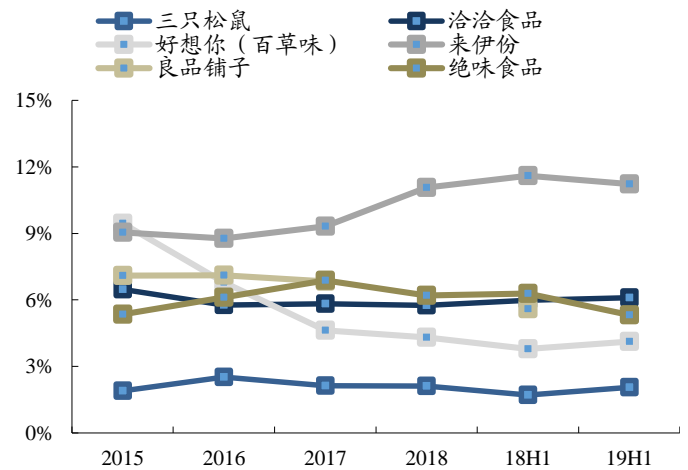


图 6: 各公司管理费用率对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

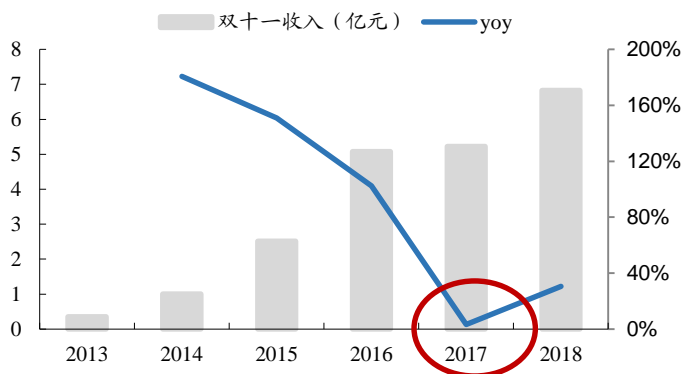
大厦之基: 精神内核与企业文化。回看迪士尼和海底捞的成功经验, 我们可以发现巨头的崛起离不开企业文化的积淀。**对内:**章燎原担任松鼠洗脑学院的“首席洗脑官”, 公司内部管理上要求员工必须用“鼠名”, 员工对自己小松鼠的身份认同度高, 坚持并奉行“让天下主人爽起来的使命”, 员工年轻但公司文化深厚。结合我们调研看, 从一线门店员工到线上客户、公司中高层等都对松鼠文化价值观有较高认同感, 忠诚度高。**对外:**公司暂时还没有走传统食品企业明星代言的路径, 而是选择自创 IP, 并通过松鼠相关的影视形象和乐园项目去强化 IP, 打造生态圈, 提高品牌辨识度。**公司始终保持核心战略的一致性和战术的及时性, 坚持让天下主人爽起来的使命, 贯彻求变求新的路线。**

1.2. 研发力: 逆水行舟, 不进则退

17 年双十一折戟后, 调整动力再出发。截至 16 年, 公司历年双十一基本保持业绩翻番的良好势头, 17 年双十一全渠道增速不足 5%, 公司痛定思痛, 提出“让松鼠再次伟大”的口号。**在产品端,**加大研发力度, 18 年研发费用翻番, 当年做出 5 个月上新 130 余款产品的好成绩。公司在坚果品类原有创新之上, 摸索中保面包等产品, 新品驱动下, 18 年逐步恢复高增长。

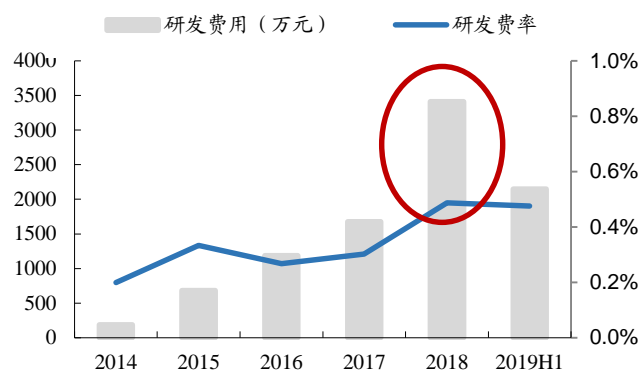
图 7: 公司历年双十一收入及增速

图 8: 公司研发费用支出在 18 年有大幅提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

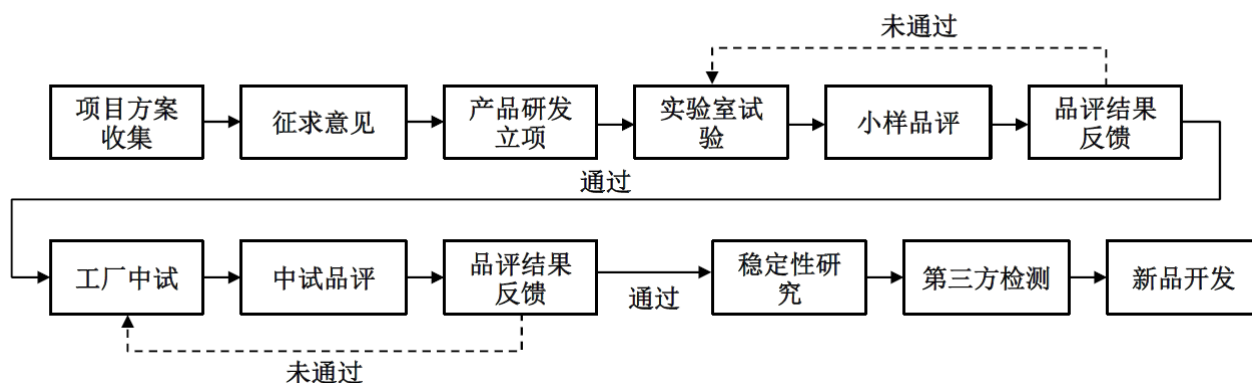
注：13-15年为天猫商城统计口径，16-18年为全渠道



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

从研发速度看松鼠精神，善调整，快响应，以客户需求为核心。松鼠内部从商品洞察(选品会)到上新只要40天，其中包括新品试验、包装、筛选生产厂家、淘宝网制作、推广促销玩法、第一波用户数据回流。在上新筹备过程中，公司产品研发部门直接入驻对方工厂，指导改良和研发、质检人员审厂，同时，包装印刷人员等入驻公司展开包装合作。三只松鼠洞察力很强，通过不断挖掘不断上新的高效率模式，来弥补市场不确定性的风险。

图 9：新品开发流程



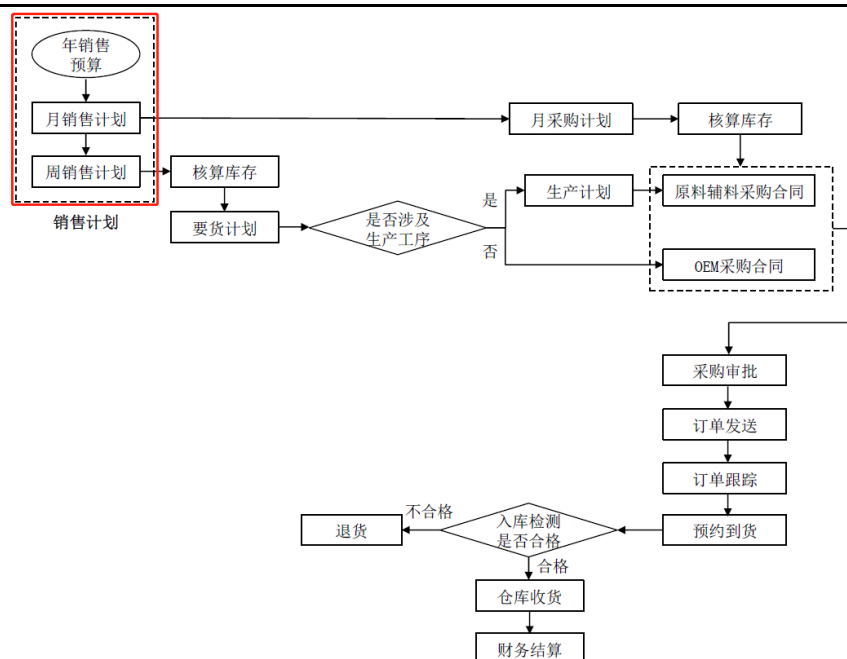
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

内部研发注重人才管理，外部合作赋能。对内，2018年公司在南京设立专门的研发子公司，研发从安徽移至南京，吸引多方人才，18年末研发人员223人，当年研发人员平均工资14.8万元，同比增长48%。对外，公司与国际领先的食物配料研发企业杜邦达成战略合作，共同推进休闲食品的产品研发与产业化进程，共享技术和成果，且设定保密期，保密期内丹尼斯克(杜邦子公司)不向第三方进行销售专用配料产品，在同等条件下，公司优先向丹尼斯克进行采购。

1.3. 采购模式：供应商管理能力强，成本优势领先

区别于其他厂商的原材料强直控模式，高效的成本管理能力。三只松鼠的原材料一般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，最后交由公司进行严格的质量检测、产品筛选及分装。对于部分坚果产品（以进口坚果为主），公司会采取原料自主采购并委托认证厂商进行加工的方式进行。在该模式下，公司还成立专门的贸易部门管理坚果进口，对原材料的品质和价格实现直接管理，更好发挥公司在规模化采购谈判以及进口贸易等方面的经验优势。此外在原材料考察上，秉承为客人提供质高价优产品的原则，创始人章总也会亲自探访各地食材，搜寻优质原料。

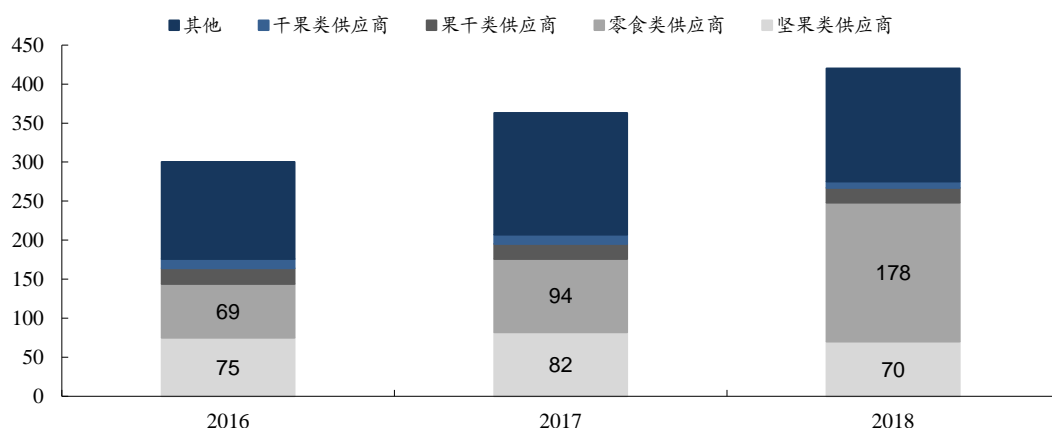
图 10：采购流程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公开透明的采购模式，动态完善的供应商管理制度。18 年供应商总数 420 家，较 17 年增加 57 家。从结构上看，新品开发带动零食类供应商增加 84 家，坚果品类相对成熟，供应商整合带来坚果经销商减少 12 家。供应商管理 1) **透明公正**：对相关采购业务人员及采购流程通过录音、记录存档、专人调看等方式进行严格管理，确保采购流程透明。2) **动态完善**：公司制定有供应商目录及完善的更新淘汰机制，对于新开发供应商有严格的筛选标准以及相应的供应商开发及流程管理制度（如供应商实地考察制度等）；对于合作加工厂商，公司会对其原料采购等环节进行监督，合作加工厂商的生产标准也必须严格按照公司规定执行。

