

# 三只松鼠 (300783): 拓品爆品带动线上重回高增, 线下开店速度质量兼备

2020年4月29日

推荐/首次

三只松鼠

公司报告

**事件:** 公司发布 2019 年报及 2020Q1 财报, 2019 年实现收入 101.73 亿元, 同比增长 45.3%, 实现归母净利润 2.39 亿元, 同比减少 21.43%; 2020Q1 实现收入 34.12%, 同比增长 19%, 实现归母净利润 1.88 亿元, 同比减少 24.58%。

**大单品及拓品带动 2019 年线上收入重回高增长, 未来持续拓品加渠道开拓。** 松鼠 17、18 年线下增速分别为 24%、18%, 2019 年为 40%+, 主要是由于烘焙品类及坚果类每日坚果火爆所致, 每日坚果销售额破 10 亿, 目前线上增速放缓, 公司不断通过拓品做大, 通过活动抢占份额, 线上 CR3 仍不足 20%, 而盈利水平约为 2%-5%, 未来龙头企业仍是以做大规模为主, 松鼠已提前准备好其他品类的建设, 通过拓品及快于对手发展不断做大线上。

**线下开店速度与质量兼备, 持续再加速。** 2019 年公司门店数量 386 家, 其中直营投食店 108 家, 主要开在省会及经济发达城市, 面积约 200 平, 实现收入 5.18 亿元, 加盟联盟小店 278 家, 主要在华东及华中区域, 面积级 60 平, 实现收入 2.8 亿元。单店盈利能力跟良品处于同一水平, 投食单店年收入 260 万, 加盟单店年收入 186 万, 从数据方面来看跟良品单店 (170 万) 相当, 松鼠开店范围全国铺开, 品牌也具有全国性, 持续观察运营能力。

**疫情期间线上消费习惯并未受影响, 线下拿店加速, 而长期看供应链管理能力的核心, 松鼠在不断加强工厂及仓储的构建。** 公司 Q1 收入增长受影响小, 利润端主要是成本及管理费用增加所致。放长未来 2-3 年, 线上线下都以做大规模为主, 净利率 2%-5% 之间, 而线上线下的联合对供应链的要求更高, 松鼠在构建的联盟工厂与各仓储基地都在不断夯实供应链能力。公司 2012 年成立, 2019 年收入即破百亿, 可谓高速发展, 而线下目前的基调也延续以往快速度, 目前看质量也优, 持续看好新零售渠道的搭建。

**盈利预测:** “三只松鼠”强 IP 及公司强执行可使线上品牌快速全国化到线下, 预计公司 2020-2022 年收入同比增长 30.21%/23.17%/21.61%, 归母净利润同比增长 4.65%/27.03%/21.4%, 现阶段做大规模为主, 建议使用 PS 估值, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**风险提示:** 食品安全、竞争加剧、联盟工厂落地/线下渠道铺设不及预期、

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	7,001.17	10,173.02	13,246.63	16,315.92	19,841.51
增长率 (%)	26.05%	45.30%	30.21%	23.17%	21.61%
净利润 (百万元)	304.00	239.00	250.12	317.71	385.70
增长率 (%)	0.66%	-21.38%	4.65%	27.03%	21.40%
净资产收益率 (%)	27.33%	12.60%	11.23%	10.12%	12.70%
每股收益 (元)	0.76	0.60	0.62	0.79	0.96
PE	107.44	136.66	130.59	102.80	84.68

资料来源: PB 公司财报、东兴证券研究所

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

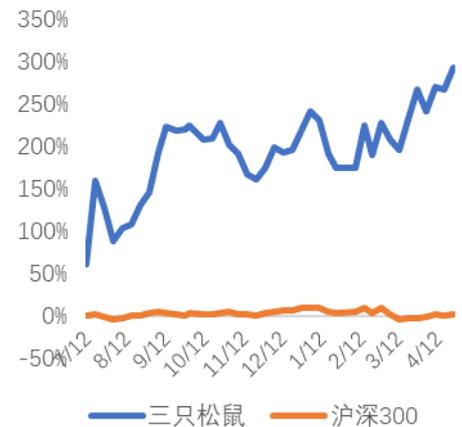
## 公司简介:

公司为行业领先的休闲食品品牌电商, 主打坚果起家, 现已拓宽至全品类, 线上线下全渠道发力, 打造 IP 赋能品牌。

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	17.62-85.85
总市值 (亿元)	333.31
流通市值 (亿元)	333.31
总股本/流通 A 股 (万股)	9.78
流通 B 股/H 股 (万股)	0
52 周日均换手率	8.58

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480518070001

## 分析师: 姜倩

010-66554008

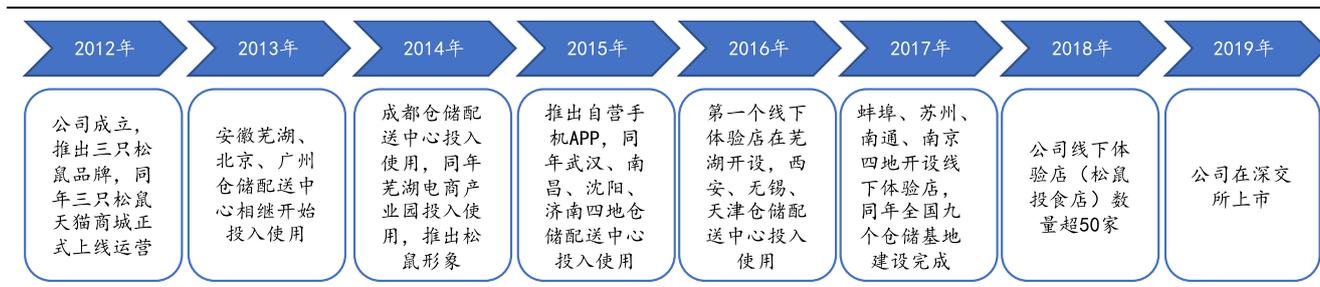
louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519020001

公司拥有极为鲜明的互联网电商基因, 其成立后短短七年时间成功上市并成为休闲零食行业龙头主要源自三个因素: 早期主打树坚果产品, 新颖的线上渠道商模式配合有效的营销手段, 以及获得强力资本的助力。公司成立于 2012 年, 最初定位为“多品类的互联网森林食品品牌”, 坚持“以客户为”的企业价值观。公司主营坚果、干果、果干、花茶及零食等多个休闲食品品类的研发、检测、分装及销售。成立七年时间里, 公司不断加强基础设施体系建设, 同时逐步建立以电商平台、自营手机 APP、大客户团购、线下体验店等多元化渠道构成的销售模式。

