

# 三只松鼠 (300783)

## 以“高端性价比”突围，重回百亿初露峥嵘 买入 (首次)

2024年05月24日

证券分析师 孙瑜

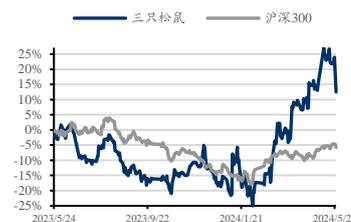
执业证书: S0600523120002  
suny@dwzq.com.cn

证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002  
luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	7293	7115	10202	13791	17697
同比 (%)	(25.35)	(2.45)	43.40	35.17	28.33
归母净利润 (百万元)	129.40	219.79	404.72	561.83	731.84
同比 (%)	(68.52)	69.85	84.14	38.82	30.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.32	0.55	1.01	1.40	1.83
P/E (现价&最新摊薄)	73.60	43.33	23.53	16.95	13.01

### 股价走势



### 投资要点

- **线上领跑的国民零食品牌，“高端性价比”战略引领公司走出困境。**三只松鼠创立于2012年，早期借助电商渠道红利快速成长为国民零食品牌。创始人、董事长章燎源系公司实控人，直接持有公司40%以上股份，公司股权结构和核心管理层双稳定。2019-2022年传统货架电商渠道流量受到冲击，叠加外部疫情，零食线下渠道的重大变革，公司线上线下业务均遭遇挫折，收入出现连续下滑。2022年以来，公司痛定思痛，确立以高端性价比战略引领变革，2023年为改革首年，线下模式重塑，抖音继续放量扭转线上颓势，供应链大幅优化，2024Q1礼盒旺销进一步助推业绩显著改善，单季度营收增长超过90%，净利率处高水位。
- **“高端性价比”战略旨在提高全链路效率，为消费者提供质高价优的全品类商品。**“高端性价比”强调以新市场需求为导向、以消费者为核心，通过对整个产业链和关键要素的深度整合和优化，实现“链路更短、工具更先进、组织更协同”。在此基础上，该策略旨在降低交易的全链路总成本，同时提升产品品质，增强产品的差异化，并通过更实惠的价格吸引消费者。本质上，这是一个涵盖从原料采集、制造到产品交付的全产业链深度融合的高效率运作模式，能显著提升生产经营效率。
- **多措并举为战略转型保驾护航。**1) 以“品销合一”为核心，强化管理组织协同。品销合一指聚焦“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，公司精细化管理加强。2) 坚持“一品一链”，做强大单品。公司坚持以坚果为核心，实现“一品一链”，选取核心坚果大单品进行原料直采、自主生产，同时加快品类扩展与上新。自主生产制造能帮助公司降本增效，提升利润率。3) 以“抖+N”赋能全渠道。公司在线上通过抖音渠道短视频电商的内容属性不断打造大单品并赋能全渠道，线下聚焦分销业务，逐步推动日销品区域化深度分销的打造以及社区零食店在根据地市场的密度布局，实现全渠道布局。
- **线下重塑，抖音接力线上，增长轨迹和盈利预期都将改善。**零食线下渠道已经深度变革，对供应链提出新的更高要求，松鼠推出的“优质供应链+社区零食店(类量贩)+分销”将顺应趋势；同时线上流量转向，抖音内容电商崛起，公司已经强力布局，电商增长轨迹已经得到扭转，保持线上第一品牌同时向线下赋能。
- **盈利预测与投资评级：**公司提出高端性价比战略下经营拐点已现。我们预计2024-2026年公司营业收入分别为102/138/177亿元，分别同比增长43%/35%/28%，预计归母净利润4.05/5.62/7.32亿元，同比+84%/+39%/+30%，EPS分别为1.01/1.40/1.83元，对应PE分别为24x、17x、13x，公司2024年对应PEG为0.3，公司已走出经营困境，业绩向好，对比可比公司，具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格大幅波动。

### 市场数据

收盘价(元)	23.75
一年最低/最高价	14.68/27.53
市净率(倍)	3.37
流通A股市值(百万元)	6,640.40
总市值(百万元)	9,523.75

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	7.05
资产负债率(% ,LF)	40.99
总股本(百万股)	401.00
流通A股(百万股)	279.60

### 相关研究

- 《三只松鼠(300783): 高基数下短期波动, 疫情导致业绩承压》  
2020-08-22
- 《三只松鼠(300783): 线上线下协同发展, 份额优先利润承压》  
2020-03-02

## 内容目录

1. 发展历程：横空出世，线上领跑 .....	4
1.1. 电商起家，深耕坚果品类铸就国民零食大品牌 .....	4
1.2. 股权结构清晰稳定，管理团队运营和创新经验丰富 .....	5
1.3. 营收止跌盈利修复，困境反转逻辑已现 .....	7
2. 以“高端性价比”突围，重回百亿初露峥嵘 .....	8
3. 多措并举为战略转型保驾护航 .....	10
3.1. 管理协同，“品销合一”做强组织 .....	10
3.2. 坚持“一品一链”，从0到1推进自主制造 .....	11
3.3. 线上线下共同发力，构建全渠道销售体系 .....	13
3.3.1. 线上：持续推进“抖+N”战略，新兴电商平台快速起量 .....	14
3.3.2. 线下：聚焦区域化深度分销，打造全新社区零食店 .....	16
3.4. 子品牌定位“儿童高端健康零食”，加快IP周边等多元化布局 .....	19
4. 盈利预测 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司股权结构情况 (截至 2024Q1 末) .....	5
图 3:	2024 年公司股票期权激励计划及员工持股计划.....	6
图 4:	公司管理层简介.....	7
图 5:	2016-2024Q1 营业总收入及增速 .....	7
图 6:	2016-2024Q1 归母净利润及增速 .....	7
图 7:	2016-2024Q1 毛利率及归母净利率 .....	8
图 8:	2016-2024Q1 各项费用率 .....	8
图 9:	高端性价比经营模式.....	8
图 10:	三只松鼠部分产品与同行业公司产品价格对比 (2024 年 5 月 17 日) .....	9
图 11:	公司高管任职时间.....	10
图 12:	2019-2023 年公司各部门人员数量变化 .....	10
图 13:	2019-2023 年公司销售人员数量变化及 yoy .....	10
图 14:	近五年公司销售费用率及职工薪酬占比.....	11
图 15:	近五年管理费用率及工资、奖励福利占比.....	11
图 16:	近五年三只松鼠各品类产品收入占比.....	11
图 17:	三只松鼠部分新品图片.....	12
图 18:	公司自有工厂生产情况.....	12
图 19:	公司原料采购端来源和合作品牌图示.....	13
图 20:	三只松鼠云仓图片.....	13
图 21:	渠道的定义和构成.....	14
图 22:	公司历年分渠道营收占比情况.....	14
图 23:	2020-2023 年第三方电商平台收入 (单位: 亿元) .....	15
图 24:	2020-2023 年第三方电商平台收入 yoy .....	15
图 25:	三只松鼠抖音直播间及官方旗舰店.....	15
图 26:	三只松鼠达人分销.....	16
图 27:	三只松鼠在抖音全域拿下多个“第一”.....	16
图 28:	公司形成了区域分销为核心的分销体系 .....	17
图 29:	公司新分销业务营收及 yoy.....	17
图 30:	原有门店 (投食店、联盟店) 和社区零食店数量.....	18
图 31:	原有门店和社区零食店收入 (亿元) .....	18
图 32:	三只松鼠社区零食店.....	18
图 33:	三只松鼠社区零食店内部陈列.....	18
图 34:	三只松鼠拟推出全新店型矩阵.....	18
图 35:	小鹿蓝蓝营业收入及 yoy.....	19
图 36:	小鹿蓝蓝动画.....	19
图 37:	三只松鼠主要业务收入拆分预测.....	20
表 1:	可比公司估值对比 (估值日 2024/5/23) .....	21