图 11: 供应商数量变动



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

高周转快响应, 经营效率领先。代工轻资产模式下, 公司总资产周转率远高于行业水平。高信息化水平下的存货管理, 带来高存货周转率, 公司存货受春节、双十一等影响存在季节性波动, 4-9 月为销售淡季, 往往存货余额较低, 一般存货会采用“订单量+安全库存”的管理模式, 根据淡旺季设置不同的安全库存, 一般为 7-10 天左右; 对上游供应商的强管理能力驱动应付账款周转率较低。

表 1: 休闲食品公司经营数据对比

	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1
存货周转率						
三只松鼠	3.38	2.58	3.50	-	4.32	3.62
洽洽食品	2.13	1.27	2.34	1.45	2.54	1.47
好想你 (百草味)	1.85	1.81	2.55	1.96	2.99	2.20
来伊份	6.27	4.22	5.70	3.48	5.44	3.84
良品铺子	5.28	-	6.33	4.22	-	-
总资产周转率						
三只松鼠	2.76	1.59	2.57	-	2.65	1.56
洽洽食品	0.80	0.39	0.81	0.41	0.86	0.41
好想你 (百草味)	0.56	0.42	0.80	0.53	0.93	0.54
来伊份	1.39	0.68	1.26	0.71	1.33	0.75
良品铺子	1.95	-	1.95	1.07	-	-
应付账款周转率						
三只松鼠	4.36	3.25	4.43	2.50	4.49	3.08
洽洽食品	7.75	4.70	8.13	5.23	6.86	3.68
好想你 (百草味)	4.46	3.27	5.11	3.85	5.27	3.25
来伊份	3.36	2.26	3.33	2.10	3.36	2.27
良品铺子	7.03	-	7.57	4.11	-	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 存货变动

	2014	2015	2016	2017	2018	19H1
存货 (亿元)	3.49	6.58	11.68	10.88	12.40	4.85
次年春节日期	2月19日	2月8日	1月28日	2月16日	2月5日	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三只松鼠曾经历过食品安全问题的至暗时刻, OEM 代工的隐患始终是公司关注的重点。通过明确在原料甄选、生产加工、运输贮存、流通环节中三只松鼠和合作伙伴的各自质量管控责任及应对措施, 公司将质量控制制度的覆盖范围从公司自身拓展至产业链各个环节, 不断推动全产业链的规范化操作, 提高质控能力, 具体来看:

事前: 公司制定完善的供应商管理制度, 签订合同前有严格的现场评估手续。

事中: 成立子公司安徽中创食品检测有限公司, 加大检测投入。驻厂品控与巡检相结合: 设置驻厂品控人员模式, 实时监督合作加工厂商的生产流程, 借助远程视频监控等方式进行实时监督; 每年对每个合作加工厂商开展至少 1-2 次的例行检查和 1 次的突击检查, 并对重点或质量有波动的供应商增加巡检次数。

表 3: 驻厂品控与巡检相结合

	驻场监督		到货检测			
	驻厂时间总计 (人天)	驻厂费用支出 (万元)	到货批次数	第三方送 检批次数	中创检测 批次数	中创检测公司检测机 器数量 (台)
2016	3,255	65	14,021	1,115	17,000	107
2017	2,341	79	24,871	1,880	29,675	345
2018	2,620	98	57,357	2,908	59,247	363

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

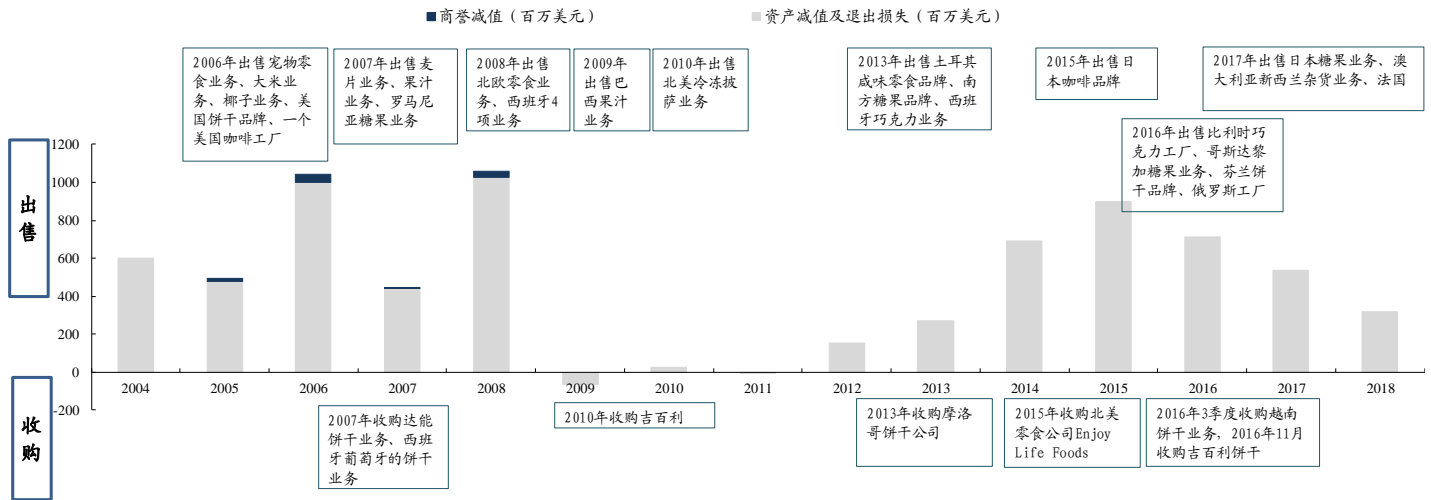
事后: 在相关货品进入公司体系后, 公司在入场、仓储、生产、物流抽检、客户反馈等环节设置监控节点, 并利用云质量信息化平台进行全过程追溯。建立了完善的售后质量问题追溯体系, 根据消费者反馈积极调整。

1.4. 供应链: 物流信息化管理, 线上经验复制到线下

轻资产模式降低调整成本, 提高产品调整速度。现在国际休闲食品巨头大多数是在早期通过大单品驱动业绩增长, 带来品牌效应, 后期通过收购兼并扩大产品矩阵, 延伸业务范围。如亿滋先后收购过咖啡、饼干等业务, 后出于产品矩阵考虑, 在每年有兼并收购或出售的调整, 这就导致带来了较高的商誉减值和资产退出损失风险。例如, 15 年亿滋因出售咖啡业务等带来资产减值和退出损失 9 亿美元。相较之下, 轻资产模式有业

务调整相对较快，整合成本低的优点，也免去了收购兼并的波动和商誉高增的风险。

图 12: 亿滋通过收购兼并频繁调整产品线，导致报表业绩波动较大

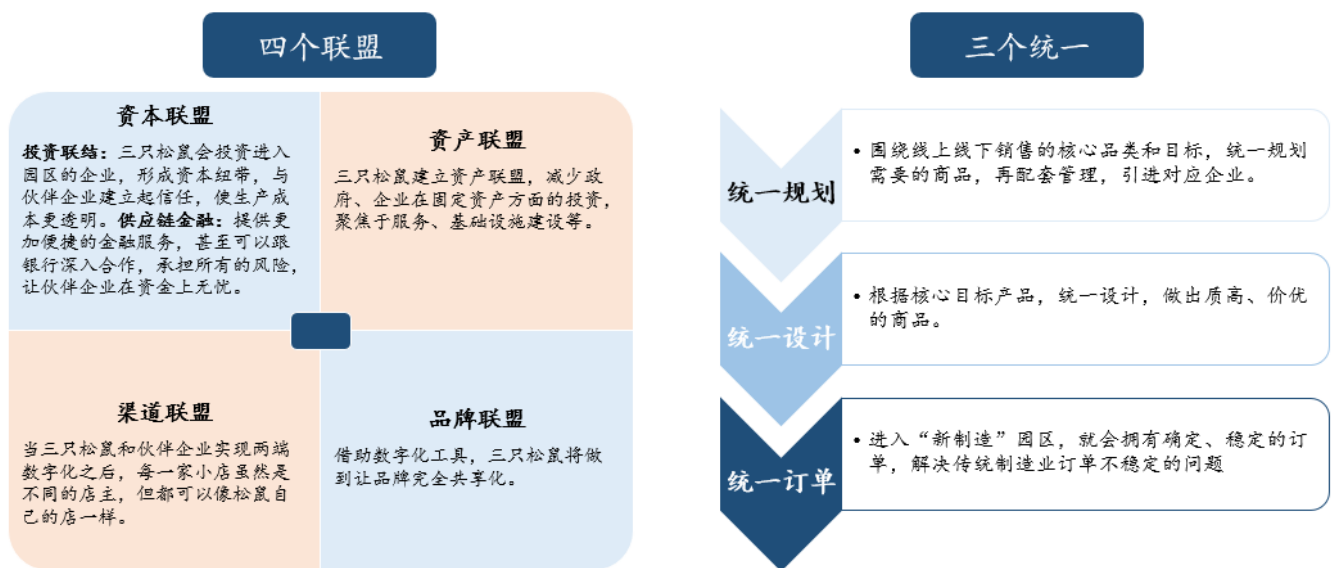


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三只松鼠供应链管理能力强，18年数字化提高+运营流程改善明显。过去公司每日坚果出厂到销售有28天，公司通过数字化系统导入到生产端之后，将日期缩短到7.8天。18年规模优势日益凸显，过去发货流程是上游发到配送中心，再发到大仓，一大部分产品从工厂发到仓，现在部分商品可以实现从工厂直接发到消费者。

