

## 借力好风八年飞驰，迎挑战拼似锦前程

投资评级：增持（首次）

### 主要观点：

#### 摘要

公司成立四年即成为休闲零食龙头，八年营收破百亿。公司正在由坚果品牌向零食品牌转型，非坚果类产品多元化扩张，线下渠道进一步拓展，利用 IP 优势不断强化在消费者心中的品牌认知，布局速食、婴童、宠物食品和喜礼以实现十年达千亿营收目标。受扩大规模、品类拓展带来的支出增加、折扣加大影响，短期内利润率承压，长期来看品牌和供应链优势将助力发展，市占率提升到一定程度公司或能实现利润率提升。

#### 成立四年即成休闲零食龙头，营收净利快速增长

三只松鼠于 2012 年 2 月在安徽芜湖创立，主要经营坚果品类零食。2012 年首次参与天猫双十一活动便获得食品类 GMV 第一名，此后 7 年一直蝉联冠军，2016 年成立四年营收便超越其他线上零食品牌，2019 年在深交所创业板上市。其营收从 2014 年的 9 亿元增长至 2019 年的 102 亿元，5 年 CAGR 为 62%；归母净利润从 2014 年的 -0.13 亿增长至 2019 年 2.39 亿元，5 年 CAGR 为 83%。

#### 休闲零食万亿市场，格局优良空间大

2020 年中国休闲食品市场规模约 1.2 万亿元，人均收入增长推动休闲零食市场需求持续扩张。中国休闲食品的消费量和消费额相较于发达国家仍有较大差距，并且随着居民消费水平不断升高，未来市场规模提升潜力巨大。各细分赛道品牌数量众多，但没有统领行业全局的公司，2019 年我国休闲食品行业 CR5 仅为 16.3%，而全球休闲食品行业 CR5 为 25.6%，行业领先者有望受益于集中度提升。

#### 抓住坚果消费升级机遇，享受互联网渠道红利

坚果行业 2011-2018 年的年均复合增长率达到 10.1%，2018 年我国坚果炒货行业规模以上企业销售规模达 1,625 亿元，搭乘行业东风，公司以坚果起家，2014-2016 年坚果营收 CAGR 为 95%。同时公司成立之初也抓住了互联网电商红利，凭借电商渠道迅速扩大营收，2015 年及以前线上渠道销售占比 100%、双十一同比增速皆在 100% 以上。

#### 品牌和供应链优势护航未来发展

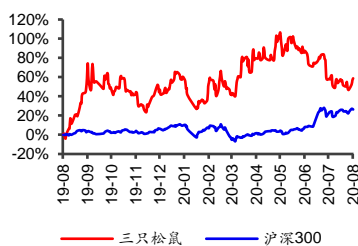
品牌方面，公司通过三只松鼠动漫角色，将简单的产品销售关系拓展成为一种消费文化的阐述，建立与消费者的情感联系，以 IP 化促进品牌多元发展，助力公司产品广泛传播，直面新型流量竞争。供应链方面，公司上游的供应商数量稳定、采购质量高，中游的核心物流环节坚持自控，下游打造数字化用户管理平台，并通过联盟工厂模式优化产业链布局。

#### 投资建议

我们认为公司作为休闲零食线上龙头公司，由坚果品类向多品类零食转

报告日期：	2020-08-20
收盘价（元）	67.07
近 12 个月最高/最低（元）	91.31/17.57
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	227
流通股比例（%）	56.61
总市值（亿元）	269
流通市值（亿元）	152

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：余璇

执业证书号：S0010119070016

邮箱：yuxuan@hazq.com

相关报告

型，预计未来将继续享受线上带来的增量需求，同时也能通过线下开店扩展市场，短期内利润率承压，长期来看品牌和供应链优势将助力发展，市占率提升到一定程度公司或能实现利润率提升。预计 2020-2022 年，三只松鼠营收分别为 131/164/202 亿元，同比增长 29%/25%/23%，净利润分别为 2.44/3.39/4.39 亿元，同比增长 2%/39%/30%，EPS 分别为 0.61/0.84/1.10，对应 PE 分别为 110/79/61。首次覆盖，给予“增持”评级。

### 风险提示

原材料价格波动，食品安全，休闲食品市场需求变化。

### 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,173	13,120	16,426	20,214
收入同比(%)	45%	29%	25%	23%
归属母公司净利润	239	244	339	439
净利润同比(%)	-21%	2%	39%	30%
毛利率(%)	27.8%	27.9%	28.3%	28.6%
ROE(%)	12.6%	11.4%	13.7%	15.1%
每股收益(元)	0.60	0.61	0.84	1.10
P/E	113	110	79	61
P/B	14	13	11	9
EV/EBITDA	72	77	56	42

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

一 四年铸就行业龙头，锐意开创线上辉煌.....	6
1.1 创业八年后居上，线上零食表现优异 .....	6
1.2 股权结构较为集中，创始兼实控人主导 .....	9
1.3 创始人行业积累深，管理团队人员稳定.....	9
二 行业：行业初兴扩容快，格局优良空间大.....	10
2.1 需求：休闲食品市场规模大，人均消费量和消费额有待提升 .....	10
2.2 格局：部分小品类龙头已逐步胜出，线上与线下集中度不高 .....	11
三 产品：顺应干果升级趋势，快速扩张产品矩阵.....	14
3.1 凭借坚果崛起，适时推出高端产品 .....	14
3.2 开拓零食品类，顺势走向多元发展.....	14
3.3 加大研发力度，推陈出新打造爆款.....	15
四 渠道：上半场把握线上红利，下半场开拓线下门店 .....	16
4.1 上半场把握流量红利，线上业务快速渗透 .....	16
4.2 下半场掘金线下渠道，铺开直营加盟门店 .....	17
五 品牌和供应链优势护航未来发展 .....	19
5.1 品牌优势：品牌形象深入人心，直面新型流量竞争.....	19
5.1.1 全国化品牌势能，多元化深挖超级 IP 价值 .....	19
5.1.2 强品牌链接消费者，流量是机遇也是挑战.....	20
5.2 供应链优势：联盟工厂提升开发效率，布局产业链上下游 .....	21
5.3 管理层优势：在产品渠道趋势把握上展现企业家才能 .....	23
六 盈利预测与投资建议.....	24
风险提示： .....	25
财务报表与盈利预测 .....	26

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 公司成立四年营收超越其他线上零食品牌 (亿元) .....	6
图表 3 2014-2019 公司营业收入及增速 .....	7
图表 4 2014-2019 公司归母净利润及增速 .....	7
图表 5 2019 年坚果贡献营收 54%.....	7
图表 6 2019 年坚果贡献毛利 50%.....	7
图表 7 14-19 毛利率净利率先提升后下降.....	8
图表 8 14-19 期间费用率先下降后提升.....	8
图表 9 获客成本 18 年降至低点后反弹.....	8
图表 10 14-19 平台服务推广及运输费用先降后升.....	8
图表 11 公司股权结构图 (截止 20Q1) .....	9
图表 12 三只松鼠股东 (截止 20Q1) .....	9
图表 13 公司董事会.....	10
图表 14 公司高管层.....	10
图表 15 13-19 年人均可支配收入和消费支出持续增长.....	10
图表 16 11-18 年中国休闲食品行业市场规模及增速.....	10
图表 17 各国休闲食品人均消费量 (千克) .....	11
图表 18 各国休闲食品人均消费额 (元) .....	11
图表 19 包装零食细分品类规模及竞争格局 (单位: 亿元、%) .....	12
图表 20 休闲食品渠道结构变化.....	13
图表 21 休闲零食企业终端触点.....	13
图表 22 休闲零食总部主要分布在沪粤闽地区.....	13
图表 23 公司坚果价格相比同类竞品较高.....	14
图表 24 公司 18-19 主营构成变化 (按产品分类) .....	15
图表 25 公司坚果占营收比重下降.....	15
图表 26 公司 2014-2019 研发费用占比提升.....	15
图表 27 公司新品研发流程图.....	15
图表 28 公司新品示例.....	16
图表 29 网民与网购用户数逐年增加.....	16
图表 30 网购市场交易规模增长.....	16
图表 31 各公司线上营业收入 (亿元) 和占营业总收入比例 (%) .....	17
图表 32 我国网民规模增速在 2016 年后显著放缓.....	18
图表 33 公司双十一销售额增速放缓.....	18
图表 34 网购市场交易规模增速持续下滑.....	18
图表 35 各公司坪效对比 (万元/平米) .....	18
图表 36 各公司直营店数量.....	18
图表 37 各公司加盟店数量.....	18
图表 38 松鼠“小贱”、“小酷”、“小美”系列产品.....	19
图表 39 三只松鼠反馈卡.....	19
图表 40 三只松鼠包裹物件.....	19
图表 41 三只松鼠年货铁罐装礼盒.....	20

