



Research and  
Development Center

# 高端性价比战略，供应链重构升级

—三只松鼠(300783)公司深度报告

2024年3月7日

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

## 证券研究报告

## 证券研究报告

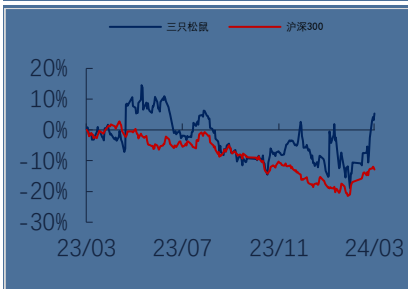
## 公司研究

## 公司深度报告

### 三只松鼠(300783)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

### 公司主要数据

收盘价(元)	20.79
52周内股价波动区间(元)	22.60-16.00
最近一月涨跌幅(%)	23.75
总股本(亿股)	4.01
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	83.37

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

# 高端性价比战略，供应链重构升级

2024年03月07日

## 本期内容提要：

◆**投资建议：**资本市场担忧公司线上线下业务均面临渠道变革，短期难以战略转型成功，我们认为公司在抖音渠道快速放量、24年年货礼盒热销以及四款坚果品类进入量贩零食已经验证“高端性价比”战略转型成果。公司起家线上，线上运营经验丰富，此前在新兴渠道商发力不明显主要是因为产品性价比与新兴渠道适配度不够，公司近两年供应链升级成效显著，且线上零食总体量并未下滑，更多是平台间流量的重新分配，随着公司高端性价比战略转型升级成功，公司有望在线上收复失地。线下零售近年发生大变革，效率更高的量贩零食渠道兴起，三只松鼠自22年开始收缩原有的投食店和联盟小店的业务，23年6月推出性价比定位的社区零食店，新门店模型底层逻辑和量贩零食相似，但在自有品牌上的探索更靠前，门店模型目前在浙江等区域逐步跑通，后续门店加速复制可期。三只松鼠在坚果品类上具备品牌心智，四款坚果品类进入量贩零食渠道可见一斑，供应链升级成效显著，坚果等核心品类性价比进一步凸显，礼盒和日销双轮驱动下，分销体量有望进一步提升。整体来看，高端性价比战略下，供应链升级成效不断显现，有望推动全渠道业务向上。我们预计公司23-25年EPS为0.53、0.82、1.07元，25年目标市值125亿，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**公司对休食供应链理解深入，坚果品类有品牌心智。**三只松鼠以坚果品类切入线上起家，初期聚焦品牌和渠道运营，供应链端采用代工模式，和上游休食供应商合作紧密，多年深耕对于上游供应链端理解深入。22年夏威夷果等自建工厂投产，进一步升级核心品类坚果的供应链。23年公司提出高端性价比战略后，抖音渠道放量推动公司能更好地接入上游供应链，坚果品类进入量贩渠道进一步验证公司供应链升级成效。

◆**零食大赛道，坚果品类有红利，渠道性价比趋势显著。**零食万亿市场，大行业格局分散，坚果炒货行业目前市场规模1512亿元，其中坚果700-800亿市场规模，对比美国、日本等国家的坚果人均消费量，国内目前坚果人均消费量仍有较大提升空间。国内目前坚果行业竞争格局分散，三只松鼠为坚果头部品牌，在坚果供应链和品牌心智上积淀深厚，市占率有望进一步提升。线上和线下渠道近年都在发生变革，线下渠道效率更高的量贩零食业态兴起，线上拼多多、抖音快手等快速崛起，我们认为本质都是需求主导的时代，倒逼供应链效率提升，更好地满足消费者的需求，三只松鼠持续推进供应链升级，23年提出的“高端性价比”战略契合目前的消费趋势。

◆**“高端性价比”战略牵引，渠道有望全面开花。**抖音放量、坚果品类进入量贩渠道、年货礼盒热销超预期已经验证公司高端性价比的战略成效，在高端性价比的战略牵引下，公司做了核心品类的全链路优化，构建了核心品类供应链成本领先的优势，给终端提供了高性价比的产品。展望后续，三只松鼠持续推动供应链升级，目前成效显著，高性价比的产品契合不论是线上还是线下的渠道需求，有望推动公司线上线下全渠道向上发展。

◆**股价催化剂:**社区零食店进展超预期、线下分销业务超预期。

◆**风险因素:**线上竞争加剧、社区零食店优质点位竞争加剧、分销网点扩张不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,770	7,293	7,021	9,936	12,759
增长率 YoY %	-0.2%	-25.4%	-3.7%	41.5%	28.4%
归属母公司净利润 (百万元)	411	129	213	327	430
增长率 YoY%	36.4%	-68.6%	65.2%	53.4%	31.5%
毛利率%	29.4%	26.7%	25.0%	24.0%	22.0%
净资产收益率 ROE%	18.2%	5.5%	8.4%	11.8%	13.8%
EPS(摊薄)(元)	1.03	0.32	0.53	0.82	1.07
市盈率 P/E(倍)	19.86	63.26	38.29	24.97	18.98
市净率 P/B(倍)	3.62	3.48	3.23	2.94	2.63

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 03 月 07 日收盘价

## 目录

投资逻辑 .....	6
1. 互联网初代品牌，“高端性价比”战略转型 .....	7
1.1. 发展历程：线上起家，23年二次创业再出发 .....	7
1.2. 供应链：多年深耕理解深入，自建坚果工厂 .....	9
1.3. 商业模式：聚焦品牌渠道运营，周转效率为先 .....	10
1.4. 管理团队：经验丰富，转型坚定 .....	12
2. 零食行业：品类有红利，渠道正变革 .....	14
2.1. 品类：坚果大赛道，集中度有望提升 .....	14
2.2. 渠道：线下量贩零食兴起，线上新兴电商快速起量 .....	16
3. 未来发展：高端性价比战略为引，全渠道有望焕新机 .....	19
3.1. 社区零食店全新店型，拥抱性价比大趋势 .....	19
3.2. 坚果品类具备品牌心智，分销渠道渗透率有望提升 .....	20
3.3. “品销合一”策略成效显著，线上业务有望收复失地 .....	21
4. 估值与投资评级 .....	22
5. 风险因素 .....	23

## 表目录

表 1: 公司管理团队年富力强，经验丰富 .....	13
表 2: 中式零食大类增速快，细分品类行业集中度相对更低 .....	14
表 3: 消费市场由供给驱动转为需求主导，零食量贩应运而生 .....	17
表 4: 三只松鼠推出定位“高端性价比”的社区店模型，浙江门店模型已初步跑通 .....	19
表 5: 分渠道盈利预测 .....	22
表 6: 可比公司估值对比 .....	22

## 图目录

图 1: 三只松鼠抓住线上黄金发展期，2019 年营收突破百亿 .....	7
图 2: 三只松鼠的归母净利率在 2-6% 区间波动 .....	7
图 3: 三只松鼠渠道扩张历程：起家线上，2023 年提出高端性价比开启二次创业 .....	8
图 4: 三只松鼠 2020 年加快线下门店业务布局，22 年由于疫情影响逐步关闭线下门店 .....	8
图 5: 由于线上去中心化及新电商平台崛起的影响，三只松鼠在 19 年后线上业务持续萎缩 .....	8
图 6: 23 年公司提出高端性价比战略，各渠道焕发新机 .....	9
图 7: 公司以坚果品类切入，目前坚果仍为公司核心品类 .....	10
图 8: 公司在原料端与全球知名品牌或者农场合作 .....	10
图 9: 2020 年生产端开始自建坚果产业线，仓储配送端积极探索产地仓模式 .....	10
图 10: 三只松鼠的商业模式更聚焦品牌和渠道运营 .....	11
图 11: 三只松鼠的净利率相比自主生产的厂商更低 .....	11
图 12: 三只松鼠的资产周转率相比自主生产的厂商更高 .....	11
图 13: 不同商业模式的公司 ROE 表现没有孰优孰劣 .....	12
图 14: 公司实控人为创始人，具备丰富的休闲食品运营经验 .....	13
图 15: 休闲食品市场规模仍在持续提升 .....	14
图 16: 休闲食品大行业竞争格局分散，国内百亿体量公司少 .....	14
图 17: 坚果炒货包含籽坚果及树坚果两大细分品类 .....	15
图 18: 国内食用葵花籽消费量近年保持相对稳定 .....	15
图 19: 我国树坚果总消费量近年趋势向上 .....	15
图 20: 国内树坚果人均消费量仍有较大提升空间 .....	15
图 21: 国内居民人均坚果消费量持续提升 .....	16
图 22: 坚果品类格局分散，头部品牌市占率有望进一步提升 .....	16
图 23: 量贩零食实现更高效率，迭代其他零食零售渠道 .....	17
图 24: 量贩零食快速扩张，23 年全国门店预计增加超 1w+ .....	17
图 25: 淘系京东零食月销售额近两年持续向下 .....	18
图 26: 抖音等新兴电商零食月销售额持续向上 .....	18
图 27: 三只松鼠推出定位高端性价比的社区零食店 .....	19
图 28: 三只松鼠逐步收缩原有的门店业务开启转型 .....	19
图 29: 公司形成了以区域经销模式为核心的分销体系 .....	20
图 30: 公司分销业务增长潜力大 .....	20
图 31: 三只松鼠四款核心坚果品类和零食很忙达成合作 .....	20
图 32: 三只松鼠年货礼盒 24 年热销验证高端性价比战略 .....	20
图 33: 三只松鼠在抖音月销同比快速提升 .....	21
图 34: 三只松鼠在京东月销售额 23Q3 起降幅收窄逐步企稳 .....	21

图 35: 天猫京东业务体量近年逐步下滑, 23H1 其他线上业务 (含抖音) 企稳回升 .....	21
图 36: 抖音渠道放量推动公司收入企稳回升 .....	21

## 投资逻辑

资本市场担忧公司在面临线上线下渠道变革时，短期难以战略转型成功，我们认为这一轮渠道变革本质是：需求主导的时代倒逼产业链效率升级的过程，公司提出高端性价比战略后，抖音渠道快速放量、24 年年货礼盒热销以及四款坚果品类进入量贩零食已经验证供应链升级成果。

**坚果品类市占率提升空间大，线上线下渠道变革倒逼产业链效率提升。**根据沙利文的数据，坚果 2021 年市场规模为 1512 亿元，其中树坚果市场规模 700-800 亿元，相比美国等海外国家，我国坚果人均消费量的提升空间大，随着我国人均可支配收入的提升，坚果具备品类红利。公司为坚果的头部品牌，当前市占率不足 10%，市占率有望逐步提升。从渠道变革来看，线上拼多多、抖音等新兴电商快速崛起，线下量贩零食渠道凭借更高的渠道效率跑马圈地，倒逼产业链效率提升，给消费者提供更加“多快好省”的产品。三只松鼠 2023 年提出“高端性价比”战略，发展战略贴合消费趋势，“品销合一”的打法在抖音等兴趣电商上取得初步的成功也验证了：公司从洞察性价比需求出发，具备通过优化供应链实现性价比需求满足闭环的能力，表明了公司在供应链效率提升上取得了初步成果。

**公司对于休食供应链理解深入，坚果等核心品项供应链有优势。**公司起家线上，聚焦品牌和渠道运营，初期采用代工模式布局全品类，和上游休食供应商合作紧密，多年深耕对于供应链理解深入，22 年夏威夷果等自建坚果工厂投产，原料端和国内外知名的品牌/农场合作，坚果供应链进一步优化升级。公司 23 年提出高端性价比战略，战略转型升级坚定，供应链多年沉淀和近年的升级，有望在后续牵引全渠道放量。