联盟工厂目标“4个联盟，3项统一”，生产力提升为根本。公司认为深入供应链后对生产力的提升至关重要，而供应链中最需要解决的是分工及生产关系的问题。通过生产力提升，信息化提高，实现更快地洞悉消费者需求，实现产品创新升级，为消费者提供质高价优、新鲜、丰富、便利的快乐零食。

图 13: 三只松鼠联盟工厂理念



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 从现象到本质看利润率提升

2.1. 线上：盈利改善的机会在何处？

现象：线上基因休闲食品公司为何始终在低利润区徘徊？

从 ROE 看，2018 年三只松鼠 ROE 为 27%，百草味为 25%，在食品饮料板块中处于前 1/10 分位，表现优异，但是拆解来看，公司的高 ROE 来自于较高的资产周转率、权益乘数（食品饮料板块中处于前 1/10 分位），销售净利率在食品饮料板块中相对落后（食品饮料板块中处于约 7/10 分位）。且伴随上市后权益乘数下降，ROE 有下降趋势。从长期来看，利润率能否贡献拉升 ROE 水平成为市场关心的主要问题之一，接下来我们将由运营至报表去推算线上业务利润提升空间。

表 4：百草味财务数据概览（单位：万元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018	2019H1
总资产	15,560	39,921	99,128	159,073	140,617	99,051	184,655	125,860
净资产	-389	3,665	5,036	31,489	41,226	51,519	55,130	62,002
营业收入	22,882	61,213	126,366	112,637	307,773	209,031	388,807	240,617
营业利润	25	-672	1,804	1,163	13,252	13,923	18,806	18,296
净利润	-10	-646	1,371	1,570	9,737	10,293	13,904	13,530
资产周转率	1.47	1.53	1.27	0.71	2.19	2.11	2.11	1.91
销售净利率	0.0%	-1.1%	1.1%	1.4%	3.2%	4.9%	3.6%	5.6%
权益乘数	-40.01	10.89	19.68	5.05	3.41	1.92	3.35	2.03
ROE	3%	-18%	27%	5%	24%	20%	25%	22%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 5：三只松鼠财务数据概览（单位：万元）

	2014	2015	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1
总资产	65,196	107,654	213,205	151,002	218,220		309,649	268,044
净资产	12,863	30,360	60,590	74,642	80,792		111,178	137,824
营业收入	92,447	204,306	442,270	289,396	555,419	323,207	700,117	451,141
营业利润	-1,479	1,461	31,610	32,277	40,726	28,423	39,785	35,357
净利润	-1,287	897	23,650	24,052	30,202	20,826	30,386	26,646
资产周转率	1.42	1.90	2.07	1.92	2.55		2.26	1.68
净利率	-1.4%	0.4%	5.3%	8.3%	5.4%	6.4%	4.3%	5.9%
权益乘数	5.07	3.55	3.52	2.02	2.70		2.79	1.94
ROE	-10%	3%	39%	32%	37%		27%	19%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率是否有提升空间？

从线上消费习惯看，线上低价产品消费仍是注重性价比的阶段。休闲食品本来是偶发性刺激性消费需求，及时满足要求较高，但电商有天然的物流滞后属性，消费者在牺牲及时满足后，往往会更需要性价比上的补偿。在电商导购平台什么值得买的导购订单上，从订单数看，50%的订单导购价格在 30 元以下，这也是休闲食品单件价格的高聚集区，从成交金额看，100-1000 元区间成交额占比 36%，也是三只松鼠年成交额占比 64%的区间。

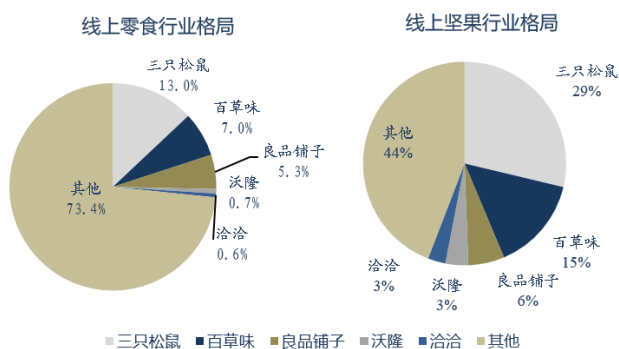
表 6: 什么值得买电商导购订单区间分布

价格区间	单次交易金额按成交订单数分布			各价格区间的订单形成的交易总金额分布		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
1-10 元	45.69%	26.91%	25.95%	2.15%	1.05%	0.94%
11-30 元	20.75%	26.51%	24.29%	3.33%	3.27%	2.90%
31-100 元	17.11%	24.89%	25.26%	9.22%	10.20%	9.62%
101-300 元	10.61%	14.05%	16.13%	16.89%	16.86%	16.99%
301-1,000 元	3.88%	5.19%	3.23%	19.91%	19.64%	19.07%
1,001-5,000 元	1.40%	2.09%	2.39%	27.10%	31.22%	30.79%
5,001-10,000 元	0.18%	0.27%	2.33%	8.13%	11.19%	15.25%
10,000 元以上	0.38%	0.09%	0.37%	13.28%	6.57%	4.44%

数据来源：值得买招股说明书，东吴证券研究所

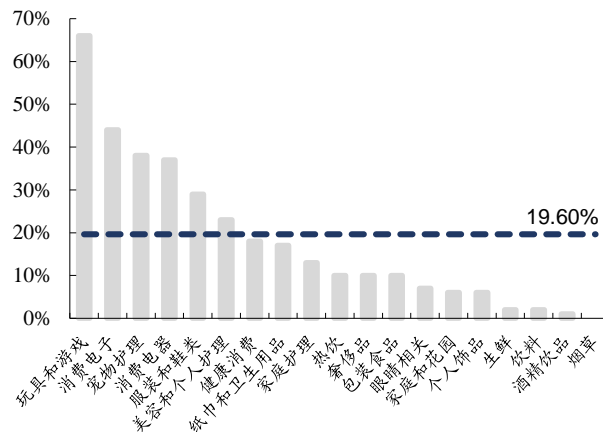
从竞争格局看，市场分散情况下难免促销，渗透率提升仍是目标。目前线上休闲食品集中度低，淘宝 CR3 为 25%，坚果淘宝渠道 CR3 为 50%，考虑到休闲食品线上渗透率处于平均水平以下，渗透率、市占率仍是公司主要目标，我们认为低价促销仍将是中短期态势，此外线上休闲食品消费多为囤货>即时满足，价格敏感性高，消费者需求易受到低价促销影响，故线上毛利率水平有限。

图 14: 线上休闲食品集中度、线上坚果集中度(2019.9)



数据来源：淘数据，东吴证券研究所

图 15: 不同品类线上渗透率、集中度



数据来源：Euromonitor，东吴证券研究所

图 16: 中秋前每日坚果折扣

每日坚果品牌	内容物	原价 规格: 30 袋*25g	中秋促销活动	原价 (元/袋)	促销价 (元/袋)	促销折扣	18.08-19.07 年销售额 (亿元)
三只松鼠	巴旦木仁、核桃仁、开心果仁、榛子仁、夏威夷果仁、腰果仁、蓝莓干、黑加仑葡萄干、蔓越莓干	138	前 5 万份 99 元 之后 104 元	4.6	3.3	72%	4.14
百草味	巴旦木仁、腰果仁、核桃仁、榛子仁、开心果仁、蓝莓干、葡萄干、蔓越莓干	138	前 3 万件 78 元 之后 89 元	4.6	2.6	57%	1.65
洽洽	巴旦木仁、核桃仁、榛子仁、腰果仁、蔓越莓干、黑加仑葡萄干、蓝莓干	139	139 减 40 元券	4.63	3.3	71%	2.57
沃隆	巴旦木仁、核桃仁、腰果仁、榛子仁、蓝莓干、蔓越莓干	139	9 折	4.63	4.17	90%	1.14
良品铺子	核桃仁、开心果仁、榛子仁、腰果仁、蔓越莓干、蓝莓干、红提干	126	立减 37 元	4.2	2.97	71%	1.18

数据来源: 淘宝网, 东吴证券研究所

从线上渠道看, 低毛利低成本的入仓模式占据一定份额, 与自营渠道比毛利差额扩大。横向来看, 入仓模式的优点是不用承担平台佣金费用、推广费, 只需配合部分促销活动, 相应的毛利率也略低, 入仓模式占比提高则会拉低毛利率水平。纵向来看, 三只松鼠的坚果和零食 B2C 渠道和入仓模式毛利率差额基本由 16 年的 5pct 扩大到 18 年的 7pct, 百草味也表现出相同走势, 目前两家线上基因公司入仓收入占比都约为 1/3, 相对毛利率低 7pct, 平台对供应商形成一定挤压。

表 7: 三只松鼠线上坚果、零食收入和毛利走势 (单位: 亿元)

品类	渠道	2016			2017			2018		
		收入	/线上收入	毛利率	收入	/线上收入	毛利率	收入	/线上收入	毛利率
坚果	B2C	25.2	85.4%	28.9%	23.1	69.6%	29.0%	22.0	68.2%	30.0%
	入仓	4.3	14.6%	23.8%	10.1	30.4%	21.5%	10.2	31.8%	23.3%
	线上合计	29.5		28.1%	33.2		26.7%	32.2		27.9%
零食	B2C	6.9	80.4%	35.6%	9.2	66.9%	33.9%	16.8	72.6%	30.3%
	入仓	1.7	19.6%	30.0%	4.5	33.1%	27.3%	6.3	27.4%	22.9%
	线上合计	8.6		34.5%	13.7		31.7%	23.1		28.2%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 8: 百草味线上收入和毛利走势

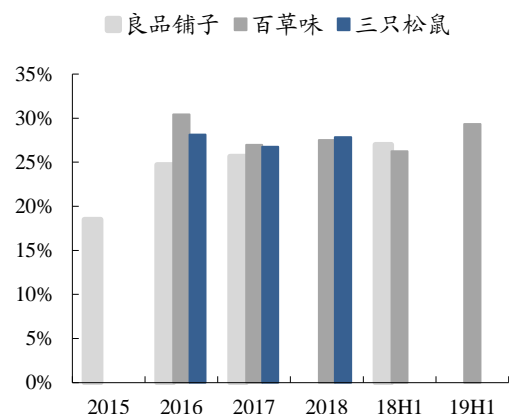
渠道	2016年8-12月			2017			2018			19H1		
	收入	/线上收入	毛利率	收入	/线上收入	毛利率	收入	/线上收入	毛利率	收入	/线上收入	毛利率
B2C	8.7	71.2%	30.5%	21.6	65.5%	28.7%	25.4	62.3%	29.6%	16.5	65.1%	31.8%
入仓	3.5	28.8%	30.2%	11.4	34.5%	23.7%	15.3	37.7%	24.1%	8.8	34.9%	24.8%
线上合计	12.2		30.4%	33.0		27.0%	40.7		27.5%	25.3		29.3%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