## 1. 发展历程：横空出世，线上领跑

### 1.1. 电商起家，深耕坚果品类铸就国民零食大品牌

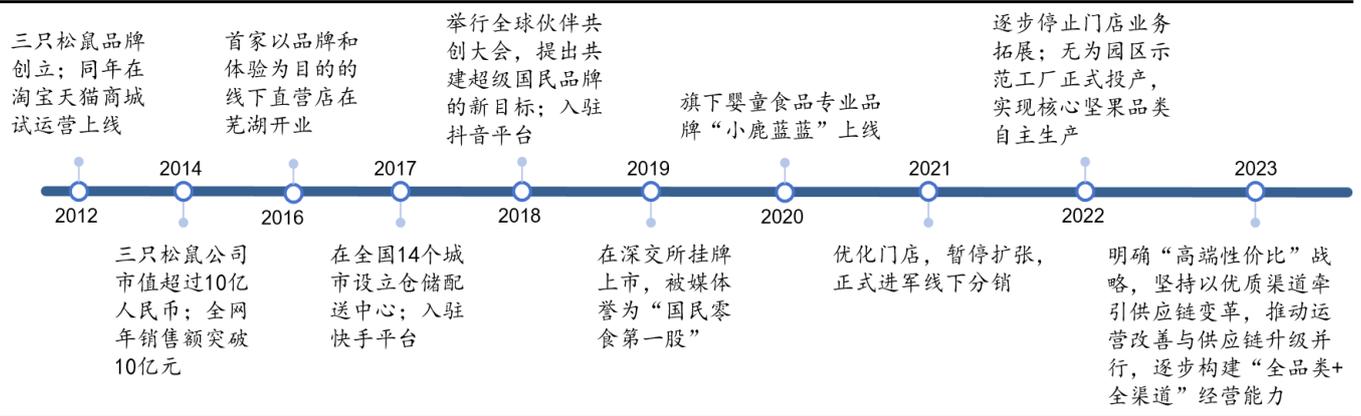
三只松鼠创立于 2012 年，借助互联网销售模式创新，实现了规模的快速拓展，构建起全国化的品牌认知及强大的品牌势能，形成了线上线下全渠道销售体系。公司经过 10 余年发展后，逐渐成为我国休闲食品品牌电商行业的先行者和领导者。具体来看，我们可以将公司的发展历程分为三个阶段：

**1) 2012-2019: 抢抓电商发展机遇，开辟线上休闲食品新赛道。**在品牌于 2012 年创立之后，三只松鼠迅速通过天猫、京东等互联网平台开展自有品牌休闲食品的销售，并借助对业务模式及产品组合的探索和创新，建立了重度垂直的休闲食品研发、采购、检测、分装及以互联网渠道为核心的经营模式。产品方面，公司坚持坚果品类引领，持续拓宽产品矩阵，形成了覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食五大主要门类的休闲食品组合，并在各个细分门类逐渐奠定了领先优势。品牌方面，公司坚持 IP 化、人格化的差异化策略，持续增强消费者的粘性和忠诚度，实现了较强的品牌号召力，逐渐成为休闲食品品牌电商行业的先行者和领导者。

**2) 2020-2022: 传统电商增长乏力，线下渠道持续调整。**随着直播电商平台如抖音、快手的异军突起，传统电商平台的红利持续下降，公司的线上营收遭到拖累。公司于 2020 年起着重推进线下渠道优化，持续加强联盟小店、线下投食店布局，但受疫情等外部环境因素影响，线下门店业务表现不佳，公司于 2022 年起逐步收紧门店业务。这一阶段公司线上线下营收均出现一定幅度下滑，并在 2019 年后未再迈过营收百亿大关。

**3) 2023 至今: 明确“高端性价比”战略转型，困境反转逻辑已现。**2022 年底，公司在行业内率先提出“高端性价比”战略，进行深度变革调整。线上方面，积极调整电商运营策略，拓展线上直播电商平台业务，贯彻“品销合一”；分销方面，持续聚焦区域经销，逐步从中度分销转向终端的精细化管理；线下方面，借助全国化的品牌影响力、坚果核心品类优势和全品类开发的供应链能力，升级打造自有品牌零食专业店。同时坚持以优质渠道牵引供应链变革，串联一二三产，自主投资建设每日坚果、夏威夷果等示范工厂，逐步构建“全品类+全渠道”经营能力。

图1: 公司发展历程

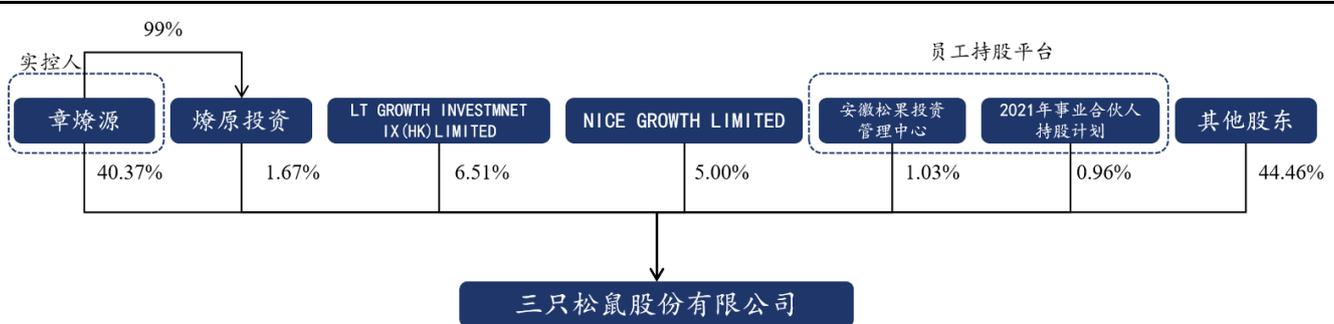


数据来源: 公司官网、公开资料、东吴证券研究所

## 1.2. 股权结构清晰稳定, 管理团队运营和创新经验丰富

公司股权结构清晰稳定, 实控人持股集中。截至 2024Q1 末, 公司董事长、实际控制人章燎源直接持有公司 40.37% 的股份, 同时通过燎原投资间接持股。LT GROWTH 为今日资本旗下基金, 持有公司 6.51% 的股份。NICE GROWTH LIMITED 为 IDG 旗下基金, 持有公司 5.00% 的股份。安徽松果投资管理中心和 2021 年事业合伙人持股计划均为员工持股平台, 分别持有 1.03% 和 0.96% 的公司股份。