**高端性价比战略有成效，全渠道有望放量。**公司战略转型升级以来，在抖音快速放量、24 年坚果礼盒热销、四款坚果产品进入量贩零食渠道三点发展上超出市场的预期，验证了高端性价比战略下公司供应链升级的成效。往后展望，线上零食销售总量未发生下滑，公司 19 年线下业务承压主要在于传统电商平台去中心化以及抖音等新兴电商平台分流的影响，公司抖音渠道快速放量验证公司战略转型成功融入新兴电商平台，线上业务有望持续收复失地。公司在坚果等核心品类上具备品牌心智，战略转型下性价比产品顺应消费趋势，四款核心坚果品类进入量贩零食渠道可见一斑，分销业务不论是年货礼盒或是日销产品均有望快速提升市占率。门店业务量贩零食渠道已经验证性价比门店模型的跑通，公司的社区零食店定位性价比，价格水平和量贩零食处于同一水位，底层逻辑和量贩零食相似，但由于公司自身独特的发展历程，门店自有品牌的占比更高，品类结构上考虑到消费者对于部分大牌零食认知度高，公司也引入了 10-20% 的大牌零食，其次对于白牌零食，公司可以提供品牌支撑，目前门店模型在浙江等区域逐步跑通，后续快速复制可期。总的来说，公司这一轮供应链升级的成效已经逐步呈现，驱动全渠道放量可期。

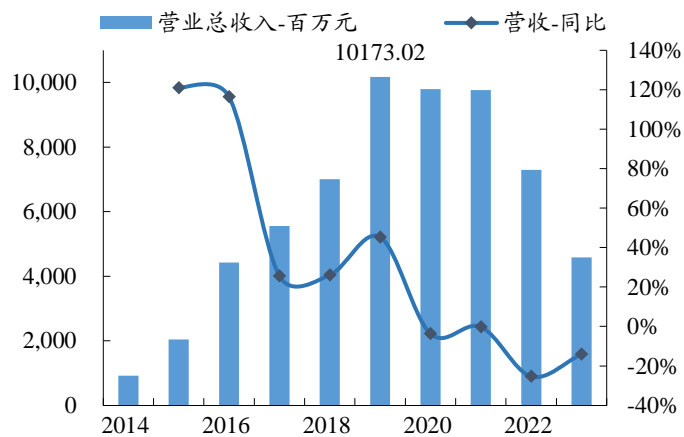
# 1. 互联网初代品牌，“高端性价比”战略转型

## 1.1. 发展历程：线上起家，23 年二次创业再出发

三只松鼠 2012 年成立于安徽芜湖，是一家销售坚果和休闲食品为主的企业，创始人为章燎原先生。公司线上起家，抓住电商黄金十年的发展红利，线上收入快速提升，线上销售网络覆盖旗舰店、天猫超市、京东、抖音快手等；2016 年 9 月公司在芜湖开设线下第一家体验店，逐步推进线上线下全渠道布局。2019 年公司销售突破百亿。应对传统电商平台去中心化的趋势，2020 年公司逐步延伸布局上游供应链，建立联盟工厂，并提出聚焦坚果策略进行战略升级。2023 年公司提出“高端性价比”战略，进一步优化供应链体系，线上性价比策略契合抖音等社交电商发展趋势体量快速提升，线下开设定位“高端性价比”的社区零食店，开启公司的二次创业。

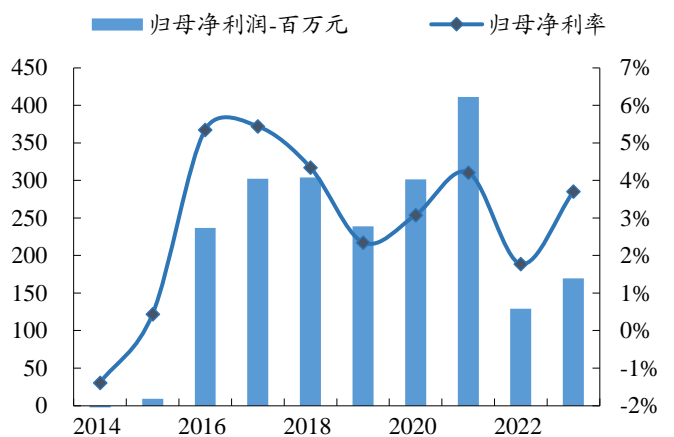
**2012-2015 年：起家线上，抓住电商黄金发展机遇，线上体量快速提升。**2012 年，三只松鼠在芜湖创立，并于同年 4 月获得 IDG 资本的天使投资，同年 6 月 19 日，公司在淘宝天猫商城试运营上线，并且在上线的第 65 天，销售额跃居天猫坚果类目第一名。首次参与双十一大促，实现当日成交额 766 万元，成为坚果零食类产品销售冠军。2013 年 1 月，公司月销售额突破 2200w，位列全网第一。2013 年 5 月，三只松鼠再获今日资本、IDG 资本 B 轮投资。2013 年 12 月 16 日，三只松鼠电商产业园暨三只松鼠窝一期工程奠基仪式圆满完成，正式启动三只松鼠基础性工程建设。2014 年 1 月，三只松鼠月度销售额突破 1.6 亿元。3 月，IDG 资本、今日资本追加 1 亿元人民币 C 轮投资，三只松鼠公司市值超过 10 亿人民币。2014 年，公司再次获得今日资本、IDG 资本两家境外基金第四轮 1627 万美元（折合 1.2 亿人民币）天使投资，用于三只松鼠智能一体化食品园项目建设。2015 年 9 月，三只松鼠获得总金额 3 亿元的融资，投资方为基金 FREES FUND（峰瑞资本）。这一阶段为公司的初创阶段，三只松鼠创始团队敏锐地捕捉到线上发展机遇，以人均消费量快速提升的坚果品类切入，打造卡通三只松鼠的品牌形象与年轻消费者实现互动，在线上实现快速发展，并且在坚果品类上实现一定的品牌心智。

图 1：三只松鼠抓住线上黄金发展期，2019 年营收突破百亿

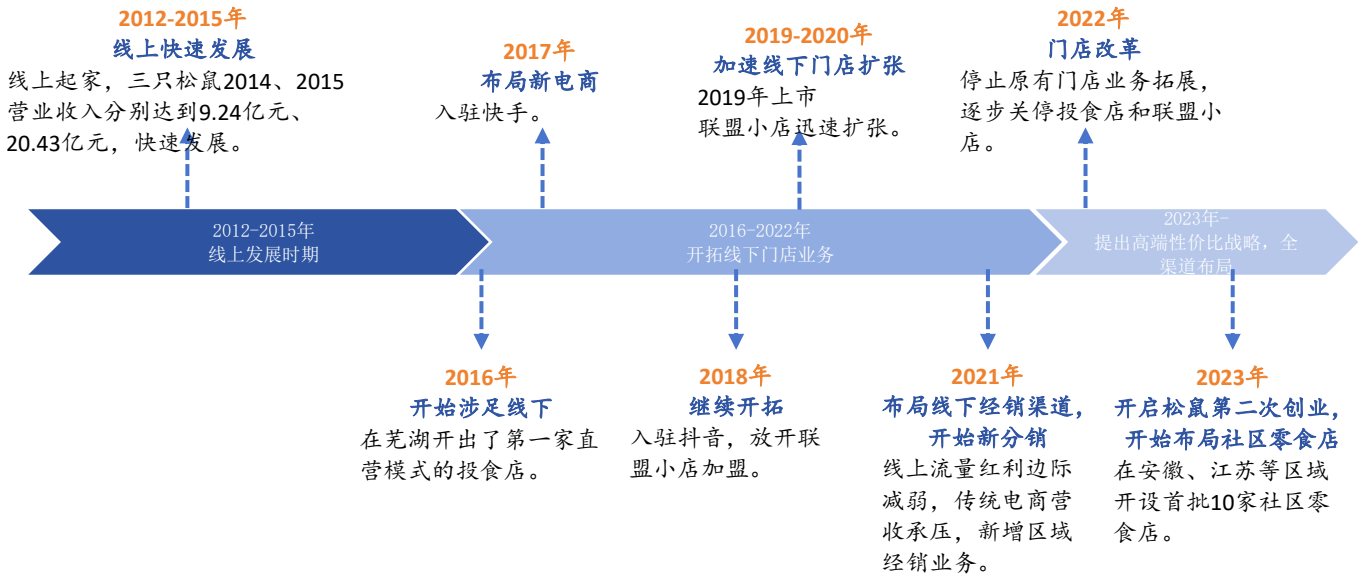


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：三只松鼠的归母净利润率在 2-6% 区间波动

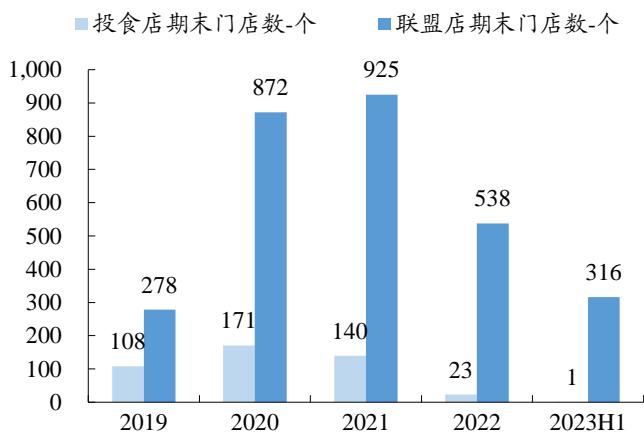


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

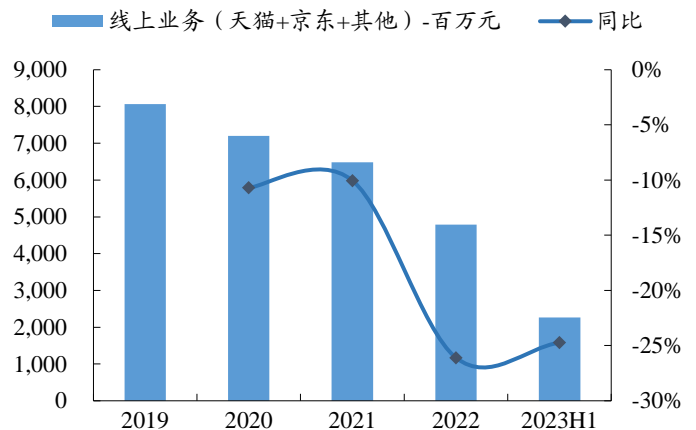
**图 3：三只松鼠渠道扩张历程：起家线上，2023 年提出高端性价比开启二次创业**


资料来源：食品板，公司公告，信达证券研发中心

**2016-2022 年：布局线下，自建坚果供应链。**2016 年，三只松鼠在芜湖开设第一家投食店进行线下布局，投食店为公司直营的线下零食店，主要开设在高线城市及核心商圈。2018 年，公司正式对外发布三只松鼠联盟小店，联盟小店主要采用加盟模式，以社区店为主。2019 年，公司营收突破 100 亿元，并于当年登录创业板上市。2020 年，由于传统电商平台去中心化及线上新平台兴起等影响，三只松鼠线上业务增长有所受阻。公司在 2020 年加快了线下门店业务的布局，2020 年底公司线下投食店和联盟小店门店总数超过 1000 家。但由于疫情对于高势能门店的人流量扰动较大，2022 年公司逐步关闭线下门店。供应链上，公司在坚果品类上逐步建立起消费心智，2021 年，三只松鼠向上游延伸布局坚果供应链。这一阶段为公司的全渠道布局阶段，三只松鼠在渠道布局上既有机会也有挑战，如何更好地融入电商新时代以及线下渠道如何接棒增长是三只松鼠这一阶段主要思考的问题。

**图 4：三只松鼠 2020 年加快线下门店业务布局，22 年由于疫情影响逐步关闭线下门店**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 5：由于线上去中心化及新电商平台崛起的影响，三只松鼠在 19 年后线上业务持续萎缩**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