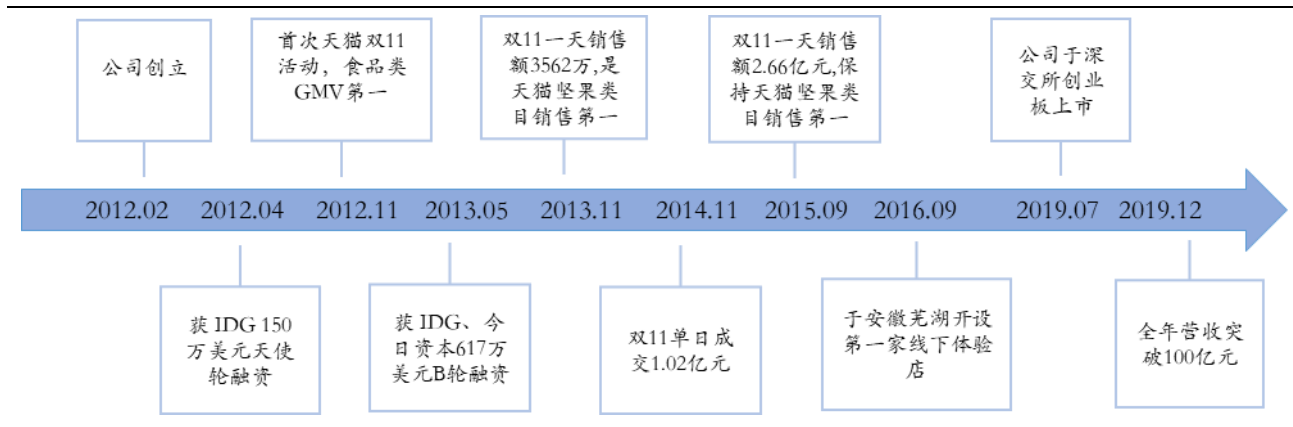
图表 42 王者荣耀 X 三只松鼠定制礼盒.....	20
图表 43 三只松鼠百度搜索指数领先竞品.....	20
图表 44 直播电商产业链.....	21
图表 45 质量控制流程体系.....	22
图表 46 公司物流配送体系.....	22
图表 47 三只松鼠工厂联盟布局.....	23
图表 48 主要品类营业收入及预测 (百万元).....	24

## 一 四年铸就行业龙头，锐意开创线上辉煌

### 1.1 创业八年后来居上，线上零食表现优异

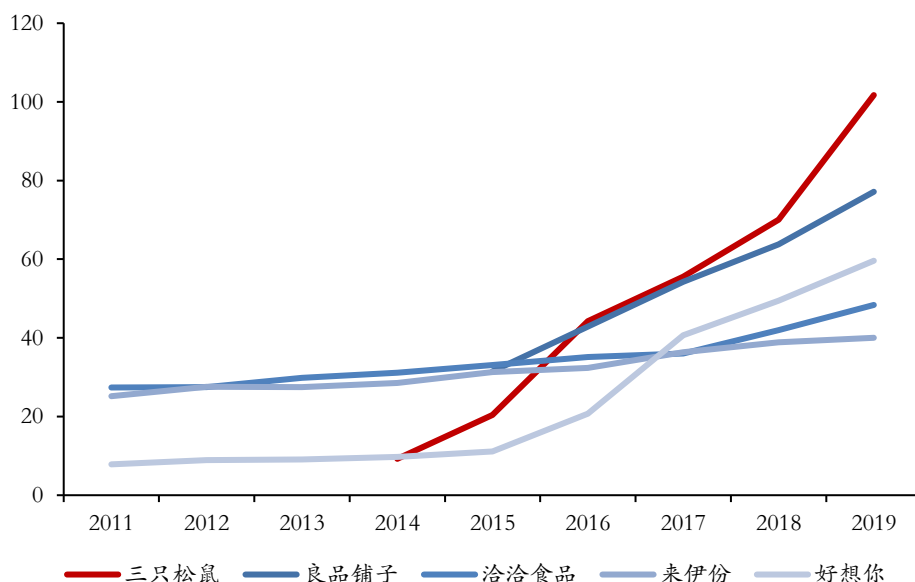
公司成立四年即成为休闲零食领军企业，八年率先达到百亿规模。2012年2月公司在安徽芜湖创立，主要经营坚果品类零食。同年4月，获IDG资本150万美元的天使投资，随后分别获今日资本、IDG资本的617万美元B轮和1.2亿元人民币的C轮投资。自创立以来，公司集中力量发展电商渠道，2016年成立仅四年的公司在营收方面超越其他线上休闲零食公司，2019年7月在深交所创业板上市，同年销售额率先其他竞争对手达到百亿规模。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

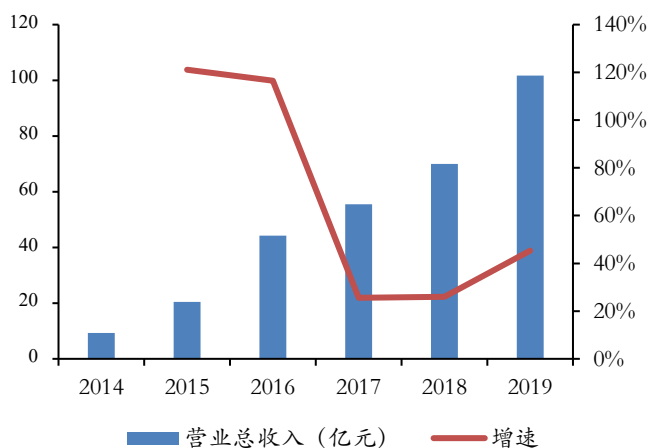
图表 2 公司成立四年营收超越其他线上零食品牌（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所整理

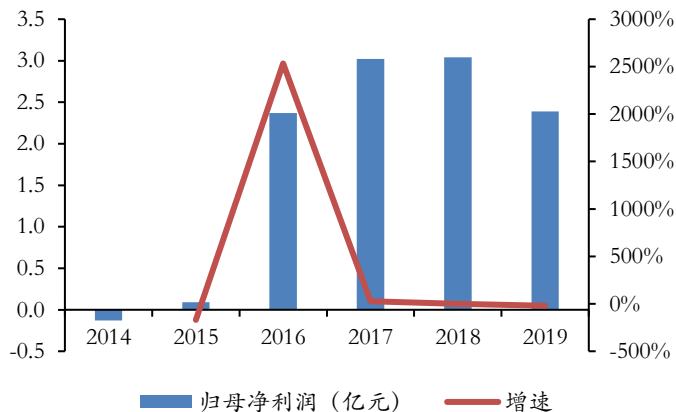
公司自成立以来营收及归母净利润快速增长。营收从2014年的9亿元增长至2019年的102亿元，5年CAGR为62%；归母净利润在2015年转亏为盈，从2014年的亏损0.13亿增长至2019年2.39亿元，5年CAGR为83%。

图表 3 2014-2019 公司营业收入及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

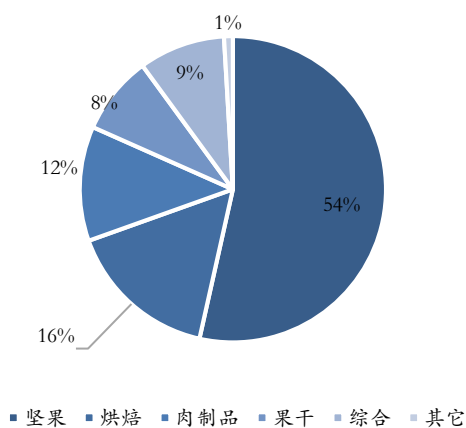
图表 4 2014-2019 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

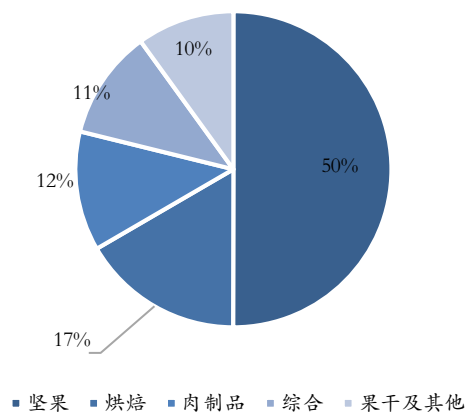
前三大品类贡献了约80%的营收和毛利润。19年坚果品类贡献了54%的营业收入和50%的毛利额。第二大品类烘焙贡献了16%的营收和17%的毛利，第三大品类肉制品贡献12%的营收和毛利。

图表 5 2019 年坚果贡献营收 54%



资料来源: wind, 华安证券研究所

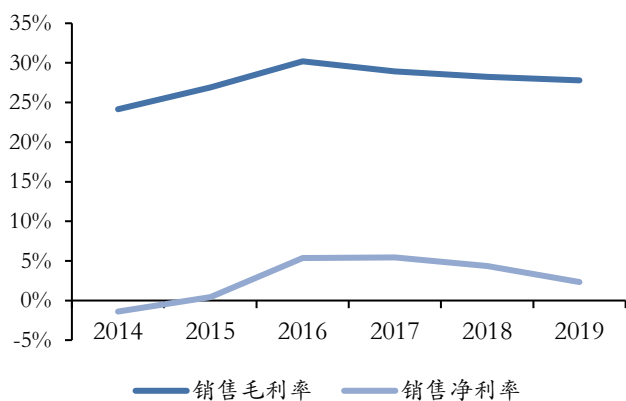
图表 6 2019 年坚果贡献毛利 50%



资料来源: wind, 华安证券研究所

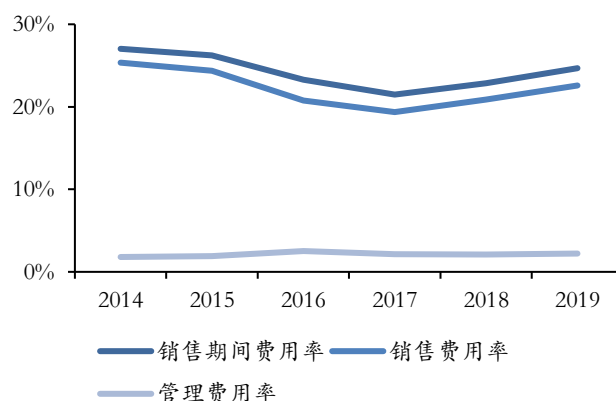
受扩大规模、费用增加影响，近年公司毛利率净利率略降、销售费用率略升。16年前受益于规模效应毛利率逐步提升，16年以后毛利率小幅下降，主要因为：(1) 公司促销使产品价格下降；(2) 入仓模式的收入占比提高使得成本增加。销售费用率17年以后小幅抬升，其中线上获客成本从18年6元/件反弹至19年H1 10元/件；因打造爆款并吸引站外流量支出较多，互联网平台服务费17-19年逐步增加，18/19年增速分别为37%/68%，远超同期营收增速。17-19年受毛利率下降、费用率提升影响，净利率下降。