图2: 公司股权结构情况 (截至 2024Q1 末)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

双重股权激励彰显发展信心。2024 年公司陆续发布股权激励计划和员工持股计划。计划对 96 名核心骨干授予 243.86 万份公司股票期权, 并以此 96 人为对象开展员工持股计划, 总金额不超过 2379.78 万元、拟持有标的股票数量不超过 198.15 万股。双重股权激励表明了三只松鼠在高端性价比策略牵引下的发展信心, 有利于充分调动员工骨干的积极性和创造性, 有效提升核心团队凝聚力。

图3：2024 年公司股票期权激励计划及员工持股计划

2024年股票期权激励计划			
基本内容	授予数量		243.86 万份（约占公布日公司股本总额的 0.61%）其中，首次授予股票期权221.86 万份，预留 22.00 万份
	授予对象		核心骨干96人
	授予价格		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
2024年员工持股计划			
基本内容	持股规模		拟持有的标的股票数量不超过198.15 万股，约占公布日公司股本总额的 0.49%。其中首次认购的标的股票数量不超过179.08万股，预留份额对应的标的股票数量为19.07万股
	持股人		核心骨干96人
	购买价格		12.01 元/股
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

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**管理层稳定，具备丰富的休闲食品行业经验。**公司创始人、董事长章燎源自 2003 年进入休闲食品行业以来，曾任詹氏食品有限公司区域经理、营销总监、副总经理，期间帮助詹氏食品厂实现营业额突破亿元的优秀业绩，拥有极其丰富的休闲食品运营管理经验。管理层大多数成员在公司创立阶段就已任职重要岗位，深谙行业市场状况和公司发展特点。

图4：公司管理层简介

姓名	职位	年龄	个人简介
章燎源	董事长, 总经理, 董事	47	2012年至2015年担任安徽三只松鼠电子商务有限公司董事长、总经理; 2015年至今担任公司董事长、总经理, 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, 安徽松鼠小镇投资管理中心(有限合伙)执行事务合伙人及北京中坚合果信息技术服务有限公司监事。
潘道伟	董事, 董事会秘书	36	合肥工业大学本科学历, 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, 兼任安徽省新农人协会会长。2015年12月至今任公司董事、董事会秘书。
周庭	财务总监	41	2012年12月至今先后担任公司财务经理、财务总监。

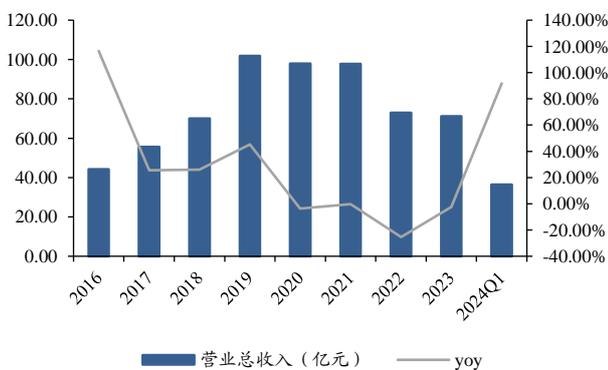
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 1.3. 营收止跌盈利修复，困境反转逻辑已现

2019年货架电商渠道流量受冲击，压力开始显现，公司收入进入瓶颈期。伴随互联网电商格局变动，拼多多和抖快直播电商崛起，淘宝、京东等传统电商平台流量逐步下降，公司线上业务受到冲击；同期线下门店业务开展不及预期，公司主动优化门店模式、暂停线下业务扩张。线上线下表现不佳叠加疫情影响，2020年后公司营收出现连续下滑。2021/2022/2023年公司营收分别为97.70/72.93/71.15亿元，同比-0.24%/-25.35%/-2.45%。

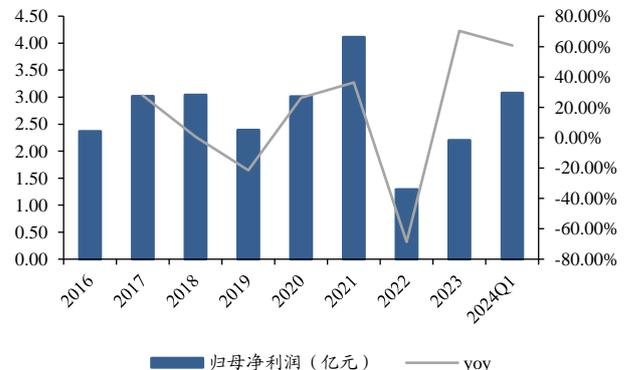
公司于2022年末提出高端性价比战略，实施一系列优化变革措施，加快抖音、快手等新兴直播电商平台布局建设，围绕“一品一链”推进供应链自主建设，持续做大每日坚果等明星品类。多措并举下，2023年Q3开始营收企稳反弹，Q3、Q4净利润率均高于2022年同期，24Q1业绩开门红，单季度营收和归母净利润分别为36.46/3.08亿元，分别同比大幅增长91.83%和60.80%，24Q1毛利率和归母净利率分别为27.40%和8.46%，同比略有下降，但在高端性价比战略持续推进下，盈利能力提升可期。

图5：2016-2024Q1 营业总收入及增速



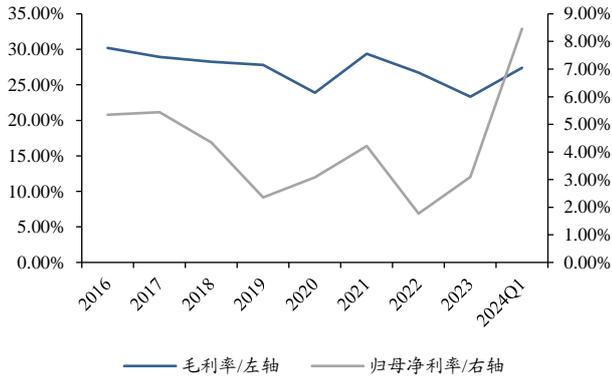
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图6：2016-2024Q1 归母净利润及增速



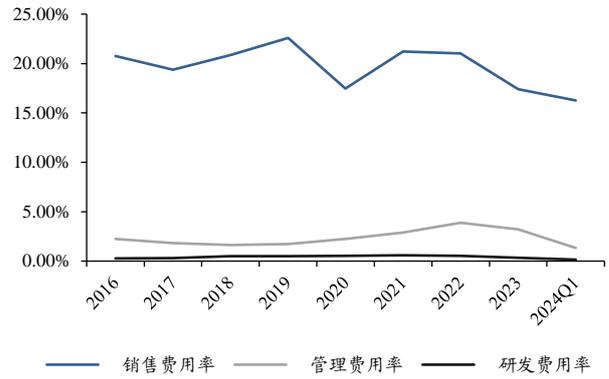
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7: 2016-2024Q1 毛利率及归母净利润率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图8: 2016-2024Q1 各项费用率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

