

三只松鼠 (300783.SZ) 电商龙头发力线下, 向全国化、全品类休闲零食平台进发

2019年12月25日

投资评级: 买入(首次)

——中小盘首次覆盖报告

日期	2019/12/25
当前股价(元)	64.09
一年最高最低(元)	81.50/17.62
总市值(亿元)	257.00
流通市值(亿元)	26.28
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	604.38

任浪(分析师)

孙金钜(分析师)

renlang@kysec.cn

sunjinju@kysec.cn

证书编号: S0790519100001

证书编号: S0790519110002

● 国内休闲零食电商龙头, 首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内休闲零食的电商龙头, 借助休闲零食在电商渠道快速渗透的红利打造出了全国化、多品类的品牌影响力。目前公司正在借助全国化的品牌影响力和供应链能力由线上渠道向核心的线下渠道拓展, 同时通过“联盟工厂”模式向上游延伸, 实现全产业链布局。公司线下渠道的拓展将打开渠道扩张的空间, 同时也将打破公司品类拓展的限制, 推动公司进入渠道扩张和产品拓展双轮驱动的发展快车道。未来随着公司线下渠道的成功拓展, 公司将成为唯一一家实现全国化、全品类、全渠道的休闲零食综合平台, 有望成长为行业真正的龙头。我们预计2019-2021年的收入为97.3/126.5/166.0亿元, 当前股价对应2019-2021年PS为2.64/2.03/1.55倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 休闲零食万亿市场, 行业品牌化集中在路上, 龙头成长空间巨大

国内休闲零食市场超万亿, 但由于品种众多、进入门槛低, 导致行业竞争格局十分分散。消费升级驱动行业走在品牌化集中的路上, 近年来涌现出了一批国产品牌厂商并相继实现上市。随着品牌商上市后品牌知名度以及资本实力的进一步提升, 未来我国休闲零食的品牌化集中进程将进一步加速。对比海外休闲零食巨头动辄大几百亿上千亿的收入, 国内休闲零食龙头还有非常大的成长空间。

● 发力线下市场, 向着全国化、全品类、全渠道休闲零食综合平台进发

公司通过烘焙、肉脯、果干等新品类的拓展实现了品牌影响力向多品类的转嫁, 全品类战略持续推进。同时公司通过“联盟工厂”模式向上游延伸实现全产业链的布局, 进一步提升产品研发能力和产品品质保障能力。此外, 公司借助全国化的品牌影响力和供应链保障能力, 开始发力休闲零食行业核心的线下渠道, 进一步打开渠道拓展的空间和产品品类拓展的瓶颈。未来随着公司线下渠道的成功拓展, 公司将成为唯一一家实现全国化、全品类、全渠道的休闲零食综合平台。

● **风险提示:** 线下门店拓展低于预期、品类拓展低于预期、价格体系混乱等。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554	7,001	9,731	12,646	16,601
YOY(%)	25.6	26.1	39.0	30.0	31.3
净利润(百万元)	302	304	355	484	686
YOY(%)	27.7	0.6	16.8	36.5	41.7
毛利率(%)	28.9	28.2	28.3	28.8	29.1
净利率(%)	5.4	4.3	3.6	3.8	4.1
ROE(%)	37.4	27.3	24.2	25.2	26.8
EPS(摊薄/元)	0.75	0.76	0.88	1.21	1.71
P/E(倍)	85.1	84.6	72.4	53.1	37.5
P/B(倍)	31.8	23.1	17.5	13.4	10.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

中小盘研究团队

目 录

1、 借力电商渠道红利，7年跻身休闲零食行业龙头.....	4
1.1、 紧抓坚果品类发展机遇，借力电商渠道快速崛起.....	4
1.2、 线上龙头地位稳固，全国化品牌影响力已现.....	5
2、 休闲零食万亿市场，行业集中龙头受益.....	6
2.1、 休闲零食万亿规模，仍将保持稳健较快增长.....	6
2.2、 品种众多、行业分散，消费升级驱动品牌化集中.....	7
2.3、 电商渠道快速渗透，成长出零售端品牌.....	9
3、 休闲零食电商龙头迈向全品类、全渠道综合平台.....	10
3.1、 品类扩张效果显著，全品类战略持续推进.....	10
3.2、 “联盟工厂”模式向上游产业链延伸.....	12
3.3、 全国化品牌和数字化供应链赋能线下渠道扩张.....	14
4、 盈利与估值.....	16
5、 风险提示.....	17
附： 财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1： 三只松鼠仅用 7 年即完成了上市，成为了休闲零食的龙头.....	4
图 2： 公司 2016 年以前收入均是翻倍以上增长.....	4
图 3： 零食接力坚果快速成为公司的第二大品类.....	4
图 4： 休闲零食电商渠道的前三大龙头地位稳定.....	5
图 5： 龙头三只松鼠正在拉开与第二、第三名的差距.....	5
图 6： 中商产业预计我国休闲食品 2018 年将超万亿.....	7
图 7： 食品工业协会统计我国休闲食品 2014 年已超万亿.....	7
图 8： Frost&Sullivan 统计我国休闲食品 2018 年超万亿.....	7
图 9： 我国休闲食品人均消费量仍远低于主流发达国家.....	7
图 10： 外资品牌主导的西式零食集中度较高.....	8
图 11： 国内厂商为主的休闲零食品类集中度都较低.....	8
图 12： 近年来国内零食品牌厂商相继实现上市.....	9
图 13： 我国网购交易规模持续快速增长，已达 10 万亿.....	9
图 14： 互联网红利驱动休闲零食电商渗透率快速提升.....	9
图 15： 我国坚果市场规模保持持续稳健增长.....	10
图 16： 公司坚果品类保持持续增长.....	10
图 17： 我国树坚果产量占坚果行业的比例仅 2.4%.....	11
图 18： 全球树坚果产量占坚果行业的比例为 10.6%.....	11
图 19： 我国人均坚果消费量远低于消费习惯相近的日本和全球平均水平.....	11
图 20： 烘焙、肉脯为代表的零食品类快速增长.....	12
图 21： 果干新品类持续快速增长.....	12
图 22： 烘焙是休闲零食第一大子品类且保持较快增长.....	12
图 23： 各大电商平台果干产品均保持快速增长.....	12
图 24： 公司自主把控核心环节，构建重度垂直的业务模式，实现了产品质量的全程可追溯.....	13
图 25： 公司拟在自有物流仓的基础上建设六大生产园区.....	14
图 26： 公司通过“联盟工厂”模式实现全产业绑定布局.....	14