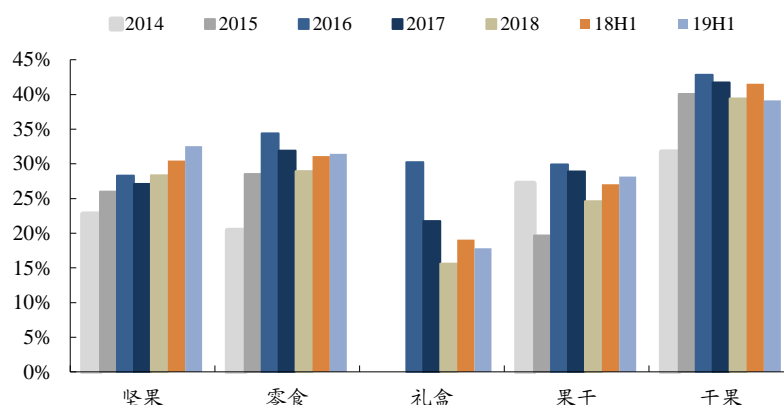
从公司战略定位看, 质高价优仍是中期策略。在客户端, 线上销售价格受到挤压, 在成本端, 公司可依靠规模采购优势降低原材料成本, 通过赋能供应商提高效率降低上游生产成本, 包括帮助供应商改善生产流程。我们认为长期来看公司有通过技术改进和规模优势降低成本的能力, 但考虑到行业中竞品同样在食品工业化上发力、降低成本, 三只松鼠比较优势有限, 降本或主要体现在单价的降低。结合公司战略看, 公司定位质高价优, 提价非中短期目标, 市占率和复购率才是, 故我们预测线上毛利率提升空间有限。

图 17: 不同公司毛利率对比

图 18: 三只松鼠分品类毛利率



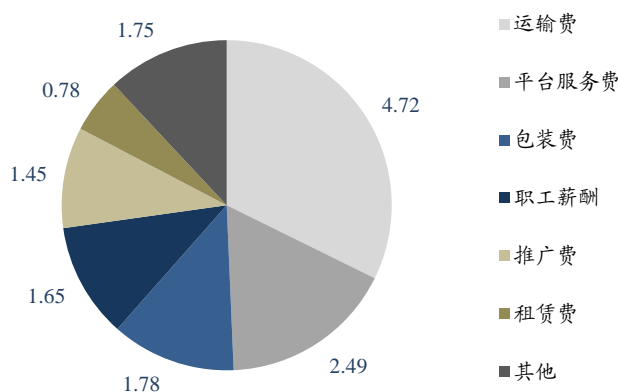
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

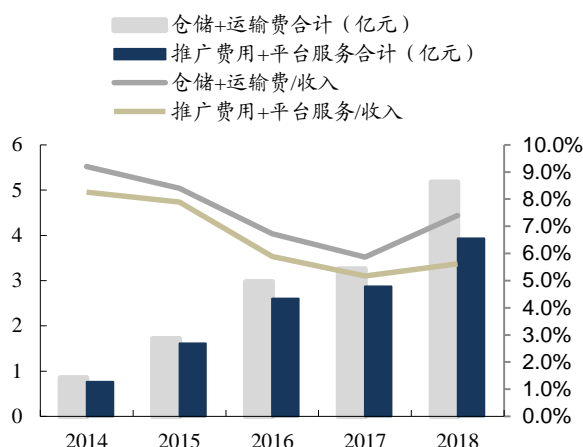
销售费用: 平台服务费微增, 物流费用改善空间较大。18年平台费用率+推广费用率为5.6% (+0.45pct), 运输仓储费用率为7.4% (+1.5pct)。伴随线下开店, 线上平台费和物流费用均有望摊薄, 我们认为其中物流费用改善将贡献较大弹性。

图 19: 18 年销售费用明细 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 20: 平台服务费率、物流费用率走势



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

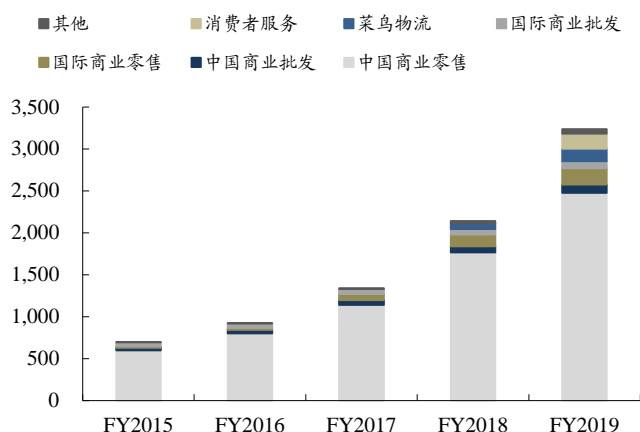
从平台收入角度看, 流量佣金费是电商平台主要收入来源, 对应也是线上商家固定支出。16-17 年三只松鼠的平台服务费用占比下降主要因为无需平台服务费的入仓模式销售占比增加所致, 18 年平台服务费/线上自营收入提升 2pct, 主要是天猫平台为打造爆款并吸引站外流量支出较多淘宝客费用, 历年来公司品牌效应提升, 推广费用下降趋势明显。19H1 公司自有 app 实现收入 0.4 亿元, 客单价为 132.71 元, 对线上收入形成良好补充。

表 9: 三只松鼠分渠道收入

	合作模式	开始合作时间	销售收入 (亿元)				
			2014	2015	2016	2017	2018
天猫商城	自营	2012 年 6 月	7.26	15.47	28.17	29.32	33.15
京东自营	入仓	2016 年 3 月			1.89	6.45	10.25
天猫超市	入仓	2015 年 6 月			3.79	7.79	6.82
京东商城	自营	2012 年 12 月	0.67	2.14	4.46	4.55	6.02
唯品会	自营+入仓	2013 年 12 月	0.47	0.68	0.52	2.05	
苏宁	自营	2014 年 2 月					
当当	自营	2013 年 9 月	0.12	0.18	0.47		
拼多多	自营	2017 年 12 月					
合计/线上收入			92.2%	90.4%	92.1%	95.0%	90.3%

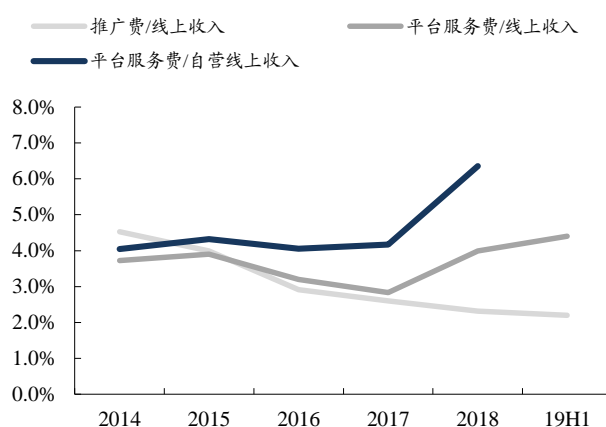
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 21: 阿里收入结构 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

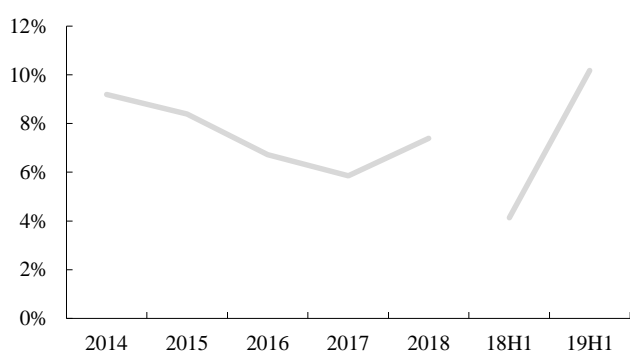
图 22: 三只松鼠推广费率和平台服务费率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

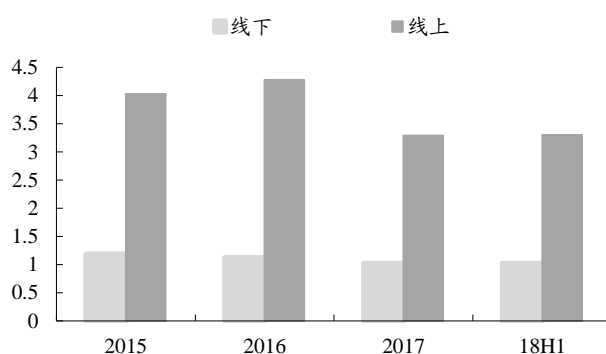
物流成本改善空间仍值得期待。从公司物流渠道看: 公司设有 8 个自有仓, 并与第三方仓配服务商合作建立 15 个合作仓, 存货周转率 15.40%, 日处理订单量最高可达 220 万单, 伴随业务体量增加, 物流成本有望摊薄, 规模优势有望凸显。**从客单价看:** 伴随高客单的大礼包、投食袋等产品推出, 单次消费价格提升, 均摊物流成本下降。**结合良品铺子单位运输成本看,** 线上产品运输费用确有降低的能力, 此外, 线下运输成本约为线上 1/3, 松鼠线下扩容亦可摊薄成本。以 18 年数据为基准, 假设毛利率及其他成本不变, 测算运输费用和收入变动对利润的影响: 我们发现收入增长 10%, 运费增长 5/10/15% 的情况下, 对应可实现净利润 4.34/4.14/3.95 亿元, 相较基准净利润 (3.04 亿元) 分别增长了 43/36/30%。

图 23: 三只松鼠物流仓储费用/营业收入



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 24: 良品铺子单位运输成本[元/(kg、件)]



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 10: 运输费用和收入变动的敏感性分析 (以 18 年业绩为基准, 18 年净利润 3.04 亿元)

净利润额		收入变动百分比						
		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
运	-15%	1.38	2.13	2.88	3.63	4.37	5.12	5.87
输	-10%	1.19	1.93	2.68	3.43	4.18	4.93	5.67
费	-5%	0.99	1.74	2.49	3.23	3.98	4.73	5.48
用	0%	0.80	1.54	2.29	3.04	3.79	4.53	5.28
变	5%	0.60	1.35	2.10	2.84	3.59	4.34	5.09
动	10%	0.40	1.15	1.90	2.65	3.39	4.14	4.89
百	15%	0.21	0.96	1.70	2.45	3.20	3.95	4.69
净利润变动		收入变动百分比						
		-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%
运	-15%	-55%	-30%	-5%	19%	44%	69%	93%
输	-10%	-61%	-36%	-12%	13%	37%	62%	87%
费	-5%	-67%	-43%	-18%	6%	31%	56%	80%
用	0%	-74%	-49%	-25%	0%	25%	49%	74%
变	5%	-80%	-56%	-31%	-6%	18%	43%	67%
动	10%	-87%	-62%	-37%	-13%	12%	36%	61%
百	15%	-93%	-69%	-44%	-19%	5%	30%	55%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 线下：布局早期，如何看休闲食品零售业态大势？

