



# 三只松鼠 (300783.SZ): 企业改革成效凸显, 业绩拐点出现

2024年5月27日

强烈推荐/调高

三只松鼠

公司报告

成败起伏皆因传统电商, 如今借助社交电商东山再起。2012年公司品牌创立, 当年双11便拿下行业销量第一的宝座, 屡创纪录, 7年时间便成功上市, 销售额破百亿。然而随着电商红利的衰退, 19年后公司增速持续下滑, 公司开启线下直营店和加盟店模式, 探索分销模式以平衡电商渠道的不足, 然而疫情期间的加速拓店使得公司线下业务遭受重创, 在随后的几年公司大量关闭线下门店, 将重心转移至分销和社交电商。在此期间, 公司加快工厂的建设, 重塑供应链模式, 夯实自身内功, 23年公司发布“高端性价比”战略, 高性价比产品契合社交电商模式, 公司业绩重回增长。

我国休闲零食有很大的增长空间: 1、我国人均休闲零食消费量14kg/人, 明显低于美国/日本和全球人均水平(70kg/42kg/27kg); 参考日本, 虽然在日本经济衰退前期, 休闲食品占家庭食品支出比重有所下降但后期恢复较快, 证明休闲食品弹性较大, 长期趋势为占比提升, 在经济恢复期有相对其他食品饮料细分板块有更好的表现。2、中等收入水平群体可支配收入增速放缓, 一定程度抑制了居民消费升级的意愿, 具备性价比的产品将更加受到青睐, 相应的渠道和产品将继续获得红利。3、如今社交电商和量贩零食店的模式契合了市场需求, 行业渠道发生了巨大的变革, 给处在产业链上游的企业带来机遇, 也给一部分企业带来挑战, 我们认为这种模式中短期还能具备一定的机会。

公司通过供应链及渠道变革重回增长。1、公司线上渠道将重心转向社交电商, 通过抖音起量带动其他渠道销售, 目前取得一定成效。2、线下关闭大量的传统门店, 主要聚焦分销业务, 以增加日销量为目的, 打造更高效的分销运营体系, 目前日销品占比达30%, 具备继续提升的空间。3、通过自建工厂, 深度合作创新合作原材料供应商重塑供应链体系, 降低成本, 以高端的性价比产品做大销量并获得规模优势, 从而进一步降低供应链成本, 获得良性循环。

投资建议: 公司制定了3年200亿目标。我们认为, 公司向多品类多渠道转型符合市场趋势, 目前来看已经逐步走出业绩低谷, 公司业绩有望持续恢复, 业绩目标可期。不考虑股权激励费用, 预计公司2024-2026年营业收入分别为107.99、136.97、161.15亿元, 归母净利润分别为3.84、5.31和6.65亿元, 对应EPS分别为0.96、1.32和1.66元。当前股价对应2024-2026年PE值分别为25、18和14倍, 调高至“强烈推荐”评级。

风险提示: 抖音平台竞争愈发激烈, 渠道利润率受损; 受量贩零食店冲击, 线下开社区店速度和效果不及预期。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,293.16	7,114.58	10,798.60	13,697.42	16,115.09
增长率(%)	-25.35%	-2.45%	51.78%	26.84%	17.65%
归母净利润(百万元)	129.06	219.79	383.90	530.73	665.16
增长率(%)	68.61%	70.30%	74.67%	38.25%	25.33%
净资产收益率(%)	5.51%	8.74%	14.60%	19.27%	22.75%

## 公司简介:

公司三只松鼠股份有限公司的主营业务为自有品牌休闲食品的研发、检测、分装及销售。主要产品为炒货食品、坚果、果干、烘焙、肉制品等休闲食品。“三只松鼠”商标被国家知识产权局予以驰名商标保护。

资料来源: iFinD、公司公告

## 未来3-6个月重大事项提示

无

## 发债及交叉持股介绍:

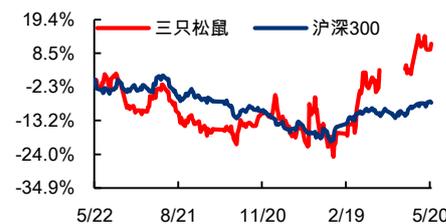
无

## 交易数据

52周股价区间(元)	27.08-16.0
总市值(亿元)	104.94
流通市值(亿元)	73.17
总股本/流通A股(万股)	40,100/40,100
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	3.8