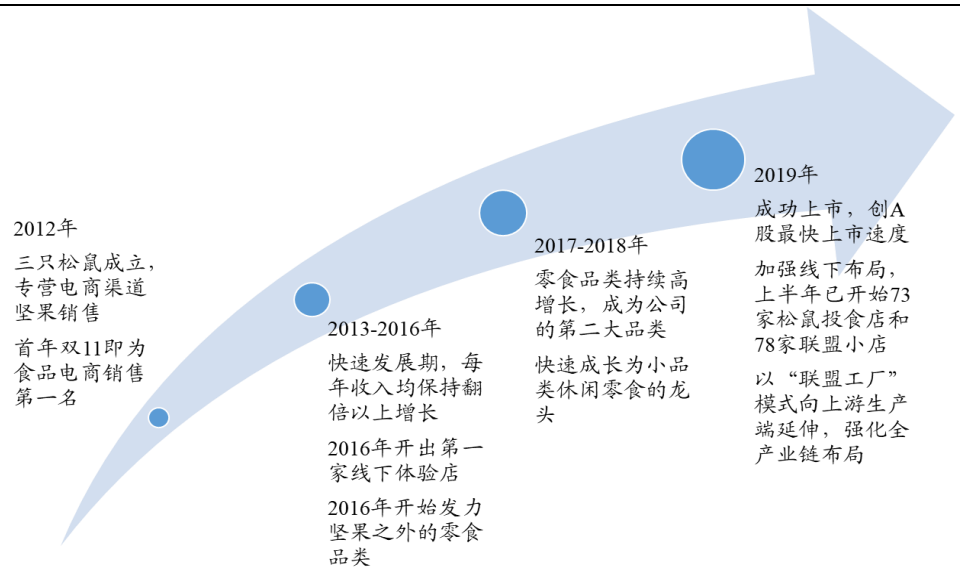
图 27: “联盟工厂”模式将助力公司利润率提升	14
图 28: 公司直营的松鼠投食体验店	15
图 29: 公司加盟的联盟小店	15
图 30: 公司数字化的供应链体系助力线下门店的拓展和升级.....	15
表 1: 休闲零食电商平台的主要促销方式均是折扣和满减.....	5
表 2: 三只松鼠在核心坚果品类较百草味和良品铺子已经显示出更强的品牌溢价	6
表 3: 同行业主要竞争对手估值对比（亿元、元/股）	16

1、借力电商渠道红利，7年跻身休闲零食行业龙头

1.1、紧抓坚果品类发展机遇，借力电商渠道快速崛起

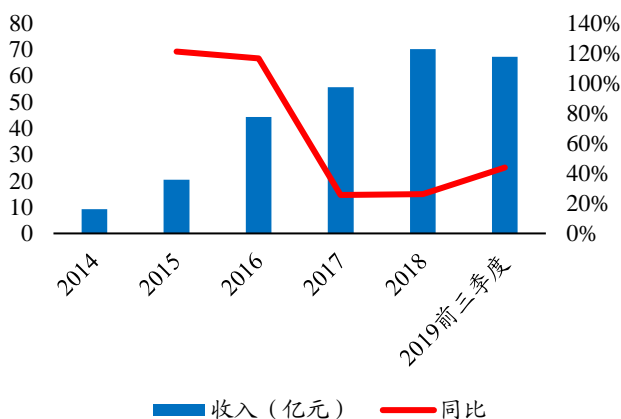
把握树坚果电商渠道发展红利，7年实现A股上市，成就休闲零食龙头。公司以在电商渠道销售树坚果起家，成立首年“双11”即实现销售766万，位列食品电商销售的第一名。抓住了坚果炒货由传统种子坚果向树坚果消费升级的趋势以及休闲零食电商渠道快速发展的红利，公司2013-2016年收入都保持翻倍以上的快速增长。2013年公司全网收入即达3.26亿元，2014年双11单日销售破亿，2015年双11单日销售达2.66亿元，2016年双11单日销售5.08亿元。2016年开始公司开设了第一家线下体验店，并且发力坚果之外的零食品类，当年零食品类即实现收入8.64亿元。2017-2018年公司零食品类延续高增长，快速成长为公司的第二大品类，截止目前坚果的收入占比已经下降到了50%以下。2019年公司成功实现上市，仅用7年时间完成了上市同时成为了休闲零食行业的龙头。

图1：三只松鼠仅用7年即完成了上市，成为了休闲零食的龙头



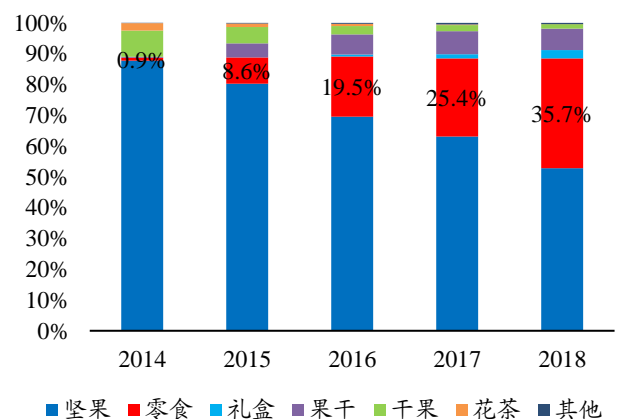
资料来源：招股说明书、公司官网、开源证券研究所

图2：公司2016年以前收入均是翻倍以上增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：零食接力坚果快速成为公司的第二大品类



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、线上龙头地位稳固，全国化品牌影响力已现

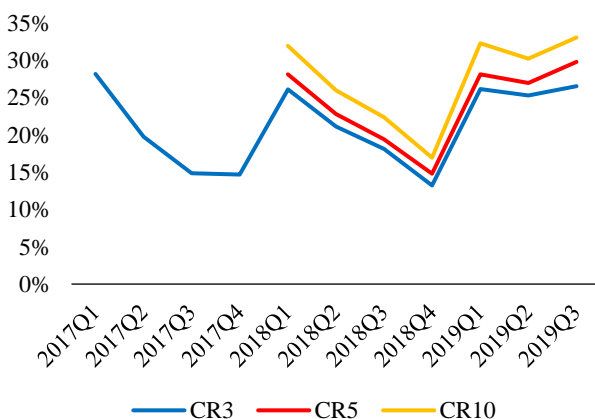
电商渠道强者恒强，全国化的品牌优势显现。电商渠道讲究产品的性价比，竞争核心在于打造爆品。由于休闲零食保质期和运费的存在，客单价高、保质期长的产品更适合电商渠道打造爆款单品。休闲零食的电商品牌均选择以高单价可囤货的坚果品类为核心，其次是烘焙、肉脯、果干以及零食组合装等高单价的产品，产品趋同性强。同时电商渠道的标准化程度高，主要的平台均为天猫、淘宝、京东等，主要促销手段均是折扣和满减等。产品的趋同性、渠道和营销手段相对标准化，龙头的品牌、流量转化优势显著，马太效应强者恒强。目前休闲零食电商渠道的前三大龙头三只松鼠、百草味、良品铺子的地位已经相对稳固，后续品牌的市场份额极低。休闲零食行业电商渠道的CR3在2019Q3达到了26.54%，而CR5和CR10仅为29.8%和33.1%。其中三只松鼠作为龙头，市占率持续超过10%且在2019年行业进入稳定中速发展之后市占率持续提升，逐步拉开了与第二、第三名的差距。同时，从核心品类坚果来看，三只松鼠较百草味、良品铺子已经实现了更高的品牌溢价，在同品类、同规格的产品价格上显著高于其余二者。并且，不同于线下休闲零食品牌商的区域性品牌影响力，电商渠道形成的是全国化的品牌影响力，目前三只松鼠已经形成了全国化的品牌影响力。

表1: 休闲零食电商平台的主要促销方式均是折扣和满减

品牌	日常店铺折扣			11月折扣			12月折扣		
三只松鼠	满99减10	满138减20	满158减30	满168减10	满300减200	满168减10	满299减20	满300减200	
百草味	5元零门槛	满99减20	满149减30	满158减10	满300减200		满158减10	满300减200	
良品铺子		满168减10	满300减40	满19包邮	满199减100	满300减180	满19包邮	满199减100	
								满300减180	