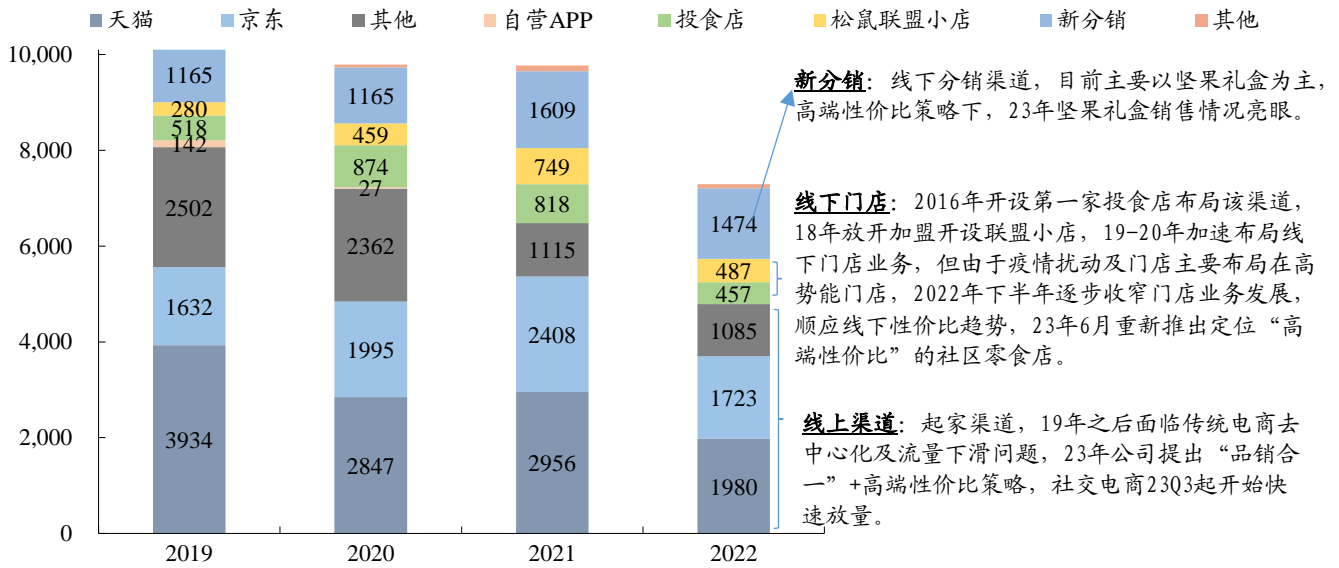
**2023 年-至今：提出“高端性价比”战略转型，开启二次创业。**面对线上传统电商平台流量下滑及抖音快手等新电商平台崛起的挑战、以及线下门店业务性价比发展新趋势下，2023 年公司积极贯彻执行“品销合一”新电商战略及“高端性价比”长期策略，线上从“店铺运营”转向“品类运营”，高端性价比策略下抖音等社交电商在 23 年 6 月份实现快速放量，推动线上业务企稳回升。线下分销在“高端性价比”的战略下，礼盒年货期间表现亮眼，日销品持续推进。对于线下门店业务，公司逐步关闭投食店和联盟小店，调整线下门店模型，于 2023 年 6 月份推出社区零食店，定位高端性价比。整体来看，公司 2023 年在高端性价比策略的

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8



引领下，开启二次创业，各渠道业务均焕发新机，抖音渠道放量、年货热销、四款坚果品类进入量贩零食渠道已初步验证战略成效。

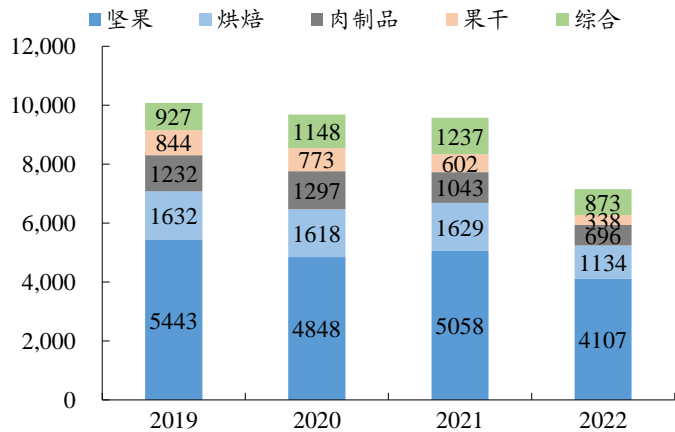
图 6：23 年公司提出高端性价比战略，各渠道焕发新机



资料来源：食品板，公司公告，信达证券研发中心 备注：单位-百万元。

## 1.2. 供应链：多年深耕理解深入，自建坚果工厂

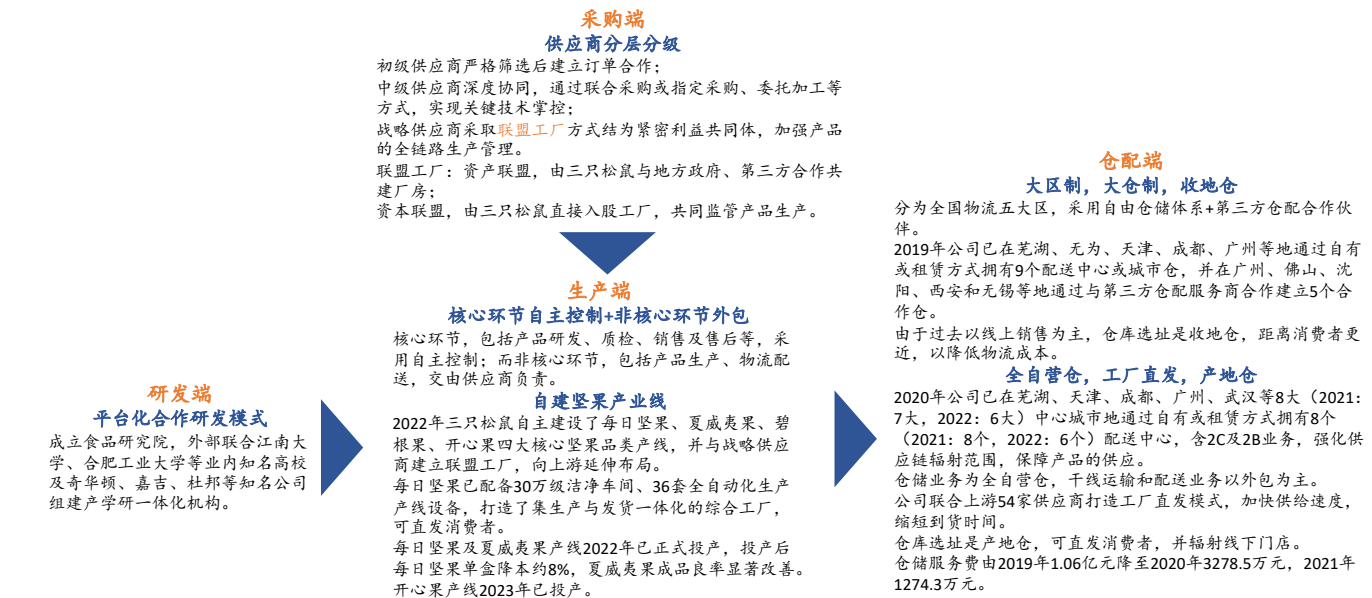
**坚果品类起家，2021年自建坚果供应链，聚焦坚果品类，23年提出“高端性价比”战略。**公司初期以坚果品类切入线上渠道，后续随着线上规模逐步提升，为了更好地满足消费者的一站式购买需求，公司拓张了坚果以外的其他零食品类，包括烘焙、肉制品等零食大类。公司初期产品以贴牌为主，供应链上采用代工模式。2019年，三只松鼠为了加强产品的全链路生产管理，强化产品品质，布局建立联盟工厂。2021年，三只松鼠明确聚焦坚果核心品类主战略，2022年，三只松鼠自建的夏威夷果、每日坚果工厂实现投产，强化了核心坚果品类的良品率和盈利能力。2023年，公司提出“高端性价比”长期战略，线上推进“品销合一”的策略。三只松鼠在休闲食品供应链上深耕多年，积淀深厚。原料采购端，公司与全球知名品牌或者农场进行合作，与国内云南等坚果基地实现直采，其他品类合作的供应商均通过严格筛选，通过驻产共研进一步强化产品的质量管控。制造端，每日坚果、夏威夷果等工厂逐步投产，坚果品类自产率逐步提升。在零食品类通过优选伙伴、原料规模集采、产线技术改进提升效率。针对核心品项，同步探索基于投资的模式创新。仓配端，结合渠道策略调整全面升级物流交付模式，在自有仓储业务基础上，积极探索产地仓和云仓模式，联合上游多家供应商推动工厂直发，进一步降本增效。

**图 7: 公司以坚果品类切入, 目前坚果仍为公司核心品类**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 备注: 单位-百万元

**图 8: 公司在原料端与全球知名品牌或者农合作**

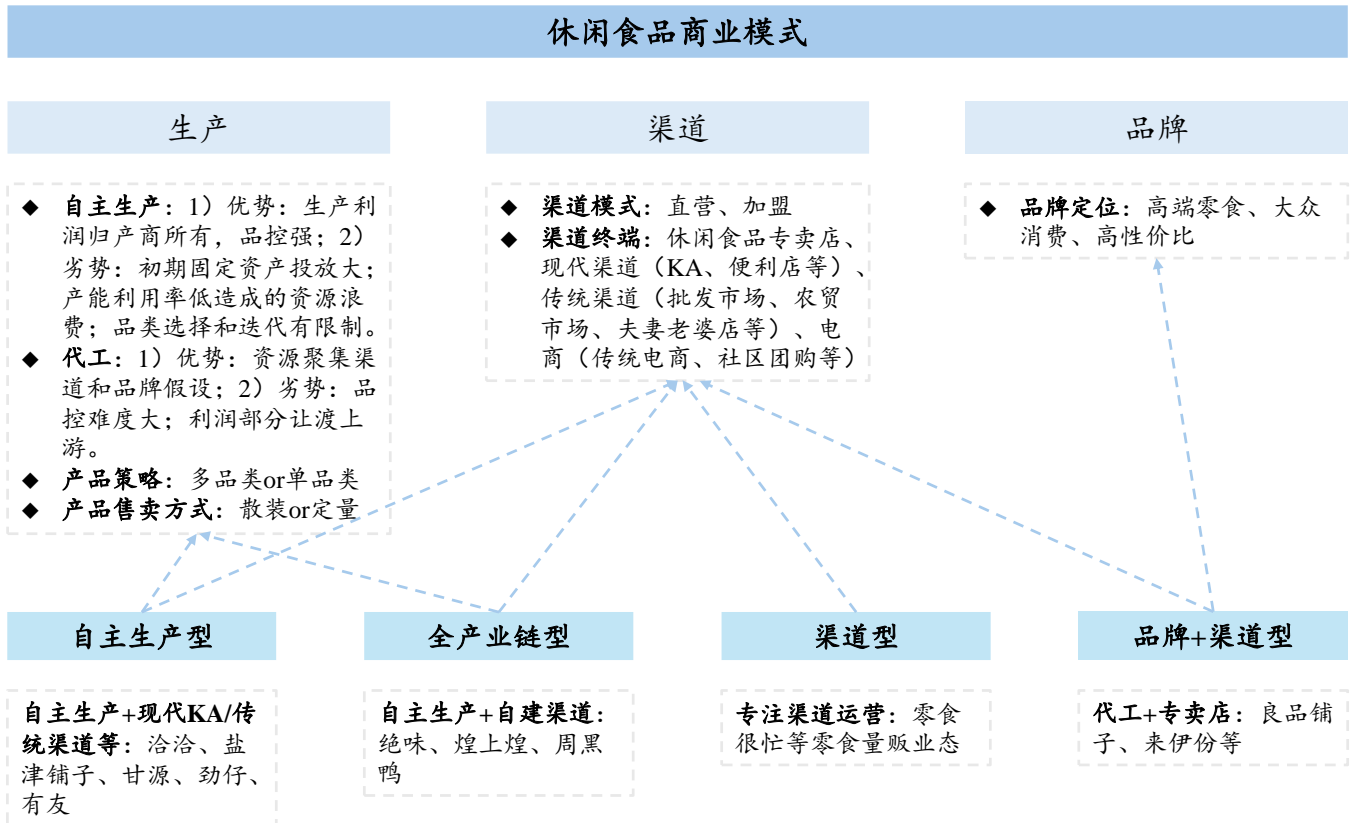

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 9: 2020 年生产端开始自建坚果产业链, 仓储配送端积极探索产地仓模式**