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070004

## 分析师: 王洁婷

021-25102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520070003

每股收益 (元)	0.32	0.55	0.96	1.32	1.66
PE	74.22	43.18	24.81	17.94	14.32
PB	4.06	3.79	3.62	3.46	3.26

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 互联网坚果的领头羊</b> .....	<b>6</b>
1.1 三只松鼠品牌发展历程.....	6
1.2 股权结构.....	7
1.3 坚果为主, 多品类多品牌发展.....	7
<b>2. 业绩及财务分析: 业绩波动较大, 正逐步改善</b> .....	<b>9</b>
2.1 历经波折, 终有反转.....	9
2.2 代工为主, 毛利率波动大且相对较低.....	10
2.3 净利润波动较大, 但已连续三个季度明显好转.....	11
<b>3. 我国休闲零食行业仍有较大增长潜力</b> .....	<b>12</b>
3.1 对比发达国家, 增长潜力大.....	12
3.2 经济衰退期日本休闲零食的表现.....	13
3.3 竞争格局分散.....	16
3.3.1 行业渠道变迁, 集中度有下降趋势, 但中长期能有所回升.....	16
3.3.2 区域竞争: 长三角、珠三角是休闲食品品牌主要集聚地.....	17
3.4 树坚果行业: 增速高、空间大、集中度有待提升.....	18
3.5 渠道对休闲零食行业的影响.....	19
3.5.1 休闲零食渠道几经变革.....	19
3.5.2 量贩零食店的崛起.....	20
<b>4. 抖音及分销为主要增长引擎</b> .....	<b>20</b>
4.1 线上渠道: 社交电商发力, 天猫系增速转正.....	21
4.2 线下渠道: 分销为重要增长引擎, 试水社区零食店模式.....	22
4.3 提升供应链效率, 提供高品质性价比产品.....	23
4.3.1 公司的采购生产链包括三个并行的链条.....	24
4.3.2 向上游延伸提高供应链效率, 提升产品质价比.....	25
4.4 公司产品的极致性价比.....	26
4.5 股权激励+员工持股计划实施.....	26
4.5.1 股权激励计划.....	26
4.5.2 员工持股计划.....	27
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>27</b>
<b>6. 风险提示:</b> .....	<b>27</b>
<b>相关报告汇总</b> .....	<b>29</b>

## 插图目录

<b>图 1: 公司发展历程</b> .....	<b>6</b>
<b>图 2: 公司股权结构清晰, 创始人绝对控股</b> .....	<b>7</b>
<b>图 3: 分品类销售额占比</b> .....	<b>8</b>
<b>图 4: 公司产品矩阵</b> .....	<b>8</b>

图 5: 公司营业收入: 亿元 .....	9
图 6: 营业收入分季度: 万元 .....	9
图 7: 公司及友商毛利率 .....	10
图 8: 公司销售毛利率: % .....	10
图 9: 公司毛利率 .....	11
图 10: 公司归母净利润 .....	11
图 11: 公司净利润率 .....	11
图 12: 公司销售费用: 亿元 .....	12
图 13: 公司归母净利润 (季度): 万元 .....	12
图 14: 2022 年人均休闲零食消费量 (kg) .....	12
图 15: 2022 年人均休闲零食消费额 (元) .....	12
图 16: 日本 1990 年前后家庭食品饮料消费支出及增长 .....	13
图 17: 日本食品饮料支出占家庭总支出的比重: 万日元 .....	13
图 18: 日本家庭零食消费在食品支出中的比重 .....	14
图 19: 我国人均消费支出同比: 食品烟酒 .....	14
图 20: 中等收入群体及高收入群体收入变化 .....	14
图 21: 我国中等收入群体和高收入群体收入增速差 .....	14
图 22: 天猫系、京东系、抖音休闲零食月销售额 (亿元) .....	15
图 23: 2023 年底部分量贩零食品牌门店数量 .....	15
图 24: 2021-2022 年中国休闲食品行业市场集中度 .....	16
图 25: 2021 年休闲食品市场集中度 .....	16
图 26: 三只松鼠及盐津铺子 2018-2023 年营业收入增速 .....	17
图 27: 三只松鼠及盐津铺子 2018-2023 年利润增速 .....	17
图 28: 国休闲零食代表性企业区域分布热力图 .....	18
图 29: 中国坚果消费量 (kg/人/年) .....	18
图 30: 2023 年坚果人均消费量对比: 公斤/年 .....	18
图 31: 主要渠道销售收入 (亿元) .....	21
图 32: 经销商数量: 个 .....	22
图 33: 线下门店数量: 家 .....	23
图 34: 公司经营模式 .....	24
图 35: 采购成本角度坚果自产比例推算 .....	24
图 36: 每日坚果价格: 元/g .....	26
图 37: 夏威夷果价格: 元/g .....	26