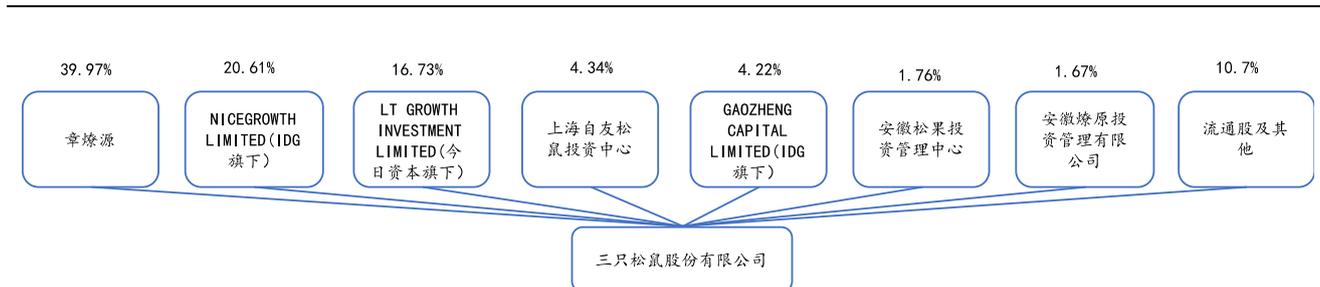
图 1: 三只松鼠发展历程



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

公司屡获资本助力, 股权集中, 创始人任“首席洗脑师”, 行业经验丰富。公司自成立后, 融资道路较为顺利。2012年3月成立之初, 公司即获得 IDG 资本 150 万美元 A 轮融资, 随后 2013 至 2015 年公司共获得 IDG、今日资本、峰瑞资本等多家 VC、PE 总计约 4.6 亿元融资, 为公司早期发展在财务上铺平了道路。从股权结构看, 公司实际控制人为公司创始人章燎源, 拥有公司 39.97% 股权, 股权较为集中。章燎源早期曾任安徽詹式食品有限公司销售总监、副总经理等职, 且在詹式期间, 曾成功打造“壳壳果”内部电商品牌, 在休闲食品, 尤其是坚果行业拥有十余年丰富的从业经验。公司成立后, 章燎源自称任公司“首席洗脑师”, 一手打造顾客为“主人”, 员工有“鼠名”的公司文化, 公司活力十足。

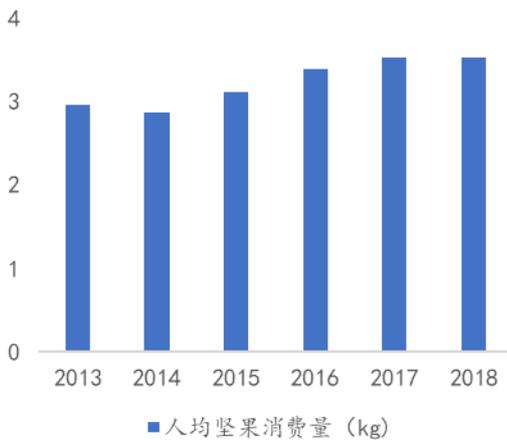
图 6: 三只松鼠股权结构



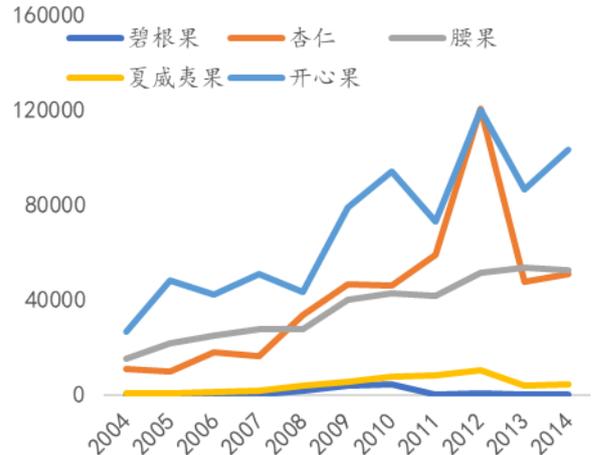
资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

公司早期主打树坚果, 相对种子坚果市场空间广阔。我国坚果消费量处于逐渐攀升的阶段, 2012 年我国人均坚果消费量 2.96 公斤, 至 2018 年人均坚果消费量 3.52kg, CAGR3.53%, 增长较慢。细分来看, 我国居民消费坚果种类主要为种子坚果, 根据 INC (国际坚果与干果协会) 估计, 2017 年我国人均树坚果消费量仅为 0.38 公斤, 约占全部坚果消费量的 10% 左右。公司早期主打树坚果产品, 尤其是碧根果与夏威夷果。INC 数据显示我国带壳树坚果除核桃外主要依赖进口, 其中碧根果、夏威夷果进口量远小于开心果、杏仁、腰果, 10 年