图表 7 14-19 毛利率净利率先提升后下降



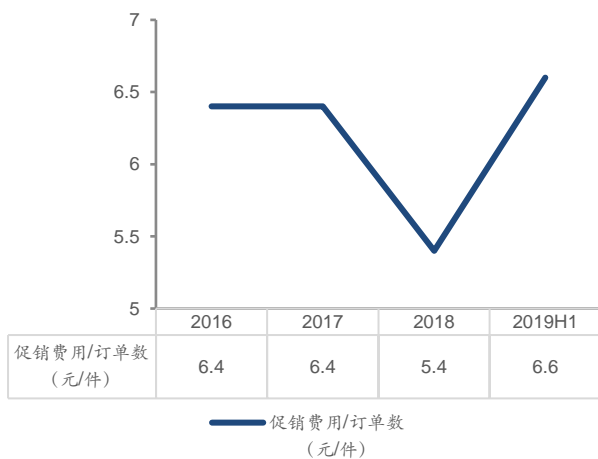
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 14-19 期间费用率先下降后提升



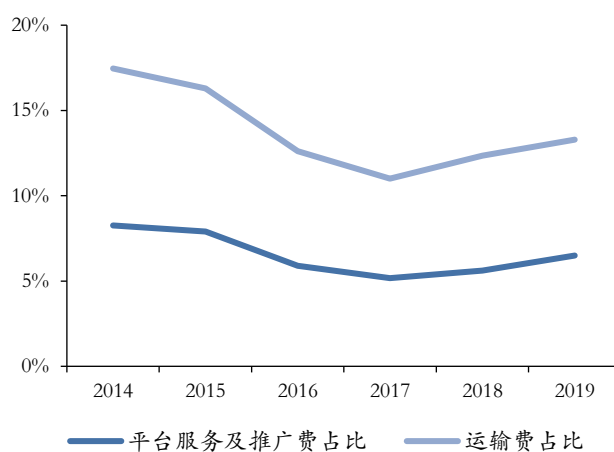
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 获客成本18年降至最低点后反弹



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 14-19 平台服务推广及运输费用先降后升

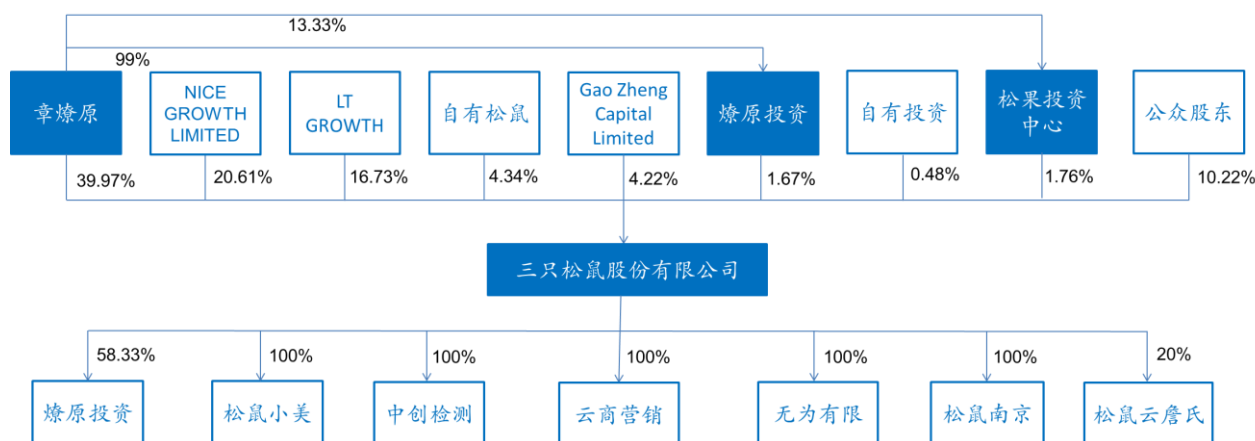


资料来源：wind，华安证券研究所

## 1.2 股权结构较为集中，创始兼实控人主导

股权结构较为集中，创始兼实际控制人章燎原总控股约 43.4%。截止 1Q20，三只松鼠前十大股东占股总额高达 91.5%，其他股东占比不足 10%。创始人兼实际控制人章燎原实际加间接控股 43.4%，风投机构 IDG、今日资本、瑞峰资本分别占股 24.8%、16.7%、4.8%。

图表 11 公司股权结构图（截止 20Q1）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 三只松鼠股东（截止 20Q1）

股东名称	持股数量 (百万股)	占总股数比 例 (%)
章燎原	160	40.0
NICE GROWTH LIMITED (IDG)	83	20.6
LTGROWTHINVESTMENTIX(HK)LIMITED (今日资本)	67	16.7
上海自友松鼠投资中心 (峰瑞资本)	17	4.3
GAOZHENG CAPITAL LIMITED (IDG)	17	4.2
安徽松果投资管理中心	7	1.8
安徽燎原投资管理有限公司	7	1.7
全国社保基金——组合	5	1.3
上海自友投资管理有限公司 (瑞峰资本)	2	0.5
中国光大银行股份有限公司——兴全商业模式优选混合型证券投资基金	2	0.5

资料来源：wind，华安证券研究所

## 1.3 创始人行业积累深，管理团队人员稳定

**创始人章燎原从业经验丰富，休闲食品洞察力独特。**章燎原出生于 1976 年，2003 至 2011 年间任安徽詹氏食品的区域经理、公司营销总监、副总经理、总经理，对行业供应链、销售模式、消费者群体均有深入研究，及时果断地抓住了坚果产品爆发的行业机会。

**高管队伍稳定，员工年轻奋进。**董事会人员自 2018 年以来未改变，高管人员自 2016 年以来未改变。截止 2019 年，公司职能人员平均年龄约 26 岁，对于新消费市场需求有敏锐的洞察力，更能了解消费者心理，对电商及线下新零售模式的认可度较高。

图表 13 公司董事会

图表 14 公司高管层

姓名	职务	任职日期	姓名	职务	任职日期
章燎原	董事长, 董事	2015/12/14	章燎原	总经理	2015/12/14
郭广宇	董事	2018/12/28	周庭	财务总监	2016/03/01
潘道伟	董事	2018/12/28	潘道伟	董事会秘书	2015/12/14
魏本强	董事	2018/12/28			
徐新	董事	2018/12/28			
闫极晟	董事	2018/12/28			
苏军	独立董事	2018/12/28			
孙卫东	独立董事	2018/12/28			
王秀丽	独立董事	2018/12/28			

资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

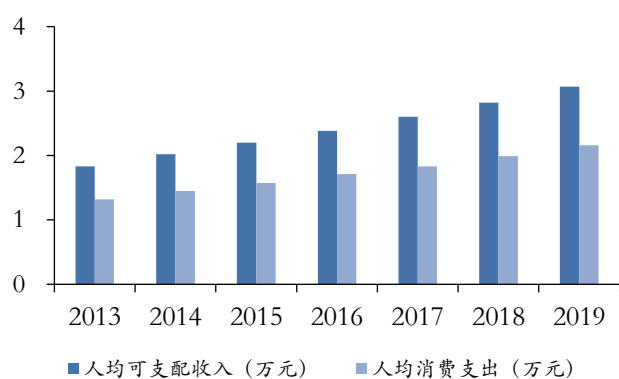
## 二 行业：行业初兴扩容快，格局优良空间大

### 2.1 需求：休闲食品市场规模大，人均消费量和消费额有待提升

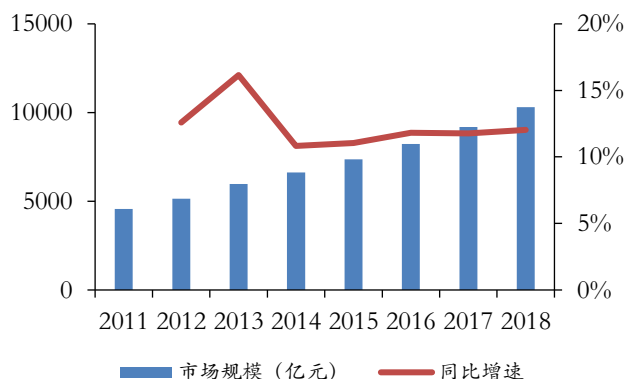
中国休闲食品市场规模约万亿，人均收入增长推动休闲零食市场需求持续扩张。我国休闲食品零售市场规模由 2011 年的 4579 亿元增长至 2018 年的 10297 亿元，预计到 2020 年将达到 12984 亿元。2013-2019 年，我国居民人均可支配收入复合增长率达 9%，人均消费复合增长率达 8.5%，居民收入水平的持续增长拉动消费需求，促进消费结构升级，进而推动休闲食品市场的需求量持续扩张。

