

► **战略转型升级焕新篇，业绩连续高增成效显著。**三只松鼠线上起家，聚焦品牌和渠道运营，初期采用代工模式布局全品类，在电商平台红利见顶、流量成本抬升下，2020年增速换挡进入深度调整期，公司主动精简长尾低效SKU、优化线下门店，2022年全面推进战略转型升级，以“高端性价比”打造品牌新定位，推动发展理念、发展路径、发展模式转型升级，自建坚果示范工厂，加大科研投入、分销渠道拓展和供应链建设，打造“抖+N”渠道矩阵，让坚果和健康食品普及大众。自23Q3以来，公司已经实现连续3个季度收入和业绩高速增长，24Q1营收/扣非同比+91.8%/+92.8%，战略升级成效显著。

► **“高端性价比”战略为基，供应链升级为翼，全链路全要素整合重组。**“高端性价比”战略的本质是在品质不变的情况下为消费者提供价格更低的产品，以优质渠道牵引供应链变革，重构“一品一链”供应链管理，基于坚果自主制造及零食供应链协同模式创新，全面梳理核心单品各环节价值链，实现成本、质量、效率的最优，从而给消费者提供高性价比高品质商品。目前，公司已经打造了每日坚果、夏威夷果、蜀香牛肉、手撕面包等超10款亿级大单品，孵化了芒果干、鹌鹑蛋、沙琪玛、辣卤礼包等款热销单品，未来将持续以“一品一链”为核心，创新合作模式做强一批大单品，从而实现成本的进步优化。

► **打造“抖+N”全渠道协同体系，构建“全品类全渠道”经营能力。**电商方面，公司在短视频领域已经构建电商闭环矩阵，包括达人分销、自直播与商城三大领域的经营能力，自2023年6月起稳居休食第一，带动公司整体规模快速提升，24Q1单季度短视频营收超10亿元；在综合电商领域积极调整品类结构和损益模型实现连续三个季度逆势增长。线下分销方面，公司构建三节礼品渠道矩阵的同时，逐步渗透日销品的区域分销，加大终端覆盖面。自有品牌社区零食店方面，单店模型初步跑通正保持持续优化，后续在拓店+运营效率提升下有望持续贡献业绩增量。在小鹿蓝蓝儿童健康食品领域，进一步完善了“零食、辅食、营养品”三大品类矩阵的搭建。

► **投资建议：2024年，公司总体目标是“重回百亿，在全中做强”。**我们看好公司“制造型自有品牌零售商”的商业模式、“高端性价比”总战略、“全品类、全渠道”的经营方式，品类渠道双向调整后改革成效有望持续显现。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为106.4/147.0/187.1亿元，同比+49.5%/38.2%/27.3%；归母净利润分别为3.9/6.0/7.9亿元，同比+75.3%/54.7%/31.8%。预计公司2024/2025/2026年EPS分别为0.96/1.49/1.96元，当前股价对应P/E分别为28/18/13X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨，食品安全风险。

推荐

首次评级

当前价格：

26.46元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

## 相关研究

1.三只松鼠(300783.SZ)调研报告：全面转型进行时，关注分销拓展+产能布局新看点-2022/06/16

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,115	10,638	14,696	18,713
增长率(%)	-2.4	49.5	38.2	27.3
归属母公司股东净利润(百万元)	220	385	596	786
增长率(%)	69.9	75.3	54.7	31.8
每股收益(元)	0.55	0.96	1.49	1.96
PE	48	28	18	13
PB	4.2	3.8	3.3	2.8

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年5月13日收盘价)

# 目录

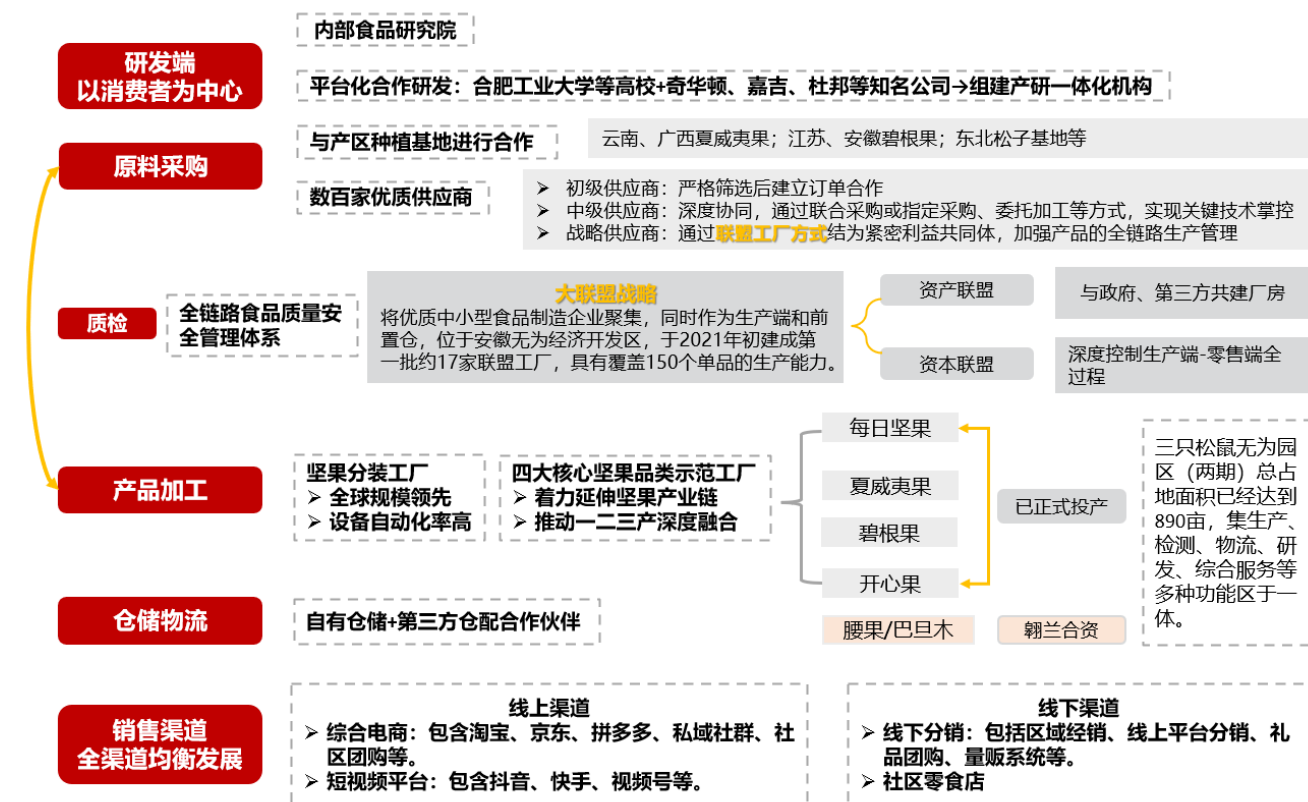
<b>1 全面战略转型升级的制造型自有品牌零售商</b>	<b>3</b>
1.1 二次创业与时俱进，战略转型开拓新篇	3
1.2 创始人持股比例集中，管理层经验丰富	4
1.3 战略改革成效显现，业绩高增持续验证	7
<b>2 以“一品一链”为核心，做强坚果休食大单品</b>	<b>9</b>
2.1 坚果炒货千亿赛道，行业集中度有望提升	9
2.2 布局坚果全产业链，深筑优势品类护城河	11
2.3 夯实坚果主品类，贯彻高端性价比	13
<b>3 以“抖+N”协同为核心，“品销合一”做强全渠道</b>	<b>15</b>
3.1 线上：创新营销模式，“D+N”策略多平台渗透	15
3.2 线下分销：区域分销逐步渗透日销品，提高有效优质终端覆盖面	18
3.3 线下门店：定位国民零食店，优化单店模型	21
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>23</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分	23
4.2 估值分析	25
4.3 投资建议	26
<b>5 风险提示</b>	<b>27</b>
<b>插图目录</b>	<b>29</b>
<b>表格目录</b>	<b>29</b>

# 1 全面战略转型升级的制造型自有品牌零售商

## 1.1 二次创业与时俱进，战略转型开拓新篇

“全品类+全渠道”经营，定位制造型自有品牌零售商。三只松鼠线上起家，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22年底提出高端性价比战略，战略转型升级坚定，供应链优化提升核心单品份额，线上拓展直播矩阵、线下分销升级具有终端性价比的日销专供货品，门店持续转型品质社区零食店。

图1：三只松鼠商业模式一览



资料来源：公司公告，民生证券研究院

消费市场变化日新月异，公司几度沉浮战略转型迎新篇。成立10余年以来，三只松鼠凭借其优质的产品、服务和研发能力，受到市场广泛认可并在行业内确立了较为领先的地位。复盘来看，公司发展历程可以分为以下4个阶段：

**快速发展期（2020之前）：把握电商机遇，引领扩张趋势。**2012年入驻天猫、京东、1号店，高单价碧根果大单品打开坚果市场。2013年入驻唯品会、当当。2014年入驻苏宁，推出果干品类，公司“双十一”销售额突破1亿元。

2016 年推出烘焙品类。2017 年入驻拼多多。2019 年“线上拉新流量、线下拉新门店”，打造新品引领线上零食消费趋势，线下快速拓店，建立起以坚果、果烘焙、肉制品为核心“双十一”销售额突破 10 亿元，全年线上营收突破 98 亿元。

**战略调整期 (2020-2021): 战略布局, 聚集打造品牌大单品。**2020 年布局抖音、快手等全平台直播矩阵;线下推出县域承包制,保持快速拓店,新分销期末覆盖超 40 万终端,淘汰 300 余款长尾 SKU,推出蜀香牛肉、益生菌每日坚果等畅销款,推出县域承包制,投食店突破 171 家联盟小店突破 872 家。2021 年全面布局线下分销市场,以中度分销模式进入线下主流渠道,“三只松鼠”主品牌聚集坚果品类打造大单品,“小鹿蓝蓝”打造了数 10 款千万级细分品类大单品,小鹿蓝蓝“双十一”销售额突破 4000 万元,成为宝宝零食第一品牌。

**二次创业期 (2022 至今): 战略转型, 开拓创新。**2022 年全面暂停门店拓展,主攻经销渠道,重点开发批市旗舰店、热榜零食中岛、母婴店等新渠道业务,自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂。2023 年全渠道运营,重点布局社区零食店,重新定位“性价比”和“品销合一”策略,自 2023 年 5 月起,三只松鼠半年内在抖音实现 500%大幅增长,并蝉联抖音食品类目品牌销售第一。