## 2. 以“高端性价比”突围，重回百亿初露峥嵘

公司提出“高端性价比”战略，旨在提高全链路效率，为消费者提供质高价优的全品类商品。在货架电商流量下降背景下，公司收入进入瓶颈期，因而痛定思痛，于2022年明确提出“高端性价比”长期战略。“高端性价比”强调以新市场需求为导向、以消费者为核心，通过对整个产业链和关键要素的深度整合和优化，实现“链路更短、工具更先进、组织更协同”。在此基础上，该策略旨在降低交易的全链路总成本，同时提升产品品质，增强产品的差异化，并通过更实惠的价格吸引消费者。

图9: 高端性价比经营模式



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图10: 三只松鼠部分产品与同行业公司产品价格对比 (2024年5月17日)

三只松鼠部分产品与同行业公司产品售价对比 (抖音平台)									
每日坚果					夏威夷果				
品牌	三只松鼠	知味轩	沃隆	百草味	品牌	三只松鼠	百草味	良品铺子	甘源
商品页面					商品页面				
售价	79元/750g	124元/820g	128元/750g	79元/750g	售价	24.9元/500g	29.9元/500g	58.9元/500g	49.8元/430g
单价	10.5元/100g	15.1元/100g	17.1元/100g	10.5元/100g	单价	5.0元/100g	6.0元/100g	11.8元/100g	11.6元/100g
芒果干					鹌鹑蛋				
品牌	三只松鼠	良品铺子	悦百汇	来伊份	品牌	三只松鼠	百草味	盐津铺子	比比赞
商品页面					商品页面				
售价	17.9元/400g	24.9元/500g	19.9元/500g	43.8元/432g	售价	19.9元/420g	18.9元/420g	19.9元/400g	19.9元/480g
单价	4.5元/100g	5.0元/100g	4.0元/100g	10.1元/100g	单价	4.7元/100g	4.5元/100g	5.0元/100g	4.1元/100g
沙琪玛					猪肉脯				
品牌	三只松鼠	徐福记	良品铺子	百草味	品牌	三只松鼠	良品铺子	盐津铺子	来伊份
商品页面					商品页面				
售价	19.9元/700g	9.9元/320g	29.9元/500g	25.8元/1000g	售价	19.9元/262.5g	19.9元/240g	17.9元/295g	39.9元/135g
单价	2.8元/100g	3.1元/100g	6.0元/100g	2.6元/100g	单价	7.6元/100g	8.3元/100g	6.1元/100g	29.5元/100g

数据来源: 抖音、东吴证券研究所

“高端性价比”战略的本质在于提高供应链、渠道等全链路效率。自三只松鼠实施高端性价比战略以来,公司创始人章燎源多次强调“为成果而管理”的现代经营管理理念,其逻辑来源于现代管理之父德鲁克提出的“总成本领先”。本质上,这是一个涵盖从原料采集、制造到产品交付的全产业链深度融合的高效率运作模式,能显著提升生产经营效率。依照这一战略理念,三只松鼠将市场需求导向引入供应链优化当中,自主构建坚果等品类的产线工厂,持续进行产、供、销深度整合,同时通过“抖+N”、社区零食店等全新渠道举措不断夯实“全渠道+全品类”经营能力,打造出一批真正质高价优的产品。根据抖音平台,公司在该渠道销售的产品中,多品类单价都处于品牌中的较低水平。

### 3. 多措并举为战略转型保驾护航

#### 3.1. 管理协同，“品销合一”做强组织

公司坚持管理协同，管理层长期保持稳定。公司主要高管团队保持稳定，均自 2015 年以来任职至今。因此公司有较强的战略定力和延续性。此次改革公司摆脱了过去电商的组织惯性，企业内部沿用德鲁克的成果管理，每个岗位关注成果贡献。

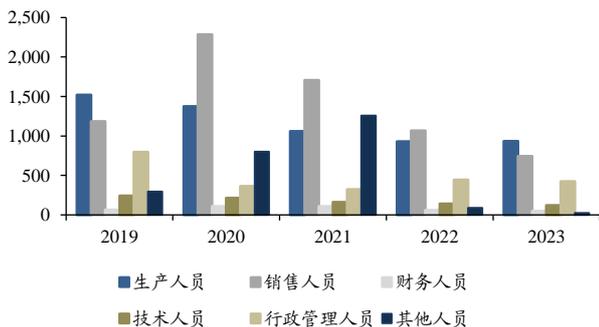
图11: 公司高管任职时间

姓名	职务	任职时间
章燎源	总经理	2015-12-14至今
潘道伟	董事会秘书	2015-12-14至今
周庭	财务负责人	2015-12-14至今

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

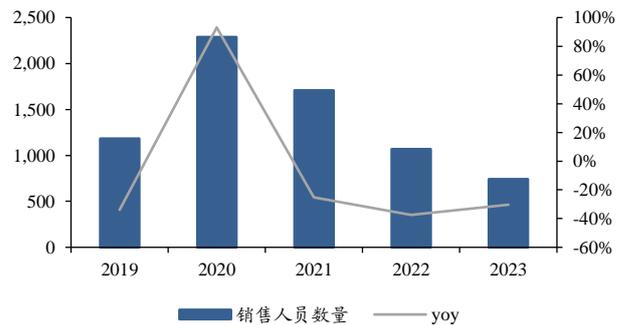
公司坚持品销合一战略，精简业务团队提高效率。品销合一是指聚焦“产品、市场、渠道”三个关键环节高度平衡，实现以市场为导向，以消费者为中心并高度协同的网络化组织，公司精细化管理加强。公司在 2020 年大规模扩张业务团队，2021 年至 2023 年在瓶颈期进行了人员精简与优化，销售人员数量逐年递减。2019-2023 年，公司的销售费用率呈现波动下降的趋势；管理费用率在经历了 2019-2022 连续四年的增长后，在 2023 年经过调整后也呈现回落。职工薪酬、工资及奖励福利在总营收中的占比在 2023 年显著下降。

图12: 2019-2023 年公司各部门人员数量变化



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图13: 2019-2023 年公司销售人员数量变化及 yoy



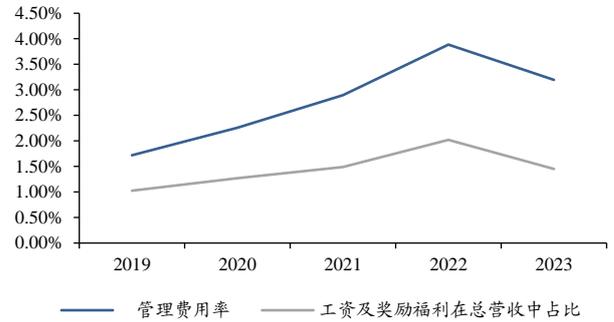
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图14: 近五年公司销售费用率及职工薪酬占比