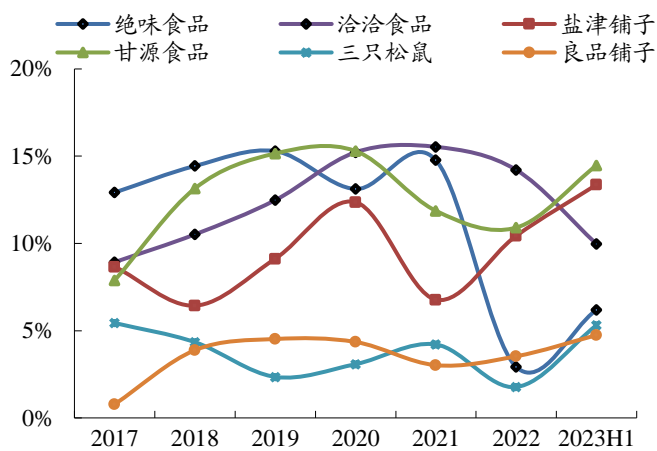
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 1.3. 商业模式: 聚焦品牌渠道运营, 周转效率为先

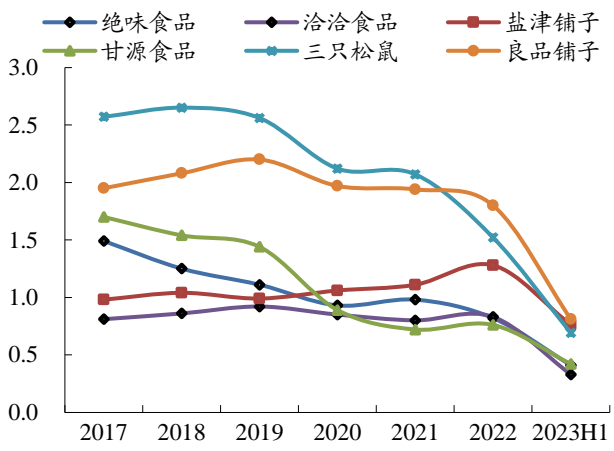
三只松鼠生意模式更加聚焦品牌+渠道运营, 作为直接和消费者进行互动的渠道运营商, 目前如何做好消费者的代理人是商业模式的核心。休闲食品产业链可以拆分为核心三环节“生产-品牌-渠道”, 根据三阶段利润环节不同取舍的组合, 可以将休闲食品主要归类为四类主流的商业模式。1) 全产业链型: 自主生产+自建零售渠道, 比如卤味连锁业态品牌绝味鸭脖、周黑鸭等。2) 自主生产型: 自主生产但是零售端主要通过直营或者经销商等进入KA/BC/零食专卖店等渠道, 比如洽洽食品、卫龙、盐津铺子等厂商。3) 品牌渠道型: 生产端采用贴牌模式, 聚焦品牌和零售渠道端的运营, 比如三只松鼠、良品铺子等。4) 零售型: 比如零食很忙、好想来等零食店。从产业链三环节这个角度来拆解三只松鼠的生意模式, 我们可以发现三只松鼠更多是偏向于品牌渠道型的商业模式, 和自主生产的商业模式相比, 由于没有产能环节的利润, 净利率往往更低, 但是同样地, 资产周转率往往更高。四种不同商业模式的生意重心有差异, 但从ROE的角度上来讲, 几种主流的商业模式并不会明显的孰优孰劣。目前从整体的休闲食品行业来讲, 供需要素关系有所变化, 行业逐步从供给驱动进入到需求导向的时代, 产业链的话语体系将逐步从品牌主导下的渠道渗透到消费者主导的供应链效率提升上, 作为直接和消费者进行互动的渠道运营商, 如何做好消费者的代理人是商业模式的核心。

**图 10: 三只松鼠的商业模式更聚焦品牌和渠道运营**


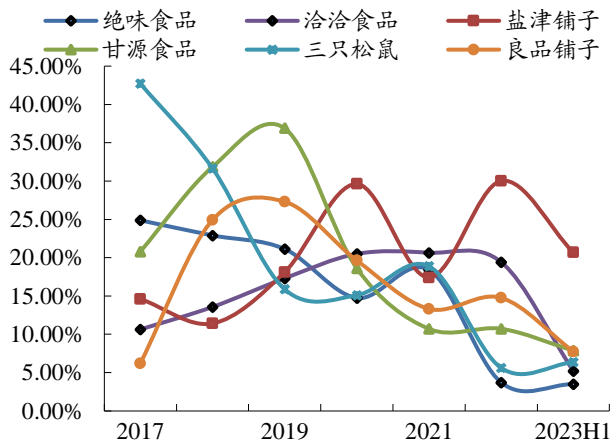
资料来源: 信达证券研发中心整理

**图 11: 三只松鼠的净利率相比自主生产的厂商更低**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 备注: 销售净利率

**图 12: 三只松鼠的资产周转率相比自主生产的厂商更高**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 备注: 资产周转率

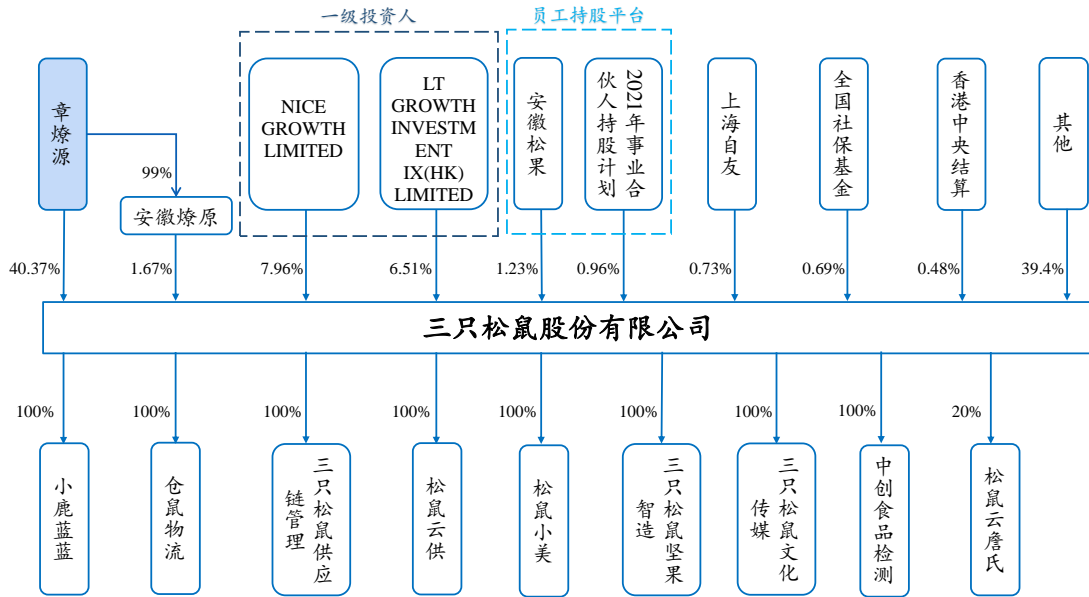
**图 13: 不同商业模式的公司 ROE 表现没有孰优孰劣**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 备注: ROE

三只松鼠在休闲食品供应链管理上积淀深厚, 坚果品类具备一定的品牌心智。前面部分我们对公司的商业模式进行了拆解, 那么如何看待三只松鼠的竞争优势? 我们结合公司的发展历程进行分析, 1) 三只松鼠经过十多年的积淀, 在供应商的管理上经验丰富, 这是供应链优化的基础, 比如零售公司在需求端洞察了消费者的需求, 那么供应链上如何能够给消费者提供具备性价比的产品, 这需要渠道商对于供应链长期的理解, 而三只松鼠在休闲食品的供应链上具备十余年的沉淀。2) 从零售的“人货场”角度来说, 渠道需要一些有抓手的“货”, 三只松鼠在坚果品类上具备品牌心智, 形成了有抓手的“货”。我们认为三只松鼠在优化休闲食品供应链上面具备多年沉淀且在坚果品类上已经有所验证, 具备以优质渠道牵引供应链变革的能力, 长期来看有望持续强化供应链上的竞争优势积累价值。

#### 1.4. 管理团队: 经验丰富, 转型坚定

**管理团队具备丰富的休闲食品运营经验。**公司创始人及实控人为章燎原先生, 章燎源先生自 2003 年进入坚果行业, 先后担任詹氏食品有限公司区域经理、营销总监、副总经理。2011 年, 章燎源先生创建詹氏公司旗下坚果互联网子品牌“壳壳果”, 凭借精美的包装和性价比的产品取得了不错的销售业绩。2012 年, 抓住电商行业发展契机, 并结合自身在休闲零食行业中的管理运营经验, 创立“三只松鼠”互联网坚果品牌, 开启创业之路。凭借敏锐的商业嗅觉及强大的线上运营能力, 带领三只松鼠在 2019 年实现营收破百亿。近年面对休闲食品渠道变迁, 在 23 年提出高端性价比战略, 开启第二次创业之路。公司目前其他核心管理层大多在公司创始阶段就进入公司, 在休闲食品行业具备丰富的运营经验以及前瞻性的视野。

**图 14：公司实控人为创始人，具备丰富的休闲食品运营经验**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心 备注：NICE GROWTH LIMITED 为 IDG 旗下基金、LT GROWTH INVESTMENT IX(HK) LIMITED 为今日资本旗下基金，更新至 2023Q3。

**表 1：公司管理团队年富力强，经验丰富**

姓名	年龄	性别	个人职务	个人履历
章燎源	47	男	公司创始人、董事长、总经理	中专学历。自 1998 年至 2001 年，担任海螺集团宁昌塑料包装有限公司电工。2002 年，个体经营者。2003 年进入坚果行业，曾先后担任安徽詹氏食品有限公司区域经理、营销总监、总经理。2011 年，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。2012 年，创立“三只松鼠”互联网坚果品牌并运营至今。
潘道伟	36	男	公司董事、董事会秘书	本科学历。自 2008 年 7 月至 2009 年 7 月担任无锡健鼎电子有限公司客户服务代表；2010 年 3 月至 2014 年 3 月担任安徽詹氏食品股份有限公司营销副总监；2013 年 12 月 31 日至 2015 年 11 月 29 日担任安徽詹氏食品股份有限公司监事；2014 年 4 月至今先后担任公司助理总监、党委书记、行政总经理。2015 年 12 月至今任公司董事、董事会秘书。
魏本强	36	男	公司董事	大专学历。自 2007 年 7 月至 2011 年 1 月，担任新安化学（泰兴）有限公司员工；2011 年 2 月至 2012 年 5 月，担任马鞍山威泰机电有限公司员工；2012 年 6 月至 2015 年 12 月担任公司采购总监；2015 年 12 月至今担任公司董事、产品中心总经理兼三只松鼠廉署常务署长。
郭广宇	34	男	公司董事	大专学历。自 2011 年 5 月至 2011 年 12 月，担任深圳圣卡罗服饰有限公司电商运营负责人；2012 年 3 月至 2015 年 12 月任公司品牌总监；2015 年 12 月至今担任公司董事、首席品牌官。自 2015 年至今担任公司董事。
周庭	41	男	公司财务总监	大专学历。自 2003 年至 2004 年，担任苏州朗力福哈尔滨分公司出纳；2005 年至 2006 年，担任南京中脉金华分公司财务经理；2007 年至 2009 年，担任安徽精诚铜业股份有限公司会计；2010 年至 2012 年，担任芜湖杰锋汽车动力有限公司会计；2012 年 12 月至 2016 年 3 月担任公司财务经理，2016 年 3 月至今担任公司财务负责人。2012 年 12 月至今先后担任公司财务经理、财务总监。

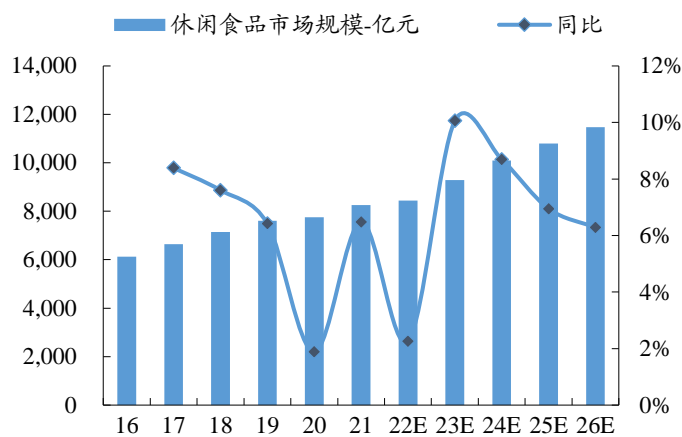
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2. 零食行业：品类有红利，渠道正变革