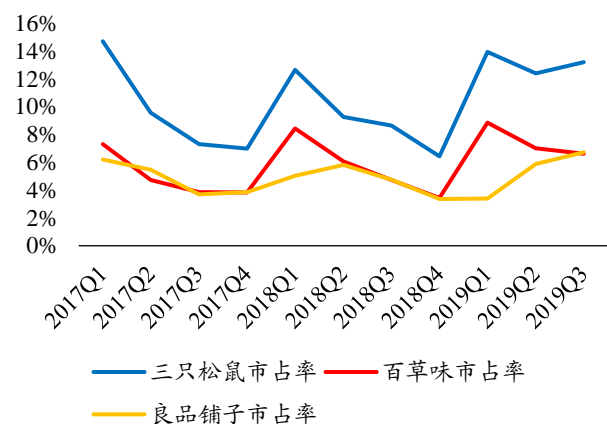
资料来源：各品牌电商旗舰店、开源证券研究所

图4: 休闲零食电商渠道的前三大龙头地位稳定



数据来源：淘数据、开源证券研究所

图5: 龙头三只松鼠正在拉开与第二、第三名的差距



数据来源：淘数据、开源证券研究所

表2: 三只松鼠在核心坚果品类较百草味和良品铺子已经显示出更强的品牌溢价

品类	产品	品牌	重量(g)	价格(元)	1000g 价格 (元)	较三只松鼠
坚果	每日坚果	三只松鼠	750	89.0	118.7	
		百草味	750	69.0	92.0	77.5%
		良品铺子	750	79.0	105.3	88.8%
	夏威夷果	三只松鼠	265	29.9	112.8	
		百草味	268	28.9	107.8	95.6%
		良品铺子	238	29.9	125.6	111.3% (重量轻)
	碧根果	三只松鼠	225	26.9	119.6	
		百草味	190	22.9	120.5	100.8% (重量轻)
		良品铺子	190	24.5	128.9	107.9% (重量轻)
	纸皮核桃	三只松鼠	210	29.9	142.4	
		百草味	258	34.7	134.5	94.5%
		良品铺子	200	24.9	124.5	87.4%
肉干	猪肉脯	三只松鼠	100	32.5	325.0	
		百草味	100	41.7	417.0	128.3%
		良品铺子	100	28.9	289.0	88.9%
果干	芒果干	三只松鼠	116	25.5	219.8	
		百草味	120	24.9	207.5	94.4%
		良品铺子	108	13.8	127.8	58.1%
面包	手撕面包	三只松鼠	1000	21.9	21.9	
		百草味	1000	29.9	29.9	136.5%
		良品铺子	1050	28.9	27.5	125.7%
	乳酸菌小口袋面包	三只松鼠	800	29.9	37.4	
		百草味	650	29.9	46.0	123.1%

数据来源: 各品牌电商旗舰店、开源证券研究所

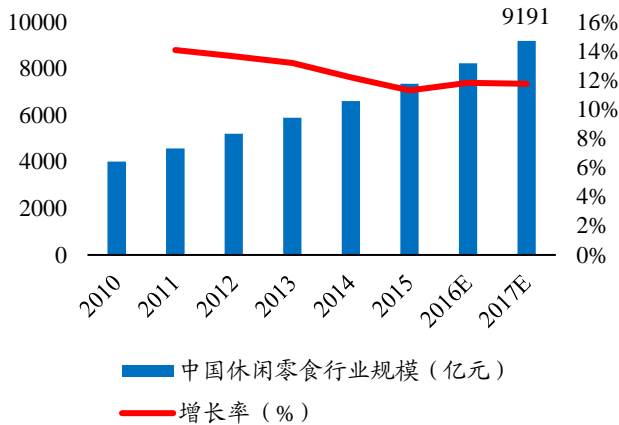
2、休闲零食万亿市场，行业集中龙头受益

2.1、休闲零食万亿规模，仍将保持稳健较快增长

休闲零食规模万亿，量价齐升驱动行业持续增长。据中商产业研究院推算，休闲零食市场包含一切“少量方便包装食品”，市场规模在 2017 年已超 9000 亿，增速保持在 11-12% 左右，预计目前市场规模已超万亿。据中国食品工业协会《中国休闲食品行业发展研究报告》，我国休闲食品行业年产值从 2005 年的 2552 亿元增长到了 2014 年的 10620 亿元，年复合增速 17.17%，预计到 2020 年行业市场规模将接近 2 万亿元。据 Frost & Sullivan 的统计数据，2018 年我国休闲食品行业市场规模为 10297 亿元，2012-2018 年的 CAGR 为 12.26%。多方统计口径均表明我国休闲零食行业规模已超万亿。虽然我国休闲零食销量巨大，但人均消费仍远低于主流发达国家，仍有较大的成长空间。据 Euromonitor 统计数据，2015 年我国休闲零食人均消费量为 2.15KG，韩国和日本分别为 2.49KG 与 5.63KG，英国、美国则分别为 9.53KG 与 13.03KG。我国人均休闲零食的消费量与韩国接近，但较日本还有翻倍以上的提升空间，较英国和美国则分别还有 3-5 倍的成长空间。同时在消费升级的背景下，消费者对于休闲零食的要求也越来越高，我国休闲食品正逐步向健康化、高端化升级，休闲零食行业整体价格也随之稳步提升。量价齐升，我们认为中国休闲零食行业仍将保持稳健