与国际发达国家相比较，中国休闲食品人均消费量和消费额仍有巨大提升空间。欧睿数据显示，2018 年美国人均休闲食品消费量约为中国的 6 倍，日本约为中国的 3 倍，未来随着人均收入进一步提升、消费者食用习惯的培育、应用场景多元化，中国休闲食品的人均消费量和消费额提升空间较大。

图表 15 13-19 年人均可支配收入和消费支出持续增长 图表 16 11-18 年中国休闲食品行业市场规模及增速

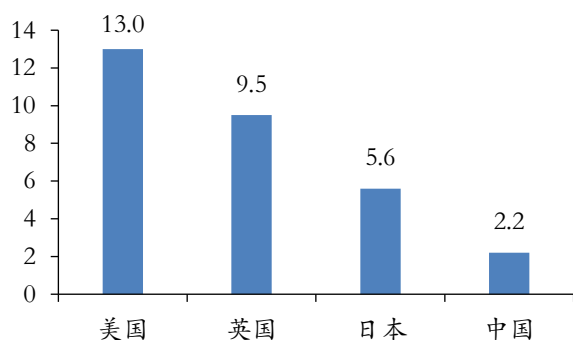


资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所



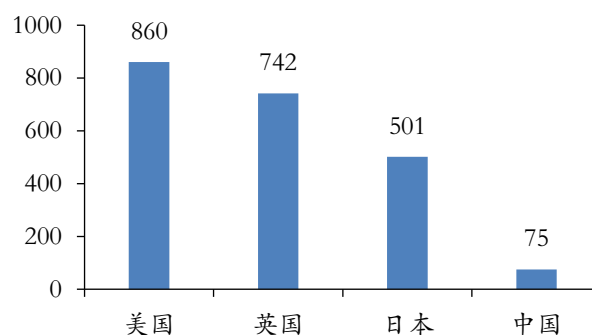
资料来源: Frost &amp; Sullivan, 华安证券研究所

图表 17 各国休闲食品人均消费量 (千克)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 18 各国休闲食品人均消费额 (元)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

## 2.2 格局: 部分小品类龙头已逐步胜出, 线上与线下集中度不高

各细分赛道品牌数量众多, 部分小品类龙头已逐步胜出, 但没有统领行业的公司。休闲零食分为四类: 分别是糖果巧克力、冰激凌及冷冻甜点、风味食品、能量棒和水果零食, 每一个小品类里都已涌现出了一些细分龙头, 如巧克力龙头玛氏, 坚果炒货龙头三只松鼠, 但还未出现统领全行业的龙头公司。2019 年我国休闲食品行业 CR5 仅为 16.3%, 而全球休闲食品行业 CR5 为 25.6%, 对比已经较为成熟食品饮料子行业, 乳制品行业龙头伊利的常温奶市占率近 40%, 未来我国休闲零食行业有望出现覆盖多个细分品类的巨头公司。

图表 19 包装零食细分品类规模及竞争格局 (单位: 亿元、%)

品类	2019 年行业规模	14-19 年 CAGR	龙头公司	公司 logo	19 年公司营收 (亿)	公司市占率 (%)	集中度 CR5 (%)	
糖果 巧克力	巧克力	224	2	玛氏		\$370=¥2596 (2018 年)	34	73
	口香糖	154	-4	玛氏		\$370=¥2596 (2018 年)	46	73
	糖果	752	1	雀巢		6667.49	7	26
冰激凌及 冷冻甜点	冰激凌及 冷冻甜点	577	3	伊利		902.23	14	36
风味食品	坚果炒货	315	10	三只松鼠		101.73	19	51
	咸味零食	500	5	旺旺		200.9	18	53
	风味饼干	135	3	亿滋		\$259= ¥1804.6	7	22
	爆米花	1	6	武汉吉利		-	39	87
	其他风味 零食	381	9	良品铺子		77.15	7	22
能量棒/ 水果零食	水果零食	230	5	溜溜果园		8.73 (2018 年)	9	29
	能量棒	4	10	大塚食品		-	45	61

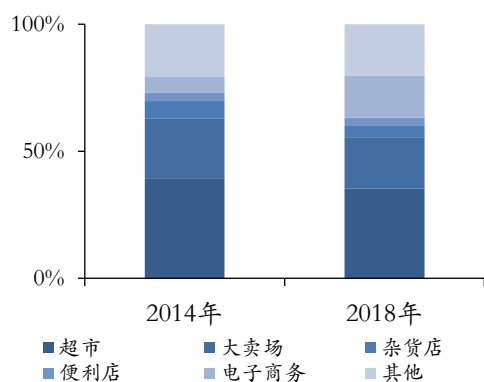
资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

注 1: 汇率换算: \$1=¥6.9963

注 2: 玛氏为非上市公司, 营收数据为推算数据

**消费者渠道多元化, 休闲食品线上线下市场格局分散。**14-18 年休闲食品渠道结构中超市占比从 39% 降为 35%, 电子商务占比从 6% 增长至 17%, 消费者忠诚度较低、渠道选择分散。各细分品类渠道布局差异较大, 良品铺子在电商平台、自营线上商城、规模化门店等各方面都有布局, 三只松鼠主要集中于电商平台自营店和自营 APP。从线上看, 淘数据显示休闲零食行业线上渠道的 CR3 在 2020 年 6 月为 20.5%, 前三大龙头三只松鼠、百草味、良品铺子规模领先, 市场占有率分别为 10.1%、5.7%、4.7%。线下市场中, 洽洽、来伊份等传统休闲食品企业具有先发优势。线下品牌地域分布多聚集于长三角与珠三角区, 而厂商则多位于沪粤闽地区。

图表 20 休闲食品渠道结构变化



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 21 休闲零食企业终端触点

企业名称	电商平台 自营店	自营线上 商城	自营 APP	规模化 门店	O2O 业务	终端整合 (新零售)
良品铺子	✓	✓	✓	✓	✓	✓
百草味	✓	✓	✓	✓	✓	
来伊份	✓	✓	✓	✓		
周黑鸭	✓			✓	✓	
绝味鸭脖	✓		✓	✓	✓	
三只松鼠	✓		✓			
盐津铺子	✓					

资料来源：亿欧，华安证券研究所

图表 22 休闲零食总部主要分布在沪粤闽地区



资料来源：公开信息，华安证券研究所整理

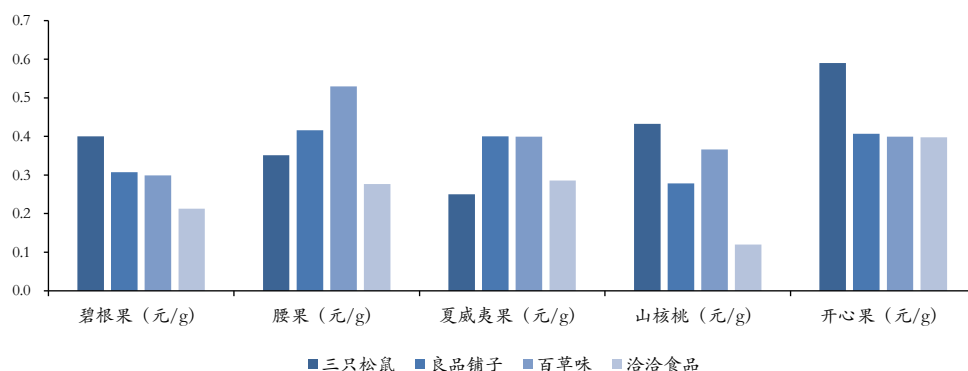
## 三 产品：顺应干果升级趋势，快速扩张产品矩阵

### 3.1 凭借坚果崛起，适时推出高端产品

凭借坚果东风，公司迅速壮大。2018 年我国坚果炒货行业规模以上企业销售达 1625 亿元，近 7 年 CAGR 约为 10.1%。搭乘行业东风，公司以坚果起家，2014-2016 年坚果营收 CAGR 为 195%，占比总营收超 70%，带动总营收 CAGR 达 219%。

公司顺应消费升级主打高端坚果，坚果产品相比同类竞品价格较高。坚果主要分为树坚果和种坚果，例如瓜子等属于种坚果，而腰果、碧根果、夏威夷果等属于树坚果。消费升级背景下，公司主打碧根果、夏威夷果等树坚果，坚果价格相比同类竞品较高。为迎合消费者对坚果多样化和便捷化的需求，公司推出“每日坚果”系列，2018 年 9 月上线至今全渠道累计销售 16.5 亿元。