### 2.1. 品类：坚果大赛道，集中度有望提升

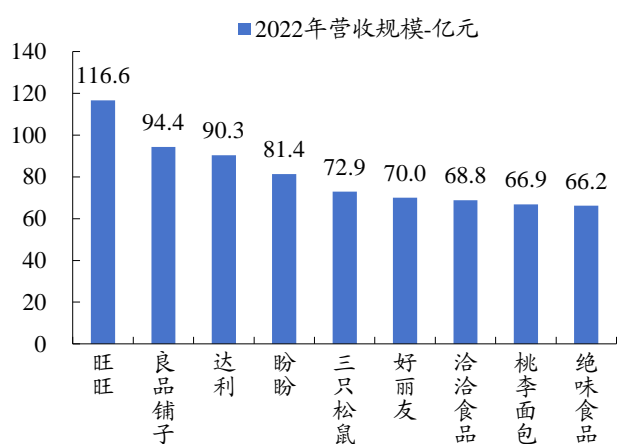
休闲食品大行业持续增长，坚果/辣卤等品类高景气，蕴含品类红利。休闲食品万亿市场，相对来讲，休闲食品发展阶段更为靠后，尤其是下沉市场近年仍存在大量的消费升级机会，推动整个行业仍保持个位数的增长速度。行业格局来看，大行业整体格局分散，营收近/上百亿的公司主要为：1) 多品类的厂商公司，比如旺旺食品，旗下包含旺旺雪饼、旺仔小馒头、浪味仙等大单品，以及达利食品，旗下包含达利园面包、好吃点、可比克薯片等核心大单品。2) 品牌+渠道运营企业，比如良品铺子、三只松鼠等。3) 渠道型公司，比如近年兴起的量贩零食品牌零食很忙等。品类上来看，休闲食品主要包含糖果巧克力、坚果炒货、面包烘焙、饼干、辣卤制品等大类。发展阶段来看，糖果巧克力、饼干等偏西式零食竞争格局明确，品类增速相对慢，经典品类如巧克力、口香糖、薯片等细分品类头部集中度高。坚果炒货、辣卤制品等中式零食市场规模过千亿，细分品类如坚果、魔芋、鹤鹑蛋等景气度高，行业集中度相对低。

图 15: 休闲食品市场规模仍在持续提升



资料来源：卫龙招股说明书，信达证券研发中心

图 16: 休闲食品大行业竞争格局分散，国内百亿体量公司少



资料来源：北京商报，Foodaily 每日食品网，各公司公告，信达证券研发中心 备注：旺旺和达利仅统计了食品销售体量，不含饮料。

表 2: 中式零食大类增速快，细分品类行业集中度相对更低

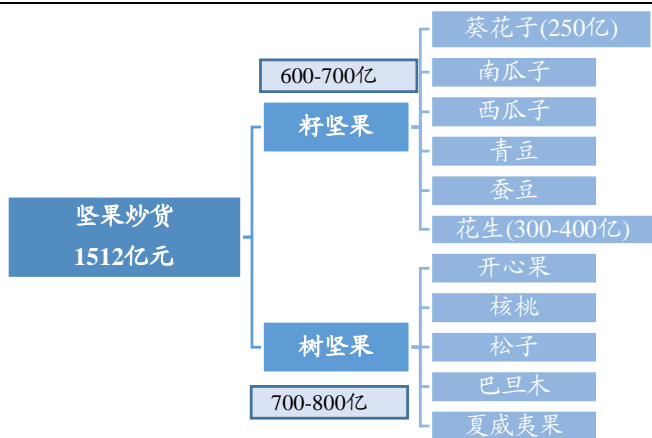
休闲食品细分大类	零售额-亿元			年复合增长率		经典细分品类	行业集中度	代表企业
	2016年	2021年	2026年E	2016-2021	2021-2026E			
糖果、巧克力及蜜饯	1595	1922	2293	3.80%	3.60%	巧克力/糖果/口香糖/蜜饯/果干等	巧克力 CR5-48.4%，糖果 CR5-21.2%，口香糖 CR5-69.7%	玛氏/亿滋/喜之郎/徐福记等
榛子及坚果炒货	1042	1512	2220	7.70%	8.00%	籽坚果、树坚果	瓜子 CR5-78%/每日坚果 CR3-27.8%	洽洽/三只松鼠/甘源等
香脆休闲食品	673	941	1333	6.90%	7.20%	薯片/米饼等	薯片 CR5-72.7%，膨化产品 CR5-69%	乐事/旺旺/上好佳等
面包蛋糕与糕点	682	888	1218	5.40%	6.50%	面包/蛋糕/糕点等	烘焙 CR5-11.6%	好丽友/达利园/盼盼/桃李面包
饼干	635	823	1105	5.30%	6.10%	-	饼干 CR10-63.7%	奥利奥/旺旺等
肉制以及水产动物制品	614	852	1223	6.80%	7.50%	禽肉/小鱼干/鹤鹑蛋	-	无穷/劲仔/力诚
调味面制品	291	455	697	9.40%	8.90%	辣条	调味面制品 CR5-19.4%	卫龙/麻辣王子/佳龙

休闲蔬菜制品	146	286	626	14.40%	17.00%	魔芋/海带/藕片	CR5-19.2%	卫龙/金大州/盐津等
休闲豆干制品	128	182	257	7.30%	7.10%	-	集中度低	劲仔等
其他休闲食品	322	390	500	3.90%	5.10%	-	-	
<b>零售额-合计</b>	<b>6128</b>	<b>8251</b>	<b>11472</b>	<b>6.10%</b>	<b>6.80%</b>			

资料来源：卫龙招股说明书，欧睿国际，信达证券研发中心 备注：行业集中度数据为 2021 年。

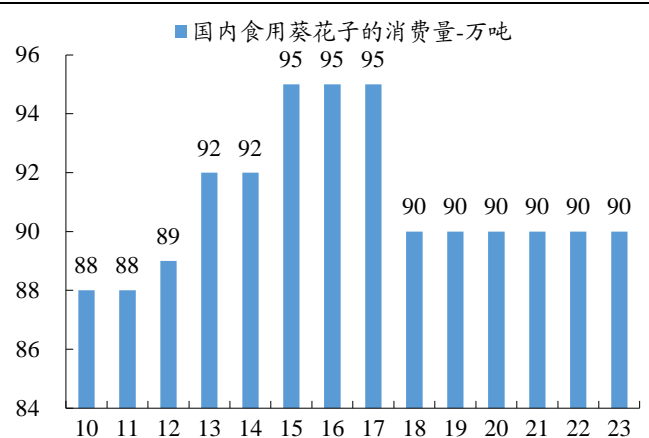
**三只松鼠起家于坚果品类，坚果品类大赛道，集中度提升红利正当时。**根据沙利文的报告，榛子及坚果炒货 2021 年市场规模为 1512 亿元，2026 年市场规模预计达到 2220 亿元。坚果炒货包含籽坚果（瓜子、花生等）、树坚果（开心果、夏威夷果等）两大类，从消费量上来看，根据国家统计局的数据，我国居民人均坚果消费量为 4.1kg，对应全年我国总的坚果消费量约为 560 万吨，其中树坚果国内年消费量不到 100 万吨，籽坚果年消费量约为 400-500 万吨。从市场规模上来看，由于树坚果单吨价值量通常更高，树坚果的市场规模高于籽坚果。目前籽坚果整体市场规模为 600-700 亿元，主要为葵花子（约为 250 亿市场规模）和花生（约为 300-400 亿市场规模），籽坚果品类发展相对较为成熟，比如葵花子的消费量近年保持相对稳定。树坚果目前总的市场规模约为 700-800 亿元，对比美国、日本等国内人均消费量的水平，我国国内树坚果人均消费量还有较大的提升空间，尤其是开心果、腰果等，随着国内人均消费水平的提升，树坚果赛道有望保持高速增长，孕育出大公司。

图 17：坚果炒货包含籽坚果及树坚果两大细分品类



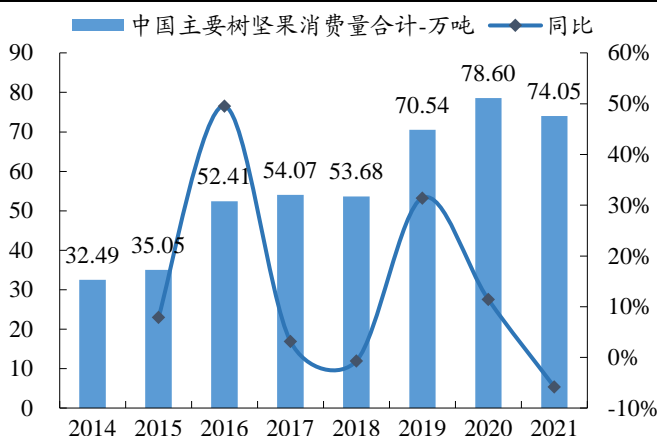
资料来源：甘源招股说明书，公司公告，信达证券研发中心

图 18：国内食用葵花籽消费量近年保持相对稳定



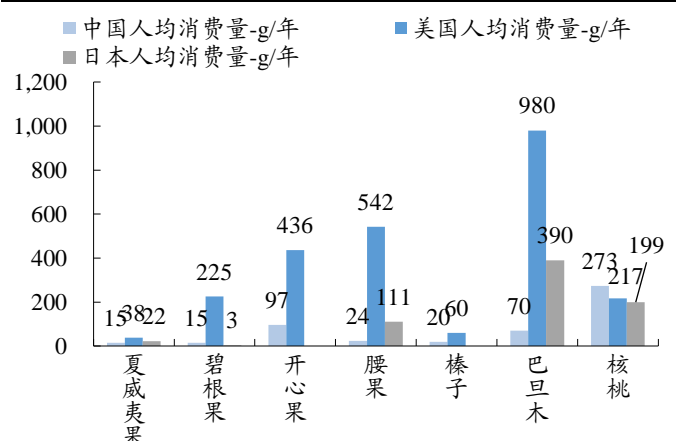
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 19：我国树坚果总消费量近年趋势向上

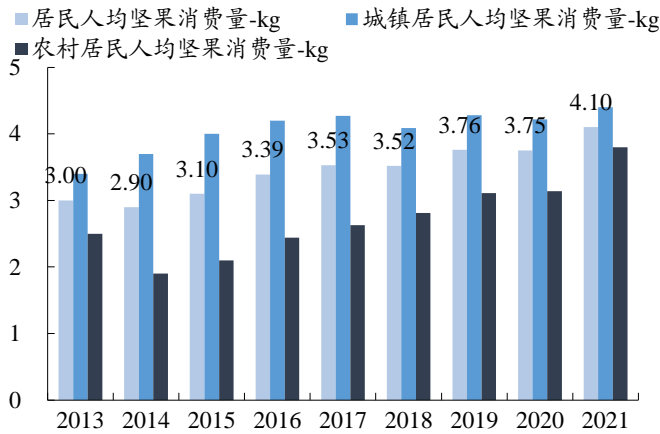


资料来源：INC，信达证券研发中心 备注：主要树坚果包括巴旦木、腰果、榛子、夏威夷果、碧根果、开心果、核桃。

图 20：国内树坚果人均消费量仍有较大提升空间



资料来源：INC，信达证券研发中心 备注：2021 年数据

**图 21: 国内居民人均坚果消费量持续提升**


资料来源: 同花顺, 信达证券研发中心

**坚果品类格局分散, 三只松鼠作为单品坚果龙头, 市占率有望进一步提升。**按照加工深浅分类, 可大致划分为单品坚果、混合坚果、调味坚果。目前市场坚果消费主要品项为单品坚果, 主要参与者为三只松鼠等, 2022年三只松鼠坚果品类报表销售体量为41亿元, 是目前国内市场最大的坚果品牌商。混合坚果(每日坚果)市场规模约为115亿, 主要品牌包括洽洽、三只松鼠、沃隆等, 其中洽洽和三只松鼠销售体量为10亿级别, 沃隆、良品铺子和百草味整体每日坚果体量为5-10亿。调味坚果近年兴起, 国内的主要参与者包括甘源食品(22年调味坚果销售量约为2亿左右)以及韩国的汤姆农场。整体来看, 国内坚果的竞争格局较为分散, 头部品牌三只松鼠22年的市占率不到10%, 往后展望, 坚果品类高景气度, 行业头部品牌的市占率有望进一步提升。