## 表格目录

表 1: 2020-2022 年我国坚果(树生)行业市场份额 TOP5(单位:%) .....	19
表 2: 公司渠道分类 .....	20
表 3: 业绩考核目标 .....	26
附表: 公司盈利预测表 .....	28



## 1. 互联网坚果的领头羊

三只松鼠是国内休闲零食品牌龙头企业, 依靠坚果起家, 连续多年中国坚果销量第一并遥遥领先, 尤其是在电商领域, 公司更是多年领跑休闲及坚果品类粉丝榜和销量榜。公司淘系店铺粉丝数超 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。

公司由“松鼠老爹”章燎原创立于 2012 年, 总部位于安徽芜湖, 并于 2019 年 7 月在上交所主板 A 股上市, 上市当天获誉“国民零食第一股”。从 5 人在民房创业到正式登陆资本市场, 三只松鼠仅用了 7 年时间。2019 年公司营收破百亿, 并于 2020 年成功孵化出“小鹿蓝蓝”这一互联网婴童食品专业品牌。

### 1.1 三只松鼠品牌发展历程

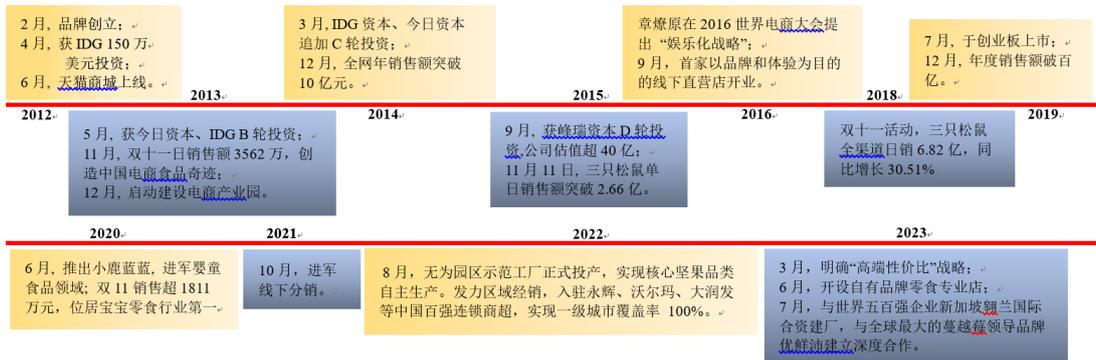
**借电商红利飞速发展。**2012 年公司品牌创立, 4 月获得 150 万美元的 IDG 天使投资, 6 月三只松鼠品牌在天猫商城上线。同年, 公司为迎战双十一提前通过在淘宝上大量投放广告的方式吸引消费者的注意, 这使得双十一当天三只松鼠的销量一直飙升, 最后以 766 万的销量夺下了行业第一, 打响了第一战。此后, 三只松鼠飞速发展, 2013 年公司双 11 日销售额便达到了 3562 万元, 创造了中国电商食品奇迹。2014 年公司全网年销售额突破 10 亿元。在仅仅经历了 7 年的时间, 公司便于 2019 年于创业板上市, 当年公司年度销售额破百亿, 成为国内率先且最快达到百亿规模的休闲零食企业。