图表 23 公司坚果价格相比同类竞品较高



资料来源：天猫商城，华安证券研究所

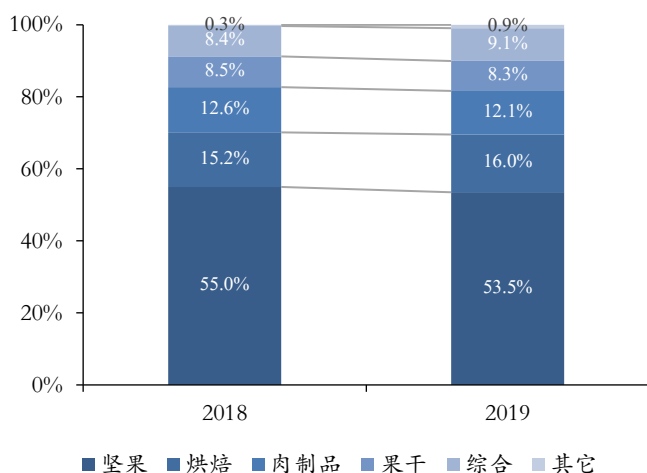
### 3.2 开拓零食品类，顺势走向多元发展

采购海外原料不确定性高、坚果同质化竞争严重，促使公司进行多元化拓展。

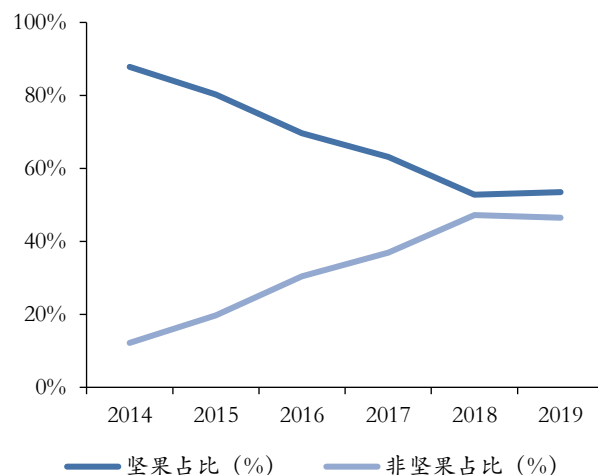
一方面，由于坚果类主打的高端类产品例如碧根果、夏威夷果等原料主要来源于海外市场，进口坚果原材料的成本价格和可获得性难以控制预测，公司在 2014 年 5 月成立了国际贸易组，为采购渠道和价格稳定提供有力后盾。

另一方面，坚果多为初级加工产品，技术相近，同质化严重，坚果增速下降拖累公司营收增速。坚果类产品具有原料相似、加工环节少、方便运输和储存以及行业整体分散等特点，2018 年坚果炒货的 CR5 为 17.2%，较为分散。同质化竞争加剧使得公司营收增速由 2016 年的 116.5% 降低至 2017 年的 25.6%。为了减少对坚果类产品的依赖性，公司向零食领域拓展，坚果比重从 2016 年 70% 下降至 2019 年的 54%。

图表 24 公司 18-19 主营构成变化 (按产品分类)



图表 25 公司坚果占营收比重下降



资料来源: wind, 华安证券研究所

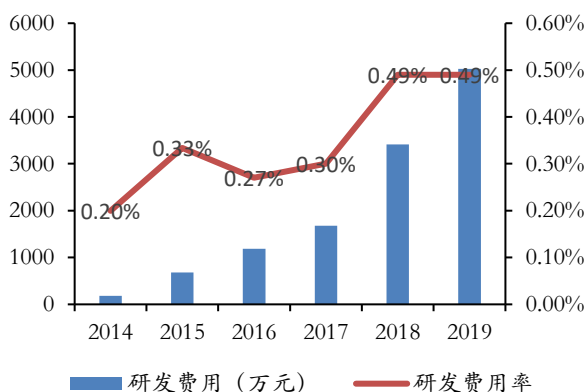
资料来源: wind, 华安证券研究所

**构建多样化产品矩阵, 增加产品 SKU。**除坚果外, 公司目前拥有烘焙、肉制品、果干产品, 2020 年开设子品牌“小鹿蓝蓝”婴幼儿食品, 逐步布局方便速食、宠物食品、喜礼。良品铺子/来伊份的产品组合分别已经超过了 1000/800 种, 而三只松鼠的产品组合仅超 600 个, 仍有较大拓展空间。

### 3.3 加大研发力度, 推陈出新打造爆款

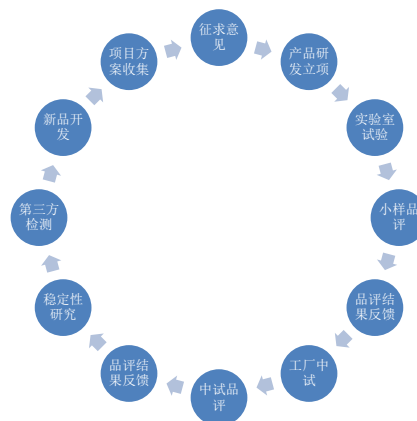
**公司加大研发支出, 建立完整研发流程。**公司拥有自己的研发团队, 以客户需求为导向, 研发流程成熟规范且迅速, 最快可实现新品 40 天上线, 研发费用率由 2014 年的 0.2% 增长至 2019 年的 0.5%。

图表 26 公司 2014-2019 研发费用占比提升



资料来源: wind, 华安证券研究所

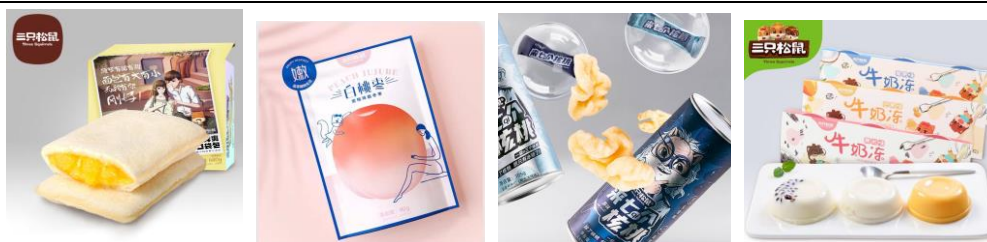
图表 27 公司新品研发流程图



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

**爆款不断, 向社交型零食转变。**公司根据“流量即销售”, 不断用各类爆款刺激市场, 迅速在新品类中占据市场份额, 如白桃枣、核桃饮料、牛奶冻。2020 年 3 月公司举办首届“春糖会”, 来自近 200 家供应商的 370 款样品参展, 其中意向开发样品 75 款, 涵盖坚果、肉食、水果、辣条、方便速食和综合食品等品类。

图表 28 公司新品示例



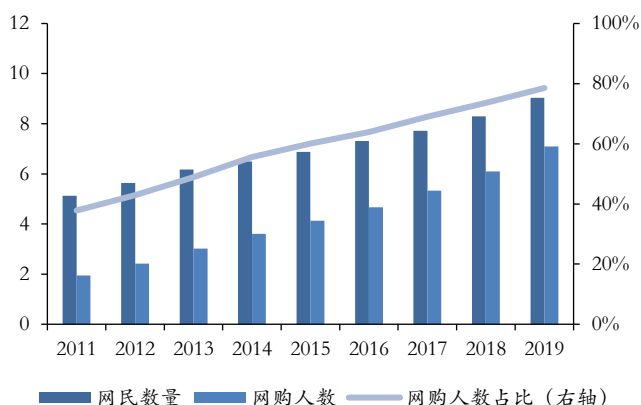
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 四 渠道:上半场把握线上红利，下半场开拓线下门店

### 4.1 上半场把握流量红利，线上业务快速渗透

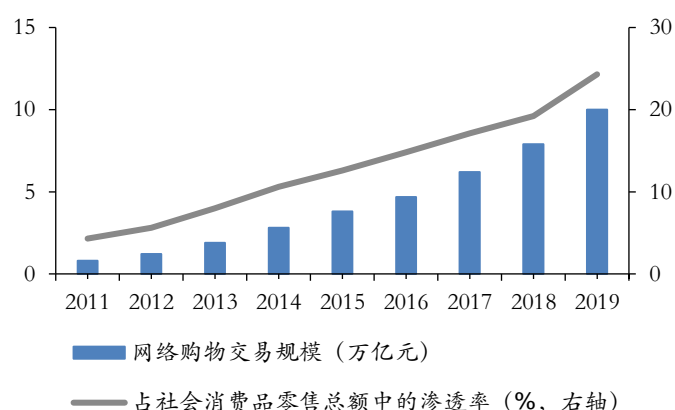
我国互联网产业发展迅速，网购渗透率不断提高。根据 CNNIC 数据，截至 2020 年 3 月，互联网普及率达 64.5%，较 2018 年底提升 0.7 个百分点。从区域分布看，互联网在我国二三线以及农村地区的渗透率仍然有较大提升空间，截止 2020 年 3 月，城镇互联网普及率达 76.5%，而农村地区普及度仅为 46.2%，预计未来网民规模将进一步提升。

图表 29 网民与网购用户数逐年增加



资料来源：CNNIC，华安证券研究所

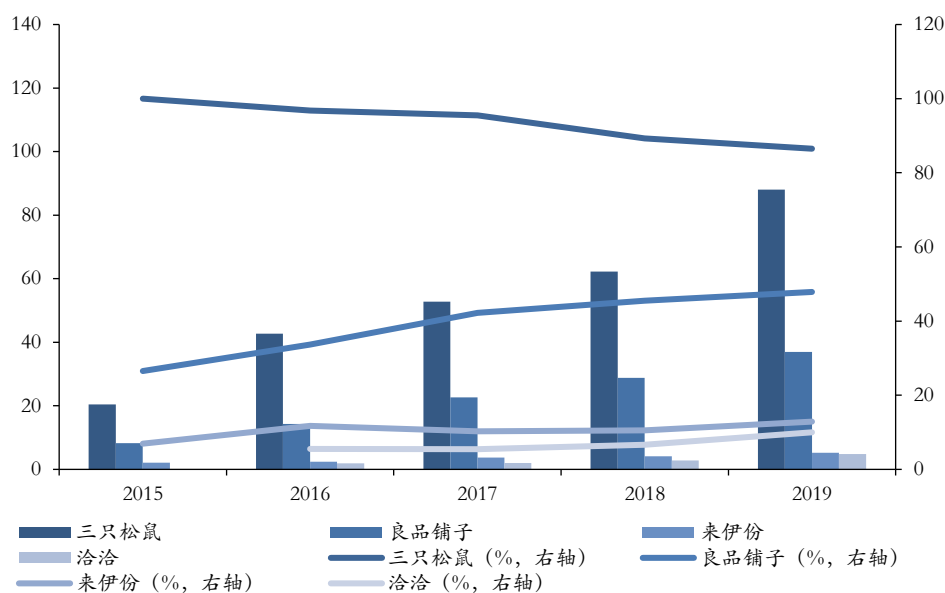
图表 30 网购市场交易规模增长



资料来源：iResearch，华安证券研究所

三只松鼠领先于同行把握住了线上流量红利。公司 12 年从线上入手，2019 年公司线上营收 88 亿元，占比 87%。规模最接近的良品铺子线上业务相比三只松鼠起步略晚，2012 年组建电商团队，2013 年注册独立电商公司，2015 年实现线上盈利，2019 年线上营收 37 亿元，占全渠道销售额的 48%。洽洽食品 2015 年投资 2000 万元开始发展电子商务，16-18 年线上发展不及预期，2019 年线上渠道营收 4.8 亿元，占比 10%。