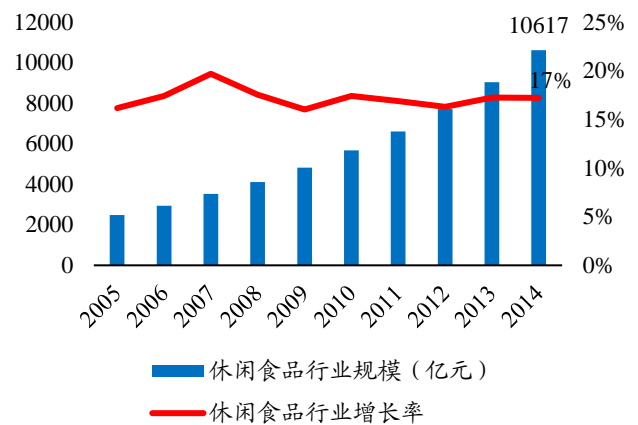
健较快增长。

图6: 中商产业预计我国休闲食品 2018 年将超万亿



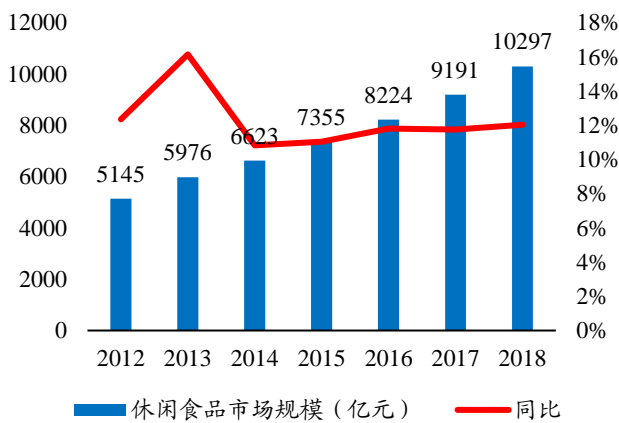
数据来源: 中商产业研究院、开源证券研究所

图7: 食品工业协会统计我国休闲食品 2014 年已超万亿



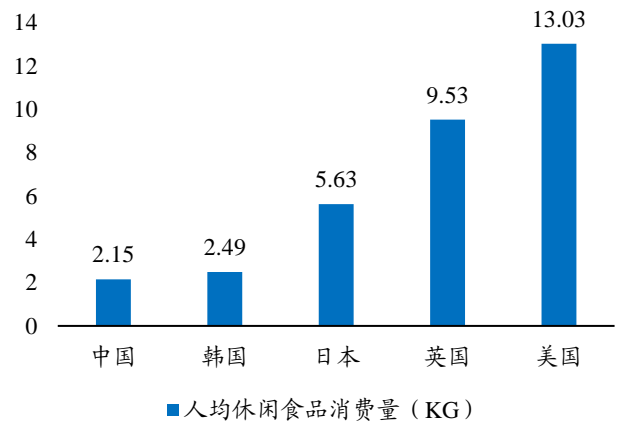
数据来源: 中国食品工业协会、开源证券研究所

图8: Frost&Sullivan 统计我国休闲食品 2018 年超万亿



数据来源: Frost & Sullivan、开源证券研究所

图9: 我国休闲食品人均消费量仍远低于主流发达国家



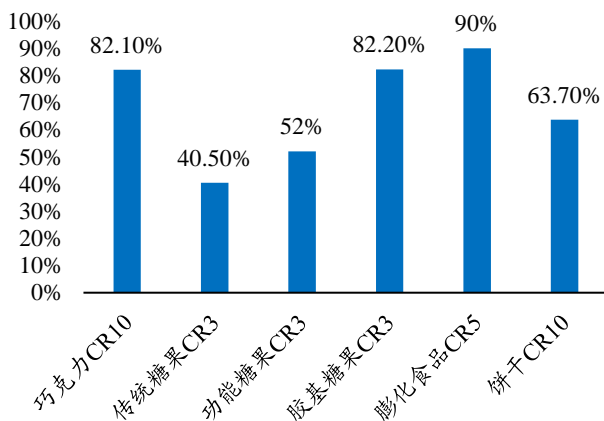
数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

2.2、品种众多、行业分散，消费升级驱动品牌化集中

品种众多、进入门槛低，行业整体分散，其中标准化程度较高的西式零食品类被外资垄断相对集中，其他国内厂商主导的品类集中度都较低。我国地域辽阔，各地域由于气候、饮食习惯、消化等方面的差异，形成了不同的口味偏好，如“南甜北咸”、“东辣西酸”等。口味偏好的差异、食材的多样化、西式零食的进入，以及休闲零食本身满足人类需求和消费场景的多样化，造就了休闲零食行业品类和品种的多样化。休闲零食品类来看，可以分为糖果和巧克力、烘焙、坚果炒货、休闲卤制品等大品类以及其他如休闲豆制品、肉干肉脯、果脯蜜饯等小品类。产品种类而言，国内华中地区龙头良品铺子的产品组合已经超过了 1000 种，华东地区龙头来伊份的 SKU 超过了 800 个，即使产品品类相对较少的线上龙头三只松鼠的产品组合也超过了 500 款。我国的休闲零食，尤其是本土化的传统零食，生产工艺大多来自传统的手工制作，行业进入门槛低。同时很多零食产品没有统一的工艺标准和国家标准，产品品质和口味差异较大，标准化程度较低。品种众多、标准化程度较低，叠加行业门槛低，带来了整体行业竞争格局的分散。分品类来看，标准化程度较高的西式零食，

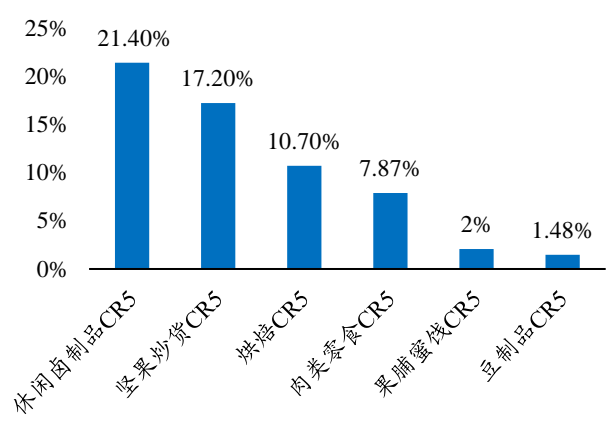
如糖果、巧克力、薯片和饼干等，由外资品牌主导，市场集中度较高。巧克力市场上，2016年我国巧克力销售额的CR10为82.1%，其中前两名玛氏（旗下主要品牌为德芙）和费列罗分别占比39.8%和17.8%。糖果市场中传统糖果阿尔卑斯、雅客和大白兔占据市场份额分别为15%、13%和12.5%，CR3为40.5%；功能性糖果雅客、荷氏和金嗓子分别占22.5%、18.3%和11.2%，CR3为52%；胶基糖果中绿箭、益达和乐天分别占49.9%、22.6%和9.7%，CR3达到了82.2%。膨化食品市场上（主要为薯片），乐事、上好佳、好丽友、品客、可比克、艾比利等品牌占据了零售渠道90%以上的市场份额，其中，乐事以超过25%的市场份额稳居第一。饼干市场上，CR10为63.7%，其中前两名分别为亿滋中国和徐福记，分别占据14.4%和8.9%的市场份额。而对于标准化程度相对较低的烘焙类、本土化的休闲卤制品、坚果炒货以及规模较小的小品类休闲零食而言，国内厂商占据主导，市场分散。2018年我国烘焙食品市场CR5为11.1%，其中达利食品、桃李面包和好丽友市场份额为前三，分别占比4%、3.2%和1.7%。休闲卤制品的CR5为21%，前五名分别为绝味、周黑鸭、紫燕、煌上煌和久久丫，市占率分别为8.9%、5.5%、2.7%、2.6%和1.3%。坚果炒货的CR5为17.2%，前五名分别为洽洽、三只松鼠、百草味、良品铺子和来伊份。小品类休闲零食的市场集中度则更低，果脯蜜饯前五大品牌分别为溜溜果园、怡达、御食园、佳宝和华味亨，CR5仅2.08%；肉类零食的前五大品牌为有友、五洲、棒棒娃、母亲、品品，CR5为7.87%；豆制品的前五大品牌为奇爽、盐津铺子、口口香、华鹏、吴府记，CR5为1.48%。

图10: 外资品牌主导的西式零食集中度较高



数据来源：中国食品工业协会、开源证券研究所

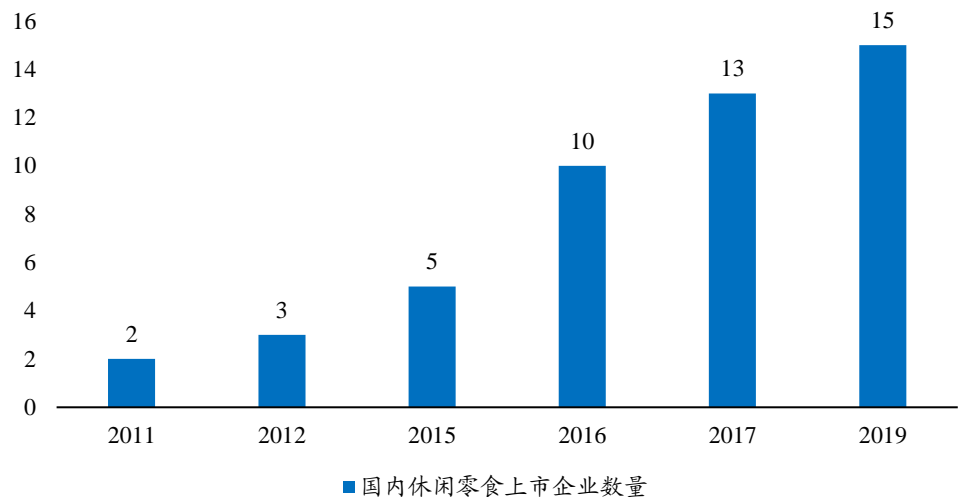
图11: 国内厂商为主的休闲零食集中度都较低



数据来源：Frost & Sullivan、中国产业信息网、开源证券研究所

消费升级，国内休闲零食品牌商相继上市，品牌化集中在路上。消费升级的背景下，原本行业分散、无序竞争的休闲零食品类开始有国产品牌厂商崛起。如烘焙领域的长保品牌达利园、盼盼，中保品牌港荣、憨豆先生，短保品牌桃李；休闲卤制品领域的绝味、周黑鸭；坚果炒货领域的三只松鼠、洽洽、百草味；肉类零食领域的有友、棒棒娃；果脯蜜饯领域的溜溜果园；豆制品领域的奇爽、盐津铺子等等。国内厂商主导的休闲零食品类也正走在外资品牌主导西式零食的品牌化集中的道路上。并且我们可以看到近年来，国内的休闲零食品牌厂商纷纷实现了上市，其中最为老牌的是2011年上市的洽洽股份和好想你，2012年上市了煌上煌，2015年上市了桃李面包和达利食品，2016年来伊份、元祖股份、桂发祥、周黑鸭上市，好想你收购百草味，2017年盐津铺子、绝味食品、香飘飘上市，2019年三只松鼠和有友食品上市。随着国内休闲零食品牌商的相继上市，品牌知名度进一步提升，资本实力也进一步得到加强，未来我国休闲零食的品牌化集中将进一步加速。