**图 22: 坚果品类格局分散, 头部品牌市占率有望进一步提升**


资料来源: 公司公告, 沃隆招股说明书, 甘源食品2022年年报, 洽洽食品公司公告, 信达证券研发中心

## 2.2. 渠道: 线下量贩零食兴起, 线上新兴电商快速起量

**零食渠道发生变革, 量贩零食兴起。**从休闲食品渠道的演变来看, 2000-2010年是商超快速跑马圈地的十年, 家乐福、沃尔玛等国际商超巨头在这一阶段纷纷布局中国市场, 抓住商超红利的洽洽和有友等零食品牌实现快速发展。2010-2020年, 这十年是电商发展的黄金十年, 抓住电商发展红利的三只松鼠、良品铺子等实现快速发展。2020年之后, 1) 国内经济增速换挡: 当前中国经济正从一个高速的增量经济时代进入到相对低速的存量经济时代, 消费者对于性价比或者物美价廉的商品需求更为明显。2) 供需关系发生变化: 供给端, 工业的本能是提供更多的产量, 然后逐步进入产能过剩的阶段。需求端, 受国内宏观环境、

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 16



人口结构、经济预期变化的影响，消费者变得更为理性，消费市场逐步从供给驱动进入到需求导向的时代，产业链的话语体系将逐步从品牌主导下的渠道渗透转移到消费者主导的供应链效率提升上，体现在终端为物美价廉产品的供给增加，以及由生产/渠道等环节构成的供应链体系效率全面的提升。在这个背景下，折扣业态兴起，垂直品类的折扣业态量贩零食应运而生，成为零食重要的销售渠道之一。

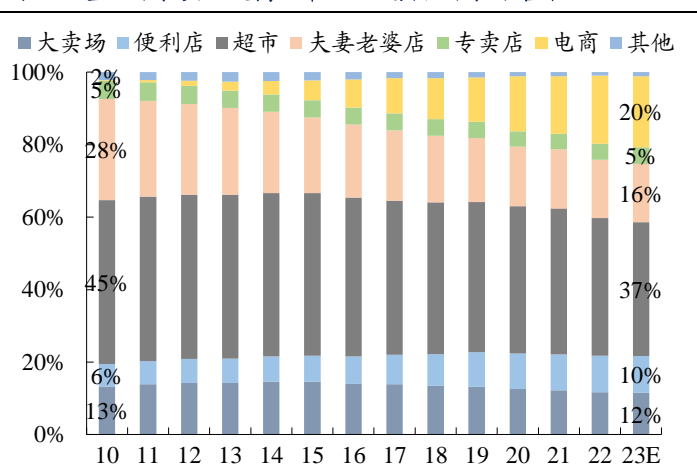
**表 3: 消费市场由供给驱动转为需求主导，零食量贩应运而生**

	90年代之前: 大流通主导时代	90年代-2000年: 外资 商超进入, 开启品类品 牌趋势	2000-2010年: 商超逐 步成为主流渠道, 品类 品牌专营崛起	2010-2020年: 电商 崛起	2020年-: 零食折扣爆发
宏观背景	人均 GDP: <0.2wRMB;	GDP 增速: 7.7%-14.2% (avg10.6%) 人均 GDP: 0.2- 0.8wRMB;	GDP 增速:8.5%- 14.2%(avg10.4%); 人均 GDP: 0.8w- 2.6wRMB;	GDP 增速:6.0-10.6% (avg7.8%); 人均 GDP: 2.6- 7.0wRMB;	<5% (不考虑疫情影 响); 人均 GDP: >7.0wRMB;
消费者诉求及供需关系	功能满足, 低 价可得; 供不应求, 卖 方市场	功能满足, 渠道可得; 供不应求, 卖方市场	外资品类品牌率先崛 起; 供给逐渐丰富, 卖方市 场向买方市场转移;	国内品类品牌强化+ 服务体验; 结构性产能过剩, 供 大于求;	个性化, 多元化, 质高 价优; 供大于求, 买方市场;
渠道趋势	流通渠道	家乐福、沃尔玛等外资 商超快速发展	永辉/家家悦等本土商超 逐步崛起	线上天猫京东等快速 起量	线上拼多多; 线下山姆 /Costco 等会员超市及量 贩零食

资料来源: 新经销, 信达证券研发中心

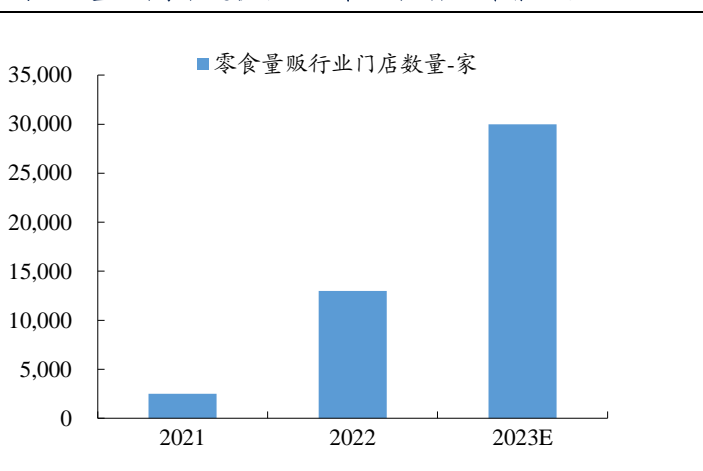
**量贩零食兴起的底层逻辑为渠道效率更高。**量贩零食为何在 2020 年后兴起, 宏观因素来看, 休闲食品行业供给端和需求端的关系逐步发生变化, 供给逐步大于需求, 需求端消费者更为理性。零售渠道内部竞争来看, 零食目前主要的销售渠道分为四类: 1) KA/BC/CVS 等代表的现代渠道; 2) 夫妻小超市、小卖部等为代表的流通渠道; 3) 天猫、抖音等电商渠道; 4) 量贩零食渠道。量贩零食渠道的效率更高, 体现在线下终端为: 给消费者提供了更具性价比的产品, 体现在供应链上为: KA/BC 等现代渠道存在陈列费、条码费等后台成本, 流通渠道渠道环节和转运次数多, 而量贩零食以需求为主导, 商业模式不涉及出租货架损耗效率, 并且渠道环节精简, 从而实现更高效率, 持续迭代其他渠道的市场份额。

**图 23: 量贩零食实现更高效率, 迭代其他零食零售渠道**



资料来源: 欧睿, 信达证券研发中心

**图 24: 量贩零食快速扩张, 23 年全国门店预计增加超 1w+**

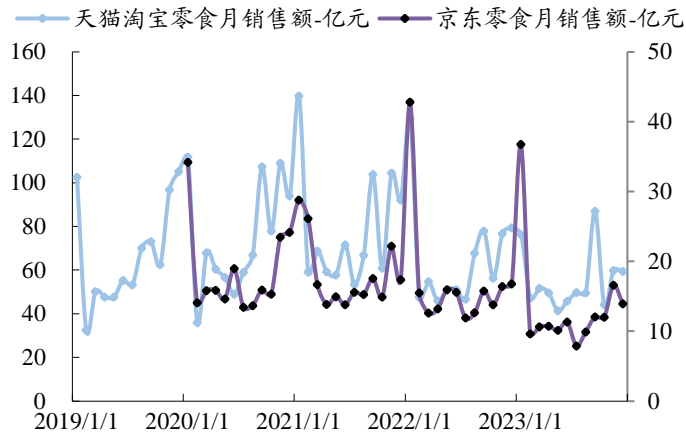


资料来源: 三联生活周刊, 信达证券研发中心

淘系、京东等传统电商平台人流量有所被分流, 拼多多、抖音快手等新兴电商快速崛起。2010 年之后, 电商行业迎来了行业发展的黄金十年, 淘系和京东两大电商巨头开始了快速的发展。但电商行业的发展并非一成不变, 拼多多以下线城市消费者切入, 凭借拼团模式,

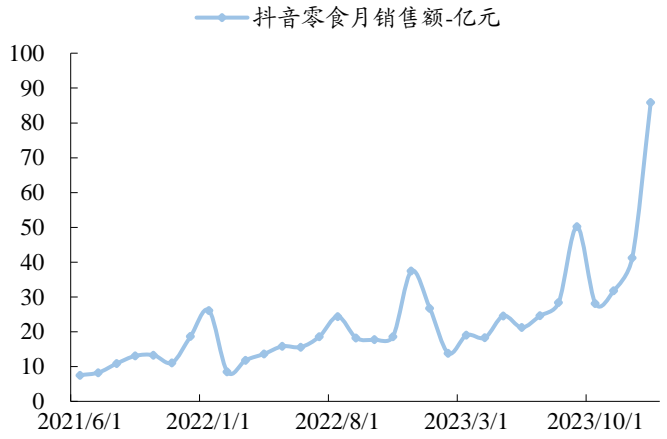
以高效的商业模式成功崛起。直播电商和社交电商以内容营销给消费者带来了更为直观的购物体验，成功开启流量入口。而淘宝、京东等传统电商平台流量有所被分流，整体业务体量在近两年有所收缩。往后展望，不论是拼多多、抖音快手等新兴电商，还是天猫京东等传统电商，商业模式的核心还是在于如何更好地在“人货场”上更好地给消费者提供“多快好省”的产品，三只松鼠的高端性价比策略契合线上渠道变迁趋势。

图 25: 淘系京东零食月销售额近两年持续向下



资料来源: 萝卜投资, 信达证券研发中心 备注: 京东为右轴

图 26: 抖音等新兴电商零食月销售额持续向上



资料来源: 萝卜投资, 信达证券研发中心

**我们认为这一轮线上和线下变革最底层的驱动为：供需关系变化下，需求主导时代反向推动产业链各环节效率提升。**由于工业的本能是提供产能，所以供需关系趋势不可逆，不论是线上还是线下渠道预计都将持续向更高效率去演变，一系列以硬折扣为基本经营理念的渠道有望逐步跑出来，提升产业链各环节效率，给消费者提供更具性价比的产品。而三只松鼠自 2023 年提出“高端性价比”战略，发展战略贴合消费趋势，“品销合一”的打法在抖音等兴趣电商上取得初步的成功也验证了：**公司从洞察性价比需求出发，具备通过优化供应链实现性价比需求满足闭环的能力，表明了公司在供应链效率提升上取得了初步成果。**

### 3. 未来发展：高端性价比战略为引，全渠道有望焕新机

#### 3.1. 社区零食店全新店型，拥抱性价比大趋势

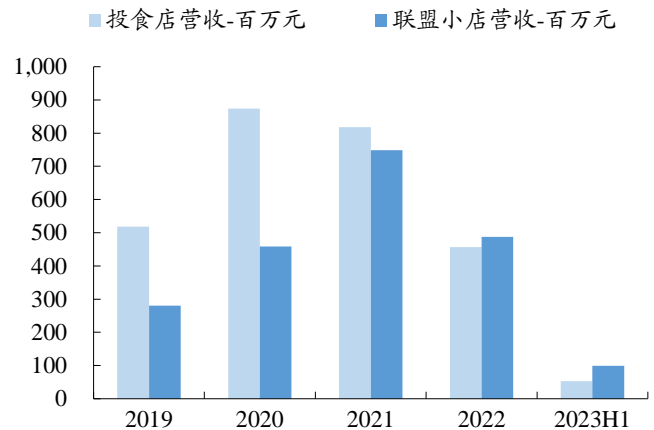
调整门店店型，推出定位“**高端性价比**”的社区零食店。相比之前的投食店和联盟小店，公司此次推出的社区零食店定位性价比，价格水平和量贩零食店相当，以“大牌不贵、好吃超值”为经营理念，通过自有品牌及供应链升级去除品牌溢价，致力于为消费者提供物美价廉高性价比的产品。公司于23年6月在安徽、江苏等地开设首批社区零食店，截至2023年，公司开出社区零食店约180家。