图2: 公司发展经营复盘

	快速发展期 (2020之前)	战略调整期 (2020-2021)	二次创业期 (2022至今)
<b>渠道动作</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2012年: 入驻天猫、京东、1号店</li> <li>2013年: 入驻唯品会、当当</li> <li>2014年: 入驻苏宁</li> <li>2017年: 入驻拼多多</li> <li>2019年: “线上拉新流量、线下拉新门店”, 打造新品引领线上零食消费趋势, 线下快速拓店</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年: 布局抖音、快手等全平台直播矩阵; 线下推出县域承包制,保持快速拓店,新分销期末覆盖超40万终端;</li> <li>2021年: 全面布局线下分销市场,以中度分销模式进入线下主流渠道</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年: 全面暂停门店拓展。主攻经销渠道,重点开发批市旗舰店、热榜零食中岛、母婴店等新渠道业务;</li> <li>2023年: 全渠道运营,重点布局社区零食店</li> </ul>
<b>产品产能</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2012年: 高单价碧根果大单品打开坚果市场</li> <li>2014年: 推出果干品类</li> <li>2015年: 推出肉制品品类</li> <li>2016年: 推出烘焙品类</li> <li>2019年: 建立起以坚果、果烘焙、肉制品为核心的产品体系,SKU达600+</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年: 淘汰300余款长尾SKU,推出蜀香牛肉、益生菌每日坚果等畅销款;</li> <li>2021年: “三只松鼠”主品牌聚集坚果品类,打造大单品,“小鹿蓝蓝”打造了数10款千万级细分品类大单品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2022年: 自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂;</li> <li>2023年: 重新定位“性价比”和“品销合一”策略;</li> </ul>
<b>业绩成就</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014年: 公司“双十一”销售额突破1亿元;</li> <li>2019年: “双十一”销售额突破10亿元,全年线上营收突破98亿元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2020年: 推出县域承包制,投食店突破171家,联盟小店突破872家;</li> <li>2021年: 小鹿蓝蓝“双十一”销售额突破4000万元,成为宝宝零食第一品牌</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年: 自2023年5月起,三只松鼠半年内在抖音实现500%大幅增长,并蝉联抖音食品类目品牌销售第一</li> </ul>

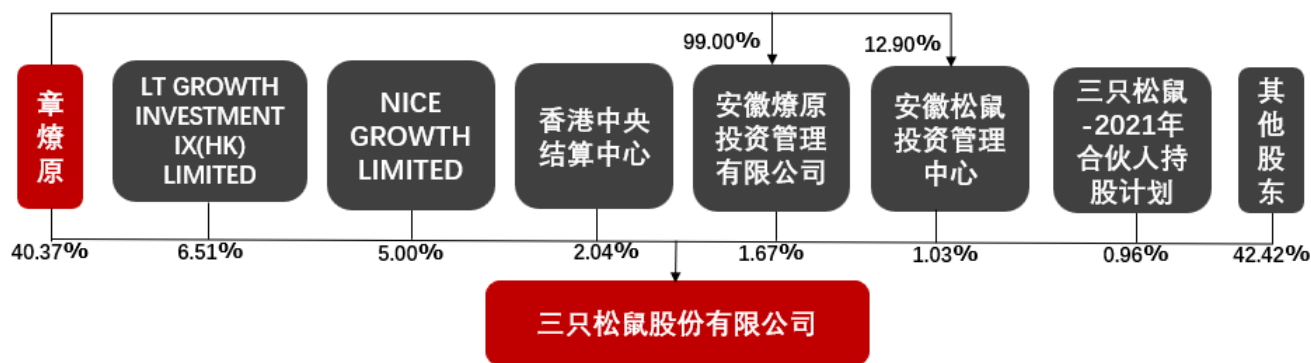
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

## 1.2 创始人持股比例集中, 管理层经验丰富

**创始人及实控人章燎源直接及间接持股 42.2%。**公司实际控制人为创始人章燎源先生,截止 24Q1,章燎源先生直接及通过安徽燎原、安徽松鼠间接合计持股 42.2%。一级投资机构 IT GROWTH INVESTMENT 和 NICE GROWTH 分别持有公司 6.51%和 5.00%的股份,以上两机构所持有的股份已于 2020 年 7 月全

部解禁；安徽松鼠及 21 年合伙人持股计划为员工持股平台，截止 24Q1 分别持有公司股份 1.03%、0.96%。

**图3：公司股权结构（截止 24Q1）**



资料来源：公司官网，民生证券研究院（注：LT GROWTH INVESTMENT IX(HK) LIMITED 为今日资本旗下基金，NICE GROWTH LIMITED 为 IDG 旗下基金）

**表1：创始人深耕坚果行业多年，管理团队经验丰富**

姓名	职务	出生年份	个人简历
章燎原	董事长、董事、总经理	1976	2003 年进入坚果行业，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； <b>2012 年创立“三只松鼠”互联网坚果品牌</b> ；2012 至 2015 年担任安徽三只松鼠电子商务有限公司董事长、总经理； <b>2015 年至今担任三只松鼠股份有限公司董事长、总经理</b> ，并任安徽燎原投资管理有限公司执行董事，安徽松鼠娱乐有限公司董事长，安徽松鼠投资管理有限公司执行董事兼总经理，安徽松鼠小镇投资管理中心（有限合伙）、安徽松鼠投资管理中心（有限合伙）执行事务合伙人及北京中坚果信息技术有限公司监事。
郭广宇	董事	1989	2012 年 3 月至今先后任三只松鼠股份有限公司品牌总监、首席品牌官、门店事业部总经理； <b>2015 年 12 月至今任三只松鼠股份有限公司董事。</b>
魏本强	董事	1987	2007 年 7 月至 2011 年 1 月，任职于新安化学（泰兴）有限公司；2011 年 2 月至 2012 年 5 月，任职于马鞍山威泰机电有限公司；2012 年 6 月至今先后任三只松鼠股份有限公司采购总监、产品中心总经理； <b>2015 年 12 月至今任三只松鼠股份有限公司董事。</b>
苏军	监事会主席、监事	1972	2012 年至今任中国服务贸易协会客户服务委员会执行主任兼秘书长；2013 年至今任中国电子商务产业联盟秘书长；2015 年 12 月至 2021 年 12 月任三只松鼠股份有限公司独立董事；2021 年 8 月起至今任广东速美食品有限公司监事；2021 年 8 月起至今任博雅云图（北京）科技有限公司监事。 <b>2022 年 12 月至今任三只松鼠股份有限公司监事、监事会主席。</b>
潘道伟	董事、董事会秘书	1987	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 月至 2015 年 11 月担任安徽詹氏食品股份有限公司监事；2014 年 4 月至 2015 年 12 月担任三只松鼠股份有限公司助理总监； <b>2015 年 12 月至今担任三只松鼠股份有限公司董事、党委书记、董事会秘书、行政总经理</b> ；2017 年 9 月至今兼任共青团芜湖市委副书记。
周庭	财务总监	1982	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月进入公司，先后担任公司财务经理、财务总经理；  
**2015年12月至今任三只松鼠股份有限公司财务总监。**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**员工持股及期权激励绑定核心人员，激发员工积极性。**21年公司推出事业合伙人计划，对核心人员（22人）受让公司股份约385万股（占总股本的0.96%）。24年发布期权激励和员工持股计划（草案），对核心骨干（96人）授予期权（占总股本的0.61%）、股票（占总股本的0.49%），业绩考核目标24-26年含税营业收入达到115/150/200亿元，24-26年净利润达到4亿元；收入目标达成时可100%行权/解锁，收入目标未达成但达成利润目标可行权/解锁80%。

图4：2021年事业合伙人持股计划

2021年事业合伙人持股计划					
<b>持股规模</b>	持股规模不超过385.1575万股，约占本持股计划草案公告日总股本的0.96%				
<b>持有人</b>	初始设立时持有人总人数 22 人（不含预留份额）				
	姓名	职务	拟授予份额（万份）	占授予总量比例	占总股本比例
	魏本强	董事	28.07	7.29%	0.07%
	郭广宇	董事	28.07	7.29%	0.07%
	潘道伟	董事、董事会秘书	28.07	7.29%	0.07%
	周庭	财务总监	28.07	7.29%	0.07%
	核心管理层/技术/业务人员（共18人）		249.823	64.86%	0.62%
	预留		23.0545	5.99%	0.06%
合计22人（不含预留）		385.1575	100.00%	0.96%	
<b>股票来源</b>	回购公司A股普通股	<b>受让价格</b>	0元/股，无需持有人出资		
<b>存续期</b>	不超过72个月（回购股份全部过户后72个月内完成分配），存续期届满后自行终止，亦可提交审议延长				
<b>锁定期</b>	24个月（回购股份全部过户后全部过户后24个月内不能出售），锁定期满后依据公司业绩目标及个人绩效评估结果分四期分配至持有人				
<b>业绩评估</b>	以2021-2025年五个会计年度为业绩评估年度，根据个人绩效评估结果，确定各持有人最终所归属的本计划份额及比例				
<b>归属安排</b>		<b>评估年度</b>		<b>归属比例</b>	
第一批		2021-2022年		34%（第一批股份锁定期已于2023年7月14日届满）	
第二批		2023年		22%	
第三批		2024年		22%	
第四批		2025年		22%	
<b>费用摊销，总费用18,495.26万元</b>					
<b>2021年(万元)</b>	<b>2022年(万元)</b>	<b>2023年(万元)</b>	<b>2024年(万元)</b>	<b>2025年(万元)</b>	<b>2026年(万元)</b>
2,638.14	6,331.55	5,021.46	2,622.22	1,407.18	474.71

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2024 年公司发布股票期权激励计划及员工持股计划（草案）

2024年股票期权激励计划（草案）				
授予规模	拟授予股票期权数量为243.86万份，约占本激励计划草案公布日公司股本总额的 0.61%。			
激励对象	姓名	职务	拟授予数量（万份）	占授予总量比例
	核心骨干（96人）		221.86	90.98%
	预留		22.00	9.02%
	合计		243.86	100.00%
股票来源	向激励对象定向发行的A股普通股		行权价格	24.02元/份
行权期		业绩考核目标 A (公司层面行权比例 100%)		业绩考核目标 B (公司层面行权比例 80%)
首次授予的股票期权及2024年9月30日(含)前预留授予的股票期权	第一个行权期	2024年，公司含税营业收入达到115亿元		2024年，公司净利润达到4亿元
	第二个行权期	2025年，公司含税营业收入达到150亿元		2025年，公司净利润达到4亿元
	第三个行权期	2026年，公司含税营业收入达到200亿元		2026年，公司净利润达到4亿元
2024年9月30日后预留授予的股票期权	第一个行权期	2025年，公司含税营业收入达到150亿元		2025年，公司净利润达到4亿元
	第二个行权期	2026年，公司含税营业收入达到200亿元		2026年，公司净利润达到4亿元
需摊销的总成本（万元）		2024年	2025年	2026年
666.90		190.60	287.26	142.85
2024年员工持股计划（草案）				
持股规模	拟持股数量不超过198.15万股，约占本员工持股计划草案公布日公司股本总额的 0.49%			
持有人	姓名	职务	拟持股数量上限（股）	占本持股计划比例
	核心骨干（96人）		1,790,800	90.38%
	预留		190,700	9.62%
	合计		1,981,500	100.00%
解锁期		业绩考核目标 A (公司层面解锁比例 100%)		业绩考核目标 B (公司层面解锁比例 80%)
首次认购的标的股票及2024年9月30日(含)前确定分配方案的预留份额对应的标的股票	第一个解锁期	2024年，公司含税营业收入达到115亿元		2024年，公司净利润达到4亿元
	第二个解锁期	2025年，公司含税营业收入达到150亿元		2025年，公司净利润达到4亿元
	第三个解锁期	2026年，公司含税营业收入达到200亿元		2026年，公司净利润达到4亿元
2024年9月30日后确定分配方案的预留份额对应的标的股票	第一个解锁期	2025年，公司含税营业收入达到150亿元		2025年，公司净利润达到4亿元
	第二个解锁期	2026年，公司含税营业收入达到200亿元		2026年，公司净利润达到4亿元
需摊销的总成本（万元）		2024年	2025年	2026年
2,165.08		703.65	974.28	378.89