线上流量红利已过，转型线下是动力的加码和升级，那线下休闲食品门店成功的关键是什么呢？接下来，我们将主要回答以下三个问题：

- 从渠道角度，昔日线上品牌，走到线下是否有值得借鉴的经验？
- 从消费者角度，是否需要休闲食品门店？从行业角度，休闲食品门店能否做大？
- 从公司角度，线下门店效益如何，从线上走到线下能否保住高效益？

2.2.1. 线下基因非一日之功，电商基因如何赢得线下认可

昔日走往线下的淘品牌不在少数，服装中如茵曼，化妆品如御泥坊，但是从目前的态势与公司预期的差距来看，仍有较大差距。

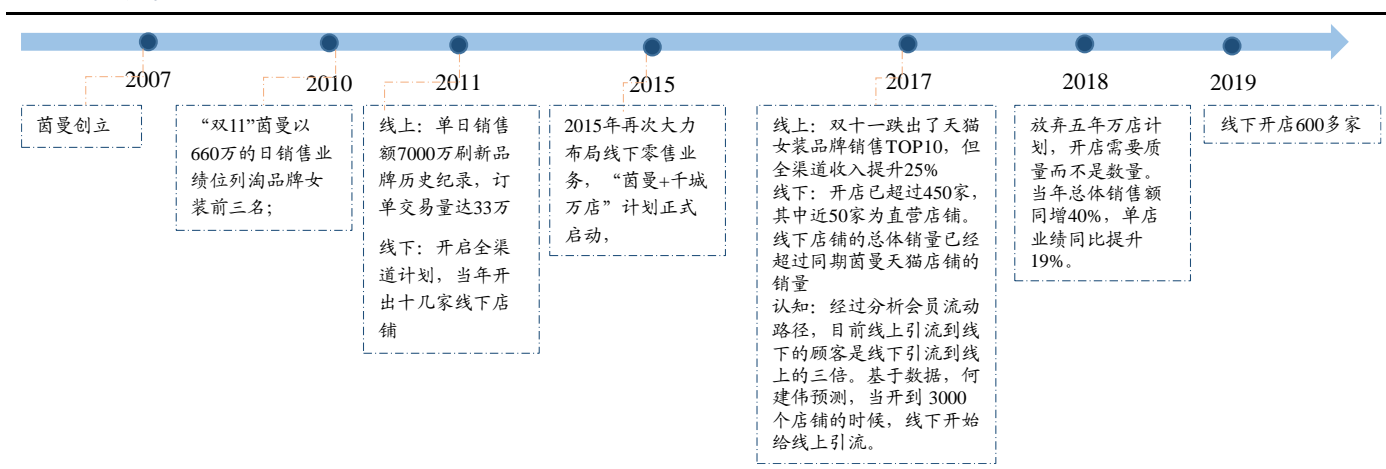
茵曼曾在 2011 年开启全渠道计划，当年开出十几家线下店铺，但该计划并未顺利进行，即使这样，依然没有打消茵曼走向线下的决心。2015 年再次大力布局线下零售业务，“茵曼+千城万店”计划正式启动，计划在 2020 年开店 10000 家。截至 2015 年末，已有 163 家店签约，其中 101 家已开业，覆盖全国 23 个省市。

“出淘”后的茵曼在 2017 年的双十一中，跌出了天猫女装品牌销售额 TOP10 的排行榜，同时茵曼在全网的销售额也有不同程度下跌。但是茵曼的母公司汇美集团交出了总销售额 2.1 亿元的成绩单，核算下来，在 2017 年的双十一大比拼中，茵曼的总体业绩相较于过去两年提升了 25%，线下布局给公司业绩注入了新动能。茵曼 2018 年上半年整体增长超过 30%，线下全年平均客单价为 460—550 元，线下营收已经是茵曼品牌总营收中的第二利润板块。此时线上服饰又一度洗牌，2018 年天猫服饰双十一销售中，

仅韩都衣舍上榜，线下品牌逐渐走入线上倾轧了原淘品牌空间。

截至 19 年初，茵曼开店 600 多家，2018 年公司总体销售额同增 40%，单店业绩同比提升 19%，茵曼也认识到线下扩张不易，将求量策略改为求质，17 年线下选址通过率约为 10%。复盘茵曼发展史，对淘品牌走向线下具有以下借鉴意义：1) **认识到线下和线上不同**，城市、商圈、店铺、客户群消费水平都有级别之分，线上更注重囤货属性，线下即时消费、场景刺激性更强，由此带来选址、产品、陈列等区别；2) **线下大规模扩张的关键是找到核心市场和门店标准**，拥有可以成熟的、复制的商业模式，茵曼绝大多数店铺都分布在三四线城市，消费者定位准确，确立了农村包围城市的打法。3) 粉丝运营，从员工到消费者的品牌认可度。

图 25: 茵曼发展历程



数据来源：天下网商，无冕财经，汇美集团，东吴证券研究所整理

表 11: 服饰品牌双十一销量排名变动

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2012 年	Jack jones	骆驼	裂帛	GXG	茵曼	波司登	韩都衣舍	真维斯	纳纹	北极绒
2018 年	优衣库	VERO MODA	ONLY	伊芙丽	韩都衣舍	太平鸟	波司登	乐町	欧时力	Teenie Weenie

数据来源：中研网，东吴证券研究所

化妆品牌御泥坊也遭遇过线下滑铁卢。出现了不了解线下打法（没有主动提供开样和试用装），经销商反映折扣和促销方式不够灵活，线上线下不同价等问题，线下经销商会采用买一送一的销售方式，价格体系混乱一定程度损害品牌价值。此外如屈臣氏等线下门店，出于对坪效的考虑对护肤水乳等品类上架较少，导致新品推广不利。

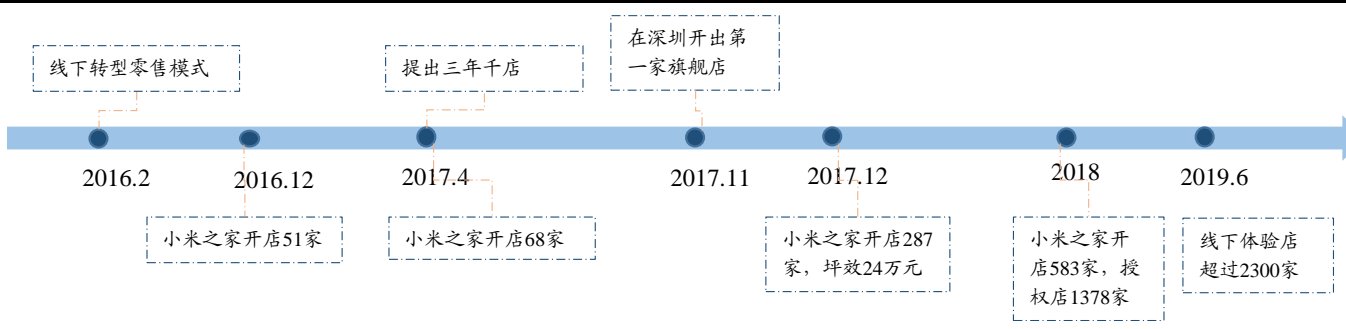
淘品牌如茵曼、御泥坊等现在线下拓展不利，可能是水土不服后调整，也是成长中的波折和经验积累，之后的发展要看公司能否摸清线下的打法，复制线上的成功经验，

深度的融合，实现线上 1+1>2 的效果。

从线下开店节奏看，表现较好的公司为小米，小米定位高性价比，通过线下品牌门店强化生态圈概念，传达一种生活方式和态度，在零售公式中，坪效=流量×转化率×客单价×复购率/面积，小米通过做强生态提高粘性以提高复购率。当然电子产品相对单价更高，更需要解决线上线下不同价的问题，专卖店管控不当出现低价出货扰乱市场价格等行为，但是相比华为、oppo、vivo 等 6-7 年的线上线下渠道建设，小米的线下之路才刚刚起步，而其模式也是开创式的，在摸索中前进的。

从小米的门店布局看，主要分为自营的小米之家和旗舰店，合作的专卖店，以及供货的授权店三种。小米直营打品牌，定位一二线核心商圈，从官网地址也可以看到，基本位于核心商圈一楼，属于高质量的引流门店，我们认为在一定程度上这体现了小米对核心商圈的议价能力，部分商圈小米也享有租金优惠降低了成本，低毛利高复购的模式抬高坪效也降低了固定成本占比。

图 26: 小米之家发展节奏



数据来源：亿欧，公司官网，公司公告，东吴证券研究所整理

表 12: 小米线下门店类型及分类

	小米之家旗舰店	小米之家直营店	小米之家专卖店	小米授权体验店	小米直供点
经营方式	直营		加盟商出资，小米管理	分销模式	
门店数量(个)	5	235	363	1378	36256
区位	一二线城市	一二三线城市	一二三线城市	县级以上城市	所有区域
SKU	200-700		200-700	350-500	0-200

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

注：小米之家数据截止到 19 年 9 月 24 日，小米授权体验店及小米直供点数据截止到 18 年 12 月 31 日。

2.2.2. 昔日辉煌线下门店，如今几家欢喜几家愁

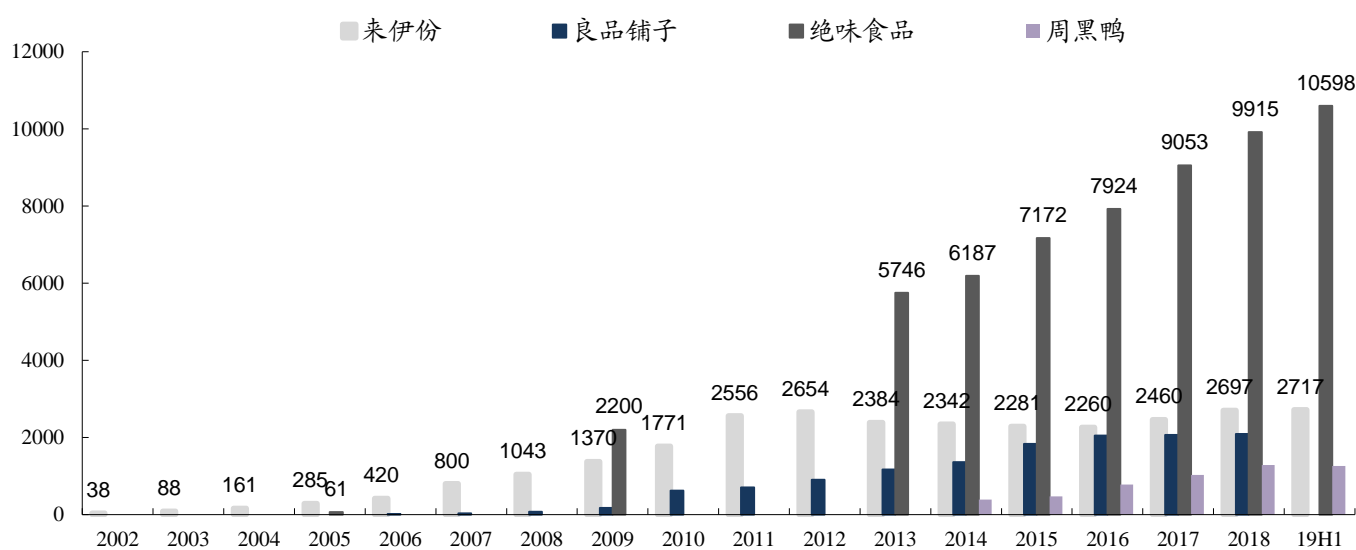
休闲卤制品绝味十四年积累，从 2005 年的 61 家发展到 2019 年的上万家门店，现在保持年开店 800-1200 家的节奏，是什么支撑了扩张节奏？周黑鸭的直营模式和绝味比有优劣吗？线下基因，如来伊份截至 19H1 门店约 2700 家；良品铺子 18H1 门店 2092