图表 31 各公司线上营业收入 (亿元) 和占营业总收入比例 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

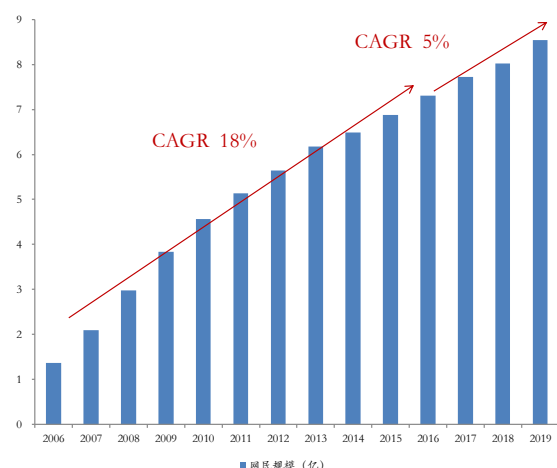
#### 4.2 下半场掘金线下渠道，铺开直营加盟门店

**互联网下半场渠道流量红利边际放缓，三只松鼠进军线下。**我国网民规模增速在 2016 年后显著放缓，网购交易规模增速降低，由 2011 年的 70.2% 下降到 2019 年的 26.6%，线上零售渠道经过高速发展后趋于成熟，流量红利开始边际放缓。同时，线上用户引流成本已达到 200 元/人左右，开拓线下成为一条新通道。

**公司加速扩张线下门店，投食店和联盟小店并进。**公司于 2016 年 9 月启动线下第一家投食店，截止 2019 年底共开设 108 家投食店，19 年营收为 5.18 亿元；于 2018 年 9 月开设第一家联盟小店，即“松鼠小店”，截止 2019 年底共开设 278 家，19 年营收为 2.8 亿元。公司目前线下门店共覆盖全国 21 个省及直辖市，省级覆盖率 62%，未来目标开设 1000 家直营店和 10000 家联盟小店。

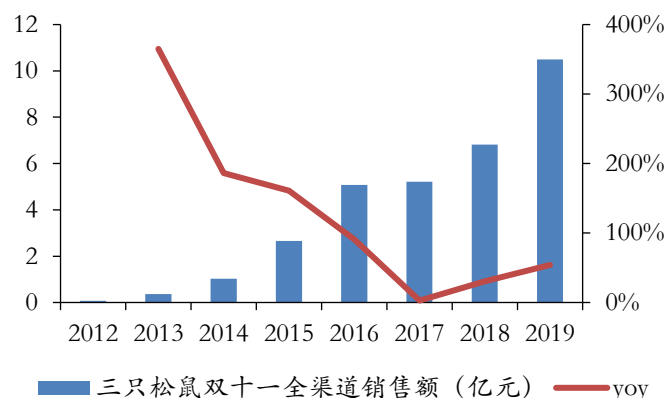
**与竞品相比，三只松鼠单店经营效益较高，门店数量有较大提升空间。**从每坪面积上可以产出的营业额来看，三只松鼠直营店坪效约为 2.40 万元/平米，良品铺子直营店坪效为 2.41 万元/平米，好想你为 2.13 万元/平米；门店数量方面，三只松鼠线下门店数量较良品铺子、来伊份有较大提升空间。

图表 32 我国网民规模增速在 2016 年后显著放缓



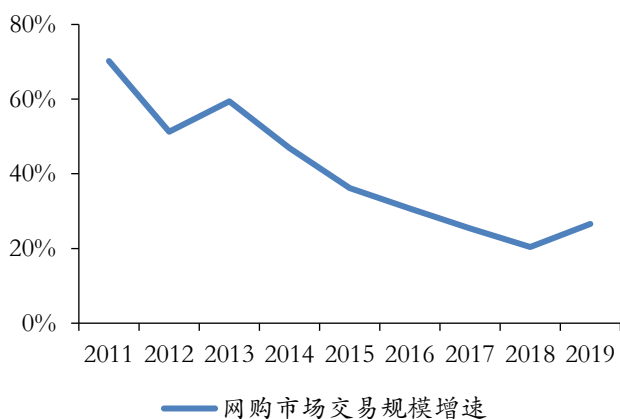
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 公司双十一销售额增速放缓



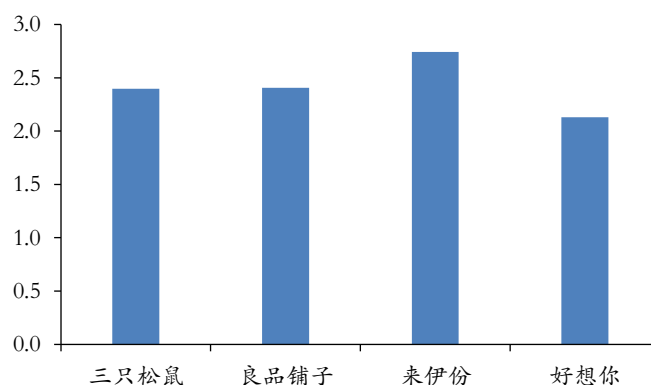
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 34 网购市场交易规模增速持续下滑



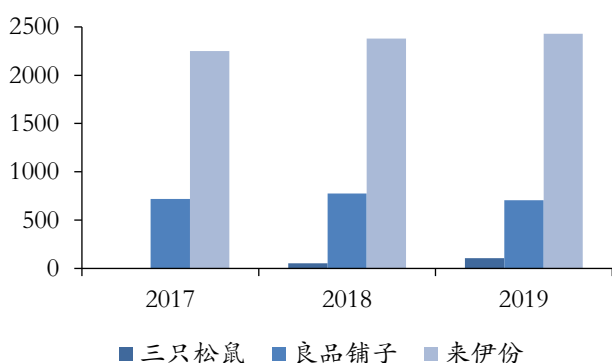
资料来源: iResearch, 华安证券研究所

图表 35 各公司坪效对比 (万元/平米)



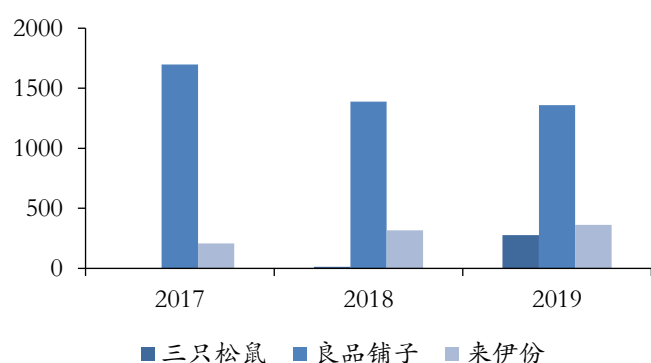
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 36 各公司直营店数量



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 37 各公司加盟店数量



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 五 品牌和供应链优势护航未来发展

### 5.1 品牌优势：品牌形象深入人心，直面新型流量竞争

#### 5.1.1 全国化品牌势能，多元化深挖超级IP 价值

动画形象代表不同品类，助力产品多元化发展。公司以坚果起家，松鼠形象和坚果品类高度契合，代表着不同系列产品，“小酷”——干果类产品，“小贱”——休闲零食类产品，“小美”——花果类产品。公司以动画为支点，持续性的内容输出帮助建立纵深的产品线。

图表 38 松鼠“小贱”、“小酷”、“小美”系列产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司通过动漫角色，将简单的产品销售关系拓展成为一种消费文化的阐述，建立与消费者的情感联系。休闲零食行业进入门槛低、竞争激烈，构建立体化品牌形象、提升消费者对三只松鼠品牌的感知度和忠诚度对公司来说至关重要。公司以积极、健康、快乐的动漫角色为品牌形象，通过赋予其人格化的属性，实现品牌 IP 的深度运营。

图表 39 三只松鼠反馈卡



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 40 三只松鼠包裹物件



资料来源：淘宝网，华安证券研究所

年轻人更注重零食的趣味性，公司深耕娱乐化战略，进一步拉近品牌和消费者的距离。在购买食玩的消费者中，90 后以及 95 后消费者对食玩有更高的偏好度，食玩类型不断丰富，进一步增添食玩趣味，异形零食、趣味包装、新奇吃法以及趣味玩具等多种形式增添零食的乐趣，拉近了和消费者的距离。