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 1.3 战略改革成效显著，业绩高增持续验证

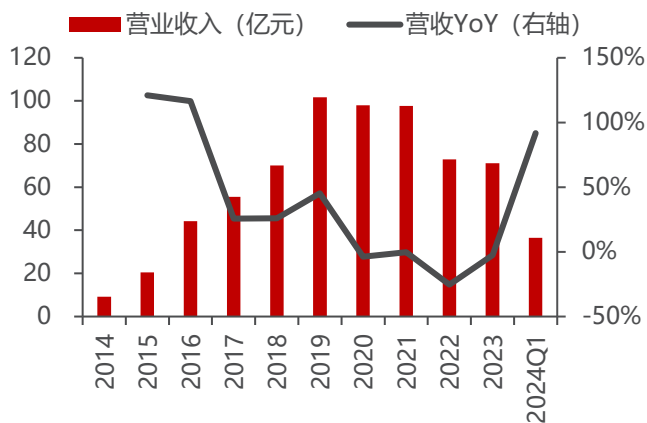
**2019 年及以前：**公司线上起家，早期受益于电商平台发展红利快速起量；17 年起电商平台流量见顶，17-19 年营收增速有所放缓，14-16/17-19 年营收 CAGR 分别为 118.7%/35.3%。伴随线上流量成本抬升，18/19 年公司销售费用率同比分别+1.5/1.7pcts，17-19 年扣非净利润 CAGR 为-14.18%。

**2020-2022 年：**面对线上传统优势平台流量下滑，2020 年公司布局抖音、快手等全平台直播矩阵，线下布局分销市场、优化门店，主动精简长尾低效 SKU，22 年底提出高端性价比战略。经营调整下公司短期经营波动，20-22 年营收/扣非净利润 CAGR 分别为-13.7%/-59.31%。

**2023 年至今：**2023 年公司全面推进战略转型升级，自建坚果示范工厂，加大科研投入、分销渠道拓展和供应链建设，23Q3 以来公司已经实现连续 3 个季

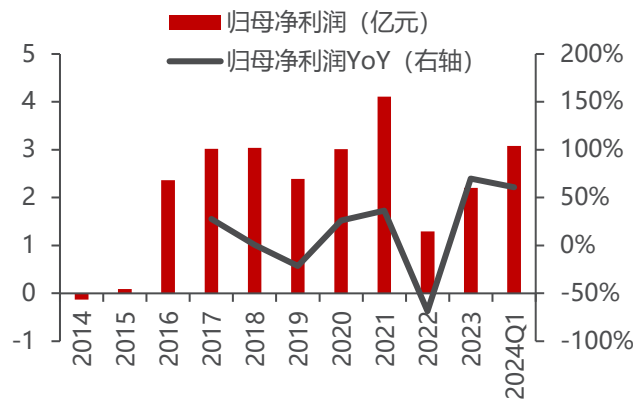
度收入和业绩高速增长，24Q1 营收/扣非同比+91.8%/+92.8%，战略改革成效显现。

图6：2014-2024Q1 营业收入及增速



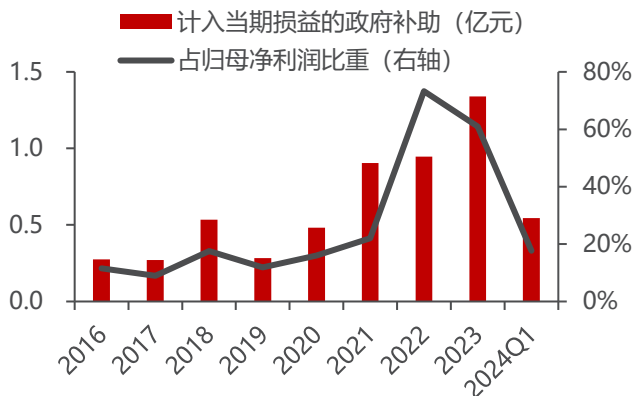
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图7：2014-2024Q1 归母净利润及增速



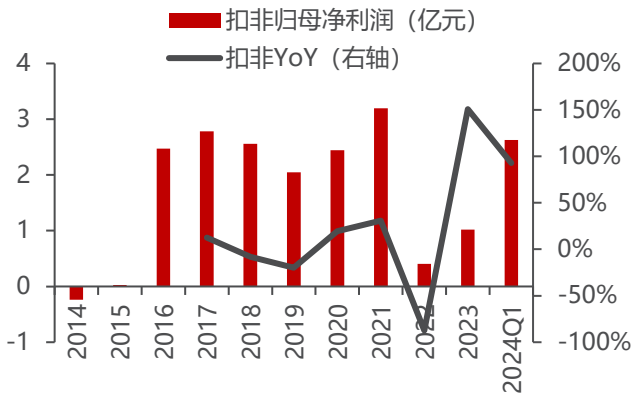
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图8：2016-2024Q1 政府补助金额变化



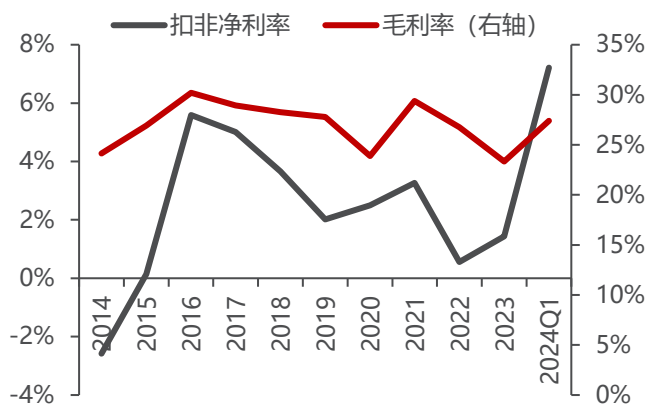
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图9：2014-2024Q1 扣非净利润及增速



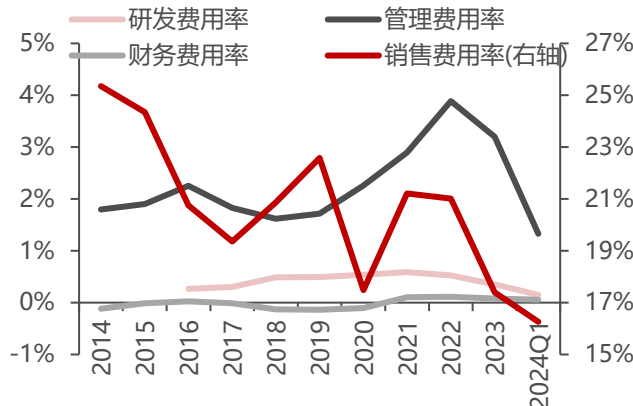
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图10：2014-2024Q1 毛利率及扣非净利率



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图11：2014-2024Q1 费用率情况



资料来源：iFinD，民生证券研究院

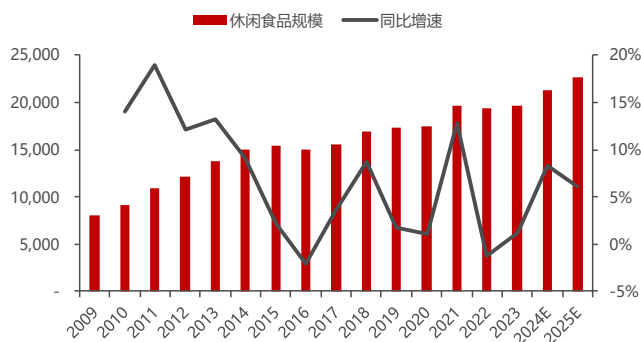


## 2 以“一品一链”为核心，做强坚果休食大单品

### 2.1 坚果炒货千亿赛道，行业集中度有望提升

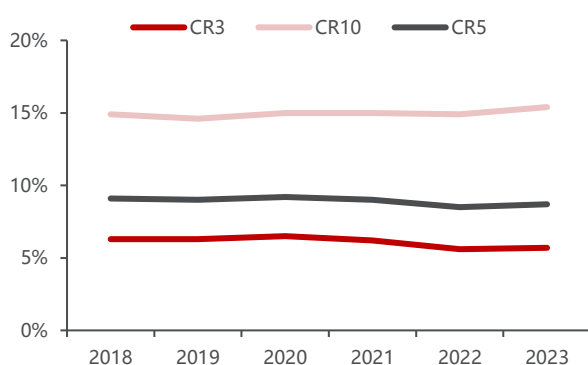
**休闲食品万亿市场品类多样、格局分散。**据欧睿数据，2023 年中国休闲食品市场规模接近 2 万亿元，未来 2 年预计保持低个位数增长。休闲食品种类繁多、品类多样、格局分散，CR5 和 CR10 长期维持在 9%/15%水平，行业集中度低。据欧睿数据，2022 年中国零食品牌中，多家外资品牌排名靠前，总体市场占有率前三名分别是玛氏、百事和伊利。品类方面，风味零食占中国市场比重达 57.89%。

图12：中国休闲食品行业规模接近 2 万亿元



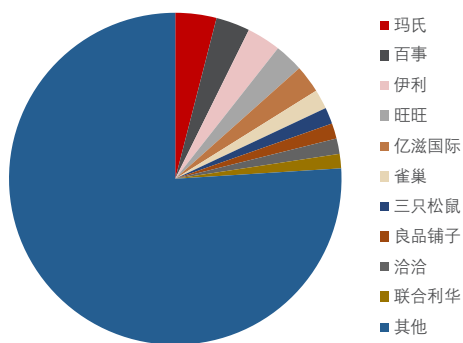
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图13：中国零食市场公司格局较为分散