家，相比绝味仍是区域性品牌，是否存在扩张不足的问题？究其原因为何？

从扩张节奏看，明显看出直营速度慢于加盟，2005 年刚创立的绝味通过加盟模式五年开店 2000 余家，彼时主打直营的来伊份已有多年的沉淀，2005 年至 2009 年门店从 285 扩张到 1370 家。直营重资产的天然属性难免拖累了经营节奏。加盟经营做好厂家、加盟商、消费者三者的利益平衡，厂家需要更强的管理能力，加盟商需要有成熟可复制、高效益的经营模式，消费者需要质高价优的产品。餐饮店加盟店如肯德基，直营店如海底捞都走出了成熟成功的模式，没有绝对的好坏，只有更适合企业经营理念和节奏的模式。

从扩张质量看，加盟管理的难点是能否做好加盟商的管理，杜绝加盟商销售过期的、外来的商品，服务不到位等损害品牌形象的行为。直营因直接管辖，对企业文化认同感更深，管理难度低，相对可控。周黑鸭创立于 1997 年，从数量看，门店密度远不如绝味。当年周黑鸭门店曾开放过加盟，但不久就出现质量和管理问题，出现加盟商以次充好的问题，从此周黑鸭便收回了授权。一些公司通过提高加盟门槛等方式减少后期道德风险的可能性，如茵曼加盟商多为忠实粉丝，松鼠通过笔试面试等方式设置门槛。

图 27：休闲食品线下门店数量变迁（单位：个）



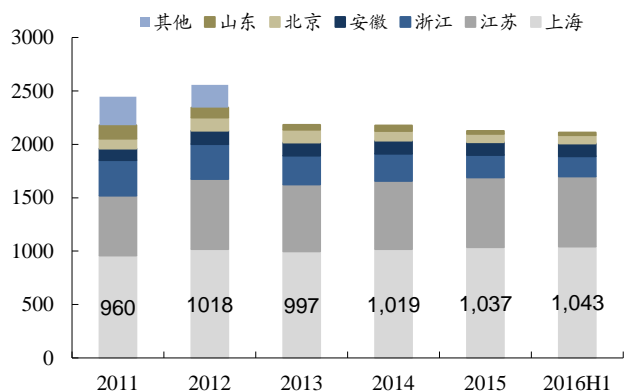
数据来源：公司公告，中商情报网，中国连锁经营协会，人民网，东吴证券研究所整理

注：良品铺子 2018 年数据未公布，此处用 18H1 数据代替

看同行：来伊份历经多年发展，立足上海，走出江浙沪途中屡遭波折，期待股权激励带来动力改善。线下门店的异地复制需要考虑不同地域的消费习惯、竞争对手、市场布局等综合因素，叠加直营的方式，可能在铺货过程中存在不够了解当地市场，品牌打造力度不够、没有及时迎合消费潮流等问题，阻碍了复制的节奏，2013 年公司先后将天津四川等地直营店转为更为灵活的加盟模式。目前江浙沪收入占比约为 94%，公司于 2017 年也提出万家灯火计划，目标 2023 年开店一万家，9 月发布股权激励计划，期待

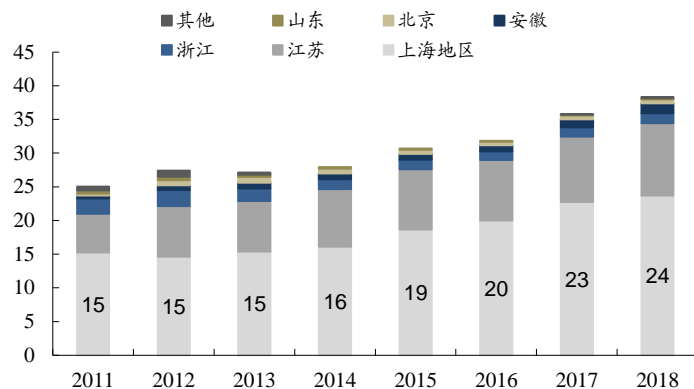
动力激发，而能否成功实现线下的异地复制是公司未来值得持续关注的节点。

图 28: 来伊份直营门店结构 (家)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 29: 来伊份分地区收入结构 (单位: 亿元)



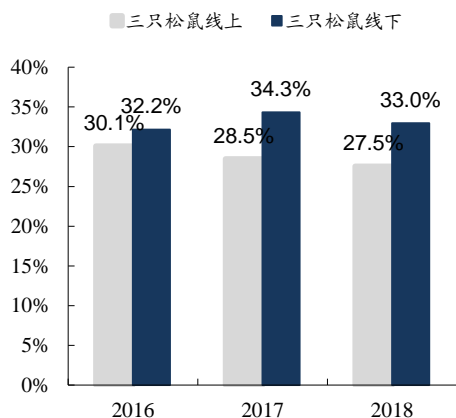
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

综上, 我们认为休闲食品从线上走到线下需要做好的是 a.可复制的、高效益的经营模式, b.扩大比较优势 (如品牌知名度可降低租金成本, 规模效应提高物流成本, 供应链管理降低生产成本等), 而这都是松鼠所具备的优势。

2.2.3. 三只松鼠: 直营塑品牌, 加盟助扩张, 向三千店进军

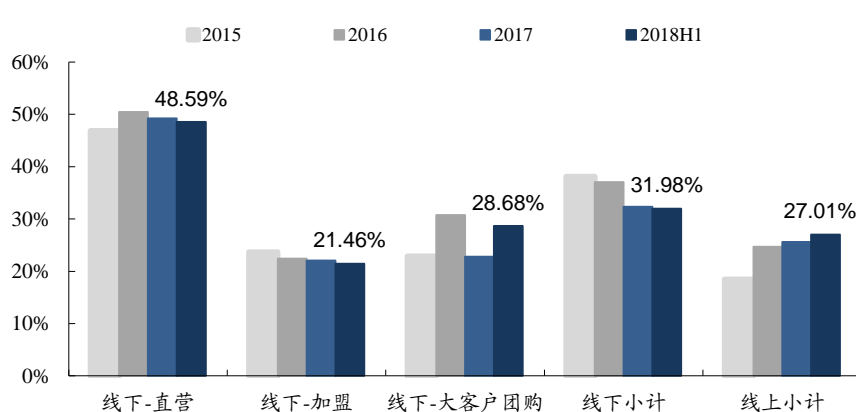
低单价休闲食品线下价格敏感度低, 线下毛利率优势强于线上。三只松鼠 16-18 年线上毛利率从 30.1%降低 2.6pct 到 27.5%, 但是线下毛利率从 32.2%同比增长 0.8pct 至 33%, 18 年线下 53 家直投店, 直营店收入 2 亿元, 团购约 3 亿元, 其他包括通过阿里零售通平台赋能线下的新零售模式等。同样, 良品铺子线下直营店毛利率基本在 46%以上, 线下加盟和团购毛利率相对较低, 但其他销售费用等成本较低, 18H1 综合线下毛利率 32%, 高出线上 5pct。

图 30: 三只松鼠分渠道毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 31: 良品铺子分渠道毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

直营门店注重品牌打造和第三空间塑造，主要开在大型商场，地段上看主要为一楼或者负一楼核心区域，流量高，品牌定位提升。三只松鼠投食店约 200-300 平米，一般设有儿童娱乐区，店员服务热情，注重顾客消费体验。

图 32: 三只松鼠二代店铺



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

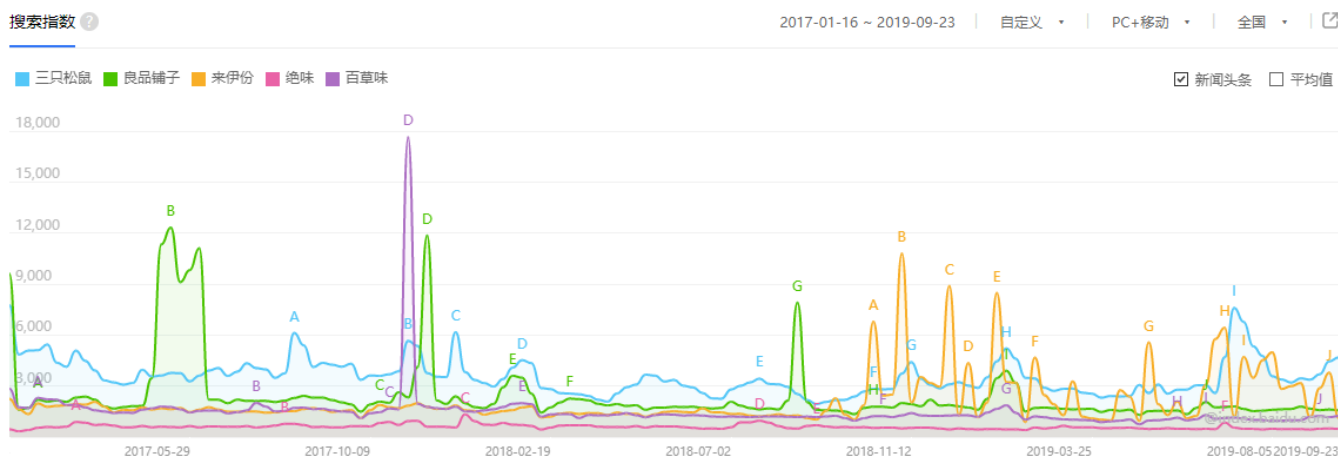
图 33: 店铺内多设有休闲娱乐区



数据来源：草根调研，东吴证券研究所

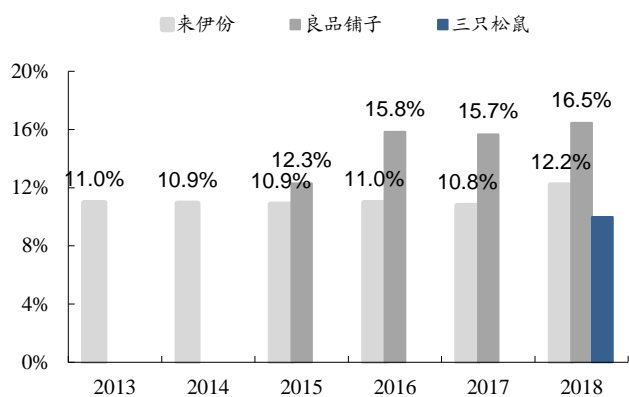
品牌知名度带来租金优惠溢价，扩张基础好。从百度指数看，百草味和来伊份都有不同程度的热门营销活动短期内提高了品牌知名度或舆论热度，三只松鼠始终保持比较稳定的热度指数，近期来伊份热度有追赶势头。相比于其他品牌，松鼠通过多年积累的品牌效应带来一定溢价，线下租金成本的优势如能保持，在门店扩张途中将显示出更大的规模效应。