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图15: 近五年管理费用率及工资、奖励福利占比

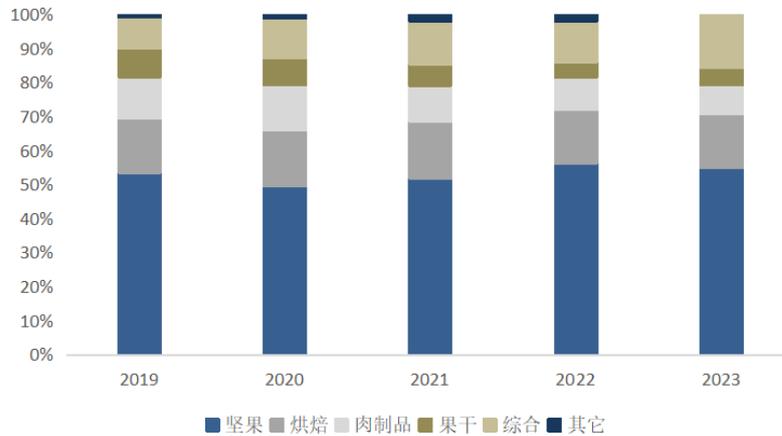


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

### 3.2. 坚持“一品一链”，从0到1推进自主制造

公司坚持以坚果为核心,进行全品类拓展,加速品类上新。坚果的大单品优势突出,近五年坚果品类产品的收入占比始终远超其他品类保持高位。三只松鼠每日坚果、夏威夷果、开心果等坚果产品长期稳居天猫等众多品类榜单前列。同时,三只松鼠也在不断进行品类拓展,近年来新增甄养椰子汁、鲜蛋糕、手撕风干烤脖、鳕鱼肠、红豆蛋黄酥等系列新品,产品矩阵不断丰富。

图16: 近五年三只松鼠各品类产品收入占比



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图17: 三只松鼠部分新品图片



数据来源: 抖音、东吴证券研究所

公司提出“一品一链”，核心坚果品类进入自主制造环节，实现自建工厂、原料直采。自2022年4月以来，三只松鼠先后自主建设了每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类的示范工厂。截至目前，每日坚果、夏威夷果和碧根果的工厂已经投产，成功实现了从原料到生产的供应链一体化。特别是在2022年8月，每日坚果工厂的首批两条产线开始运行。每日坚果工厂采用30万级洁净车间，配备36套全自动化生产设备，打造行业内高标准每日坚果生产工厂，是集生产与发货一体化的综合工厂。夏威夷果、碧根果、开心果产线采用行业领先的生产设备，具备从筛选、杀青、入味到分装的全链路深加工能力，不断提高产品的市场竞争力。而在原料采购端，公司与国内广西等坚果基地实现直采，与全球知名品牌或者农场进行合作，其他品类合作的供应商均也通过了严格筛选。

图18: 公司自有工厂生产情况



数据来源: 三只松鼠公众号、东吴证券研究所

图19: 公司原料采购端来源和合作品牌图示

坚果原材料采购端来源及合作品牌	
与国内云南等基地实现直采	与全球知名品牌合作
广西/云南的夏威夷果基地	全球知名夏威夷果农场Golden
安徽/江苏的碧根果基地	全球第一大碧根果农场Easterlin
新疆的核桃基地	全球第一大开心果农场Wonderful
东北的松子基地	全球坚果供应链能力最强的翱兰等

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司积极探索产地仓和云仓模式, 推动工厂直发, 进一步降本增效。公司联合上游多家供应商推动工厂直发, 在降低物流成本的同时, 不但大大提升了产品到达消费者手中的新鲜度, 而且还真正实现了物流成本的降低, 并进一步提高了供应链效率。

图20: 三只松鼠云仓图片



数据来源: 抖音、东吴证券研究所

### 3.3. 线上线下共同发力, 构建全渠道销售体系

三只松鼠已实现从线上单一渠道向线上线下全渠道销售体系的布局转变。公司线上覆盖淘宝、京东、抖音、拼多多、唯品会等平台, 线下覆盖大型商超、便利店、社区零食店等渠道, 构建了线上线下全渠道销售体系, 能够全场景、更便捷地触达消费者。截至目前, 三只松鼠已经累计服务超 1.7 亿位消费者, 粉丝数位列零食类目第一, 领跑休闲食品行业粉丝榜。

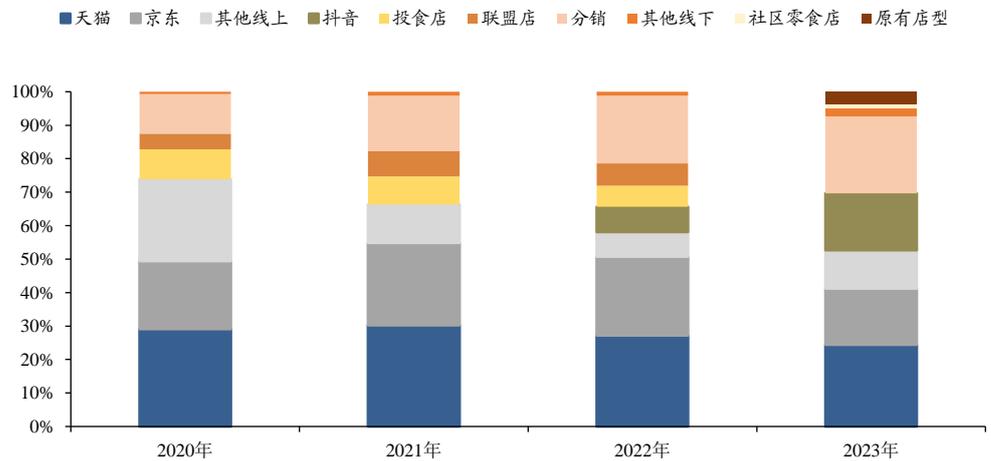
图21: 渠道的定义和构成

渠道分类	定义	构成
综合电商	在传统货架电商基础之上，顺应电商行业内容化、推荐化、相互融合趋势，具备内容、短视频、推荐等综合属性的电商业务。	包含淘宝、京东、拼多多、私域社群、社区团购等。
短视频电商	相较传统营销方式，以AI算法为驱动，通过短视频、直播等方式提供更加生动且丰富的产品展示，从而实现精准匹配与高效转化的新电商。	包含抖音、快手、视频号等。
线下分销	以标杆市场为原点，破除传统加价体系，通过极致性价比的日销货盘及礼盒矩阵高效精准链接线下各类型售点，从而实现可持续动销的特色分销体系。	包括区域经销、线上平台分销、礼品团购、量贩系统等。
社区零食店	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，从而为广大社区家庭提供丰富的质高价优好零食的专业零食店。	\