**随着电商红利的衰退, 公司开始开拓新的渠道和品牌。**2016 年, 公司开始探索线下模式, 首家以品牌和体验为目的的线下直营店——芜湖金鹰新城市店开业。2019 年后电商红利逐步衰替, 公司开始加速探索多渠道的发展模式。2020 年, 公司进一步探索品牌和产品多样化, 开始进军婴童零食领域, 6 月推出小鹿蓝蓝品牌, 当年双 11 便成为宝宝零食行业第一品牌。然而疫情期间, 公司线下门店遭受重创, 公司于 2021 年开始进军线下分销领域, 随后的几年, 线下分销在公司营收中占比逐渐增加, 成为业绩增长的主要抓手。

**自建工厂, 打造更宽护城河。**在供应链方面公司也勇于变革, 最早几年的三只松鼠为纯代工模式, 公司把控产品的质量难度较大, 导致产品多次出现质量问题, 对品牌造成了负面影响。此外, 公司供应商采购较集中, 2019 年公司向前 3 名坚果和非坚果类供应商采购金额占本类商品比例均达到了 20% 以上。综合考虑, 公司自主生产部分产品具备较大意义和可实现性, 因此 2019 年末公司宣布计划自建工厂, 2022 年 8 月公司示范工厂正式投产, 公司实现核心坚果品类自主生产。

**发布“高端性价比”战略。**2023 年, 受疫情导致购物中客流量下滑、消费力不足等因素影响, 公司发布新的战略, 即“高端性价比”。同年, 公司进一步关闭部分线下老店, 并于 6 月开设自有品牌零食专业店, 做自有品牌的高质量的量贩零食店。

#### 图1: 公司发展历程

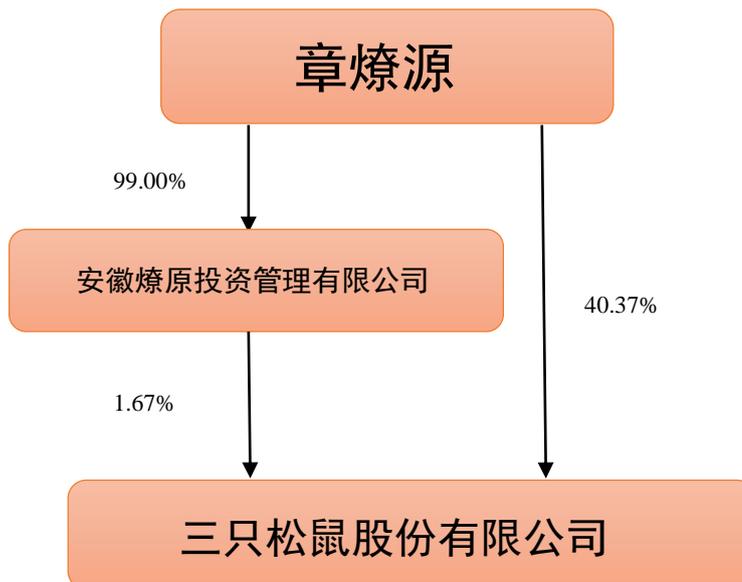


资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

## 1.2 股权结构

章燎原为三只松鼠实际控制人, 2003年至2011年, 章总担任安徽詹氏食品有限公司区域经理、副总经理、营销总监、总经理、董事, 具备多年食品公司的管理经验。截止2023年, 章总直接及间接控制公司42%的股份。公司第二大股东为LT GROWTH INVESTMENT IX (HK)LIMITIED, 其于公司上市时持有23.42%的股份, 并于公司上市一年后陆续减持。截止2023年, 该公司持有三只松鼠6.51%的股份。2024年3月21日, 三只松鼠披露LT GROWTH INVESTMENT计划通过集中竞价交易或通过大宗交易方式减持公司股份合计不超过7,182,333股, 即不超过公司当前总股本的1.8%, 不超过其当前所持股份的27.53%。