图 34: 部分休闲食品公司百度指数



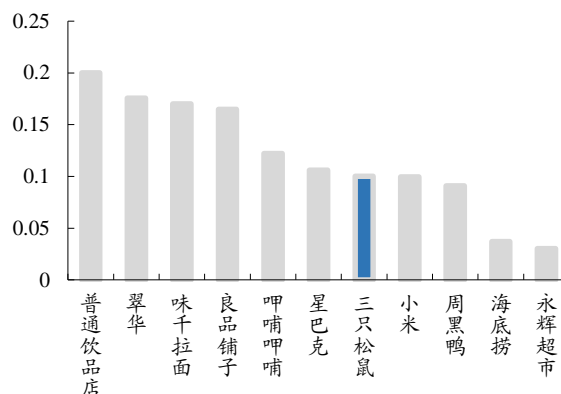
数据来源：百度，东吴证券研究所

图 35: 各家直营店线下租金/直营收入对比



数据来源: 公司公告, 草根调研, 东吴证券研究所

图 36: 不同品牌租金/收入比



数据来源: 公司公告, 草根调研, 东吴证券研究所

大店大规模, 租金成本和人力成本的规模优势凸显。人力成本上, 门店管培生 4.5K/月起, 店长年薪 10 万起。提供特色松鼠公寓入住, 后勤保障完善。租金成本上, 部分商场考虑到公司的品牌效应, 给予一部分免租期等优惠, 从目前门店选址看, 在一楼核心人流区的门店占比较高, 商场给予了一定的优惠。截至 19 年中, 成熟的直营门店投食店坪效 1.75 万元 (扣除 19 年新设门店), 营业收入 2.14 亿元, 同比增长 91.16%, 净利润 1,565.70 万元, 同比增长 72.09%, 直营门店净利率 7.3%, 高出公司整体 1.7pct。

我们测算直营店单店净利率普遍在 4.5% 以上 (已考虑所得税), 考虑到规模效应后管理费用和物流成本等摊薄, 未来直营门店板块净利率仍有进一步提升空间。在保守情景下 (情景 3), 考虑在春节前和端午前开店两张情形后, 直营店平均投资回收期 17 个月, 考虑税率后单店净利率 4.5%, 高出总部扣非净利率 3.6%。

图 37: 三只松鼠门店培养体系



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

表 15: 三只松鼠加盟政策

指标	要求	战略目的
申请人	年龄 18~35 岁; 有梦想, 肯奋斗; 认同松鼠经营、文化、服务理念;	认同企业文化, 减少管理成本和提高协同能力
店铺面积	50~100 m ² ; 门头宽 4 米以上;	控制加盟中的品牌定位和形象
启动资金	30 万起	启动资金相对较低, 利于青年创业
开放区域	安徽/江苏/山东/江西/湖南/湖北/河南/河北/浙江/京津沪/黑吉辽	考虑物流配送的规模成本和时效性

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

加盟支持到位, 公司培训指导体系完善, 筹建期短。公司为服务联盟店长, 试点成立南京战队 (19 年 8 月 8 日成立, 服务南京、镇江、扬州、泰州四城), 加快辅导门店开业, 将筹建期由原来的 40 天缩短至 33 天。在筹建期内, 采用“1+6”的工作法, 释放人力, 高效开店, 即将整个筹建期分成 6 个节点, 在不同的筹建节点, 派经营顾问到店与店长进行沟通目前需要完成的工作事项, 并帮助店长完成大部分实操工作 (例如: 微信支付设置, 地图新建, 商品下单, 商品陈列等)。战队的经营顾问将承担战队的基础筹建工作, 从而让店长将更多的精力放到开业宣传与门店运营等工作上。此外, 战队经营顾问也会增加到店频次, 以实地考察结果为复盘依据, 实现精准化运营, 目标是帮助每一家门店提升质量与业绩。

加盟意愿强, 加盟商储备足。从报名参加笔试的人数可知, 三只松鼠的加盟店思路的确吸引到了不少的年轻人; 从平均 20.82% 的笔试通过率和 73.13% 的面试通过率可知, 三只松鼠的线上笔试方式确实起到了筛选不合适的加盟店店主的效果, 留下了更了解松鼠政策、符合核心价值观的创业合伙人, 才能实现直营加盟 1+1>2 的效果。

表 16: 松鼠小店加盟笔试面试人数及通过率

项目	时间	参加笔试人数	笔试通过人数	笔试通过率	面试通过人数	面试通过率
第一期“松鼠味认证”	2018.11	124	27	21.77%	23	85.19%
第二期“松鼠味认证”	2018.12	437	113	25.86%	N/A	N/A
第三期“松鼠味认证”	2019.3	735	91	12.38%	71	78.02%
第四期“松鼠味认证”	2019.5	629	194	30.84%	109	56.19%
第五期“松鼠味认证”	2019.7	663	88	13.27%	N/A	N/A
第六期“松鼠味认证”	2019.8	733	N/A	N/A	N/A	N/A
第七期“松鼠味认证”	2019.9	709	N/A	N/A	N/A	N/A
第八期“松鼠味认证”	2019.10	626	N/A	N/A	N/A	N/A
平均		582	102.6	20.82%	68	73.13%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

投资效益高，回收期短，加盟商动力充足，松鼠小店向千店进军。加盟小店无保证金无首次加盟费用，初始投入成本约在 30 万元左右（50 平米店）。根据我们的草根调研，基本可实现年收入 300 万元以上，其中团购收入占比约 30%+，整体毛利率约在 35-40%。取中性假设看（情景 3），不同时期开业的投资回收期分别为 13/17 个月，在多种假设情景下，公司的投资回收期基本在 12-18 个月之间，加盟商效益高。

表 17: 加盟小店投资回收期测算（单位：万元）

情景	情景1	情景2	情景3	情景4	情景5	情景6	假设说明
面积	50	50	80	80	100	100	一般小店面积在50-100平
全年租金	24	28	25	30	26	30	南京市小店租金一般在10-30万之间
合计年收入	200	230	250	270	280	300	
非节假日单日收入	0.35	0.4	0.44	0.47	0.49	0.52	调研来看，一年中年货节+端午+中秋国庆等节假日收入占比分别为33/10/10%
日常平均毛利率	35%	38%	35%	38%	35%	38%	小店销售毛利率一般在35-40%，根据店主经营能力而定
节假日毛利率低出日常	4%	4%	4%	4%	4%	4%	节假日销售量，可能团购毛利率略有下降
员工月薪	0.5	1	1	1.5	2	2.5	假设员工月薪5000元，根据门店面积和客流量确定员工人数
初始投入成本	46	46	52	52	56	56	考虑到实际开店时点不同，平均库存约为门店面积的20%
投资回收期	11	13	15	13	17	16	考虑在端午前/春节前开店两种情况，取平均投资回收期

数据来源：草根调研，东吴证券研究所

注：详细测算过程见表 17

表 18: 加盟店投资回收期测算（中性假设：情景 3，单位：万元）

时点假设	装修期	假设年货节为第一期			端午			中秋国庆			年货节			端午				
月份	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
费用																		
装修成本	-12																	
货架道具费用	-12																	
品牌使用费+技术服务费	-4																	
房租费用及物业费（季付）	-7.5			-7.5			-7.5			-7.5			-7.5			-7.5		
员工工资		-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
水电杂费	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
进货成本（流动资金）		-28	8			-5	5			-5	5		-18	8				-5
收入		99	15.7	15.7	15.7	30	15.7	15.7	15.7	15.7	30	15.7	15.7	99	15.7	15.7	15.7	30.0
毛利率		34%	38%	38%	38%	34%	38%	38%	38%	38%	34%	38%	38%	34%	38%	38%	38%	34%
毛利		33.7	6.0	6.0	6.0	10.2	6.0	6.0	6.0	6.0	10.2	6.0	6.0	33.7	6.0	6.0	6.0	10.2
npv	-35.9	-32.9	-21.7	-25.9	-22.7	-20.2	-19.4	-16.2	-12.9	-17.2	-14.7	-6.4	-10.7	2.3	13.6	9.3	12.6	15.1
静态投资回收期	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13				
时点假设	装修期	端午			中秋国庆			年货节			端午							
月份	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
费用																		
装修成本	-12																	
货架道具费用	-12																	
品牌使用费+技术服务费	-4																	
房租费用及物业费（季付）	-7.5			-7.5			-7.5			-7.5			-7.5			-7.5		
员工工资		-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5
水电杂费	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
进货成本（流动资金）		-25	5	0	0	0	-5	5	0	-8	8	0	0	-5	5	0	0	0
收入		30	15.7	15.7	15.7	15.7	30.0	15.7	15.7	99.0	15.7	15.7	15.7	30.0	15.7	15.7	15.7	15.7
毛利率		34%	38%	38%	38%	38%	34%	38%	38%	34%	38%	38%	38%	34%	38%	38%	38%	34%
毛利		10.2	6.0	6.0	6.0	6.0	10.2	6.0	6.0	33.7	6.0	6.0	6.0	10.2	6.0	6.0	6.0	10.2
npv	-35.9	-53.4	-45.1	-49.4	-46.1	-42.9	-47.9	-39.6	-36.4	-20.9	-9.7	-6.4	-10.7	-8.2	0.1	-4.2	-0.9	2.4
静态投资回收期	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17