图表 41 三只松鼠年货铁罐装礼盒



图表 42 王者荣耀 X 三只松鼠定制礼盒

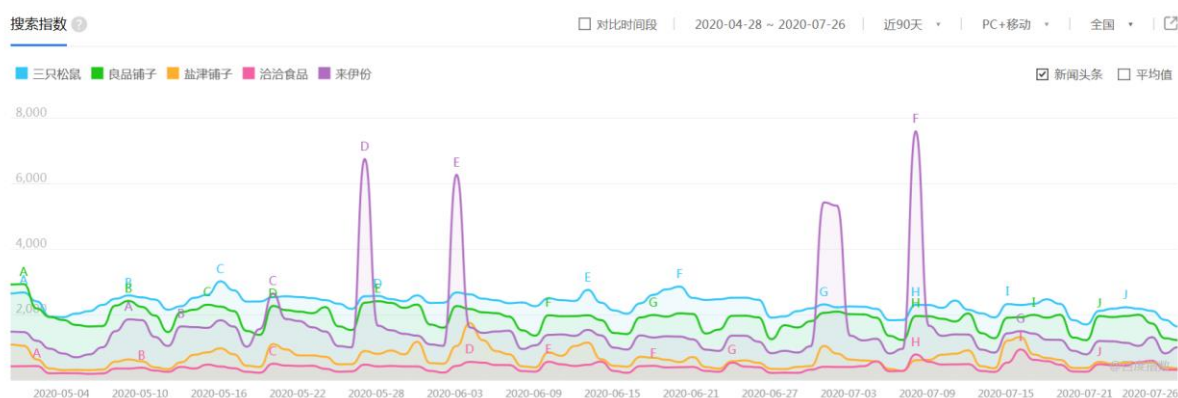


资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：华安证券研究所整理

**形象 IP 化十分具有传播价值，助力公司产品广泛的传播。**公司改变大多数消费品品牌生硬的特点，坚持 IP 化、人格化的品牌策略，成功塑造了鲜明的品牌形象。公司借助动画、周边、投食店、松鼠联盟小店等多元化渠道，增加在消费者面前的曝光率。根据中国品牌网统计，三只松鼠位列 2019 年坚果品牌榜第一名；2018 年全天猫食品热销榜 TOP10，其中 8 个是公司的产品，是目前天猫所有品牌店铺中，粉丝数量最多的一家，超过了优衣库、小米、Apple Store 等品牌。

图表 43 三只松鼠百度搜索指数领先竞品



资料来源：百度指数，华安证券研究所

### 5.1.2 强品牌链接消费者，流量是机遇也是挑战

**流量竞争进入白热化，公域流量向私域流量演变，提前获取消费者认知的品牌有望受益。**互联网整体流量放缓，用户总量趋于稳定，流量贵成为所有电商公司的痛点，挖掘老用户更多的价值成为了所有公司的共识，一些卖家选择线下、直播、短视频等导流方式，由公域流量向私域流量演变，希望建立不依赖平台、直接触达到用户的渠道。私域流量的打造意味着，由最初的重视“曝光率、点击率、转化率”向重视“传播率和复购率”转化。三只松鼠自创立之初就通过动画、周边、投食店、松鼠联盟小店打造 IP 形象，生动活泼的动物形象极大地提升品牌的传播率，在消费者心中建立对品牌的熟悉和亲近感。私域流量中公司可直接触达用户，公司抓产品质量、促产品创新，通过信任关系的建立，可提高老用户的复购率，好口碑进而带来新用户。

**公司利用品牌优势，通过直播电商推动品牌进一步下沉，实现高效引流。**直播电商对直播形式和购物场景进行融合，通过对“人货场”的革命为传统电商赋能，帮助品牌有效触及并影响下沉市场用户，实现高效引流。截止 2020 年 3 月，淘宝、快手、抖音三四线城市及以下用户占比分别为 60.8%、69.2%、63.5%。公司率先将“明星+主播”的营销模式进一步延伸，以“王启年+薇娅”联合淘宝进行了为期一小时的品牌专场直播，影视 IP 纳入其中，将“明星+主播”的模式转变

为“明星+影视 IP+主播”，通过三者的捆绑强化电商内容的沉浸度，直播当晚引导进店人数破 136 万，1 小时不到，销售额破 4000 万，专场产品 1 秒售空。

图表 44 直播电商产业链



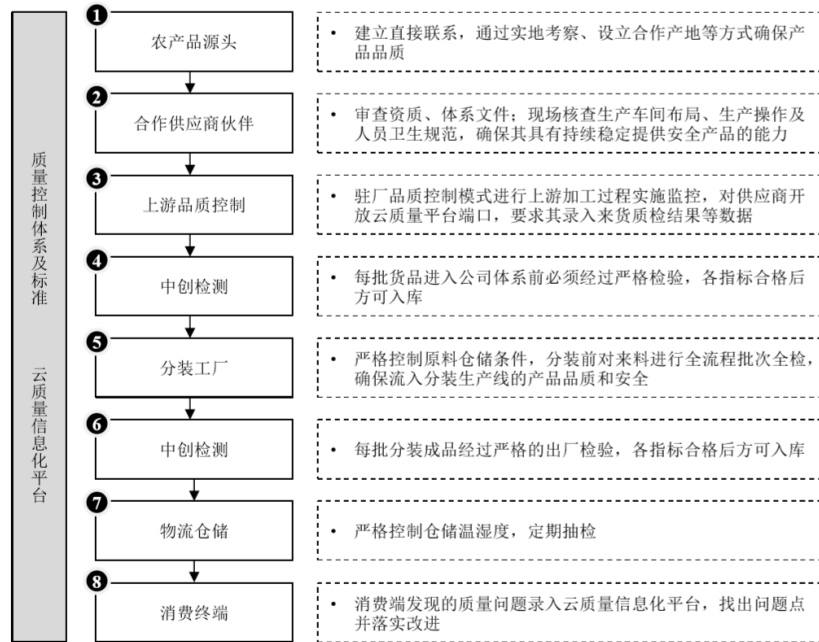
资料来源：华安证券研究所整理

公司依靠上一轮电商平台红利发展起来，直播、短视频等流量玩法的变迁对其面临新对手、组织线上运营能力等方面提出了新的挑战。短视频和直播方式相对于电商平台，更利于小众品牌的崛起，通过精准算法直接触达核心消费群体，直播/短视频带货短期内不会替代传统电商平台，但是会作为一个重要增量市场和次级销售渠道存在，对三只松鼠这类曾经依赖电商平台的公司产生冲击。公司目前也在尝试直播方式，新方式下涌现出了新的问题：如公司是采用自己当主播还是与大牌主播合作的模式，前者可以节约请主播的费用，但后者专业主播在控场能力和带货能力上具有更强效果；直播中主播以优惠券吸引消费者、实现快速下单购买，如此引起的价格战对公司毛利产生不利影响，这些都对公司线上运营能力提出了新的挑战。我们预计直播风口期过去后，市场逐渐冷静，消费者新奇度降低，直播方法论不断沉淀，对主播的专业性要求加强，涌入直播领域的部分明星和尾部网红将被淘汰，最终形成店铺自播为主+少数头部红人主播为辅的格局，公司若能形成正确的直播模式，并能拥有稳定的粉丝消费群体，或能保持线上优势。

## 5.2 供应链优势：联盟工厂提升开发效率，布局产业链上下游

公司上游供应商数量稳定、采购质量高，数字化质控体系保证产品质量。公司供应商均要经过严格的资质考核-入场培训-定期考核-质量提升培训等筛选，且有完善的更新淘汰机制。筛选通过的供应商，公司在合作过程中采用驻厂品控和巡检相结合的方式

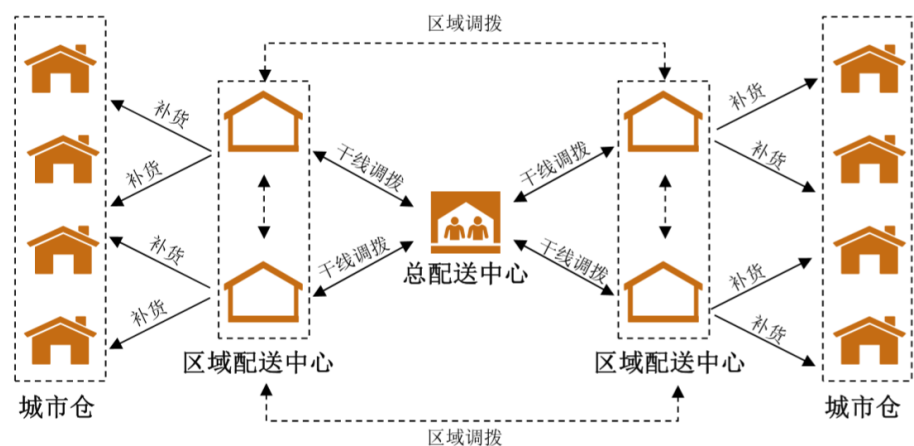
图表 45 质量控制流程体系



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司中游建立智能仓储物流系统，核心物流环节坚持自控。在仓储存货管理方面，公司根据实际运营需求不断研发信息系统，采用智能平台更新库存和订单的数据，并将分析结果反馈给采购环节，保证了存货较快的周转，同时避免采购过多或者存货不足，减少仓储成本。在物流方面，公司采用“总配送中心+区域配送中心+城市仓”的物流体系，核心环节自主调控（如调拨），非核心环节外包（例如快递配送）。截止 2019 年底，公司在全国已经拥有 9 个配送中心或城市仓，5 个合作仓，依托京东等第三方物流公司，实现全国市场物流网络覆盖。