图12: 近年来国内零食品牌厂商相继实现上市

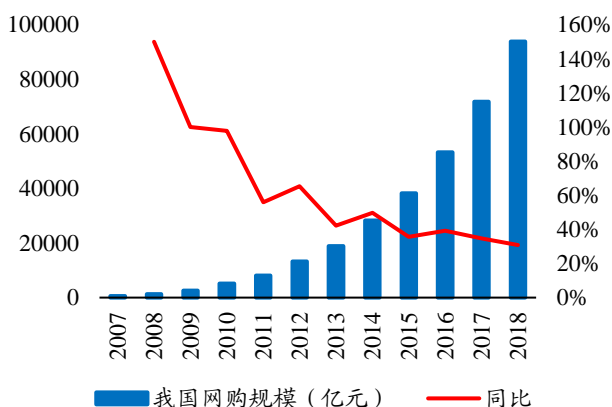


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、电商渠道快速渗透，成长出零售端品牌

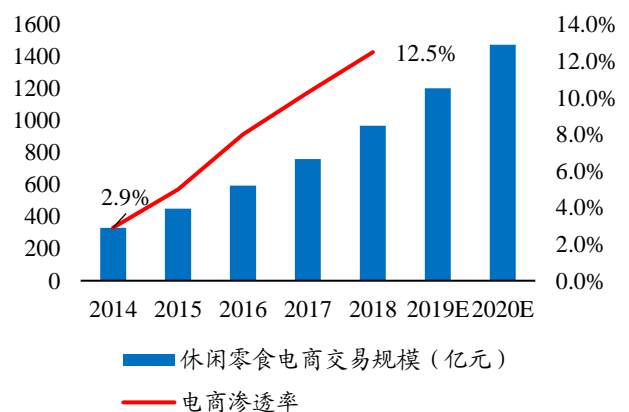
互联网红利驱动休闲零食电商渠道渗透率快速提升，零售品牌商崛起。2007年以来，随着我国互联网普及率的不断提升，网购交易规模持续快速增长，从2007年的520亿元快速增长到2018年的9.4万亿元。互联网红利驱动了我国休闲零食在电商渠道渗透率的快速提升。据中商产业研究院和Euromonitor的统计数据，我国休闲零食电商渠道的交易规模从2014年的330亿元快速增长到2018年的969亿元，电商渠道的渗透率由2014年的2.9%快速提升到了2018年的12.5%。电商渠道的快速发展也孕育出了如三只松鼠、百草味等零售端的品牌。不同于海外休闲零食市场以产品品牌为主，国内休闲零食市场的品牌商分为产品品牌和零售品牌两类。产品品牌如洽洽、达利园、桃李、绝味、周黑鸭、盐津铺子等等，零售品牌则均是近年来快速崛起的如三只松鼠、百草味、来伊份、良品铺子等。产品品牌的优势在于品牌即可以直接联想到具体的产品，代表着产品品质的保障，但劣势在于品牌商进行产品品类拓展（尤其是大品类的拓展）的难度大，品牌影响力进行转嫁的难度大。零售端品牌的劣势在于无法和产品产生直接的联系，且一般都是多品类的品牌，优势在于扩品类相对容易。

图13: 我国网购交易规模持续快速增长，已达10万亿



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 互联网红利驱动休闲零食电商渗透率快速提升



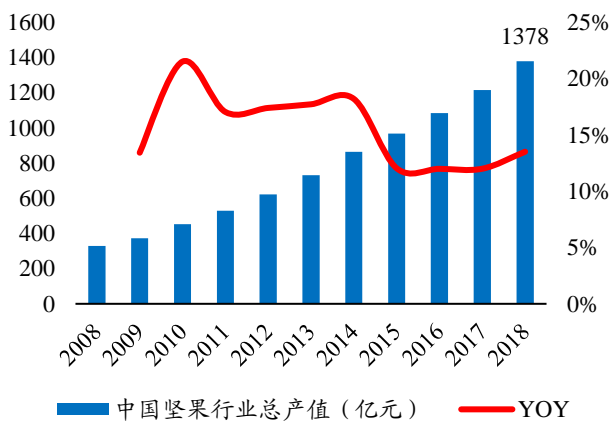
数据来源: 中商产业研究院、Euromonitor、开源证券研究所

3、休闲零食电商龙头迈向全品类、全渠道综合平台

3.1、品类扩张效果显著，全品类战略持续推进

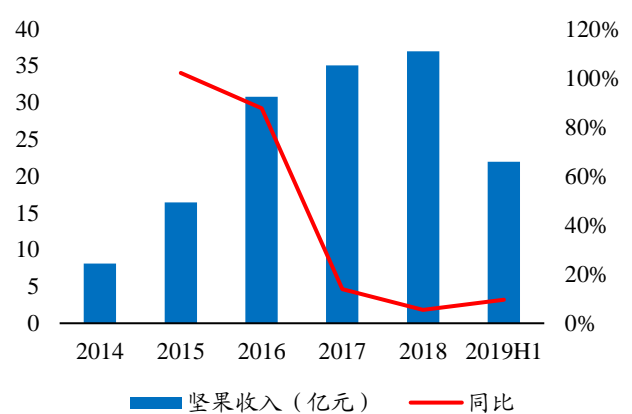
坚果消费由种子坚果向树坚果升级，核心坚果品类仍有增长潜力。树坚果由于种植环境的限制，原材料生产（价值量最大的环节）绝大部分在海外地区，而后续的加工工艺也相对简单和标准化。因此国内坚果消费由种子坚果向树坚果消费升级给零售端品牌的发展提供了非常好的机会。三只松鼠紧抓树坚果在电商领域发展的机会，成为了国内树坚果电商领域的龙头品牌。新鲜坚果富含多种营养物质，其中蛋白质、矿物质、维生素、膳食纤维及人体必需的不饱和脂肪酸、微量元素含量均位居前列，可以抗氧化、预防多种疾病，提高免疫力。尤其是近年来逐步流行起来的树坚果代表了休闲零食健康化的升级方向。中国食品工业协会数据，2018年我国坚果行业总产值已达1378亿元，近10年的CAGR为15.4%，而种子坚果向树坚果的消费升级正驱动着我国坚果行业保持持续稳健增长。公司作为树坚果电商领域的龙头，核心坚果品类在2017年即开始进入了低速增长阶段。不过考虑到我国树坚果的人均消费量还非常低，我国巴旦木、腰果、夏威夷果、碧根果的人均消费量分别为30g/年、33g/年、3g/年和1g/年，相较于消费习惯相近的日本和全球平均水平而言均存在翻倍以上的提升空间。同时我国树坚果的产销量较种子坚果的产销量还有非常大差异，2018年我国树坚果的产量为37.7万吨，消费量预计接近60万吨，但种子坚果的产量高达1548.6万吨。目前我国树坚果的产量占坚果行业整体的比例仅2.4%，较全球10.6%的比例还有非常大的提升空间，我国坚果消费升级的空间还很大。我们认为在国内种子坚果向树坚果消费升级的背景下，公司作为树坚果的龙头，未来坚果品类仍有增长潜力。尤其是在公司开拓出线下渠道之后，公司坚果品类有望重回稳健快速增长。