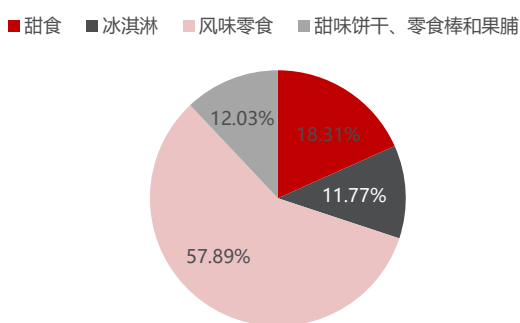
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图14：中国零食市场外资排名靠前(2022 年)



资料来源：欧睿，民生证券研究院

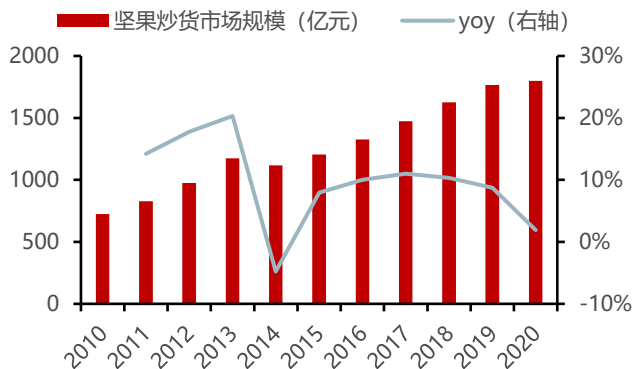
图15：风味零食占中国零食市场比重过半 (2023 年)



资料来源：欧睿，民生证券研究院

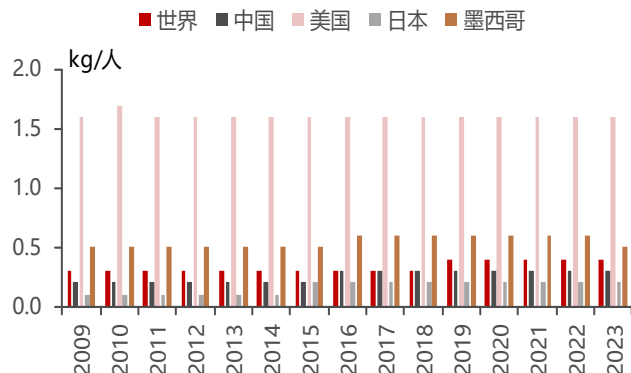
**坚果炒货市场规模 1800 亿元左右，人均消费量低具备提升空间。**根据艾媒咨询数据，2020 年我国坚果炒货行业市场规模达 1800 亿元，2017-2020 年 CAGR 为 5.3%。据欧睿数据，2023 年我国坚果人均消费量约为 0.3kg，美国人均坚果消费量约为 1.6kg，是中国的 5.3 倍；伴随健康生活方式的普及，坚果作为一种富含营养的食品，消费量具备提升空间。

图16: 中国坚果炒货市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 民生证券研究院

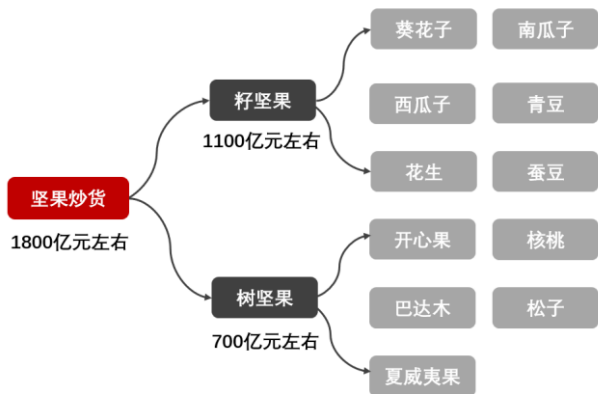
图17: 年人均坚果消费量对比



资料来源: 欧睿, 民生证券研究院

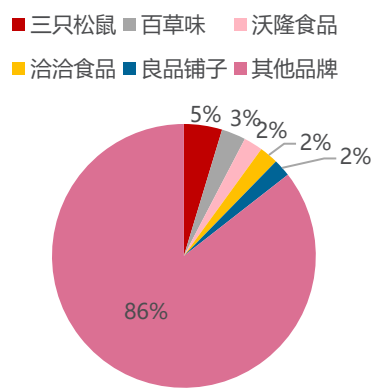
**树坚果行业规模 700 亿左右, 行业集中度有待提升。**根据原料种类, 坚果炒货可划分为籽坚果和树坚果, 其中籽坚果即籽类炒货, 主要包括葵花籽等, 树坚果即坚果果仁, 包括核桃、碧根果、开心果等。从市场规模上来看, 籽坚果品类发展相对较为成熟, 葵花子的消费量近年保持相对稳定, 树坚果消费量持续提升, 根据里斯中国数据, 2021 年中国树坚果市场规模在 700 亿元左右。树坚果整体格局较为分散, 22 年 CR5 不足 15%, 其中三只松鼠市在树坚果中的市占率约为 5%。

图18: 坚果炒货可划分为籽坚果和树坚果 (2021 年)



资料来源: 甘源食品招股说明书, 中国食品工业协会坚果炒货委员会, 里斯中国, 民生证券研究院

图19: 树坚果竞争格局 (2022 年)



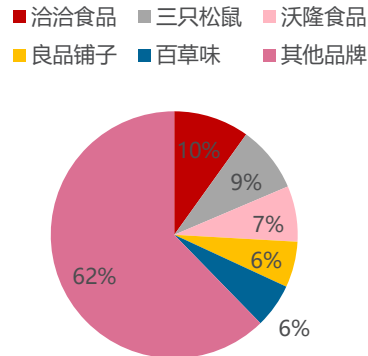
资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

图20: 中国混合坚果市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

图21: 混合坚果竞争格局 (2022 年)



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

## 2.2 布局坚果全产业链, 深筑优势品类护城河

2022 年 4 月, 在成立十周年的关键节点, 三只松鼠对外发布了战略转型公告, 明确未来十年“聚焦坚果产业, 打造多品牌模式, 逐步向健康化、数字化、全球化迈进”的战略新方向, 在“聚焦坚果”战略下, 打造一二三产融合发展的坚果供应链模式。松鼠的坚果全产业链布局主要体现在两个方面:

**(1) 深入原产地, 从源头上发掘优质坚果。**2015 年起, 三只松鼠与云南、广西的合作伙伴共同建立夏威夷果种植契约基地, 通过“公司+基地+合作社+农户”的方式, 推动当地坚果种植产业发展。截止 22 年底, 云南、广西已成为三只松鼠夏威夷果的主要供货地, 输送原材料累计金额超 4 亿元。目前三只松鼠已联合供应商陆续在云南、广西、东北、安徽、江苏、新疆等多地建立优质坚果原材料种植基地, 覆盖松子、榛子、山核桃、核桃、红枣等多个品种。此外, 19 年起松鼠牵头引进自动化专业设备、布局原材料生产线、带动供应商进行联合采购, 减少坚果上行的中间环节和交易成本, 加速一二三产业融合。

表2: 深入一产, 发掘优质原料


坚果种类	种植产地	具体说明
夏威夷果	云南临沧	1) 云南广西种植原产自国外的夏威夷果达 400 万亩; 2) 截止 2021 年, 云南省夏威夷果种植面积达 379 万亩, 占全球种植面积的 54%, 占全国种植面积的 88%。其中, 临沧市种植面积 262.77 万亩, 产量达 6 万吨, 实现产值 30 亿元;
	广西龙州	3) 广西夏威夷果的种植面积超过 65 万亩, 位居全国第二; 4) 截止 2022 年底, 三只松鼠联合伙伴在云南临沧等 6 个地区建立了夏威夷果原料种植基地, 牵头带动供应商累计从云南、广西采购金额超 4 亿元; 5) 与云南云澳达坚果开发有限公司联合云南直植区种植户, 推广技术、统一标准、联结市场, 建设契约基地。
碧根果	安徽全椒	安徽全椒种植碧根果面积约 8.5 万亩, 被誉为中国碧根果之都。
	江苏宿迁泗洪	全县 10.4 万亩碧根果将于 3 年内全部进入丰产期, 其中双沟镇大红山周边 4000 亩碧根果树, 已于 2020 年进入丰产期, 是全国最大的碧根果丰产示范区。

山核桃	安徽宁国	宁国是“中国山核桃之乡”，现有山核桃种植面积 40.4 万亩，年均产量 10000 吨；“詹氏山核桃”成为山核桃加工行业首个“中国名牌农产品”，“詹氏”与“三只松鼠”建立长期供应关系，年产值超 3.5 亿元。
纸皮核桃	新疆	2019 年起以联合采购的方式，从新疆采购的核桃原料超万吨。
量贩装山核桃仁	浙江杭州临安	2019 年联合旺昌共同对山核桃产业进行创新探索，旺昌逐渐引进自动包装机等专业化设备，并最终完成 17 条产线的布局，量贩装山核桃仁产品从清凉峰镇走向全国各地。

资料来源：公司公告，腾讯新闻，中国网，中国经济网，央广网，新浪网，民生证券研究院

**(2) 自建工厂，保障加工品质及生产自主性。**松鼠自建工厂并推动直发模式，2022 年 8 月，位于安徽芜湖的三只松鼠示范工厂投产，6 条产线每天最多可生产约 4.5 万箱每日坚果，年产能可达 1.2 万吨；工厂成功投产实现直发模式，将生产发货周期压缩至 7 天以内，为“7 日鲜”等产品的推出创造条件。三只松鼠的夏威夷果产线 22 年底投产，碧根果产线在 23 年 6 月完成首次试生产，开心果产线亦已完成建设。

图22：布局坚果全产业链

			
每日坚果、夏威夷果、开心果、碧根果			
	产能	效果	自动化水平
每日坚果	<ul style="list-style-type: none"> <li>坚果分装工厂设备自动化率达 85%，日均峰值产能近 4.5 万箱，产能达 400 万包/天；按市售规格每箱 750g 测算，年产能约 1.2 万吨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>采用 30 万级洁净车间，配备共计 6 条产线 36 套全自动化生产设备</li> <li>每日坚果单盒降本 8%</li> <li>实现“T+1+7”直发模式，生产至发货时间压缩在 7 天以内</li> </ul>	从冷库储存、前置处理、清洗杀青、静置烘烤，到内包、外包、成品移交、分装，实现连续化的流水作业。在正常运营的情况下，一个人即可控制整条超百米产线。
夏威夷果		<ul style="list-style-type: none"> <li>夏威夷果坏籽率下降约 20%，控制在 2% 以内，粘壳率从此前的约 20% 降低到 10%</li> </ul>	

资料来源：公司公告，腾讯新闻，投资者网，民生证券研究院

图23：与全球知名坚果农场合作



资料来源：财经新媒体，民生证券研究院

## 2.3 夯实坚果主品类，贯彻高端性价比

产品端公司转型坚定，2021年，三只松鼠明确聚焦坚果核心品类主战略，主动缩减掉长尾300余SKU，聚焦主品类及规模较大的单品；2022年底提出“高端性价比”战略，具体来看：