图表 46 公司物流配送体系



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

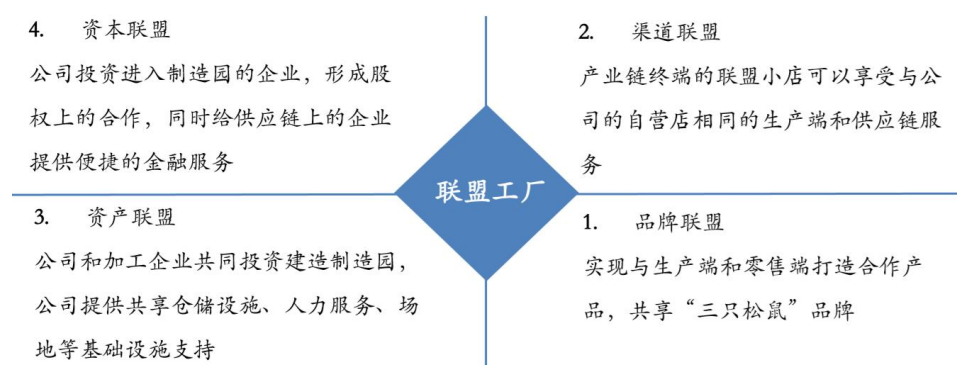
公司设置下游“产品经理管理制度”，打造数字化平台用户管理平台。产品经理对其负责的产品直接负责，包括与消费者直接沟通获取反馈。同时，公司借助信息技术和互联网平台优势，形成一套成熟的客户管理机制，基于自有 IT 系统和第三方销售平

台提供的数据，及时获取客户反馈、市场需求变化等。

**布局联盟工厂模式，深度捆绑上下游。**轻资产运营的三只松鼠，计划在未来五年打造六大新制造园区，与专业制造加工伙伴以联盟的形式共建工厂，实现全流程的质量监控、数字化订单、制造仓储一体化。2019年末，公司宣布与安徽无为市政府以及各大供应商达成合作，将共同斥资20.6亿元建立联盟工厂。联盟工厂通过资本、资产、渠道和品牌的四个联盟维度，与上游供应商、下游零售端实现深度捆绑，从而提高产品供应的稳定性、品质的保障与新品的研发效率。

**联盟工厂模式提高运营效率：**通过联盟工厂模式，公司对上游生产端进行延伸，对产品研发、生产、运输、销售整个产业链全面布局，以公司为核心进行供应链整合，提升了供应链的效率，有利于提升利润率。

**图表 47 三只松鼠工厂联盟布局**



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 5.3 管理层优势：在产品渠道趋势把握上展现企业家才能

**管理层带领公司从依赖单一品类及时转向多品类发展，从线上转向线上线下全渠道销售，把握了互联网流量和坚果品类红利。**2011年，章燎原创建詹氏公司旗下坚果互联网子品牌“壳壳果”，正式进入电商领域，在此期间积累了丰富的坚果经营和电商经验。2012年，章燎原创立“三只松鼠”，把握住了线上电商兴起的浪潮，并定下了IP化的品牌策略+主人模式的人格化服务。2015年，章燎原带领团队进行品类扩张，从单一的坚果到肉脯、果干等品类，扩大了销售规模。2016年，管理层开始依托全国化的品牌优势铺设线下渠道，形成线上线下全渠道布局的销售模式。2020年章燎原提出数字化战略是未来十年的主线，他将带领三只松鼠做到垂直产业数字化，深度推进以数字化技术实现供应链前置与组织新效率。

## 六 盈利预测与投资建议

图表 48 主要品类营业收入及预测 (百万元)

营业收入	2018	2019	2020E	2021E	2022E
坚果	3,849	5,443	6,423	7,451	8,643
yoy	10%	41%	18%	16%	16%
烘焙	1,061	1,632	2,366	3,076	3,691
yoy		54%	45%	30%	20%
肉制品	879	1,232	1,663	2,162	2,703
yoy		40%	35%	30%	25%
果干	598	844	1,139	1,481	1,852
yoy		41%	35%	30%	25%
综合	591	927	1,345	1,883	2,636
yoy		57%	45%	40%	40%
其他业务	23	94	113	136	163
yoy		314%	20%	20%	20%
新品类业务			70	238	526
yoy				239%	122%
总和	7,001	10,173	13,120	16,426	20,214
yoy	26%	45%	29%	25%	23%

资料来源：公司年报，华安证券研究所

我们预计 2020-2022 年，三只松鼠仍将继续实施营收重于利润的策略，继续占领市场份额，具体分析如下：

**品类预测：**预计坚果品类收入将稳定增长，产品矩阵进一步丰富，坚果品类在总营收中比重继续下降，烘焙、肉制品、果干将逐步过渡到成熟阶段，今年新推出的喜礼、速食等新品类，处于推广期，基数小，增速相比较较高。

**毛利率预测：**线下收入占比提升和非坚果产品占比提升有利于促进毛利率抬升，随着肉制品、烘焙等品类结束推广期的价格让利，整体毛利率有望优化。

**费用率预测：**考虑到公司目前仍以收入增速为重，未来几年内在品牌宣传、渠道拓展、新品市场推广等方面的支出，预计未来三只松鼠销售费用率呈现提升趋势，短期由于业务扩张带来职工薪酬增加，预计管理费用略增，但长期来看松鼠廉政建设、正在探索的信息化和数字化管理体系有望使得管理费用率降低。

我们认为公司作为休闲零食线上龙头公司，由单一坚果向多品类零食转型，预计未来将继续享受线上带来的增量需求，同时也通过线下开店扩展市场。公司从创立之初就注重品牌形象和 IP 的打造，相对于竞品已经在消费者心中形成较强品牌认知度。公司建立联盟工厂打造高效供应链，短期内利润率承压，长期来看品牌和供应链优势将助力发展，市占率提升到一定程度公司或能实现利润率提升，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示:

**原材料价格波动的风险。**公司所销售休闲食品的原材料主要为各类农产品，农产品价格存在一定的波动性，可能会对公司的经营业绩产生影响。

**食品质量控制的风险。**上游供应商未能完全按照有关法规及公司的要求进行生产，在公司产品进入流通渠道之后，食品安全问题会受到外界一些不可控因素的影响。

**休闲食品市场需求变化的风险。**如果公司对消费者偏好的把握存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化，则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4,085	4,944	5,909	7,281	<b>营业收入</b>	10,173	13,120	16,426	20,214
现金	970	1,220	1,248	1,467	营业成本	7,345	9,454	11,771	14,432
应收账款	301	442	557	630	营业税金及附加	51	66	82	101
其他应收款	41	47	62	77	销售费用	2,298	3,011	3,788	4,680
预付账款	74	88	106	115	管理费用	175	299	375	453
存货	2,480	2,875	3,612	4,586	财务费用	(14)	(14)	(16)	(15)
其他流动资产	218	272	324	405	资产减值损失	(2)	(0)	0	0
<b>非流动资产</b>	756	782	829	873	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	4	4	5	投资净收益	10	6	7	7
固定资产	396	440	485	522	<b>营业利润</b>	300	311	433	570
无形资产	116	127	136	142	营业外收入	9	5	6	6
其他非流动资产	239	211	203	204	营业外支出	2	3	2	2
<b>资产总计</b>	4,842	5,726	6,737	8,154	<b>利润总额</b>	307	314	436	574
<b>流动负债</b>	2,660	3,279	3,926	4,880	所得税	68	70	97	134
短期借款	145	0	0	0	<b>净利润</b>	239	244	339	440
应付账款	1,789	2,461	2,870	3,479	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	726	818	1,056	1,400	<b>归属母公司净利润</b>	239	244	339	439
<b>非流动负债</b>	287	308	333	356	<b>EBITDA</b>	352	336	462	604
长期借款	250	250	250	250	<b>EPS (元)</b>	0.60	0.61	0.84	1.10
其他非流动负债	37	58	83	106					
<b>负债合计</b>	2,946	3,587	4,259	5,235					
少数股东权益	0	0	1	1	<b>主要财务比率</b>				
股本	401	401	401	401	<b>会计年度</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
资本公积	554	554	554	554	<b>成长能力</b>				
留存收益	940	1,184	1,523	1,962	营业收入	45.30%	28.97%	25.20%	23.06%
归属母公司股东权益	1,895	2,139	2,478	2,917	营业利润	-24.66%	3.91%	39.06%	31.57%
<b>负债和股东权益</b>	4,842	5,726	6,737	8,154	归属于母公司净利润	-21.43%	2.11%	38.97%	29.69%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	27.80%	27.95%	28.34%	28.61%
					净利率(%)	2.35%	1.86%	2.06%	2.17%
					ROE(%)	12.60%	11.41%	13.68%	15.07%
					ROIC(%)	44.96%	18.48%	29.49%	30.38%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	60.85%	62.64%	63.21%	64.21%
					净负债比率(%)	40.33%	62.20%	84.28%	87.07%
					流动比率	1.54	1.51	1.51	1.49
					速动比率	0.60	0.63	0.59	0.55
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.56	2.48	2.64	2.71
					应收账款周转率	36.08	40.02	36.90	38.54
					应付账款周转率	6.50	6.18	6.16	6.37
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.61	0.84	1.10
					每股经营现金流(最新摊薄)	(0.82)	1.10	0.21	0.68
					每股净资产(最新摊薄)	4.73	5.33	6.18	7.27
					<b>估值比率</b>				
					P/E	112.7	110.3	79.4	61.2
					P/B	14.2	12.6	10.9	9.2
					EV/EBITDA	71.52	77.00	55.89	42.35

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。