图2: 公司股权结构清晰, 创始人绝对控股

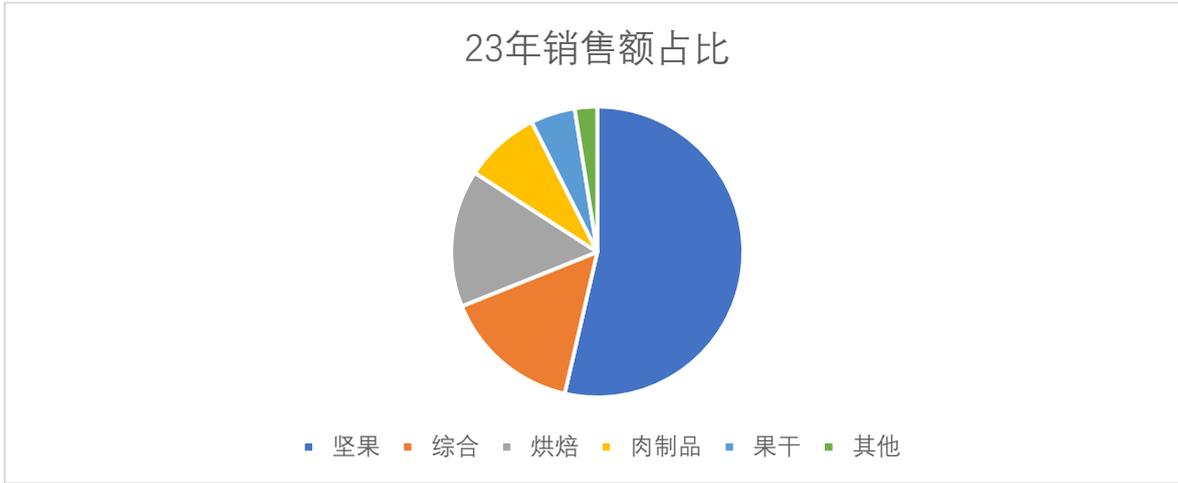


资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

## 1.3 坚果为主, 多品类多品牌发展

一直以来公司产品以坚果类为主, 23 年公司坚果类产品销售额占比 53.59%, 综合和烘焙类产品分别占比 15.32%/15.26%, 其余产品占比相对较低。

图3: 分品类销售额占比



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

坚果是公司的核心品类, 线上市场份额稳居第一。2024 年货节期间, “坚果礼”线上市场份额超 35%。公司成功打造每日坚果、夏威夷果、巴旦木、碧根果、手撕面包、蜀香牛肉等亿级大单品。自 2023 年 3 月以来, 公司在“高端性价比”牵引下, 加速零食全品类产品上新, 累计上线超 1,000 款 SKU, 其中辣卤礼包、鹤鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠等多款新品位列抖音对应类目 TOP1。

图4: 公司产品矩阵



资料来源: 天猫、同花顺、东兴证券研究所

## 2. 业绩及财务分析：业绩波动较大，正逐步改善

### 2.1 历经波折，终有反转

**过度依赖传统电商遭受重创。**公司的营业总收入在 2019 年达到巅峰，20-21 年出现小幅回落，主要是由于公司当时以淘系渠道为主，而 20 年左右开始互联网红利逐步消失，传统电商获客成本逐步增加，为了提升获客，淘系开始去中心化战略，平台流量向中小品牌倾斜。此外，2020 年短视频平台、生活分享平台、直播平台的兴起，带来流量的重新分配，三只松鼠因过于依赖传统电商流量而受到较大的影响，其营业收入明显反映了电商环境的变化。

**疫情再次对其线下门店重创。**随着疫情的持续发展，疫情对公司的线下门店也带来了较大的冲击，尤其是对以开在购物中心为主的投食店影响最大。2020 年公司投食店收入 8.74 亿元，22 年下降至仅 4.57 亿元，几乎少了一半。流量分化和疫情反复带来的持续影响，导致公司依赖的传统电商营收下滑和门店业务下滑。