CAGR 分别达到 9%和 21%。但由于碧根果、夏威夷果单价较高, 中国产业信息网数据显示其销售收入分别达到 7.93 亿与 11.19 亿, 为规模第三大与最大的坚果单品。碧根果、夏威夷果人均消费量低但增速快、规模大、早期产业集中度低, 公司早期产品定位成功寻中发展蓝海。

**图 2: 我国人均坚果消费量增长缓慢**


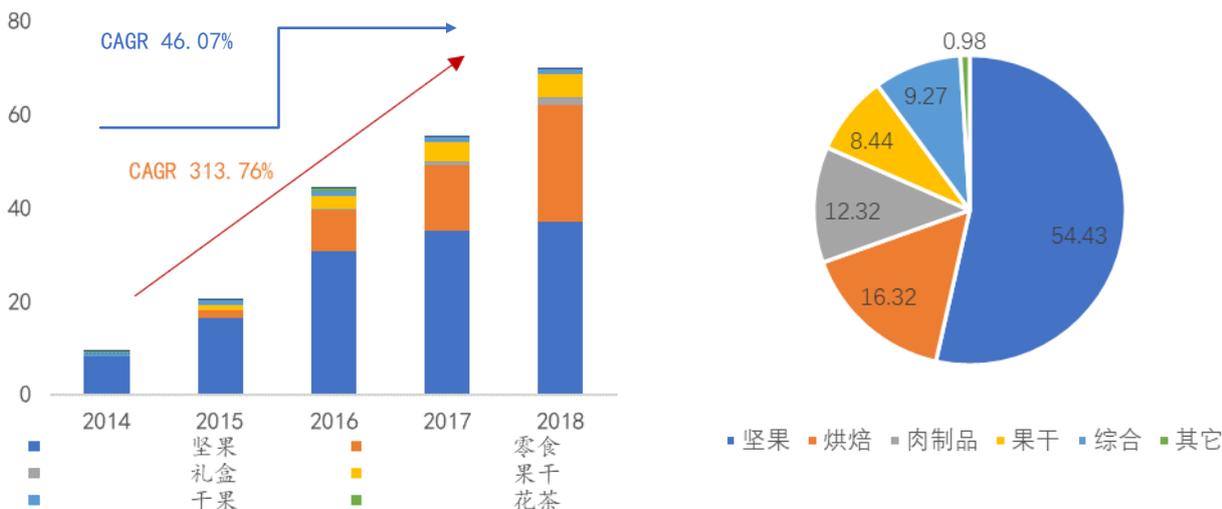
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 3: 我国树坚果进口量快速攀升**


资料来源: INC, 东兴证券研究所

**产品经理制下产品品类不断扩大, 从场景入手改造产品强化用户体验。**公司产品品类构成逐渐由坚果独大过度到坚果为主, 辅以烘焙食品、肉制品、果干多品类共同发展的格局, 2019 年公司坚果/烘焙/肉制品/果干/综合类收入 54.43/16.32/12.32/8.44/9.27 亿元, 占比 53.51%/16.04%/12.11%/8.30%/9.12%, SKU 超 500 个。为适应品类扩张策略, 公司专门设置产品经理制度, 预计公司未来零食品类将继续保持收入规模和 SKU 的高增长, 而坚果品类以碧根果、夏威夷果等树坚果为基础, 配合“每日坚果”等产品组合, 不断丰富产品矩阵。同时在休闲零食口味趋同的大趋势下, 公司通过深入产品的场景化设计, 持续拓宽产品内涵。如公司早期主打碧根果即考虑到碧根果难剥壳、易染手和碎壳难处理的特点, 随产品附赠剥壳器、湿纸巾和果壳袋。从公司的专利构成来看, 截止 2019 年公司共拥有 116 个专利, 其中关于食物制备的专利仅 8 个, 占全部专利的 7%, 而实用新型 (包括开箱器、坚果开口器等) 和外观设计 (包括包装设计及产品周边设计等) 专利分别为 51 个和 49 个, 占全部专利的 44%和 42%。预计未来, 公司场景化设计将更加深入产品, 优化用户体验, 从而增强用户粘性, 提高消费频率。