公司以全球视野持续夯实坚果主品类，并聚焦优选一批零食大单品实现一品一链。目前公司拥有10亿级大单品每日坚果，以及夏威夷果、蜀香牛肉、手撕面包等超10款亿级大单品。2022年10月推出“7日鲜”每日坚果，将产品从生产到发货的时间控制在7日之内，以满足消费者对于健康新鲜零食的需求，22年双11期间“7日鲜”每日坚果销量达30万箱。

图24：公司主要单品情况



资料来源：公司公告，三只松鼠京东旗舰店，小鹿蓝蓝京东旗舰店，腾讯新闻，民生证券研究院

贯彻高端性价比战略，坚果价格优势明显。2022 年底公司提出“高端性价比”战略，其本质是从原料、制造到交付的一二三产深度融合下生产经营效率大幅提升的先进生产力，通过自有品牌实现定制与全链路的优化实现总成本领先，供应链层面的全面优化提升渠道流通效率，使得三只松鼠做到提升产品品质的同时让渡利润于消费者，实现高质的同时兼具性价比。

图25：三只松鼠同友商价格对比

每日坚果				夏威夷果				
品牌	三只松鼠	良品铺子	沃隆	洽洽	三只松鼠	百草味	洽洽	良品铺子
品牌	三只松鼠	洽洽	良品铺子	百草味	三只松鼠	良品铺子	盼盼	桃李面包
纸皮核桃				芒果干				
品牌	三只松鼠	洽洽	良品铺子	百草味	三只松鼠	百草味	来伊份	良品铺子
品牌	三只松鼠	洽洽	良品铺子	百草味	三只松鼠	百草味	来伊份	良品铺子

资料来源：京东旗舰店，民生证券研究院

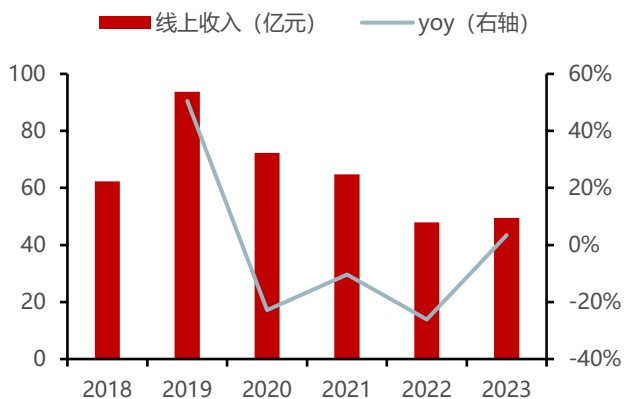
## 3 以“抖+N”协同为核心，“品销合一”做强全渠道

### 3.1 线上：创新营销模式，“D+N”策略多平台渗透

“品销合一”聚力产品市场和渠道，抖音爆量推动全渠道放量增长。受主流电商平台流量边际增量放缓、平台去中心化影响，2020-2022 年公司线上大盘进入深度调整期，22 年公司调整线上策略，减少店铺满减促销活动投放；23 年在“品销合一”新组织模式下，聚焦“产品、市场、渠道”三个关键环节高度平衡，实现以市场为导向，以消费者为中心并高度协同的网络化组织，进而向市场和消费者交付高端性价比的产品。具体来看：(1) 从“店铺运营”转向“品类运营”，即线上店铺运营模式转向更加精细化的品类运营，甚至是单品运营，公司会对每一款产品进行细致的市场分析和运营测试，利用数据分析来优化产品展示、营销策略和供应链管理，以提高产品的市场竞争力和消费者的购买意愿；(2) 产品定制化导入全渠道，针对不同渠道定制规格、包装、价格及口味等，实现产品最大化覆盖及最优市场渗透；(3) 内部管理实现一品一群、一供应链一群，实现后端生产的规模化优势，同时实现热销单品打造和核心单品市场份额的提升。

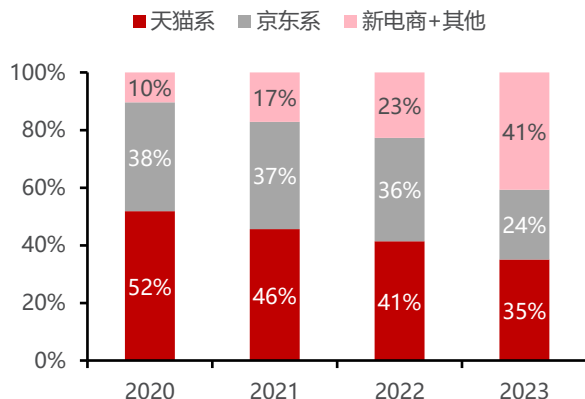
在“抖+N”全渠道体系协同下，以抖音为营销主战场，推动全渠道发展。供应链优化下抖音渠道成功打造高质低价爆品，内容营销带来的流量外溢可将爆品延申至全渠道分发，进而带动线上整体增长。截止 2023 年底，公司淘宝系店铺粉丝数超 4,500 万，京东系店铺粉丝数超 8,000 万，粉丝数位列零食类目第一，领跑休闲食品行业粉丝榜；截止 2024 年 4 月 18 日，公司抖音旗舰店粉丝数达 620 万。23 年 5 月起，公司半年内抖音渠道实现 500%增长；23H2 抖音营收 7.68 亿元，同比增长超 260%，环比+76%；23 全年新电商+其他渠道收入同比+86%，带动线上渠道收入同比转正。

图26：2018-2023 年线上渠道收入及增速



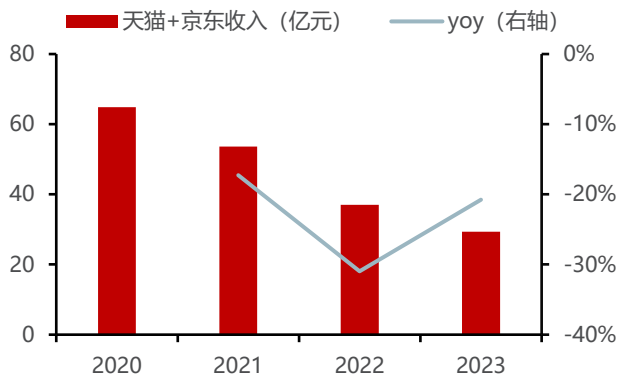
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27：线上渠道结构持续调整



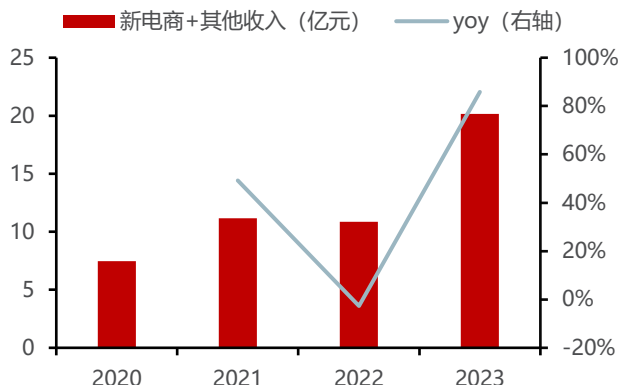
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28: 2020-2023 年传统电商收入及增速



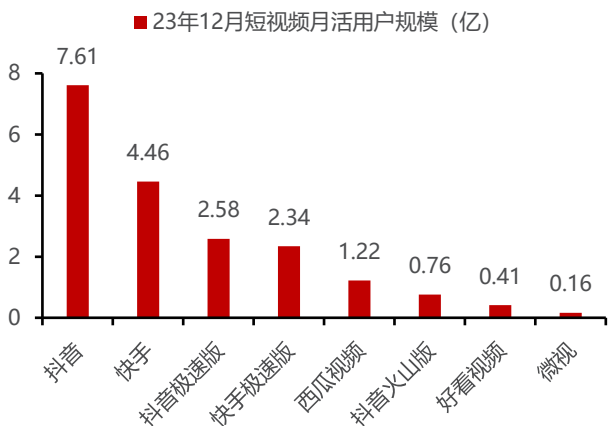
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图29: 2020-2023 年新电商及私域收入及增速



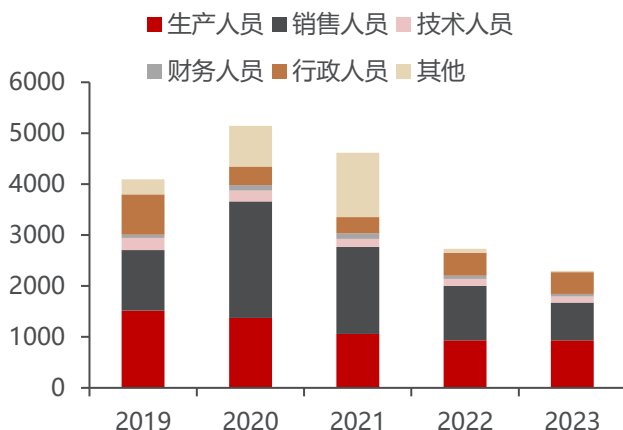
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: 抖音月活跃用户规模领先



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

图31: 组织人员持续调整



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**高性价比优质单品+头部达人引流+大量中小达人汇聚流量, 23H2公司抖音渠道实现快速放量。**23年双11期间, 三只松鼠抖音渠道实现销售1.08亿元, 同比+224.2%; 成交订单量472.9万单, 成交用户数420万, 累计曝光人数2.48亿。23年12月, 三只松鼠召开行业首次达人联盟大会暨年货节招商会进行“反向招商”; 1月6日-12日, 三只松鼠抖音超级品牌日活动总支付GMV达3.1亿元, 其中达播贡献2.1亿元, 自播销售额同比+70%, 百万销售场次高达22场; 三只松鼠抖音官方旗舰店GMV同比+500%, 抖音商城品牌榜单TOP1。1月11日贾乃亮代言专场GMV超1.1亿元, 打破抖音食品行业的品牌专场单日纪录; 1月13日, 三只松鼠辛巴年货节单品单链接破1亿元, 创全网直播行业食品品类历史记录。