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三只松鼠初步形成“抖+N”的全渠道协同体系。2023年线上/线下渠道营收占比分别为69.59%/34.41%。进一步拆分渠道，1) 线上渠道：传统电商渠道天猫/京东占比分别为24.43%/16.83%，相较上一年均有下降。由于近年线上平台多元化，以抖音、快手等为代表的社交电商快速崛起，2023年公司重点发展抖音渠道，2023年抖音平台营收占比16.82%，同比增长118.51%。2) 线下渠道：公司以“高端性价比”为导向，重新构建线下门店体系，开创自有品牌社区零食店，并对线下原有店型进行集中优化。同时特别聚焦分销业务，逐步推动日销品区域化深度分销的打造以及社区零食店在根据地市场的密度布局。截至2023年，公司社区零食店已开设149家，原有店型266家。

图22: 公司历年分渠道营收占比情况

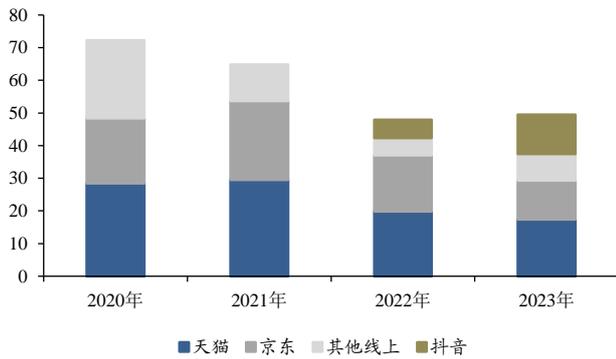


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3.1. 线上：持续推进“抖+N”战略，新兴电商平台快速起量

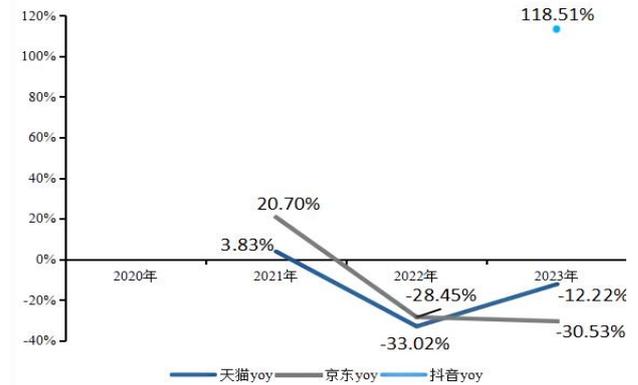
公司聚焦抖音，通过“抖+N”计划推动全渠道发展。公司为抖音渠道匹配高品质、价格适中的爆款商品。抖音渠道为公司带来销售额的同时，还成为能以优质内容作为公司品牌营销阵地，有效赋能至全渠道。数据显示，2023年第三方电商平台收入49.51亿元，扭转了自2020年的下降趋势，实现增长。

图23: 2020-2023年第三方电商平台收入(单位:亿元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图24: 2020-2023年第三方电商平台收入 yoy



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司在抖音短视频领域构建起电商闭环矩阵。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月起稳居休闲食品第一。

1) **达人分销:** 公司大量合作抖音中小达人带货分销,配合“大单品战略”充分发挥达人价值。抖音官方数据显示,年销售超50万的抖音食品类达人共有1.22万名,三只松鼠独自渗透了6200余名,渗透率达51%。“大单品战略”同时受益于三只松鼠的品牌力和供应链,以达人核心反向推算销量与供应链优化。

2) **自直播:** 抖音直播电商成为三只松鼠在2023年的核心渠道。公司自2023年5月至今,在直播电商实现了500%的增长,在抖音全域拿下多个“第一”。通过做好抖音,公司在2023年淡季做出了300%-500%的增长,旺季营收也被推上新台阶。

3) **商城:** 依托抖音超过6亿日活的庞大用户基础,三只松鼠在抖音商城与不同年龄和圈层的消费者产生直接连接,依托内容场景和货架场景的联动及全域流量资源扶持,提升价格力、品牌力,在扭转、重塑品牌形象的过程中实现品效合一。

图25: 三只松鼠抖音直播间及官方旗舰店



数据来源: 抖音、东吴证券研究所

图26: 三只松鼠达人分销



数据来源: 百度-倪叔、东吴证券研究所

图27: 三只松鼠在抖音全域拿下多个“第一”



数据来源: 百度-金错刀、东吴证券研究所

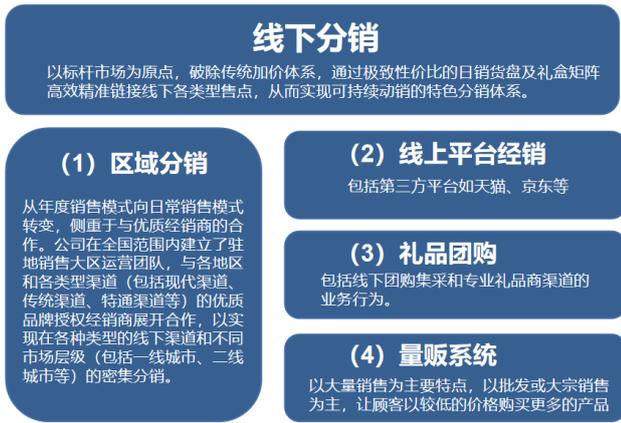
### 3.3.2. 线下: 聚焦区域化深度分销, 打造全新社区零食店

**三只松鼠持续加码线下渠道。**线下渠道目前仍是国内零食销售的主要渠道。2023 年我国零食渠道结构中, 商超卖场占比超过 40%; 便利店与夫妻店合计占比约 24%, 电商渠道占比约 19.6%。因此公司在深耕线上市场的同时, 也持续加码线下市场, 特别聚焦分销业务和社会零食店打造。

**董事长亲自带队, 首次提出“区域化深度分销”。**三只松鼠团队对线下分销非常重视, 是董事长亲自关心的渠道。以“高端性价比”战略为核心, 三只松鼠线下分销以标杆市场为原点, 破除传统加价体系, 通过极致性价比的日销货盘及礼盒矩阵高效精准链接线下各类型售点, 实现可持续动销。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, 2023 年覆盖超十万有效优质终端, 并与沃尔玛、华润、物美、联盛等超过 70 家连锁系统达成直营模式合作。

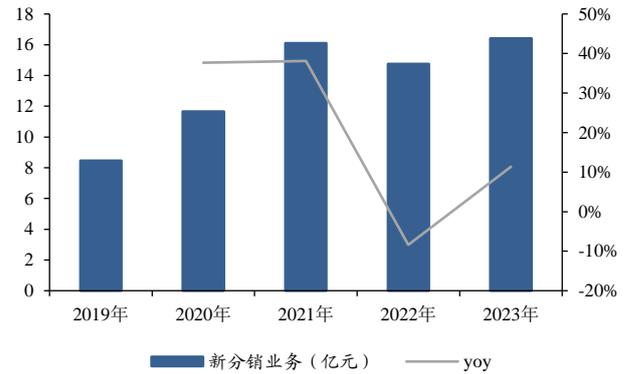
**“区域化深度分销”的特点是以区域为单元实行片区制。**“深度分销”是借助中国销售渠道的多层级、零散化特征, 最大程度实现渠道下沉和终端掌控。“区域化深度分销”在深度分销的基础之上, 以区域为单元实行片区制。不同区域的消费者对产品的偏好、价格敏感度等有细微的偏差, 经销商可以对产品的品类、价格因地制宜, 更好地驱动产品销量增长。数据显示, 2023 年新分销营业收入 16.41 亿, 同比增长 11.33%。