数据来源：草根调研，东吴证券研究所测算

休闲食品小店符合社区消费需求、**大店创造第三空间，充分利用 IP，千店可期**。有别于海外的囤货消费模式，国内人口密度相对较高，城市多中心、消费注重社区属性等，带来大型商超和小型便利商店共存，参考日本的零售业态发展，我们认为满足客户即时需求的休闲食品仍是符合消费潮流的零售业态。参照在上海地区耕耘已久的来伊份门店密度，我们测算出一家成功的全国性连锁休闲食品门店的开店上限在 10000 家以上。截至 2019 年 10 月 12 日，松鼠小店共开设了 160 家店铺。小店主要集中在安徽、江苏等省份，合计占比接近 60%；小店的选址以广场店和街边店为主，合计超过 90%。公司历时 1 年实现了百店计划，摸索出一套相对成熟的加盟店模型，目前开店加速进行时，中期目标是在华东地区开设门店 1500-2000 家，基于草根调研，我们认为松鼠开店对新加盟商管理到位（扶持政策好、物流配送及时）、加盟商利润厚（投资回收期合理、效益高），中期看，在开放区域开店达 3000 家店的开店能力毋庸置疑。

对三只松鼠而言，加盟扩大了规模效应，渠道相对净利率可期。分产品看，18 年加盟渠道坚果、零食、果干产品毛利率分别为 17.2/20.2/15%，平均加盟店毛利率约为 17%，剔除总部的管理费用和配送的运输费用，加盟店净利率约为 10%。

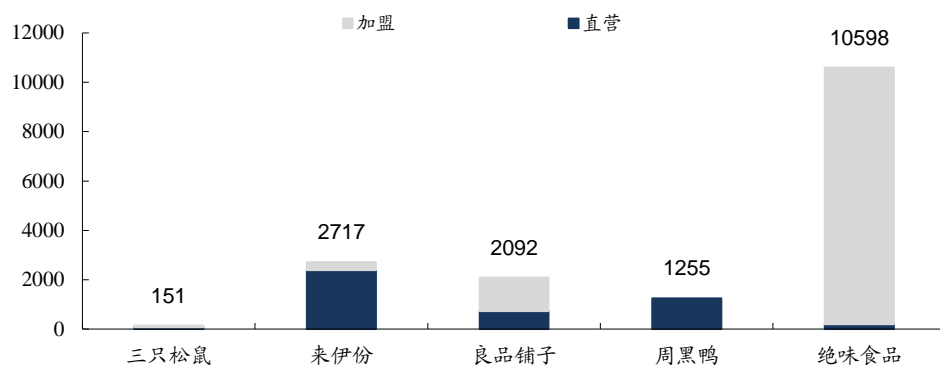
表 19：三只松鼠加盟店分布

	广场店	街边店	小区店	高速服务区	合计	占比
安徽省	33	14	5	0	52	32.50%
江苏省	22	11	2	3	38	23.75%
山东省	10	4	0	0	14	8.75%
江西省	9	3	0	0	12	7.50%
浙江省	9	3	0	0	12	7.50%
河南省	5	5	1	0	11	6.88%
湖北省	6	1	0	0	7	4.38%
湖南省	3	3	0	0	6	3.75%
辽宁省	1	2	0	0	3	1.88%
河北省	0	2	0	0	2	1.25%
黑龙江省	2	0	0	0	2	1.25%
吉林省	1	0	0	0	1	0.63%
合计	101	48	8	3	160	
占比	63.13%	30.00%	5.00%	1.88%		

数据来源：公司官网，百度地图，东吴证券研究所

注明：统计截至 2019.10.12，广场店即选址在万达、金鹰等大型广场中的店铺；街边店即选址在商业街等街道上的店铺

图 38: 19H1 休闲食品公司门店数量



数据来源：公司公告，中国连锁经营协会，东吴证券研究所测算

注：良品铺子为 2018 年末统计数

3. 盈利预测与投资建议

我们认为未来线下收入将成为收入和利润弹性的重要组成。预计 19-21 年线上收入增长 37/22/18%，线下加速开店，直营店 19-21 年开业门店 83/123/168 家，加盟店 19-21 年开业门店 181/931/1731 家，考虑到大客户团购和零售通在开拓早期，预计增速较高，整体预计线下收入增速 75/105/78%，合计对应 19-21 年公司整体收入增速为 41/33/30%。

表 20: 收入预测 (单位: 亿元)

300783.SZ	2017	2018	2019E	2020E	2021E
分渠道合计					
收入	55.54	70.01	98.44	130.96	170.58
yoy	26%	26%	41%	33%	30%
毛利	16.06	19.78	26.36	33.78	42.76
毛利率	28.9%	28.2%	26.8%	25.8%	25.1%
成本	39.48	50.23	72.08	97.19	127.82
线上 (亿元)					
收入	52.81	62.27	85.32	104.09	122.82
yoy	24%	18%	37%	22%	18%
毛利率	28%	28%	28%	27%	27%
线下 (亿元)					
收入	2.51	7.51	13.13	26.88	47.76
yoy	78%	200%	75%	105%	78%
毛利率	34.3%	33.0%	20.9%	20.5%	20.8%
直营					
收入	0.74	2.64	4.76	7.92	11.99
门店数	28	53	83	123	168
当年新增门店	26	25	30	40	45
成熟门店单店收入	595	694	750	800	850
平均单店收入(万元)	263.64	497.57	573.80	643.90	713.39
毛利率	34%	39%	39%	38%	37%
加盟					
收入	0.03	1.11	8.56	21.89	
门店数	11	181	931	1,731	
当年新增门店	11	170	750	800	
成熟门店单店收入 (万元/年)	188	200	220	235	
折算松鼠平均单店收入(万元)	30.58	61.10	91.97	126.49	
毛利率	17%	18%	18%	18%	
零售通					
收入	1.58	2.37	3.55	5.33	
yoy			50.0%	50.0%	50.0%
毛利率		32%	29%	29%	29%
大客户团购					
收入	1.77	3.26	4.89	6.85	8.56
yoy		84%	50%	40%	25%
毛利率		29%	28%	26%	26%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

我们预计 19-21 年公司实现营收 98/131/171 亿元, 同增 41/33/30%, 归母净利 4.1/5.5/7.9 亿元, 同增 34/36/44%, EPS 为 1/1.4/2.0, 当前股价对应 PE 为 63/46/32。考虑到三只松鼠作为线上休闲食品第一品牌积极发力线下, 中期看好线下门店扩张节奏, 线上线下游协同可期; 长线看好公司成长性和规模效应, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图 39: 可比公司估值

股票代码	股票名称	总市值 (亿元)	PE (倍)			营业总收入 (亿元)			归属母公司股东净利润 (亿元)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002557.SZ	洽洽食品	168	30	26	23	48.6	55.7	63.6	5.5	6.4	7.4
002847.SZ	盐津铺子	50	47	32	23	15.0	19.9	25.3	1.1	1.5	2.1
300783.SZ	三只松鼠	254	63	46	32	98.4	131.0	170.6	4.1	5.5	7.9
603866.SH	桃李面包	291	39	32	27	57.1	67.6	80.7	7.5	9.0	10.9
603517.SH	绝味食品	258	34	28	25	50.3	56.4	62.7	7.7	9.2	10.4

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 盐津铺子为 Wind 一致预期, 数据截取时间为 2019 年 10 月 23 日

4. 风险提示

1、线下渠道发展不及预期。部分地区线下渠道壁垒较高, 例如集中在华中华南地区的良品铺子及上海地区的来伊份, 原有地区竞争者已达到较高覆盖率, 若公司线下门店开店节奏与业绩不及预期, 将对公司业绩造成影响。

2、食品安全及 OEM 质量管理风险。公司在食品生产及流通环节存在食品安全风险, 或其他休闲食品品牌出现类似食品安全问题, 将会降低消费者对行业的信任度, 对公司业绩造成影响。公司非坚果产品的生产主要为 OEM 模式, 若管理不当易引发食品安全及质量下降等问题, 影响公司业绩。

3、休闲食品行业竞争加剧。目前休闲食品行业玩家众多且不断增加, 若其他食品加大投入发动价格战, 将使公司产品销量承压影响收入, 或公司将加大销售费用投入, 对公司净利率造成影响。

4、线上平台竞争力下滑及线上获客成本增加的风险。目前线上平台与参与线上竞争的公司不断增加, 线上消费者品牌粘性较弱, 公司线上类道主要集中在天猫, 若获客成本持续增加将产生额外的销售费用, 或对公司业绩造成影响。

5、原材料上涨风险。公司原材料主要为各类农产品及肉禽鱼类产品, 价格存在波动性, 若原材料价格上涨, 在保持公司产品市场竞争力的条件下, 毛利率水平将下降。

三只松鼠三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,478	3,431	4,556	6,048	营业收入	7,001	9,844	13,096	17,058
现金	817	812	1,449	1,665	减:营业成本	5,023	7,208	9,718	12,782
应收账款	304	320	510	572	营业税金及附加	32	41	55	72
存货	1,240	2,100	2,403	3,519	营业费用	1,461	1,900	2,369	2,863
其他流动资产	118	199	194	292	管理费用	113	202	274	361
非流动资产	618	770	926	1,103	财务费用	-9	-25	-43	-59
长期股权投资	4	4	4	4	资产减值损失	8	-10	0	0
固定资产	255	395	533	684	加:投资净收益	6	6	6	6
在建工程	188	182	181	187	其他收益	0	0	0	0
无形资产	114	132	151	173	营业利润	398	532	729	1,046
其他非流动资产	57	56	56	56	加:营业外净收支	4	4	2	2
资产总计	3,096	4,201	5,481	7,151	利润总额	402	537	731	1,048
流动负债	1,702	2,357	3,116	4,024	减:所得税费用	98	131	178	256
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	1,339	1,870	2,457	3,234	归属母公司净利润	304	406	553	793
其他流动负债	362	486	659	790	EBIT	394	521	705	1,010
非流动负债	283	285	287	296	EBITDA	442	561	763	1,087
长期借款	250	252	254	263					
其他非流动负债	33	33	33	33	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,985	2,642	3,403	4,321	每股收益(元)	0.76	1.01	1.38	1.98
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	2.77	3.89	5.18	7.06
					发行在外股份(百万股)	360	401	401	401
归属母公司股东权益	1,112	1,559	2,078	2,830	ROIC(%)	21.4%	20.7%	21.8%	23.7%
负债和股东权益	3,096	4,201	5,481	7,151	ROE(%)	27.3%	26.0%	26.6%	28.0%
					毛利率(%)	28.2%	26.8%	25.8%	25.1%
					销售净利率(%)	4.3%	4.1%	4.2%	4.6%
					资产负债率(%)	64.1%	62.9%	62.1%	60.4%
					收入增长率(%)	26.1%	40.6%	33.0%	30.3%
					净利润增长率(%)	0.6%	33.6%	36.1%	43.5%
					P/E	83.60	62.58	45.98	32.04
					P/B	22.85	16.30	12.22	8.98
					EV/EBITDA	56.29	44.46	31.89	22.20

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>