图15：我国坚果市场规模保持持续稳健增长



数据来源：中国食品工业协会、开源证券研究所

图16：公司坚果品类保持持续增长



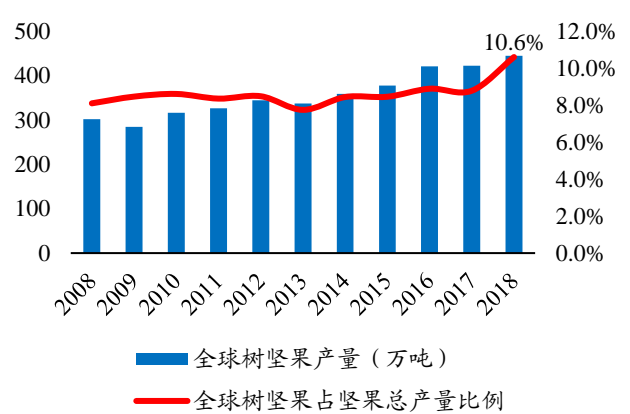
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17: 我国树坚果产量占坚果行业的比例仅 2.4%



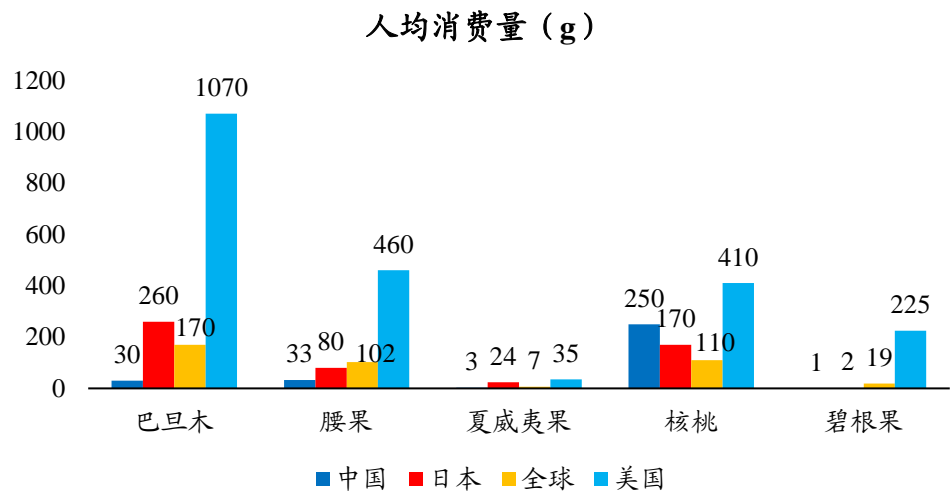
数据来源: INC、开源证券研究所

图18: 全球树坚果产量占坚果行业的比例为 10.6%



数据来源: INC、开源证券研究所

图19: 我国人均坚果消费量远低于消费习惯相近的日本和全球平均水平

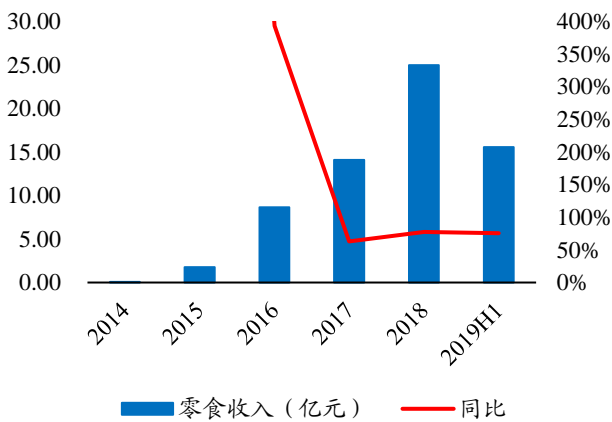


数据来源: INC、开源证券研究所

烘焙、肉脯、果干等新品类快速增长，全品类战略持续推进。核心坚果品类实现引流之后，公司在2016年开始发力坚果以外的新品类，以烘焙、肉脯为核心的零食品类以及果干等核心新品类在2016年开始快速增长。零食品类贡献收入从2015年的1.75亿元快速增长到了2018年的25亿元，CAGR达到了143%。果干贡献的收入也从2015年的0.93亿元增长到了2018年的4.93亿元，CAGR达74%。2019年上半年来看，零食品类继续保持着76%的高速增速，果干品类也保持着42%的快速增长。烘焙作为休闲零食最大的子品类，整体行业规模超过2300亿，且保持着10%左右的行业增速。果干，通过真空冷冻干燥技术将新鲜水果脱水干燥得来，保留了新鲜水果全部的营养物质，同时又不破坏水果原有的结构和形状，是新兴的健康休闲零食品种。果干目前在各大电商平台都处于快速增长的阶段，其中百草味果干系列收入从2016年的1.2亿元快速增长到2018年的5.98亿元，良品铺子果干果脯收入同样从2015年的4.74亿元快速增长到2017年的7.56亿元。烘焙、肉脯、果干等新品类的成功拓展，意味着公司品牌在多品类转嫁上的成功，同时公司还在持续推出了干果、膨化（饼干、薯条、锅巴等）、卤味、豆干素食、花茶等众多新品类，全品类战

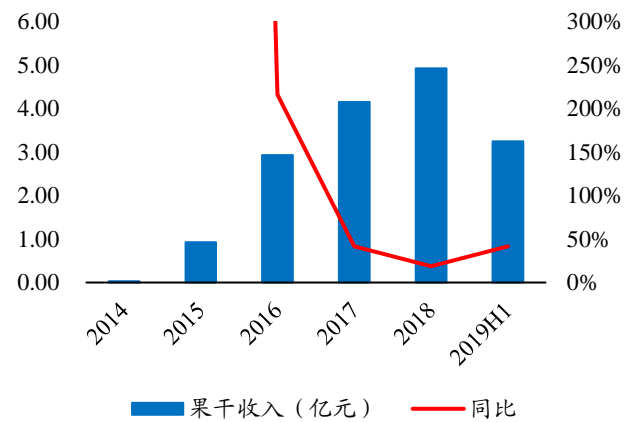
略持续推进。全品类的拓展不仅驱动公司收入继续保持快速增长，同时也打开了公司收入的增长瓶颈。

图20: 烘焙、肉脯为代表的零食品类快速增长



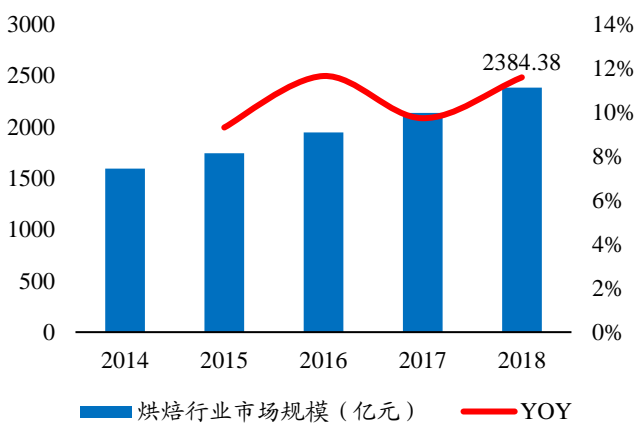
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图21: 果干新品类持续快速增长