图 27：三只松鼠推出定位高端性价比的社区零食店



资料来源：新实体商业，信达证券研发中心

图 28：三只松鼠逐步收缩原有的门店业务开启转型



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

那么如何看待社区零食店的未来发展？我们认为公司**高端性价比定位的社区零食店的底层逻辑和量贩零食店是一样的，都是通过优化供应链，给消费者提供高性价比的零食**。区别在于三只松鼠由于特定的发展历史，在自有品牌上面的探索更早，但公司对不同品类的供应链优化深度是存在差异的，比如公司在坚果品类供应商上的研究非常深入，对应三只松鼠在坚果上具备明显的品牌心智。但在其他的品类上，尤其是具备强品牌心智的细分品类上，消费者的消费粘性是较强的，公司也在社区零食店中引入 10-20% 的大牌零食，对于其他的白牌零食品类，三只松鼠的品牌知名度可以为其提供背书。所以相比量贩零食品牌目前更多聚焦在跑马圈地而言，三只松鼠在供应链优化上具备多年的沉淀、自有品牌的探索更靠前，目前浙江区域的社区零食店模型已经逐步打磨成熟，门店模型逐步跑通，后来居上亦未可知。

表 4：三只松鼠推出定位“**高端性价比**”的社区店模型，浙江门店模型已初步跑通

项目	好想来某区域-150 m <sup>2</sup>	备注	三只松鼠-浙江的模型	备注
选址	二线城市大型社区/街边店		二/三线城市大型社区/成熟商圈	
单店面积 (平米)	150 m <sup>2</sup>		120 m <sup>2</sup> +	
门店销售额 (万元/年)	526		405	日均店销 1w 左右，礼盒等额外贡献约为 30-40w/年左右，礼盒净利率相对高
门店销售额 (元/日)	14400		10000	
客单价-元/人/天	40		50	三只松鼠目前由于自有品牌/儿童零食/礼盒 (毛利率高于其他零食) 占比高，毛利率平均水平在 23-25%
客单数-人	360		200	
毛利 (万元/月)	82080		69000	
<b>毛利率</b>	<b>19%</b>		<b>23%</b>	目前门店更多在浙江，相对租金贵一点
租金 (元/月/店)	18000		18000	
人工 (元/月/店)	28000	6-7 人	23000	5 人
其他费用 (元/月/店) - 水电物业杂费等	4000	加盟费 3.8w，保证金 2w，设备+装修 25-	4000	

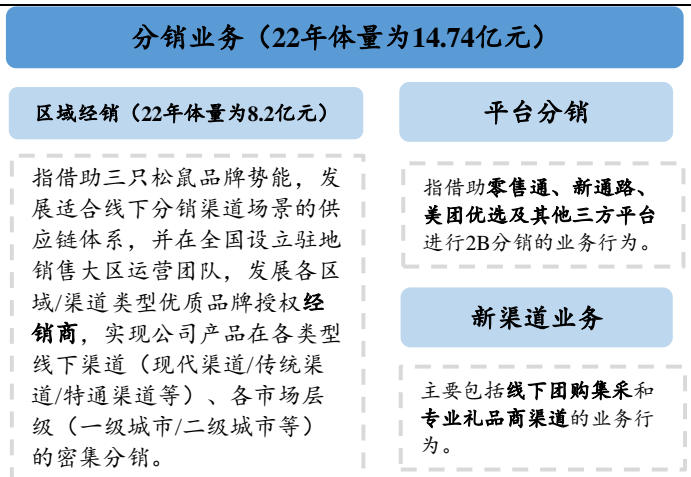
净利润(元/月/店)	32080	30w左右,首次备货款约为20-30天的货款,大概30w左右,加上门店房租以及转让费等有些能达到100万	24000	
净利率	7.4%		8.0%	
前期投资-含房租	80-100w		60-80w	自有品牌占比60-70%,外采占比30%左右(其中水饮外采占比10-20%,大牌零食占比10-20%),当前为跑模型阶段,品类结构仍在调整。
投资回收期(年)	1.5-2		1.5-2	
坪效(万元/平米)	3.5		3.04	
自有品牌占比	基本全为外采			
价格定位	比商超平均低20%左右		价格定位和主流零食量贩店基本一样	

资料来源:调研数据,信达证券研发中心 注:调研所得数据存在样本误差,仅供参考

### 3.2. 坚果品类具备品牌心智,分销渠道渗透率有望提升

**坚果品类性价比突出,分销业务有望持续提升渠道渗透率。**公司构建了以区域经销商模式为核心,以平台分销和新渠道业务为有效补充的分销体系。区域经销来看,截至23H1,公司共拥有863个经销商,2023H1新增日销专供品32款,打造超10,000个标杆终端,日销品销售占比提升显著,平台分销和新渠道业务稳定推进。公司目前分销的渠道终端渗透率仍有较大的提升空间,受限于坚果等核心品类价位带相对较高,当前分销业务主要集中在礼盒。公司在坚果等核心品项具备竞争优势,从公司四款坚果产品和量贩零食品牌已经达成合作可见一斑。“高端性价比”战略牵引下,坚果品类有红利,品类集中度提升正当时,从24年性价比礼盒热销有所验证。往后展望,公司分销终端数量有望持续提升,有望推动坚果等核心品类从年节销售转向日销(日销产品的消费频次更高),推动坚果等核心品项在分销渠道的市占率进一步提升。

图 29: 公司形成了以区域经销模式为核心的分销体系



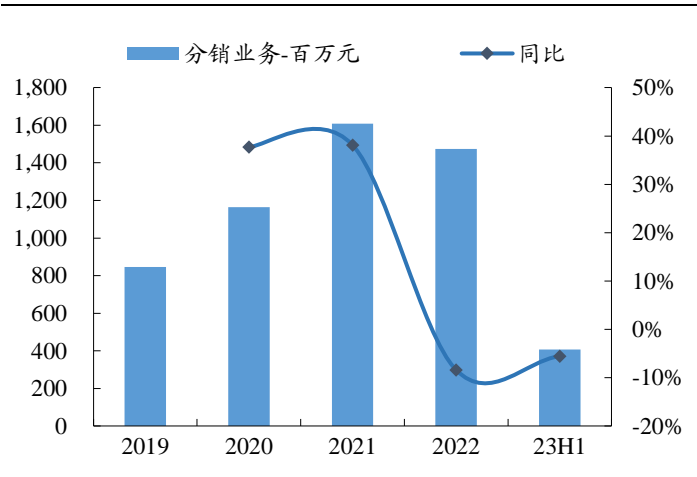
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 31: 三只松鼠四款核心坚果品类和零食很忙达成合作



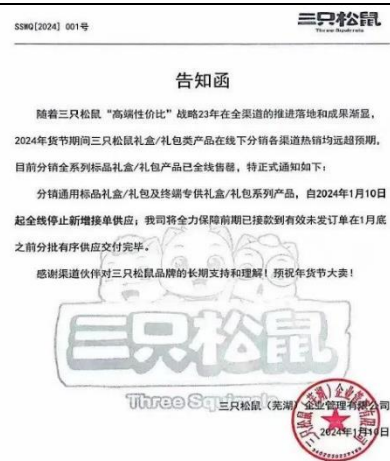
资料来源:食品板,信达证券研发中心

图 30: 公司分销业务增长潜力大



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 32: 三只松鼠年货礼盒 24 年热销验证高端性价比战略



资料来源:火爆食品饮料招商网,信达证券研发中心

### 3.3. “品销合一”策略成效显著，线上业务有望收复失地

“高端性价比”战略结合“品销合一”策略，社交电商实现快速增长，传统电商企稳回升，线上业务有望收复失地。受 2019 年传统电商平台去中心化及人流量下降等影响，公司线上业务持续承压，2022 年公司调整线上策略，减少了满减促销活动的投放，转型经历阵痛期，22H2 和 23 Q1 线上营收出现较大幅度下滑。2023 年公司提出高端性价比战略，结合“品销合一”策略，选品以需求为导向，并通过多年供应链沉淀的优势给消费者提供具备性价比的产品，推动公司在抖音 23Q2 显著放量，并且在天猫京东零食板块体量持续下滑的背景下，公司天猫旗舰店 7 月份实现双位数增长。究其本质，**公司通过优化品类供应链给消费者提供了更具性价比的产品是三只松鼠能够在线上焕新机的最为核心的因素**，比如公司在抖音上销量靠前的鹤鹑蛋产品。往后展望，拼多多、抖音快手等兴趣电商是传统电商发展的延续，三只松鼠作为初代互联网品牌，线上运营经验丰富，此前未能快速拥抱抖音快手等兴趣电商核心在于产品性价比与新兴渠道存在一定错配。23 年公司提出高端性价比战略，抖音平台快速放量已验证战略成效。线上零食消费总量并未下滑，更多是传统电商的流量被分流去了新兴电商渠道，我们认为随着三只松鼠成功融入新兴电商平台，线上业务有望逐步收复失地，恢复到此前的市占率高峰。

图 33：三只松鼠在抖音月销同比快速提升

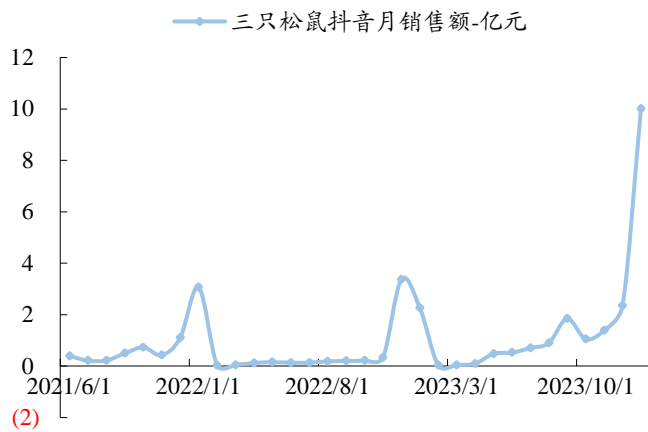
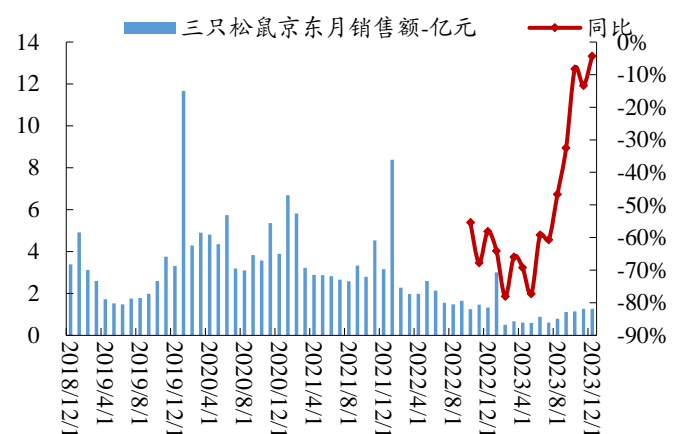