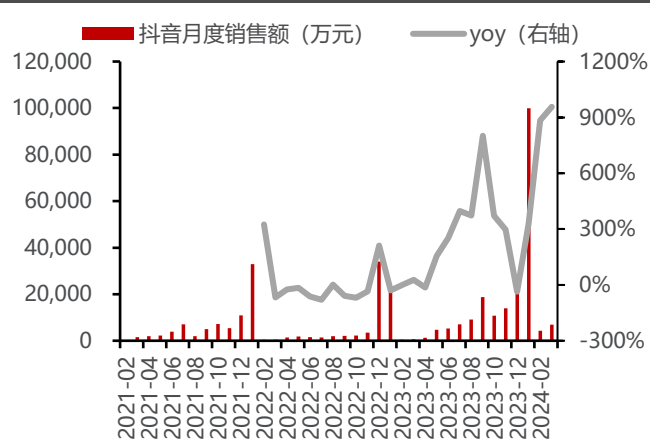


图32: 三只松鼠凭借优质单品打造、头部达人引流、大量中小达人汇聚流量实现抖音放量



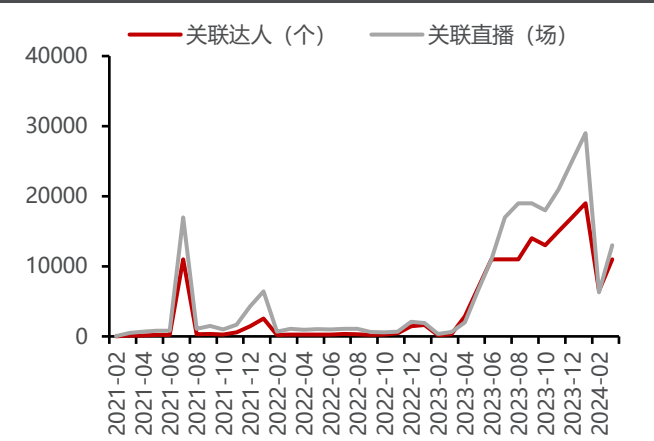
资料来源: 蝉妈妈, 腾讯网, 市界, 抖音, 民生证券研究院

图33: 23H2 公司抖音销售额快速放量



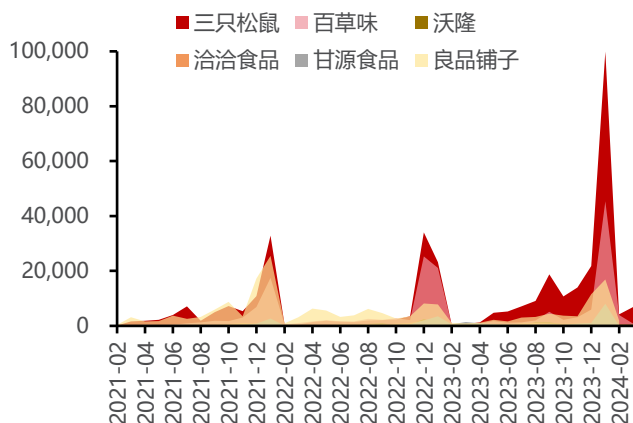
资料来源: 蝉妈妈, 民生证券研究院

图34: 23H2 公司抖音关联达人及直播数快速增长



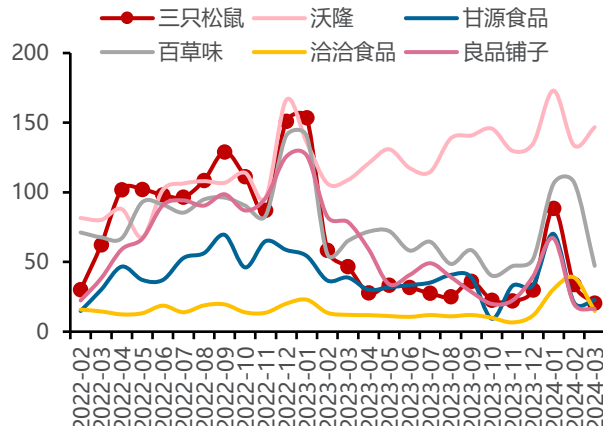
资料来源: 蝉妈妈, 民生证券研究院

图35: 三只松鼠抖音销售额领先 (万元)



资料来源: 蝉妈妈, 民生证券研究院

图36: 23 年公司抖音客单价持续走低且低于同行



资料来源: 蝉妈妈, 民生证券研究院

### 3.2 线下分销: 区域分销逐步渗透日销品, 提高有效优质终端覆盖面

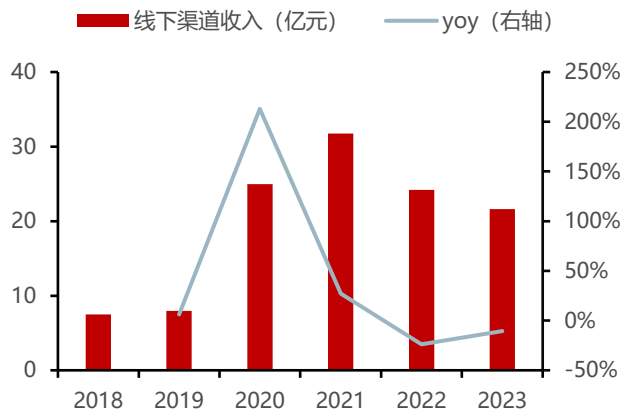
**重点发力区域分销, 提高优质终端覆盖面。**早期公司通过阿里零售通、京东新通路等 B2B 平台以及 KA、CVS 等终端渠道开启轻度分销; 20 年提出新分销概念, 推进从轻度分销体系向中度分销体系升级。2021 年 10 月公司正式宣布新分销战略, 全力进军线下主流渠道, 年内定向开发 33 款分销专供产品, 与近 300 家经销商伙伴建立合作关系, 入驻永辉、沃尔玛、大润发等中国百强连锁商超, 累计覆盖全国近 300 个地级市, 中度分销体系稳步建立, 截止 23 年底, 公司覆盖超十万有效优质终端, 经销商数量达 1062 家。

图37: 公司线下分销渠道构成



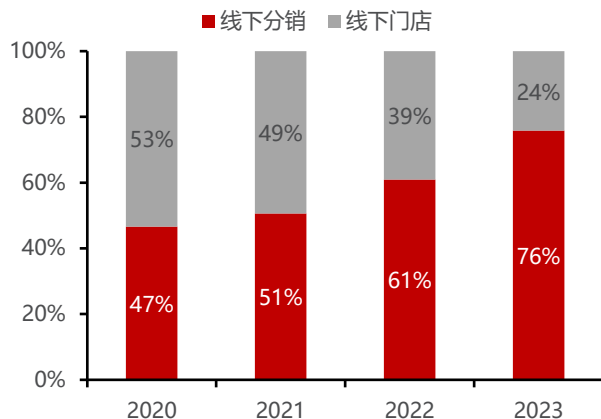
资料来源: 公司公告, 公司官网, foodtalks, 纳食, 民生证券研究院

图38: 2018-2023 年线下渠道收入及增速



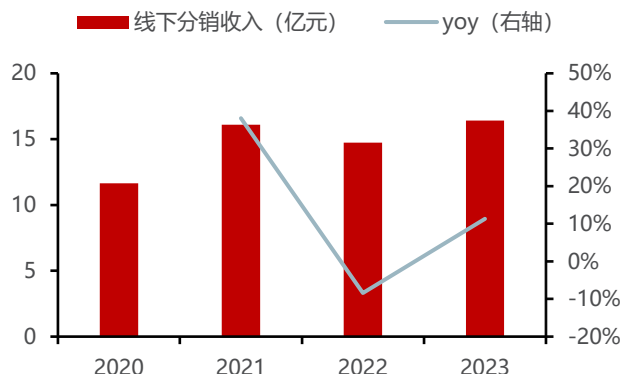
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图39: 线下渠道结构持续调整



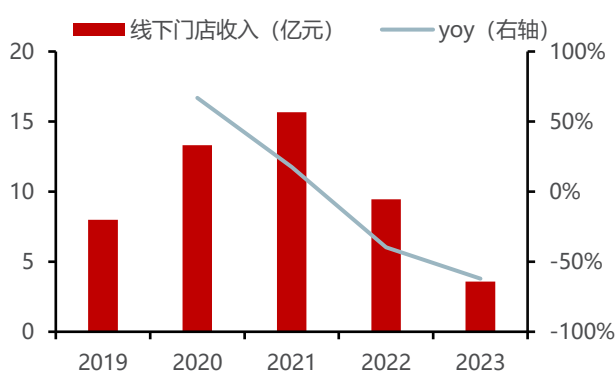
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图40: 2020-2023 年线下分销收入及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图41: 2019-2023 年线下门店收入及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**发力区域经销、扩充日消品，中度分销体系稳步建立。**21年10月公司布局经销渠道，从过去借助第三方平台的轻度分销，转向聚焦区域经销的中度分销，具体来看：

**(1) 渠道结构上**，线下分销拆分为区域经销（流通、商超等）、平台分销和新渠道业务（线下团购集采和专业礼品商渠道等），2022年重点开发重点批市市场、商超中岛等渠道，截止2022年底经销商数量为1167家，入驻永辉、沃尔玛、大润发等中国百强连锁商超，实现一线城市覆盖率100%。

**(2) 组织架构上**，过去公司为借助第三方平台的轻度分销，主要借助阿里巴巴零售通、京东新通路平台进行线上分销，区域分销占比较小，线下分销客户分散在大客户、连锁门店等渠道业务部门；新分销总到位后设立全国五大战区，增设销管部、企划部本部职能，搭建21个省区团队，分销团队由2020年的38人扩充至2022年的150人以上。

(3) 分销产品上, 过去公司线上线下一盘货, 调整后产品根据渠道进行定制, 专供经销商, 在分销领域构建三节礼品渠道矩阵的同时逐步渗透日销品的区域分销, 2022 年推出以坚果系列为核心、零食类大单品为辅的产品矩阵。23 年推进“高端性价比”战略, 升级坚果和零食日销专供产品, 礼盒年货表现亮眼, 日销品持续推进。

进驻零食很忙渠道, 以当下零食很忙集团门店数量测算, 中性假设下公司利润可提升 2 千万元左右。23 年底, 量贩零食门店预计 2.5 万家左右; 24 年 3 月零食很忙×赵一鸣零食 2024 年度伙伴大会披露零食很忙集团门店数超 7500 家。我们对零食很忙集团对三只松鼠的业绩增量贡献进行敏感性分析, 前置假设如下: 1) 零食很忙门店日销 1.2 万元 (不含税); 2) 零食很忙门店坚果品类销售占比在 15%左右, 同时变动三只松鼠净利率及三只松鼠坚果供货占比, 当净利率为 3%, 供货占比 10%时, 零食很忙集团将为公司贡献近 2 千万元业绩增量。

图42: 三只松鼠进驻零食很忙



资料来源: Foodtalks, 零食很忙小红书官方账号, 民生证券研究院

表3: 零食很忙集团业绩贡献敏感性测算

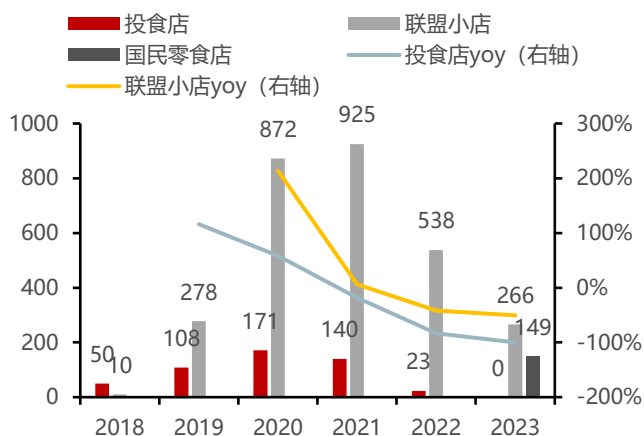
零食很忙集团业绩增量		三只松鼠供货占比				
		10%	15%	20%	25%	30%
三只松鼠 净利率	贡献 (亿元)					
	3.0%	0.15	0.22	0.29	0.36	0.44
	3.5%	0.17	0.26	0.34	0.43	0.51
	4.0%	0.19	0.29	0.39	0.49	0.58
	4.5%	0.22	0.33	0.44	0.55	0.66
5.0%	0.24	0.36	0.49	0.61	0.73	