**22 年业绩步入低谷。**2022 年公司线上业务进一步下滑，同时公司开始大量关闭不符合长期发展的门店，关闭了大部分的投食店且关闭了约一半的联盟店。此外，公司推动 SKU 结构调整、加大品牌费用投入，叠加疫情期间产生了很多临时的费用，公司 22 年业绩跌入谷底。

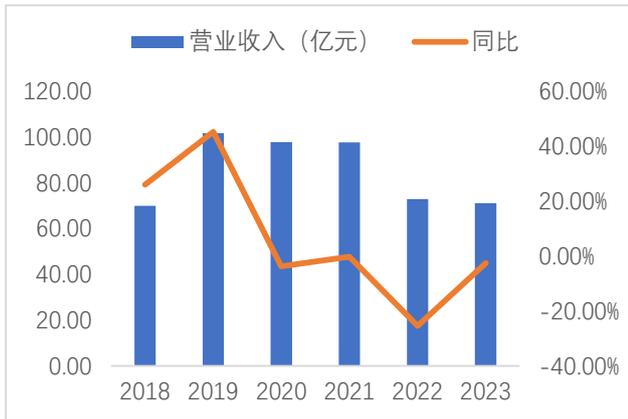
**23 年营收逐步企稳，利润拐点出现。**23 年公司营收 71.15 亿元，同比-2.45%，营收开始平稳，利润同比更是大幅回升 69.85%。公司自 23 年下半年营收开始快速好转，23Q1 及 Q2 相比 21 年同期仍有两位数下滑，Q3 及 Q4 回落速度降至个位数，24Q1 营收同比+91.83%，归母净利润同比+60.8%，公司连续 3 个季度收入和利润同比增速转正，我们认为公司根本性战略调整后的成果，长期向好趋势确立。

**高端性价比战略实施。**2022 年底，公司在行业内率先提出“高端性价比”战略，并历经一年时间，依托“高端性价比”新战略助力公司走出困境周期。我们认为，公司营收开始好转有几大原因：1、高端性价比策略契合当下市场需求，物美价廉产品受到消费者欢迎；2、高端性价比能够做好的本质是供应链和整体管理水平的优化，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所带来的成效；3、抖+N 的全渠道模型逐步清晰，抖音在提升公司整体销量的同时带动品牌势能的提升，推动了其他渠道的增长。

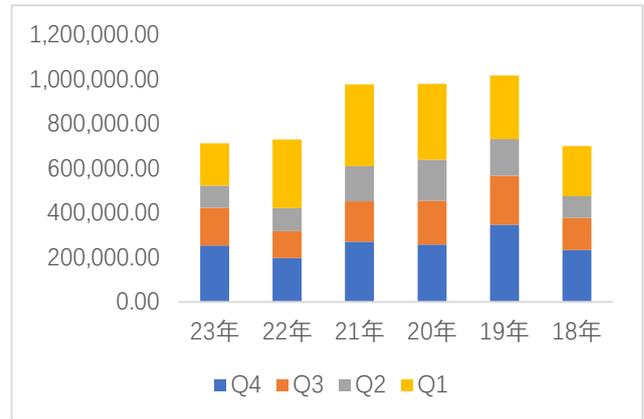
**一季度弹性较大，24 年 Q1 业绩回升明显。**Q1 由于年货节、消费者购买年货等原因使得公司收入在一季度达到最高，Q4 受电商大促活动影响收入也较高，二三季度均为淡季，因此在历经了 23 年的战略调整和改革后公司业绩于 24Q1 得到明显的反馈。公司 24Q1 营收同比+91.89%，归母净利润同比+60.80%。