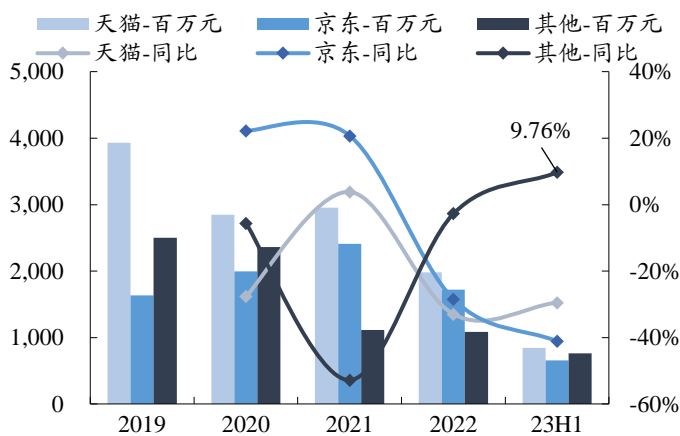
图 34：三只松鼠在京东月销售额 23Q3 起降幅收窄逐步企稳



资料来源：萝卜投资，信达证券研发中心

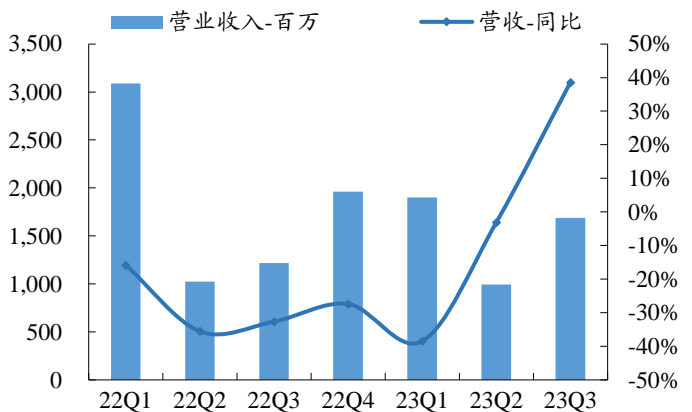
资料来源：萝卜投资，信达证券研发中心

图 35：天猫京东业务体量近年逐步下滑，23H1 其他线上业务（含抖音）企稳回升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 36：抖音渠道放量推动公司收入企稳回升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

“高端性价比”战略贴合消费趋势，有望牵引公司全渠道向上发展。从大的消费品行业的背景来看，国内经济增速放缓及消费品供需关系逐步发生转换，消费品将由供给驱动逐步进入到需求主导的时代，体现在零售端，性价比产品的需求与日俱增。公司 2023 年提出“高端性价比”战略，战略贴合大的消费趋势，抖音快速放量、24 年礼盒热销、四款坚果品类进入量贩零食渠道已经验证战略成效。往后展望，公司具备丰富的全渠道运营经验，供应

链升级在坚果品类已取得初步成效，通过前端渠道放量牵引供应链变革，公司有望持续打造出以坚果为核心的全品类多品项的大单品供应链矩阵，持续拓宽公司在供应链上的能力边界，打造具备性价比竞争力的产品，推动全渠道放量。

#### 4. 估值与投资评级

**收入端：**我们预计公司 23-25 年分别实现营业收入 70.21、99.36、127.59 亿元，同比增长-3.60%、41.74%、28.05%。公司“高端性价比”战略下，线上线下各渠道有望全面开花。

**分渠道收入预测：**公司提出高端性价比战略，顺应消费趋势，战略成效不断体现。线上业务，抖音渠道快速放量，天猫京东在供应链升级推动下，有望持续向上，假设 23-25 年天猫渠道收入同比分别为-11%、+10%、+6%，假设京东渠道 23-25 年收入同比分别为-15%、+12%、+8%，假设其他线上渠道业务分别同比+50%、+75%、+30%；三只松鼠在坚果等核心品类具备供应链优势，24 年年货礼盒热销及四款坚果品项与零食量贩合作可见一斑，坚果行业当前格局分散，坚果价位带逐步由礼盒消费契合日销，头部品牌有望进一步提升渠道渗透率，假设分销业务 23-25 年分别同比+15%、+40%、+25%；公司目前在浙江等区域的模型逐步跑通，门店有望快速复制，假设 23-25 年社区零食店分别达到 180、500、1000 家，对应 23-25 年贡献收入 0.86、9.79、21.60 亿元。

表 5: 分渠道盈利预测

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9794	9770	7293	7021	9936	12759
同比	-3.72%	-0.24%	-25.35%	-3.74%	41.52%	28.42%
线上业务	7231	6479	4788	4854	6427	7529
同比	-14.1%	-10.1%	-26.1%	1.4%	32.4%	17.1%
天猫	2847	2956	1980	1762	1938	2055
同比	-27.6%	3.8%	-33.0%	-11.0%	10.0%	6.0%
京东	1995	2408	1723	1465	1640	1772
同比	22.2%	20.7%	-28.4%	-15.0%	12.0%	8.0%
其他(含抖音)	2362	1115	1085	1628	2848	3703
同比	-16.3%	-52.8%	-2.7%	50.0%	75.0%	30.0%
分销业务	1165	1609	1474	1695	2373	2966
同比	37.7%	38.1%	-8.4%	15.0%	40.0%	25.0%
社区零食店				86.4	979.2	2160
同比					1033%	121%
归母净利润	301	411	129	213	327	430
同比	26.2%	36.4%	-68.6%	65.2%	53.5%	31.4%
归母净利率	3.08%	4.21%	1.77%	3.04%	3.29%	3.37%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

**利润端：**公司供应链升级成效不断呈现，我们预计归母利润率有望保持稳中有升，23-25 年归母净利率分别为 3.04%、3.29%、3.37%，对应归母净利润为 2.13、3.27、4.30 亿元。

**投资评级：**选取业务模式、品类赛道和公司相近的 4 家 A 股上市公司，三只松鼠近两年处于转型成效集中体现的两年，我们预计业绩增速高，按照行业可比公司平均 0.9 的 PEG，对应给予 25 年三只松鼠 29XPE，对应市值 125 亿；可比公司 25 年平均 PS 为 1.8，结合公司自身商业模式更加聚集品牌和渠道运营，给予 25 年 1XPS，对应市值 128 亿；综合 PE 和 PS 的估值，给予 25 年 125 亿的目标市值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值对比

20240306	总市值 亿元	EPS			CAGR 2023-25	PE			PEG 25E	PS		
		23E	24E	25E		23E	24E	25E		23E	24E	25E
良品铺子	62.2	0.6	0.6	0.6	2%	27.2	27.4	26.3	15.4	0.8	0.8	0.8

盐津铺子	134.9	2.6	3.3	4.1	26%	26.7	20.9	16.8	0.6	3.3	2.6	2.2
洽洽食品	170.6	1.6	2.1	2.6	27%	21.2	16.0	13.2	0.5	2.5	2.2	2.0
甘源食品	71.0	3.4	4.2	5.1	22%	22.1	18.1	14.9	0.7	3.8	3.0	2.4
平均					19%	24.3	20.6	17.8	0.9	2.6	2.1	1.8
三只松鼠	81.6	0.53	0.82	1.07	31%	38.3	24.9	19.0	0.6	1.2	0.8	0.6

资料来源：同花顺，信达证券研发中心 注：所有盈利预测均来自于信达证券研发中心，更新于 2024 年 3 月 6 日

资本市场担忧公司线上线下业务均面临渠道变革，短期难以战略转型成功，我们认为公司在抖音渠道快速放量 and 四款坚果品类进入量贩零食已经验证“高端性价比”战略转型成果。公司起家线上，线上运营经验丰富，此前在新兴渠道商发力不明显主要是因为产品性价比与新兴渠道适配度不够，公司近两年供应链升级成效显著，且线上零食销售体量并未下滑，更多是平台间流量的重新分配，随着公司高端性价比战略转型升级成功，公司有望在线上收复失地。线下零售近年发生大变革，效率更高的量贩零食渠道兴起，三只松鼠自 22 年开始收缩原有的投食店和联盟小店的业务，23 年 6 月推出性价比定位的社区零食店，新门店模型底层逻辑和量贩零食相似，但在自有品牌上的探索更靠前，门店模型目前在浙江等区域逐步跑通，后续门店加速复制可期。三只松鼠在坚果品类上具备品牌心智，四款坚果品类进入量贩零食可见一斑，供应链升级成效显著，坚果等核心品类性价比进一步凸显，礼盒和日销双轮驱动下，分销体量有望进一步提升。整体来看，高端性价比战略下，供应链升级成效不断显现，有望推动全渠道业务向上。我们预计公司 23-25 年 EPS 为 0.53、0.82、1.07 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险因素

**线上竞争加剧。**三只松鼠率先完成坚果等核心品项供应链的优化实现抖音渠道的快速增长，若竞争对手不计成本投入价格战，将对公司的业务增长造成影响。

**社区零食店优质点位竞争加剧。**加盟连锁的零售业态微观竞争的核心之一在于优质点位，目前量贩零食行业快速跑马圈地，优质点位存在竞争加剧的风险。

**分销网点扩张不及预期。**分销业务不同于线上运营，三只松鼠此前年销礼盒占比高，若分销网点扩张不及预期，将影响线下分销业务的推进。

**食品安全问题。**公司目前很多品类采用代工模式，若对于供应商的管理不到位，易导致食品安全问题。

## 附:公司财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3,901	3,317	3,595	4,356	5,435
货币资金	418	171	370	582	1,370
应收票据	4	0	3	4	5
应收账款	193	394	488	607	709
预付账款	80	81	263	340	398
存货	1,672	1,071	658	839	829
其他	1,534	1,600	1,813	1,984	2,124
<b>非流动资产</b>	1,131	1,219	1,189	1,177	1,144
长期股权投资	6	6	7	7	7
固定资产(合计)	542	522	526	513	484
无形资产	112	109	106	102	99
其他	471	582	551	555	554
<b>资产总计</b>	5,033	4,536	4,783	5,532	6,579
<b>流动负债</b>	2,440	1,846	1,910	2,382	3,065
短期借款	300	50	50	50	50
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,309	1,063	1,170	1,426	1,880
其他	830	732	690	906	1,135
<b>非流动负债</b>	335	347	345	375	405
长期借款	199	199	199	199	199
其他	136	148	146	176	206
<b>负债合计</b>	2,775	2,192	2,256	2,758	3,471
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,258	2,343	2,528	2,775	3,108
<b>负债和股东权益</b>	5,033	4,536	4,783	5,532	6,579

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	9,770	7,293	7,021	9,936	12,759
同比(%)	-0.2%	-25.4%	-3.7%	41.5%	28.4%
归属母公司净利润	411	129	213	327	430
同比(%)	36.4%	-68.6%	65.2%	53.4%	31.5%
毛利率(%)	29.4%	26.7%	25.0%	24.0%	22.0%
ROE%	18.2%	5.5%	8.4%	11.8%	13.8%
EPS(摊薄)(元)	1.03	0.32	0.53	0.82	1.07
P/E	19.86	63.26	38.29	24.97	18.98
P/B	3.62	3.48	3.23	2.94	2.63
EV/EBITDA	26.35	31.45	23.53	13.72	10.01

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	9,770	7,293	7,021	9,936	12,759
营业成本	6,899	5,343	5,266	7,551	9,952
营业税金及附加	47	48	39	50	64
销售费用	2,072	1,533	1,348	1,799	2,054
管理费用	283	283	225	298	370
研发费用	58	38	37	51	64
财务费用	10	8	8	3	-2
减值损失合计	-4	-3	2	2	2
投资净收益	56	56	53	73	91
其他	15	85	105	149	191
<b>营业利润</b>	468	178	259	407	540
营业外收支	75	23	25	29	33
<b>利润总额</b>	543	200	284	436	573
所得税	132	71	71	109	143
<b>净利润</b>	411	129	213	327	430
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	411	129	213	327	430
EBITDA	601	280	345	579	718
EPS(当年)(元)	1.03	0.32	0.53	0.82	1.07

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	588	73	220	290	842
净利润	411	129	213	327	430
折旧摊销	183	158	53	140	146
财务费用	18	14	12	12	13
投资损失	-56	-56	-53	-73	-91
营运资金变动	66	-149	37	-76	391
其它	-34	-21	-43	-40	-47
<b>投资活动现金流</b>	-880	-185	42	-15	25
资本支出	-62	-212	21	-78	-56
长期投资	-838	3	-30	0	0
其他	19	24	52	63	81
<b>筹资活动现金流</b>	-410	-134	-66	-62	-79
吸收投资	0	0	34	0	0
借款	912	967	0	0	0
支付利息或股息	-102	-93	-76	-92	-109
<b>现金流净增加额</b>	-702	-247	198	212	788



## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**娄青丰**，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深入研究安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深入研究安琪酵母、天味食品，熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20%以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5% 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。