资料来源: 腾讯新闻, 中国经济新闻网, 中国食品报, 民生证券研究院

### 3.3 线下门店：定位国民零食店，优化单店模型

**调整线下门店业务，优化调整投食店、联盟店。**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。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受阻，公司在20年加快线下门店布局，2020年底公司线下投食店和联盟小店门店总数超过1000家。22年受外部环境扰动、线下量贩渠道分流，公司逐步调整关闭线下门店，截止23年底公司投食店全部关闭，联盟店调整至266家。

图43：三只松鼠线下门店数量及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图44：高峰期联盟门店全国分布



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**以“国民零食、国民好价”为品牌总定位，打造社区零食店。**2023年6月，公司推出社区零食店，遵循“高端性价比”长期战略，全面升级打造品质型自有品牌社区零食店。相比其他量贩零食店，三只松鼠自有品牌社区零食店，以“高端，也能性价比，一次，定出真底价”为经营理念，除去皮称重、整数定量、不打折不促销等差异化经营方式外，依托自身坚果的核心品牌优势和全品类开发的供应链能力，去掉中间商和品牌溢价，实现质高价优。截止23年底，三只松鼠社区零食店开店149家，安徽、江苏、浙江等省份拓店顺利，未来将进一步加速布局。

图45: 三只松鼠店型对比

	国民零食店	投食店	联盟店
门头			
简介	自有品牌为主的量贩零食店, 深耕全品类供应链, 通过自有研发与监测体系赋能供应商, 实现品质把控	有统一的整体布局和设计, 强调体验和互动	凸显店长个人风格设计, 体验占比较低, 强调销售
选址	目前主要选址在长三角地区社区附近沿街转角店铺, 沿街转角店铺优先, 商场为辅	地段偏向一二三、强四线城市内核心购物中心	以社区店铺为主
面积	120平方米以上	200-300平方米	70平方米
年平均收入	400万	800-1000万	125万
毛利率	22%	35%	40%
定位	“高端也能性价比, 一次定出真底价” 为每个家庭提供全品类的高端性价比坚果和健康零食, 离消费者更近, 满足零食冲动消费	“服务全球绝大多数线下大众家庭”品牌线上传播的终端窗口, 从鼠员形象、员工话术、服务行为、产品设计多维度塑造“投食店”的IP形象, 推动和探索符合于消费者的产品需求	新零售赋能创业平台, 建立“简单、透明、信任、共生”的联盟生态关系, 帮助更多年轻人开一家属于自己的松鼠小店
产品结构	坚果果干、零食烘焙、肉食卤味、婴童食	全品类	侧重某个品类, 延续线上积累爆品能力, 约200个SKU

资料来源: 公司公告, 公司官网, 三只松鼠公众号, 超市设计策划, 联商网, 民生证券研究院

图46: 国民零食店/零食很忙/良品铺子六代店单店模型测算对比

	国民零食店	零食很忙	良品铺子六代店
选址	主要在长三角地区社区沿街开店	主要集中在社区, 其余在商业街/购物中心/超市附近	主要集中在购物中心, 其余覆盖社区街边/写字楼等
前置假设			
初始投资 (万元)	50.7	50	85.5
具体构成	品牌使用费 5 技术服务 600元/月 首次备货 15-20 装修成本 25-30	加盟费 5 履约保证金 3 首次备货 20 装修成本 10 设备投入 12	品牌使用费 4.5 履约保证金 15 首次备货 26 装修成本 20 设备投入 20
单店面积 (平方米)	120	100	120
门店日销 (万元/天)	1.1	1.2	1.5
月租金 (万元/100平米)	1.5	1.2	2.5
店员数 (人)	5	4	5
人均工资 (元/月)	4000	3000	5000
水电费 (万元/月)	0.5	0.4	0.5
单店模型测算 (万元/月)			
销售收入	33	35	44
毛利率 (%)	22%	18%	30%
毛利额	7.3	6.3	13.1
店面租金	1.8	1.2	3
员工工资	2.0	1.2	2.5
水电费	0.5	0.4	0.5
物流运输费	0.3	0.2	0.3
净利润	2.7	3.3	6.8
净利率 (%)	8%	9%	16%
投资回收期 (月)	19	15	13

资料来源: 三只松鼠微信公众号, 三只松鼠/零食很忙/良品铺子官网, 经济观察网, 民生证券研究院

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

公司坚定执行“高端性价比”总战略，构建“全品类、全渠道”全新基本盘，积极推进供应链全链路优化，实施品类结构与渠道结构双向调整，聚焦做强新兴渠道与强坚果&零食大单品，收入端分渠道拆分及假设如下：

**(1) 线上：**公司线上渠道主要由天猫系、京东系、新电商等构成，其中新电商主要包括抖音、快手、拼多多及私域平台。23 年线上渠道实现营收 49.5 亿元，占总收入的 70%，天猫系/京东系/新电商等分别占总收入的 24%/17%/28%。抖音等新渠道为公司较大的增量渠道，由于其内容驱动、去中心化特性，在公司爆品及高端性价比战略下有望持续放量；抖音的爆品打造以及内容营销带来的流量外溢可将爆品延续至全渠道进行分发，进而带动传统渠道同步增长。23H2 公司抖音渠道收入环比+76%，传统电商收入同比+3%实现止跌回正，后续在公司“高端性价比”战略持续落地、供应链升级、“抖+N”协同体系下，预计 24-26 年天猫系营收增速分别 11%/5%/5%，京东系增速分别 10%/5%/5%，新电商+其他增速分别 72%/47%/34%。**预计 24-26 年线上渠道营收分别为 67.1/85.0/103.8 亿元，同比+36%/27%/22%。**

**(2) 线下：**公司线下渠道主要由线下分销及线下门店业务构成，其中**1) 分销**包含区域经销、平台分销及新渠道业务，伴随公司重点梳理线下分销渠道，开发重点批发市场、商超中岛等，经销商数量持续提升，我们预计 24-26 年线下分销营收增速分别 60%/30%/20%。**2) 线下门店**主要包括投食店、联盟小店及国民零食店（社区店），公司及时调整门店结构，24 年投食店基本全部关闭、联名小店逐步调整、卡位社区开设国民零食店目标干店，国民零食店采用加盟模式，产品价格同零食量贩店相近，在自有品牌产品保障质量、多年经营加盟商资源丰富下有望实现快速复制，开店目标达成可期。具体来看，线下门店收入由平均门店数和单店收入共同决定，**净开店数量上**我们预计投食店 24 年全部关闭，24-26 年联盟小店净关闭 50/50/49 家，国民零食店净开 500/500/500 家；**单店收入上**，24-26 年联盟小店单店收入同比 -5%/-5%/持平，国民零食店同比 +3%/+3%/持平。**预计 24-26 年线下渠道营收分别为 39.3/62.0/83.4 亿元，同比+82%/58%/35%。**

**毛利方面**，公司主要原料为树坚果、棕榈油等，短期预计采购价格相对稳定，伴随坚果自产比例增加、供应链效率提升、规模效应释放，公司毛利率有望改善；结构方面，考虑到目前线下渠道仍在调整，后续线下占比提升或将对毛利产生部分拖累，我们预计 24-26 年整体毛利率分别为 24.2%/24.5%/24.4%。**费用方面**，1) 销售费用率：线上渠道经营逐步回稳，“品销合一”策略下费效有望持续提升，叠加线上规模效应释放，预计 24-26 年销售费用率分别 17.4%/17.4%/17.2%；

2) 管理费用率: 国民零食店采用加盟模式进行扩张, 后续在公司组织结构优化、规模效应释放下费率有望降低, 预计 24-26 年管理费用率分别 3.0%/2.9%/2.9%。

根据上述假设, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 106.4/147.0/187.1 亿元, 同比+49.5%/38.2%/27.3%; 归母净利润分别为 3.9/6.0/7.9 亿元, 同比+75.3%/54.7%/31.8%。

**表4: 分渠道拆分预测 (百万元)**

项目	2020A	2021 A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	9794	9770	7293	7115	10638	14696	18713
YoY	-4%	0%	-25%	-3%	50%	38%	27%
盈利预测: 分渠道拆分							
线上	7231	6479	4788	4951	6710	8498	10377
YoY	-23%	-10%	-26%	3%	36%	27%	22%
天猫系	3746	2956	1980	1738	1929	2026	2127
YoY		-21%	-33%	-12%	11%	5%	5%
京东系	2738	2408	1723	1197	1317	1383	1452
YoY		-12%	-28%	-31%	10%	5%	5%
新电商+其他	747	1115	1085	2016	3464	5090	6798
YoY		49%	-3%	86%	72%	47%	34%
线下	2498	3176	2418	2163	3928	6198	8336
YoY	213%	27%	-24%	-11%	82%	58%	35%
线下分销	1166	1609	1474	1641	2626	3413	4096
YoY		38%	-8%	23%	60%	30%	20%
线下直营店	872	818	457	0	0	0	0
YoY	68%	-6%	-44%	-100%	-	-	-
线下联盟小店	460	749	487	266	151	114	865
YoY	64%	63%	-35%	-45%	-43%	-25%	-26%
国民零食店				92	1151	2670	4156
YoY					1151%	132%	56%
盈利预测: 期末门店数							
门店总数	1043	1065	561	415	865	1315	1766
投食店	171	140	23	0	0	0	0
联盟小店	872	925	538	266	216	166	117
国民零食店			0	149	649	1149	1649

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测

**表5: 门店构成及单店表现 (家)**

项目	2020	2021	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>投食店</b>							
门店数: 期初	108	171	140	23	-	-	-
净增加数	63	-31	-117	-23	-	-	-
门店数: 期末	171	140	23	-	-	-	-
单店收入 (万元/家)	625	526	561	0	-	-	-
YoY	-4.7%	-15.8%	6.7%	-	-	-	-
<b>联盟小店</b>							



门店数: 期初	278	872	925	538	266	216	166
净增加数	594	53	-387	-272	-50	-50	-48
门店数: 期末	872	925	538	266	216	166	117
单店收入 (万元/家)	80	83	67	66	63	60	60
YoY	-58.8%	4.2%	-20.1%	-0.6%	-5.0%	-5.0%	0%