图5：公司营业收入：亿元

图6：营业收入分季度：万元



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

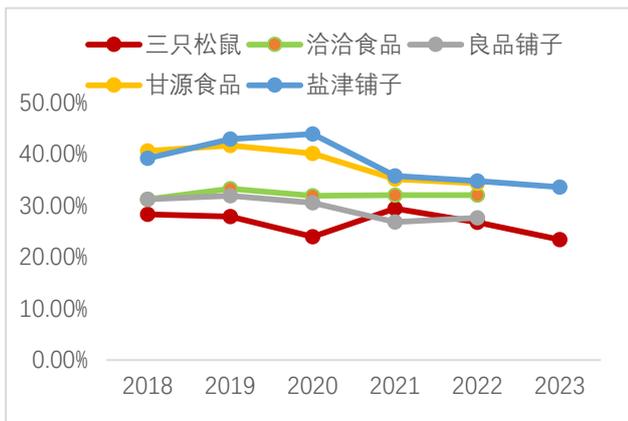


资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

## 2.2 代工为主, 毛利率波动大且相对较低

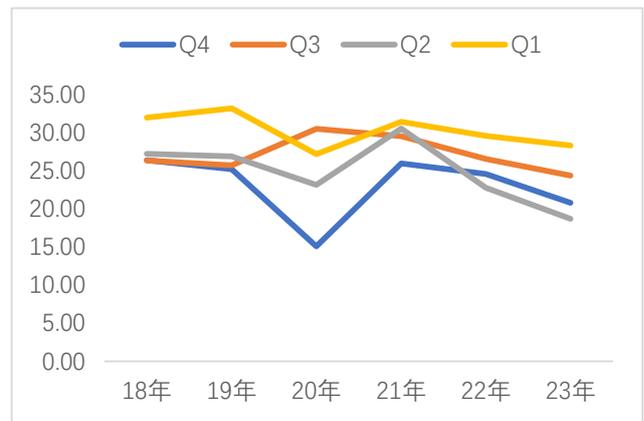
公司近几年的毛利率未能达到 30%, 相对友商来说较低, 主要是因为公司产品仍以代工为主, 而洽洽、甘源、盐津铺子以自产为主, 同样以代工为主的良品铺子毛利率水平与公司相当。公司的毛利率也存在季节性波动。每年 Q1 过年公司礼盒销售较多, 毛利率也相对较高, 而 Q4 由于电商大促的原因公司毛利率也较低。目前公司正逐步增加自产比例, 我们认为, 随着自产比例的提升, 公司毛利率有望逐步提升。

图7: 公司及友商毛利率



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图8: 公司销售毛利率: %



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

公司毛利率整体波动较大。2021 年公司的毛利率由 2020 年的 23.90% 上升至 29.38%, 上涨 5.48%。在疫情反复和流量持续分化的环境下, 公司持续聚焦坚果心智, 主动缩减 SKU、优化品类结构, 通过坚果的规模优势及战略统采策略, 成本得以进一步优化, 2021 年坚果品类毛利率同比提升 6.86%。此外, 公司大力推动区域经销的拓展, 该渠道毛利率相对其他渠道较高, 也带动了毛利率的提升。

2022 年, 公司调整线上运营举措, 逐步取消“满 300-200”等满减促销活动, 致力于向消费者提供更加高质价优的硬折扣产品, 对毛利率产生一定影响。此外, 原材料及运输成本上涨导致毛利率降低。

2023 年公司毛利率 23.33%，同比-3.41pct。2023 年公司战略转型，走高端性价比路线，公司走高端性价比策略降低产品销售价格对毛利率有一定影响。不过公司通过自主生产可以一部分抵消价格降低带来的损失，同时也保证了产品的品质。目前，公司自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类制造工厂并已正式投产，实现从原料到生产发货的供应链纵深。

图9：公司毛利率



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

### 2.3 净利润波动较大，但已连续三个季度明显好转

公司近几年净利润波动较大，2022 年的归母净利润为 1.29 亿元，同比-68.61%，主要原因在于公司战略转型阶段性收入和毛利波动。公司 22 年加大分销改革和线下门店优化措施，同时加大坚果品类宣传力度增加销售费用导致 22 年净利润严重受损，净利润率降低至 1.77%。