**图 17: 2014-2018 年公司分产品收入组成**
**图 18: 2019 年公司分产品收入组成 (亿元)**

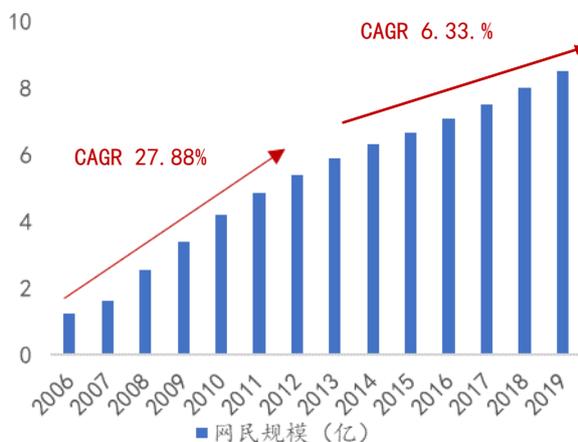


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

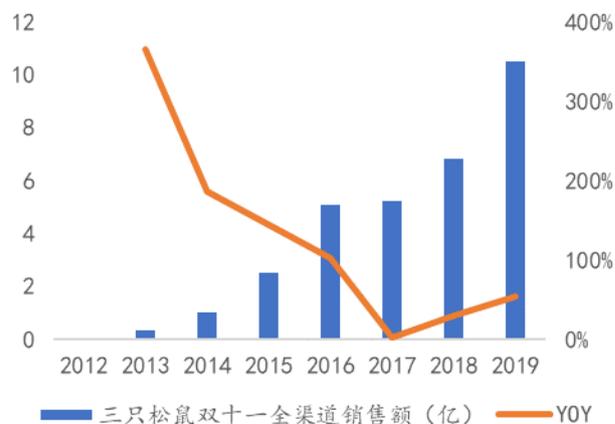
公司搭上互联网流量红利末班车, 电商模式配合有效营销手段频频发力。我国互联网人口增长速度在2013、2014年逐渐接近拐点, 互联网流量红利趋于减弱, 彼时坚果类产品主要通过线下散装与商超包装食品销售, 主要电商平台如淘宝、天猫、京东上的坚果品类商家较少。公司成立后成功搭上电商红利的末班车, 用创始人章燎源先生的话说“公司的成功在于每一步都踩在了互联网发展的节奏上”“今天再让我在天猫上做出一个公司肯定没有机会了, 因为淘宝的红利出口没有了”。同时公司产品定位精准, 其核心用户群体与电商平台核心群体重叠大, 并利用沉浸式营销、IP内容营销等多种营销手段, 加之其细致的产品, 优异的服务体验, 成功借助电商渠道实现飞速发展。公司在双十一等重要节点于电商平台休闲食品销售榜单数次夺魁, 实现“事件营销”的效果。2012年公司成立当年双十一销售额就高达766万, 2019年实现全渠道销售额10.49亿, 稳居同品类榜首。

图4: 我国网民规模增长逐步放缓



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图5: 公司双十一全渠道销售额



资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 东兴证券研究所

坚持打造IP赋能品牌, 内容营销及IP变现支撑溢价走强。公司自成立起就坚持IP化、人格化的品牌策略, 将简单的产品销售关系拓展为消费文化的阐述, 增强消费者的粘性和忠诚度, 实现较强的品牌号召力。公司

先后推出松鼠形象的动漫、动画片、绘本、手游等 IP 化产品, 其中 2016、2017 年公司分别投资 1500 万元进行《公司》动画片创作。该动画上映后, 全网播放量超 2 亿次, 于 2018 年广电总局备案 600 多部动画中排名 30 位左右, 虽与“熊出没”等顶级 IP 有一定差距, 但引流量远远领先同时期同行业来伊份推出的《超级伊仔》与小王子食品推出的《小王子与土豆仔》。预计公司对 IP 的持续投入未来有望通过内容营销、IP 变现、提高产品溢价等方式直接或间接释放品牌红利, 支撑公司业绩。