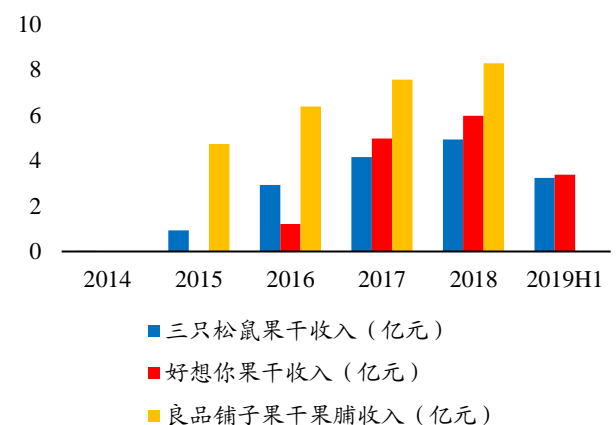
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 烘焙是休闲零食第一大子品类且保持较快增长



数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

图23: 各大电商平台果干产品均保持快速增长

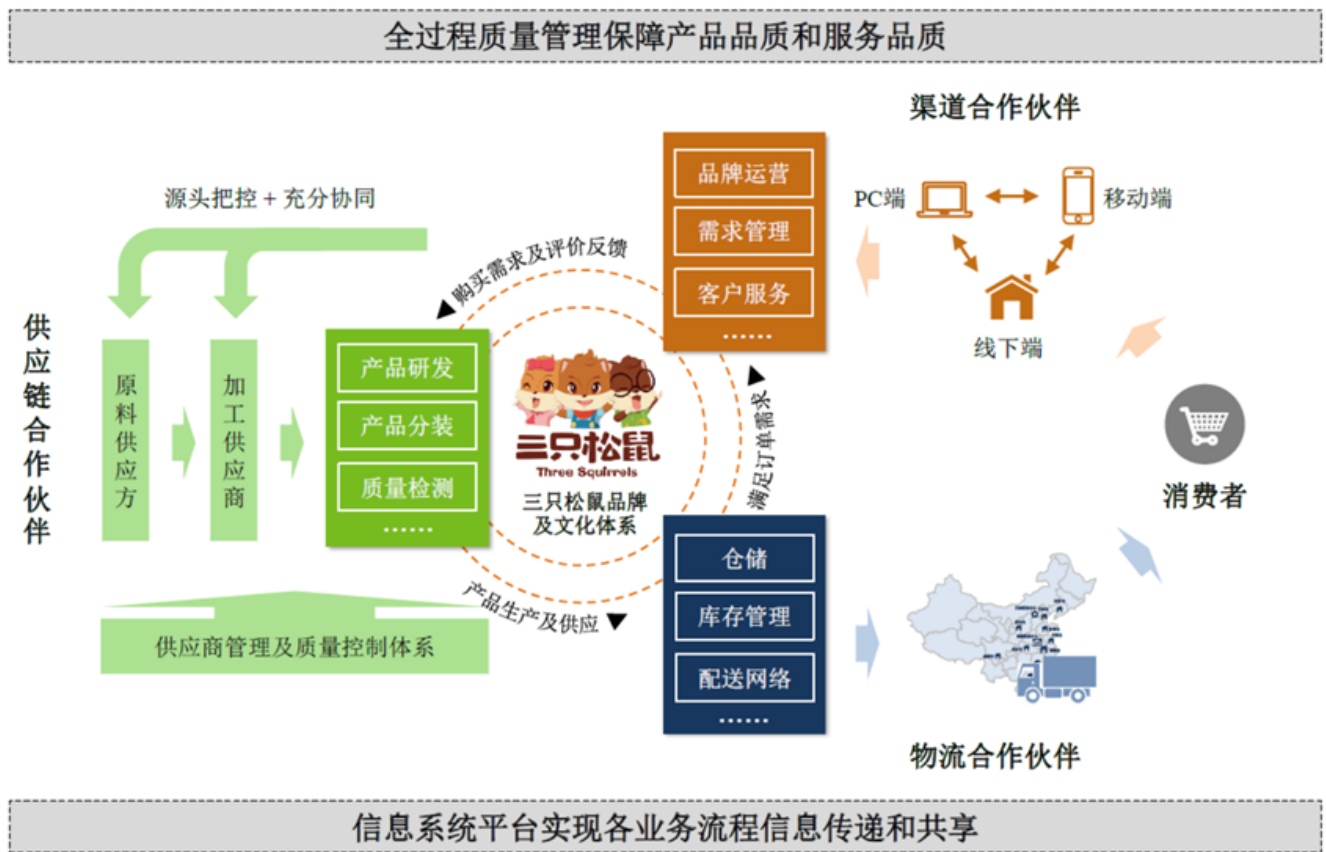


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、“联盟工厂”模式向上游产业链延伸

坚持核心环节自主控制，保障产品品质、提升消费者信赖。在休闲零食品牌化集中的过程中，品牌意味着产品品质和产品质量安全的保障，品牌商最终的竞争体现的是产品端的竞争。公司作为零售端的品牌商，在产品生产端有天然的劣势，但公司通过对核心环节的自主控制，构建了重度垂直的业务模式，通过供应商准入、入库严格质检、仓储库存自主管理等措施实现了对产品质量的把控。同时，公司基于信息技术手段，借助云质量信息化平台对产业链各环节进行有效控制，实现质量全程可追溯。新产品研发和产品品质保障方面，公司则设立食品安全及研发研究院加大研发投入、设立专业食品检测子公司保障产品品质和质量。同时公司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，发挥各方比较优势，共同建立互联网新农业生态圈，实现合作共赢。

图24: 公司自主把控核心环节, 构建重度垂直的业务模式, 实现了产品质量的全程可追溯



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

“联盟工厂”模式实现全产业链绑定布局, 进一步提升产品研发和品质保障能力。

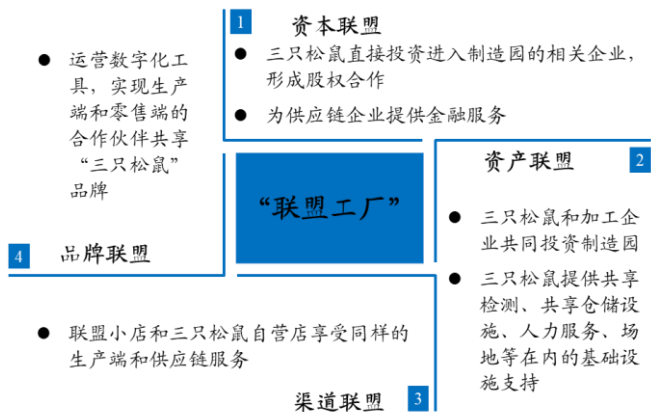
公司在全国范围内除安徽芜湖的总配送中心外, 还建立有 8 个自有的配送中心或城市仓, 并与第三方仓配服务商合作建立了 15 个合作仓, 实现了全国市场覆盖。同时公司拟在大的自有仓基础上与行业专业制造加工的合作伙伴打造制造园, 将合作伙伴的加工生产线直接搬到物流仓, 打造“联盟工厂”, 实现生产、物流运输和销售的无缝对接。公司“联盟工厂”的模式是资本、资产、渠道和品牌四大维度全方位的联盟, 从而实现和生产加工企业的密切绑定和合作, 保障产品品质管控和新产品的研发能力。资本合作是指公司将通过投资进入制造园的企业, 形成股权上的合作, 同时给供应链上的企业提供便捷的金融服务。资产合作是指制造园由公司和加工企业共同投资, 公司提供共享检测、共享仓储设施、人力服务、场地等在内的基础设施支持。渠道合作是指对于终端的联盟小店可以和公司自营店享受同样的生产端和供应链服务。品牌合作则是指运营数字化工具, 实现生产端和零售端合作伙伴共享“三只松鼠”品牌。“联盟工厂”模式使得公司原有的生态圈合作变得更加紧密, 并且实现了公司向上游生产端的延伸, 完成了从产品研发、生产、运输、销售的全产业链布局。全产业链布局不仅可以提升公司新品的研发能力和产品品质的管控能力, 增强长期竞争力, 还可以进一步提高供应链效率, 提升公司的利润率。此前, 公司产品从生产工厂到华东的总配送中心, 再到全国各个仓, 需要两段物流、三次质检。而在“联盟工厂”模式下, 直接实现从制造园中心配送到终端, 只有一段物流、两次质检。未来公司将在全国范围内建立六大物流园区, 对应六大生产园区, 覆盖全国, 减少物流配送距离, 同时快速对终端需求做出反馈。未来随着全产业链布局、供应链效率的提升以及龙头规模化优势, 公司的利润率将进一步提升。