图28: 公司形成了区域分销为核心的分销体系



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图29: 公司新分销业务营收及 yoy



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

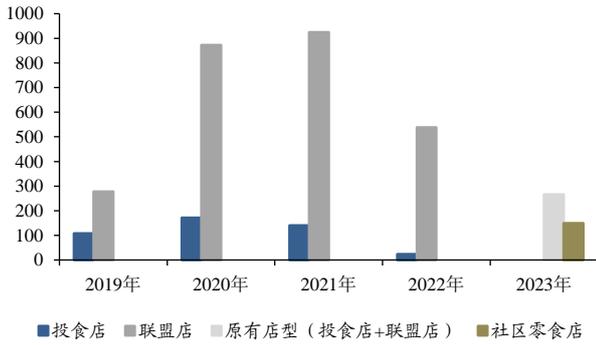
**三只松鼠 2023 年重点打造线下社区零食店。**2021 至 2022 年间, 原有门店(投食店、联盟店)盈利不佳, 三只松鼠大力度关停业绩不佳门店。2023 年, 三只松鼠以“高端性价比”为导向, 重新构建线下门店体系, 开创自有品牌社区零食店, 并对线下原有店型进行集中优化。截至 2023 年, 公司社区零食店已开设 149 家, 原有店型(投食店、联盟店) 266 家。

**社区零食店主要售卖公司自有品牌, 为消费者提供高性价比零食。**与以往线下投食店、联盟店相比, 社区零食店在定价体系、经营理念、产品结构等方面进行了创新升级, 遵循“真材实料、价格厚道; 整数定量、去皮称重”的经营理念, 意在通过自有品牌及供应链升级的方式去除品牌溢价, 更加贴近消费者。社区零食店符合当前消费市场下沉趋势, 目前作为公司当前重大战略性项目推进。

**社区零食店为三只松鼠持续引流。**数据显示, 社区零食店在 2023 年双十一期间累计销售额突破 410 万元; 双十一期间 5 店齐开, 5 店开业累计销售额突破 53 万元。三只松鼠表示, 以社区为单元、提供质高价优零食类产品的家庭消费场景, 将成为新一轮需求并持续成为主流。

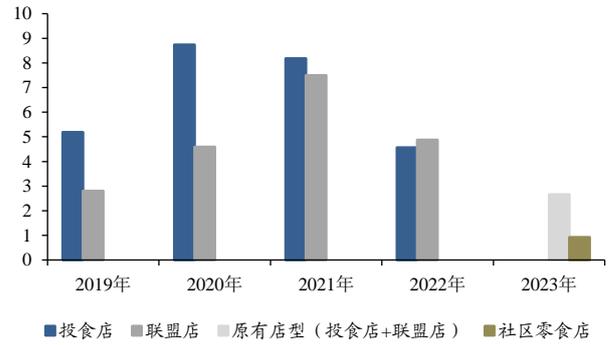
**多店型推出务求快速扩张密度布局。**公司推出店型矩阵, 适配不同社区商圈, 不同店型以现制炒货和差异化零食产品结构满足不同需求。包括旗舰店(120-150 平)、标准店(80-100 平)、精品店(40 平左右)、mall 店(50 平或 100 平)、档口店(20 平)。

图30: 原有门店（投食店、联盟店）和社区零食店数量



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图31: 原有门店和社区零食店收入 (亿元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图32: 三只松鼠社区零食店



数据来源: 三只松鼠公众号、东吴证券研究所

图33: 三只松鼠社区零食店内部陈列



数据来源: 三只松鼠公众号、东吴证券研究所

图34: 三只松鼠拟推出全新店型矩阵





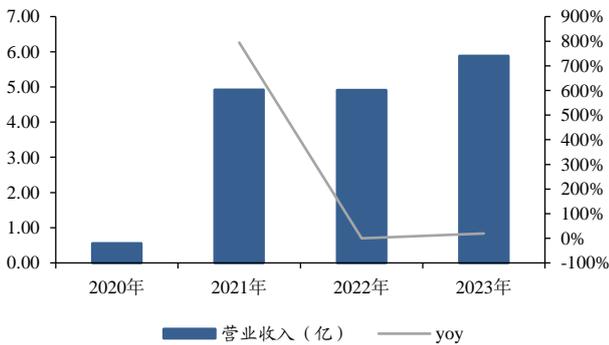
数据来源：松鼠老爹章燎原视频号、东吴证券研究所

### 3.4. 子品牌定位“儿童高端健康零食”，加快 IP 周边等多元化布局

子品牌小鹿蓝蓝全新升级“儿童高端健康零食”品牌定位，不断丰富婴童食品全领域产品线，深耕单品运营。自上线以来位居全网宝宝零食类目前列，打造鳕鱼肠、山楂棒、溶豆、香香米饼等多款销售千万元大单品。同时，自2023年3月以来，上线超200款新品并取得亮眼成绩，其中鳕鱼肠、功能软糖、果泥、山楂棒等爆款新品位列抖音对应品类TOP1。线上渠道覆盖天猫、京东、唯品会、抖音、快手等，线下以三只松鼠投食店和联盟店为基准点，入驻孩子王、KA商超、母婴店等终端。另外，小鹿蓝蓝还通过建立会员体系、科学喂养等生态内容，提升用户活跃度和留存率。

小鹿蓝蓝进行品牌IP化发展。加快IP周边、动画等多元化布局，完成《小鹿蓝蓝》动画片制作并全国上映。

图35：小鹿蓝蓝营业收入及 yoy



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图36：小鹿蓝蓝动画



数据来源：小鹿蓝蓝公众号、东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 102/138/177 亿元，分别同比增长 43%/35%/28%。考虑到公司以“一品一链”布局生产端，毛利率逐步提升。分拆业务如下：

图37：三只松鼠主要业务收入拆分预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>线下渠道</b>							
收入 (百万元)	3,291	2,505	2,163	3,350	5,047	6,905	
同比 (%)		28%	-24%	-14%	55%	51%	37%
占比%	66%	34%	30%	33%	37%	39%	
成本 (百万元)	2,409	1,871	1,715	2,640	3,962	5,400	
毛利 (百万元)	883	634	448	710	1,085	1,505	
毛利率	26.8%	25.3%	20.7%	21.2%	21.5%	21.8%	
<b>线上渠道</b>							
收入 (百万元)	6,479	4,788	4,951	6,852	8,744	10,793	
同比 (%)		-10%	-26%	3%	38%	28%	23%
占比%	66%	66%	70%	67%	63%	61%	
成本 (百万元)	4,491	3,472	3,740	5,160	6,558	8,073	
毛利 (百万元)	1,988	1,316	1,212	1,692	2,186	2,720	
毛利率	30.7%	27.5%	24.5%	24.7%	25.0%	25.2%	
<b>合计</b>							
收入 (百万元)	9,770	7,293	7,115	10,202	13,791	17,697	
同比 (%)		-0.2%	-25.4%	-2.4%	43.4%	35.2%	28.3%
成本 (百万元)	6,899	5,343	5,455	7,800	10,520	13,472	
毛利 (百万元)	2,871	1,950	1,660	2,403	3,271	4,225	
毛利率	29.4%	26.74%	23.33%	23.55%	23.72%	23.87%	