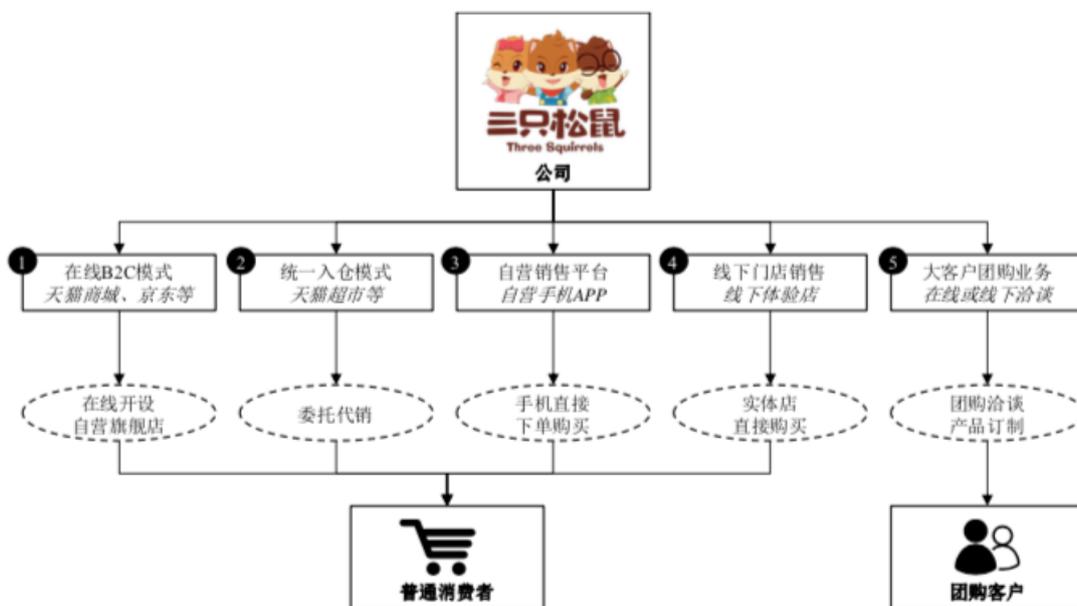
**图 20: 公司 IP 化形式**

平面动漫形象	3D 动漫形象	动画	绘本	周边产品
				
				
	歌曲	3D 动画	手游	

资料来源: 公司招股说明书, 公开资料整理, 东兴证券研究所

布局线下较晚, 直营/加盟各有所长, 增加终端触点摆脱电商依赖。2017-2019 年公司前五大电商平台销售收入占全部营业收入的比分别为 90.31%、82.58%和?, 其中天猫和京东平台总计占比超 60%, 渠道集中度极高但有逐年分散的趋势。公司线下门店布局较晚, 但契合 IP 化发展路径。线下门店以重用户体验的“松鼠投食店”(直营店)和重销售的“松鼠联盟小店”(加盟店)形式经营, 店内摆放数量众多的“松鼠公仔”及其他 IP 化产品。其中直营店功能定位为品牌体验载体, 品类丰富、店面较大; 而加盟店功能定位本地商圈打造和用户便利触达, 品类在精不在多、店面较小。公司自 2016 年开始试水线下门店运营, 至 2018 年取得线下收入 7.51 亿, 占全部营业收入的 10.73%, 其中线下门店收入约为 2 亿, 占全部营业收入的 3%左右。