图25: 公司拟在自有物流仓的基础上建设六大生产园区



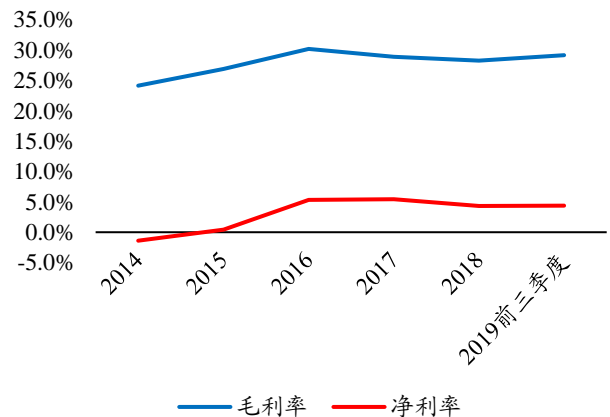
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图26: 公司通过“联盟工厂”模式实现全产业绑定布局



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图27: “联盟工厂”模式将助力公司利润率提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、全国化品牌和数字化供应链赋能线下渠道扩张

线上龙头开始发力线下，全国化的品牌影响力和数字化供应链助力线下渠道扩张。休闲零食消费的即时性、体验性要求高等特性决定了消费场景多以线下为主，线下渠道是休闲零食的核心渠道，占比接近 90%。公司作为休闲零食线上渠道的龙头，在 2016 年开始线下布局，开设了第一家线下体验店。公司初期对于线下渠道的定位为体验店，主要为提升公司的品牌形象，2018 年底公司已经拓展了 53 家线下体验店和 12 家联盟小店。2019 年公司上市之后开始发力线下渠道，截止 2019 年中，公司已经开设了 73 家直营的松鼠投食体验店和 78 家加盟的联盟小店，并且计划在 2019 年年底前开设 100 家体验店和 200 家联盟小店。目前线下门店运营效果非常好，投食店上半年坪效 1.75 万元，合计实现收入 2.14 亿元，净利润 1565.7 万元，净利率 7.31%，高于电商渠道，联盟小店上半年坪效 2.09 万元，实现收入 5899.69 万元。与

原来就是线下渠道起家的来伊份和良品铺子相比，公司开拓线下门店的优势在于全国化的品牌影响力和供应链保障能力。线下渠道由于门店的聚集效应和品牌宣传主要依靠门店展示，形成的品牌影响力多以区域性为主，并且由此形成的门店和供应链体系均是区域集中分布。来伊份以上海为中心的华东区域为主，良品铺子从华中区域起家，切入电商渠道后品牌影响力开始逐步走向全国，不过线下门店仍旧以华中地区为核心。公司目前是国内唯一一家具有全国化、多品类品牌影响力的休闲零食品牌商，也建立起了全国化的物流配送体系和数字化的供应链体系，为全国化的线下渠道布局打下了良好的基础。

图28: 公司直营的松鼠投食体验店



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图29: 公司加盟的联盟小店



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图30: 公司数字化的供应链体系助力线下门店的拓展和升级



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

开拓线下核心渠道，打破品类拓展限制，向着全国化、全品类休闲零食平台进发。线下渠道作为休闲零食的核心渠道，占据了 90% 的市场份额，但竞争格局更为分散。公司有望凭借线上渠道形成的多品类、全国化的品牌影响力和全国化的供应链能力率先实现线下渠道的全国化布局。线下门店不同于电商渠道的高客单价、高性价比的爆款模式，更多需要的是多 SKU、高频次、高坪效的高效运营模式。线下渠道的开拓不仅为公司的渠道拓展打开了空间，同样为公司打破了在休闲零食领域进行品

类拓展的限制（线上更适合高单价、可囤货的产品品类，低单价、高频次消费的产品品类更适合线下）。未来随着线下渠道的拓展，公司将进入产品拓展+渠道扩张双轮驱动的发展快车道，向着全国化、全品类的休闲零食平台进发。

4、盈利与估值

国内休闲零食市场超万亿且格局分散，近年来才涌现出一批国产品牌厂商并相继实现上市，行业正走在品牌化集中的路上。对比海外休闲零食巨头动辄大几百亿上千亿的收入，国内休闲零食龙头还有非常大的成长空间。公司是国内休闲零食的电商龙头，借助休闲零食在电商渠道快速渗透的红利打造出了全国化、多品类的品牌影响力。目前公司正在借助全国化的品牌影响力和供应链能力由线上渠道向核心的线下渠道拓展，同时通过“联盟工厂”模式向上游延伸，实现全产业链的布局。公司线下渠道的拓展将打开渠道扩张的空间，同时也将打破公司品类拓展的限制，进入渠道扩张和产品拓展双轮驱动的发展快车道。未来随着公司线下渠道的成功拓展，公司将成为唯一一家实现全国化、全品类、全渠道的休闲零食综合平台，有望成长为行业真正的龙头。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 3.55/4.84/6.86 亿元，对应 EPS 为 0.88/1.21/1.71 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 70.7/51.8/36.5 倍；预计 2019-2021 年的收入为 97.3/126.5/166.0 亿元，当前股价对应 2019-2021 年 PS 为 2.64/2.03/1.55 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表3: 同行业主要竞争对手估值对比（亿元、元/股）

公司	代码	收入			PS			总市值	现价
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
盐津铺子	002847.SZ	14.64	19.67	26.41	3.14	2.34	1.74	46.0	35.81
好想你	002582.SZ	57.33	66.19	75.84	0.74	0.64	0.56	42.2	8.18
桃李面包	603866.SH	56.73	66.85	78.77	4.90	4.16	3.53	278.0	42.20
绝味食品	603517.SH	51.04	58.33	66.12	5.36	4.69	4.14	273.8	44.98
来伊份	603777.SH	42.98	50	-	0.91	0.79	-	39.3	11.58
平均					3.01	2.52	2.49		
三只松鼠	300783.SZ	97.31	126.46	166.01	2.64	2.03	1.55	257.0	64.09

数据来源：Wind、开源证券研究所（除盐津铺子、三只松鼠外均来自 Wind 一致预期）

5、风险提示

公司作为休闲零食线上的龙头，目前正在由线上渠道大力向线下渠道拓展，线下门店的经营模式较线上的运营模式差异较大，公司存在线下渠道拓展低于预期，线下门店经营效率和盈利情况低于预期的风险。同时，公司同时拓展线上和线下渠道，线上和线下渠道产品品类和产品价格存在差异，公司存在产品拓展低于预期和价格体系混乱等风险。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上;
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%;
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动;
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现;
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835