数据来源：Wind、东吴证券研究所

**1) 线下渠道：**公司线下渠道主要包括传统线下门店（联营小店&投食店）、新分销和社区零食店业务。公司以“高端性价比”战略转型以后，传统线下门店业务逐步收缩，新分销和社区零食店业务将加速增长。我们预计公司线下渠道 2024-2026 年营业收入分别为 33.5/50.5/69.1 亿元，同比+55%/+51%/+37%。

**2) 线上渠道：**公司线上渠道主要包括天猫系、京东系、抖音。公司推进“抖+N”布局，预期今年抖音渠道快速放量，同时以内容营销赋能其他渠道，带动整体线上渠道增长，我们预计公司线上渠道 2024-2026 年营业收入分别为 68.5/87.4/107.9 亿元，同比+38%/28%/23%。

公司提出**高端性价比战略引领全方位转型，业绩大幅改善，经营拐点已现**。可比公司我们选取盐津铺子、劲仔食品、甘源食品。盐津、劲仔、甘源均为休闲零食公司，全渠道布局，在产品和渠道上与三只松鼠可比。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 102/138/177 亿元，分别同比增长 43%/35%/28%，预计归母净利润 4.05/5.62/7.32 亿元，同比+84%/+39%/+30%，EPS 分别为 1.01/1.40/1.83 元，对应 PE 分别为 24x、17x、13x，公司 2024 年对应 PEG 为 0.3，公司已走出经营困境，业绩向好，对比可比公司，具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表1: 可比公司估值对比 (估值日 2024/5/23)

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PEG
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
002847.SZ	盐津铺子	69	135	3.75	3.46	4.55	5.58	18.4	20.0	15.2	12.4	1.1
003000.SZ	劲仔食品	14	61	0.46	0.68	0.88	1.10	29.2	20.0	15.4	12.4	0.5
002991.SZ	甘源食品	75	70	3.53	4.44	5.60	6.75	21.1	16.8	13.3	11.1	0.6
	平均							23.8	20.0	15.3	12.4	0.8
300783.SZ	三只松鼠	24	95	0.55	1.01	1.40	1.83	43.3	23.5	17.0	13.0	0.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 注: 上述公司盈利预测来自东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**食品安全风险:** 食品安全内部控制是公司的声誉基石, 若出现食品安全事件, 公司的业绩以及形象都会遭到严重打击。

**市场竞争加剧的风险:** 休闲食品行业及坚果行业进入发展新阶段, 大量新晋品牌涌入市场导致竞争加剧。公司若不能持续提高核心竞争力, 市场份额恐有被挤压的风险。

**原材料价格大幅波动:** 公司成本中原材料占比较大, 原材料价格如果出现大幅波动, 将给公司成本控制带来较大压力, 同时挤压公司的盈利空间。

## 三只松鼠三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>4,327</b>	<b>5,752</b>	<b>7,601</b>	<b>9,728</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,115</b>	<b>10,202</b>	<b>13,791</b>	<b>17,697</b>
货币资金及交易性金融资产	347	798	1,617	2,723	营业成本(含金融类)	5,455	7,800	10,520	13,472
经营性应收款项	711	1,006	1,311	1,619	税金及附加	45	65	88	113
存货	1,388	2,058	2,776	3,480	销售费用	1,238	1,734	2,317	2,955
合同资产	0	0	0	0	管理费用	227	204	262	327
其他流动资产	1,882	1,889	1,897	1,906	研发费用	25	34	41	53
<b>非流动资产</b>	<b>1,216</b>	<b>1,174</b>	<b>1,140</b>	<b>1,106</b>	财务费用	6	0	0	0
长期股权投资	21	21	21	21	加:其他收益	116	100	100	100
固定资产及使用权资产	584	582	572	558	投资净收益	54	77	103	133
在建工程	252	227	204	184	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	113	113	113	113	减值损失	(9)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	65	65	65	65	<b>营业利润</b>	<b>278</b>	<b>542</b>	<b>766</b>	<b>1,009</b>
其他非流动资产	180	165	165	165	营业外净收支	36	36	36	36
<b>资产总计</b>	<b>5,543</b>	<b>6,925</b>	<b>8,742</b>	<b>10,833</b>	<b>利润总额</b>	<b>314</b>	<b>578</b>	<b>802</b>	<b>1,044</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,760</b>	<b>3,732</b>	<b>4,987</b>	<b>6,346</b>	减:所得税	94	173	240	312
短期借款及一年内到期的非流动负债	369	305	305	305	<b>净利润</b>	<b>220</b>	<b>405</b>	<b>562</b>	<b>732</b>
经营性应付款项	1,548	2,232	3,068	3,967	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	295	428	593	779	<b>归属母公司净利润</b>	<b>220</b>	<b>405</b>	<b>562</b>	<b>732</b>
其他流动负债	548	767	1,021	1,296	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	1.01	1.40	1.83
非流动负债	269	270	270	270	EBIT	239	578	802	1,044
长期借款	125	125	125	125	EBITDA	334	619	845	1,089
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	23.33	23.55	23.72	23.87
租赁负债	66	66	66	66	归母净利率(%)	3.09	3.97	4.07	4.14
其他非流动负债	78	79	79	79	收入增长率(%)	(2.45)	43.40	35.17	28.33
<b>负债合计</b>	<b>3,029</b>	<b>4,002</b>	<b>5,256</b>	<b>6,616</b>	归母净利润增长率(%)	69.85	84.14	38.82	30.26
归属母公司股东权益	2,514	2,924	3,485	4,217					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,514</b>	<b>2,924</b>	<b>3,485</b>	<b>4,217</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,543</b>	<b>6,925</b>	<b>8,742</b>	<b>10,833</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	334	437	726	982	每股净资产(元)	6.27	7.29	8.69	10.52
投资活动现金流	(280)	72	93	123	最新发行在外股份(百万股)	401	401	401	401
筹资活动现金流	100	(57)	0	0	ROIC(%)	5.80	12.47	15.18	16.84
现金净增加额	153	451	819	1,105	ROE-摊薄(%)	8.74	13.84	16.12	17.35
折旧和摊销	95	42	43	45	资产负债率(%)	54.65	57.79	60.13	61.07
资本开支	(68)	(15)	(10)	(10)	P/E(现价&最新股本摊薄)	43.33	23.53	16.95	13.01
营运资本变动	80	62	224	339	P/B(现价)	3.79	3.26	2.73	2.26

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>