**图 19: 公司销售模式与渠道拓展**



资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

大力布局线下，门店扩张以点带面。公司招股书披露，目前主要通过线下进驻阿里零售通平台、开设自营模式线下投食店及加盟模式松鼠联盟小店进行线下门店布局，公司未来线下门店拓展将侧重于二、三线城市。由于直营与加盟门店的不同功能区别，预计三只松鼠将保持“松鼠投食店”以点带面的形式，在商圈及人流量高的区域加速直营店布局，而加盟店通过与数量众多的合作店长“联盟”，围绕直营店周边进行布局。2019年公司直营店突破100家，加盟店（“松鼠联盟小店”）突破200家，预计线下门店数量有望短期内实现爆发增长，加盟店与直营店齐头并进。

图 4：三只松鼠投食店店铺门面



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5：三只松鼠联盟小店店铺门面

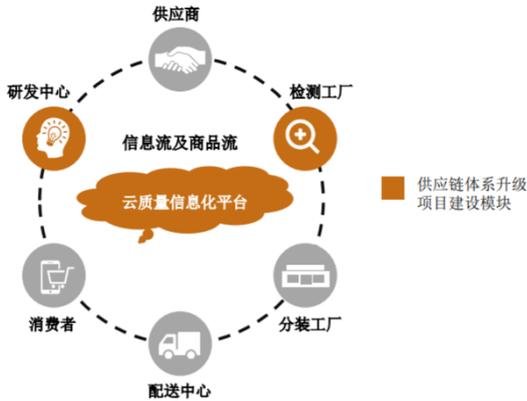


资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

新建联盟工厂整合供应链，信息系统平台促进业务效率。2019年公司斥资投入食品研发中心、检测工厂及云质量信息化平台升级。原先每日坚果库存周期为28天，18年公司通过导入生产端数字化系统，将周期缩

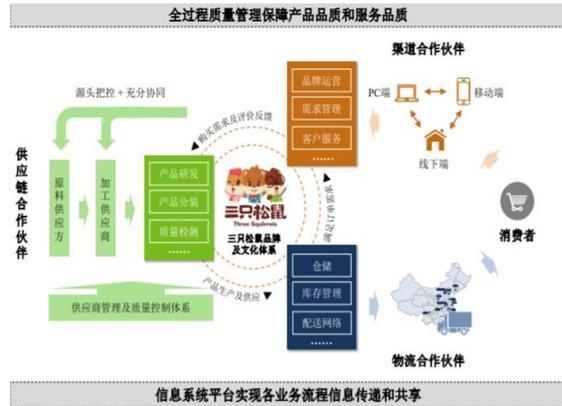
短到 7.8 天, 预计此次数字化信息平台升级将进一步提升供应效率。此外, 2019 年末, 公司公告计划在安徽新建“健康食品联盟工厂项目”, 该项目成果包括制造加工、仓配、物流等功能, 自控生产有效缩短了产品上新的时间, 提升了物流配送的效率。

图1: 三只松鼠募资投向供应链体系升级项目



资料来源: 三只松鼠招股说明书, 东兴证券研究所

图2: 信息系统平台实现各业务信息传递共享



资料来源: 三只松鼠招股说明书, 东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	《从线上线下发展, 看休闲食品新零售巨头差异化布局——休闲食品系列报告之新零售模式篇》	2020-04-34