#### 国民零食店

门店数: 期初	-	149	649	1149
净增加数	149	500	500	500
门店数: 期末	149	649	1149	1649
单店收入 (万元/家)	280	288	297	297
YoY		3.0%	3.0%	0%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测 (注: 单店收入为报表口径)

表6: 费用预测 (百万元)

项目	2020	2021	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	23.90%	29.38%	26.74%	23.33%	24.21%	24.52%	24.44%
税金及附加	33.10	47.45	47.78	45.40	63.83	88.18	102.92
税金及附加/营业收入	0.3%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	1,712.25	2,072.04	1,532.84	1,237.52	1,850.94	2,549.81	3,209.24
销售费用/营业收入	17.5%	21.2%	21.0%	17.4%	17.4%	17.4%	17.2%
管理费用	221.06	283.17	283.46	227.46	313.81	426.19	533.31
管理费用/营业收入	2.3%	2.9%	3.9%	3.2%	3.0%	2.9%	2.9%
研发费用	52.52	57.54	38.44	24.92	53.19	51.44	65.49
研发费用/营业收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

我们选取与公司业务、商业模式相似的 A 股上市公司良品铺子、盐津铺子、劲仔食品、甘源食品进行对比, 结合 iFinD 一致预期并以 2024 年 5 月 13 日收盘价计算, 同行业 4 家公司 2024/2025/2026 年 PE 均值为 26/20/16 倍; 我们预计公司 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 0.96/1.49/1.96 元, 对应 PE 分别为 28/18/13 倍, 当前估值水平合理。

表7: 可比公司盈利预测与估值比较

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603719	良品铺子	15.10	0.45	0.34	0.50	0.57	34	44	30	27
002847	盐津铺子	75.10	2.58	3.54	4.55	5.80	29	21	17	13
003000	劲仔食品	14.10	0.48	0.65	0.85	1.05	30	22	17	13
002991	甘源食品	82.50	3.53	4.48	5.59	6.73	23	18	15	12
	<b>均值</b>						<b>29</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>16</b>
300783	三只松鼠	26.46	0.55	0.96	1.49	1.96	48	28	18	13

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测;

注: 劲仔食品数据采用 iFinD 一致预期, 良品铺子、盐津食品、甘源食品数据为民生证券研究院预测, 股价时间为 2024 年 5 月 13 日;

## 4.3 投资建议

公司持续推进以坚果为核心的供应链全链路优化、构建全品类大单品矩阵，拥抱新兴渠道、调整传统渠道、构建全渠道矩阵；24 年度继续坚定和更加彻底地执行“高端性价比”总战略，并在“全渠道、全品类”布局中，聚焦做强新兴渠道与聚焦做强坚果和零食大单品，持续看好公司二次创业开花结果。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 106.4/147.0/187.1 亿元，同比 +49.5%/38.2%/27.3%；归母净利润分别为 3.9/6.0/7.9 亿元，同比 +75.3%/54.7%/31.8%。预计公司 2024/2025/2026 年 EPS 分别为 0.96/1.49/1.96 元，当前股价对应 P/E 分别为 28/18/13X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5 风险提示

- 1) **渠道拓展不及预期。**公司从线上电商为核心转向全渠道经营，若线下分销、门店业务拓展不及预期，整体收入增速将会下滑。
- 2) **行业竞争加剧。**由于坚果炒货行业进入门槛不高，白牌或渠道商自有品牌入局将会加大行业竞争，若未来行业增速放缓、市场参与者数量不断增加，则对公司的市占率及经营业绩存在不利影响。
- 3) **原材料价格大幅上涨。**公司坚果类产品的主要原料为各类农产品，易受自然条件、市场供求等因素影响而产生价格波动，若公司无法通过锁价等手段平滑成本的大幅上涨，则会对毛利率产生较大影响，影响整体盈利水平。
- 4) **食品安全风险。**在公司日常经营过程中，仍有可能因为上游供应商未能完全按照有关法规及公司要求进行生产，质量控制制度和标准未得到严格执行、生产和检测流程操作不当等原因导致食品质量安全问题的发生。在公司产品进入流通渠道之后，食品安全问题会受到一些不可控因素的影响。如果出现食品质量安全事件，会对公司品牌声誉造成负面影响，产品销售会出现下滑。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,115	10,638	14,696	18,713
营业成本	5,455	8,062	11,092	14,139
营业税金及附加	45	64	88	103
销售费用	1,238	1,851	2,550	3,209
管理费用	227	314	426	533
研发费用	25	53	51	65
EBIT	239	410	656	876
财务费用	6	8	6	4
资产减值损失	-14	-9	-10	-10
投资收益	54	74	109	138
营业利润	278	470	751	1,004
营业外收支	36	44	44	44
利润总额	314	514	795	1,048
所得税	94	128	199	262
净利润	220	385	596	786
归属于母公司净利润	220	385	596	786
EBITDA	334	509	761	987

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	328	855	1,328	1,910
应收账款及票据	594	744	946	1,049
预付款项	117	121	166	212
存货	1,388	1,884	2,609	3,328
其他流动资产	1,901	1,913	1,943	1,960
流动资产合计	4,327	5,517	6,992	8,458
长期股权投资	21	21	21	21
固定资产	507	515	515	515
无形资产	113	113	113	113
非流动资产合计	1,216	1,243	1,279	1,310
资产合计	5,543	6,760	8,272	9,768
短期借款	300	520	520	520
应付账款及票据	1,548	2,016	2,711	3,299
其他流动负债	912	1,155	1,551	1,945
流动负债合计	2,760	3,691	4,782	5,764
长期借款	125	125	125	125
其他长期负债	144	145	145	145
非流动负债合计	269	270	270	270
负债合计	3,029	3,961	5,052	6,034
股本	401	401	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,514	2,799	3,220	3,734
负债和股东权益合计	5,543	6,760	8,272	9,768

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-2.45	49.52	38.15	27.33
EBIT 增长率	95.68	71.64	59.87	33.52
净利润增长率	69.85	75.35	54.74	31.85
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	23.33	24.21	24.52	24.44
净利润率	3.09	3.62	4.06	4.20
总资产收益率 ROA	3.97	5.70	7.21	8.05
净资产收益率 ROE	8.74	13.77	18.52	21.05
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.57	1.49	1.46	1.47
速动比率	0.35	0.45	0.49	0.53
现金比率	0.12	0.23	0.28	0.33
资产负债率 (%)	54.65	58.59	61.07	61.77
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	25.00	22.55	20.55	19.03
存货周转天数	81.13	73.04	72.90	75.58
总资产周转率	1.41	1.73	1.96	2.07
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	0.96	1.49	1.96
每股净资产	6.27	6.98	8.03	9.31
每股经营现金流	0.83	1.06	1.61	2.04
每股股利	0.25	0.44	0.68	0.89
<b>估值分析</b>				
PE	48	28	18	13
PB	4.2	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	31.44	20.64	13.80	10.64
股息收益率 (%)	0.95	1.66	2.56	3.38

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	220	385	596	786
折旧和摊销	95	98	105	111
营运资金变动	80	39	78	87
经营活动现金流	334	425	644	818
资本开支	-68	-68	-68	-67
投资	-265	0	0	0
投资活动现金流	-280	17	41	71
股权募资	0	0	0	0
债务募资	227	220	0	0
筹资活动现金流	100	85	-212	-308
现金净流量	153	527	473	582

## 插图目录

图 1: 三只松鼠商业模式一览.....	3
图 2: 公司发展经营复盘.....	4
图 3: 公司股权结构 (截止 24Q1) .....	5
图 4: 2021 年事业合伙人持股计划.....	6
图 5: 2024 年公司发布股票期权激励计划及员工持股计划 (草案) .....	7
图 6: 2014-2024Q1 营业收入及增速.....	8
图 7: 2014-2024Q1 归母净利润及增速.....	8
图 8: 2016-2024Q1 政府补助金额变化.....	8
图 9: 2014-2024Q1 扣非净利润及增速.....	8
图 10: 2014-2024Q1 毛利率及扣非净利率.....	8
图 11: 2014-2024Q1 费用率情况.....	8
图 12: 中国休闲食品行业规模接近 2 万亿元.....	9
图 13: 中国零食市场公司格局较为分散.....	9
图 14: 中国零食市场外资排名靠前(2022 年) .....	9
图 15: 风味零食占中国零食市场比重过半 (2023 年) .....	9
图 16: 中国坚果炒货市场规模及增速.....	10
图 17: 年人均坚果消费量对比.....	10
图 18: 坚果炒货可划分为籽坚果和树坚果 (2021 年) .....	10
图 19: 树坚果竞争格局 (2022 年) .....	10
图 20: 中国混合坚果市场规模及增速.....	11
图 21: 混合坚果竞争格局 (2022 年) .....	11
图 22: 布局坚果全产业链.....	12
图 23: 与全球知名坚果农场合作 .....	13
图 24: 公司主要单品情况.....	13
图 25: 三只松鼠同友商价格对比 .....	14
图 26: 2018-2023 年线上渠道收入及增速.....	15
图 27: 线上渠道结构持续调整.....	15
图 28: 2020-2023 年传统电商收入及增速.....	16
图 29: 2020-2023 年新电商及私域收入及增速.....	16
图 30: 抖音月活跃用户规模领先.....	16
图 31: 组织人员持续调整.....	16
图 32: 三只松鼠凭借优质单品打造、头部达人引流、大量中小达人汇聚流量实现抖音放量.....	17
图 33: 23H2 公司抖音销售额快速放量.....	17
图 34: 23H2 公司抖音关联达人及直播数快速增长.....	17
图 35: 三只松鼠抖音销售额领先 (万元) .....	18
图 36: 23 年公司抖音客单价持续走低且低于同行.....	18
图 37: 公司线下分销渠道构成.....	18
图 38: 2018-2023 年线下渠道收入及增速.....	19
图 39: 线下渠道结构持续调整.....	19
图 40: 2020-2023 年线下分销收入及增速.....	19
图 41: 2019-2023 年线下门店收入及增速.....	19
图 42: 三只松鼠进驻零食很忙.....	20
图 43: 三只松鼠线下门店数量及增速.....	21
图 44: 高峰期联盟门店全国分布 .....	21
图 45: 三只松鼠店型对比.....	22
图 46: 国民零食店/零食很忙/良品铺子六代店单店模型测算对比.....	22

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
-----------------	---

表 1: 创始人深耕坚果行业多年, 管理团队经验丰富 .....	5
表 2: 深入一产, 发掘优质原料 .....	11
表 3: 零食很忙集团业绩贡献敏感性测算 .....	20
表 4: 分渠道拆分预测 (百万元) .....	24
表 5: 门店构成及单店表现 (家) .....	24
表 6: 费用预测 (百万元) .....	25
表 7: 可比公司盈利预测与估值比较 .....	25
公司财务报表数据预测汇总 .....	28

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026