资料来源: 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	2478	4085	5081	7705	9024	<b>营业收入</b>	7001	10173	13247	16316	19842	<b>营业成本</b>	5023	7345	9617	11835	14375
货币资金	817	970	1522	3283	3612	营业税金及附加	32	51	146	178	214	营业费用	1461	2298	3047	3720	4484
应收账款	304	260	436	536	652	管理费用	147	225	305	392	496	财务费用	-9	-14	-70	-60	-40
其他应收款	27	0	0	0	0	资产减值损失	7.82	-1.94	0.30	0.40	0.30	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付款项	48	74	75	77	78	投资净收益	5.69	10.45	15.00	15.00	15.00	<b>营业利润</b>	398	300	320	405	492
存货	1240	2480	2635	3242	3938	营业外收入	5.35	9.06	15.00	15.00	15.00	营业外支出	1.36	1.57	2.00	2.00	2.00
其他流动资产	43	260	413	567	743	<b>利润总额</b>	402	307	321	407	494	所得税	98	68	71	90	109
<b>非流动资产合计</b>	618	756	792	1033	1272	<b>净利润</b>	304	239	250	317	385	少数股东损益	0	0	0	10	20
长期股权投资	4	6	6	6	6	归属母公司净利润	304	239	250	317	385	EBITDA	409	327	864	1074	1319
固定资产	255	396	661	914	1165	<b>EPS (元)</b>	0.84	0.63	1.79	2.20	2.68	<b>主要财务比率</b>					
无形资产	114	116	105	93	81						2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
其他非流动资产	15	18	20	20	20	<b>成长能力</b>											
<b>资产总计</b>	3096	4842	5873	8738	10296	营业收入增长					26.05%	45.30%	30.21%	23.17%	21.61%		
<b>流动负债合计</b>	1702	2660	3092	5076	5551	营业利润增长					-2.31%	-24.66%	183.39%	24.26%	23.11%		
短期借款	0	145	323	1678	1427	归属于母公司净利					200.54%	-21.43%	200.54%	22.94%	21.95%		
应付账款	1339	1789	2371	2918	3545	<b>获利能力</b>											
预收款项	50	233	299	381	480	毛利率(%)					28.25%	27.80%	27.40%	27.47%	27.55%		
一年内到期的	0	1	1	1	1	净利率(%)					4.34%	2.35%	5.42%	5.47%	5.52%		
<b>非流动负债合计</b>	283	287	250	250	250	总资产净利润(%)					9.81%	4.93%	12.22%	10.10%			
长期借款	250	250	250	250	250	ROE(%)					27.33%	12.60%	27.55%	25.38%	23.70%		
应付债券	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>											
<b>负债合计</b>	1985	2946	3342	5326	5801	资产负债率(%)					64%	61%	57%	61%	56%		
少数股东权益	0	0	0	10	30	流动比率					1.31	1.51	1.51	1.51			
实收资本(或股	360	401	401	401	401	速动比率					0.46	0.80	0.80	0.80			
资本公积	50	554	554	554	554	<b>营运能力</b>											
未分配利润	625	844	1302	1865	2551	总资产周转率					2.65	2.56	2.47	2.23	2.08		
归属母公司股	1112	1895	2604	3476	4539	应收账款周转率					32	36	38	34	33		
<b>负债和所有者</b>	3096	4842	5873	8738	10296	应付账款周转率					6.26	6.50	6.37	6.17	6.14		
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					<b>每股指标(元)</b>											
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	每股收益(最新摊					0.84	0.63	1.79	2.20	2.68		
<b>经营活动现金</b>	637	-329	882	661	837	每股净现金流(最					1.10	0.38	2.54	4.89	1.32		
净利润	304	239	718	892	1096	每股净资产(最新					3.09	4.73	6.49	8.67	11.32		
折旧摊销	20.69	41.45	39.63	18.72	20.43	<b>估值比率</b>											
财务费用	-9	-14	0	-1	-1	P/E					98.47	131.94	46.45	37.78	30.98		
应收账款减少	0	0	-175	-101	-116	P/B					26.91	17.59	12.80	9.59	7.34		
预收帐款增加	0	0	66	82	99	EV/EBITDA					71.70	100.08	38.66	30.56	24.28		
<b>投资活动现金</b>	-238	-205	-32	-45	-45												
公允价值变动	0	0	0	0	0												
长期股权投资	0	0	0	0	0												
投资收益	6	10	15	15	15												
<b>筹资活动现金</b>	-4	687	167	1345	-263												
应付债券增加	0	0	0	0	0												
长期借款增加	0	0	0	0	0												
普通股增加	0	41	0	0	0												
资本公积增加	0	504	0	0	0												
<b>现金净增加额</b>	395	153	1017	1961	529												

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究，现任大消费组组长。

### 分析师：姜倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于2018年6月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526