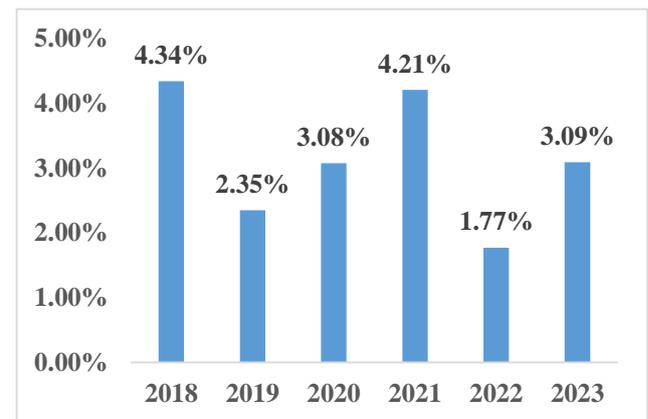
2023 年公司净利润快速回升至 2.20 亿元，同比+69.85%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同比+148.72%，2023 年公司净利率回升至 3.09%。公司净利润快速回升主要得益于费用率的降低，净利率提升。23 年公司调整战略，大幅收缩线下门店，租金和销售人员有所减少，此外，公司调整线上推广策略，传统电商平台服务费和推广费减少较多，增加抖音等社交电商平台的投入，费效比相对较优。我们认为，目前渠道策略已经逐步成熟，公司未来销售费用率能够保持相对稳定。

图10：公司归母净利润



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

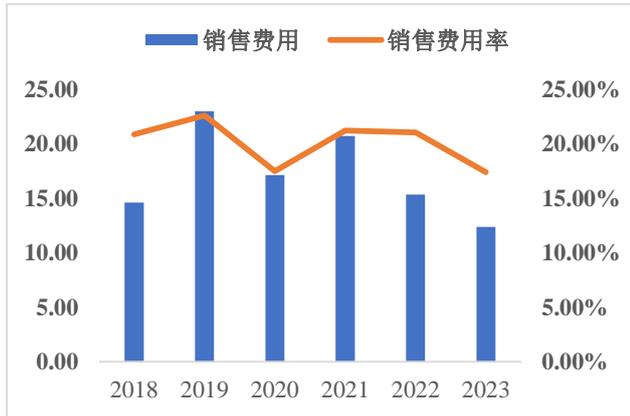
图11：公司净利率



资料来源：同花顺、东兴证券研究所

主要得益于销售费用率的下降, 公司自 23 年 Q3 开始连续三个季度归母净利润及同比增速均转正, 公司业绩好转得到验证。

图12: 公司销售费用: 亿元



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

图13: 公司归母净利润 (季度): 万元



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

### 3. 我国休闲零食行业仍有较大增长潜力

#### 3.1 对比发达国家, 增长潜力大

2022 年我国休闲零食市场规模达到 1.5 万亿元, 同比增长 11.6%。随着我国居民生活水平的提高, 休闲零食市场容量持续增加。2022 年我国人均休闲零食消费量为 14kg/人, 明显低于美国/日本和全球人均水平 (70kg/42kg/27kg), 美国人均休闲食品消费量为我国的 5 倍, 全球人均休闲食品消费量也为我国的近 2 倍。我国年度人均休闲零食消费额分别仅 500 元/人, 也明显低于美国/日本和全球人均水平 (4908 元/2821 元/942 元)。与美国、日本等发达国家及全球平均水平相比, 我国休闲零食消费仍有很大增长空间, 未来随着人均可支配收入的进一步提升、市场教育力度的加强、休闲食品适用场景的拓展, 中国休闲食品的人均消费量和消费额均有望长期持续提升。

图14: 2022 年人均休闲零食消费量 (kg)

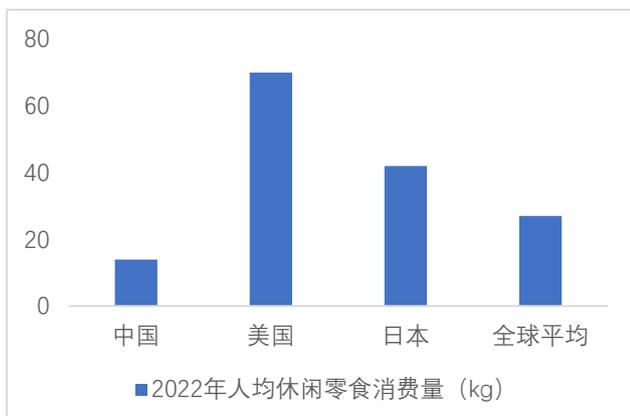
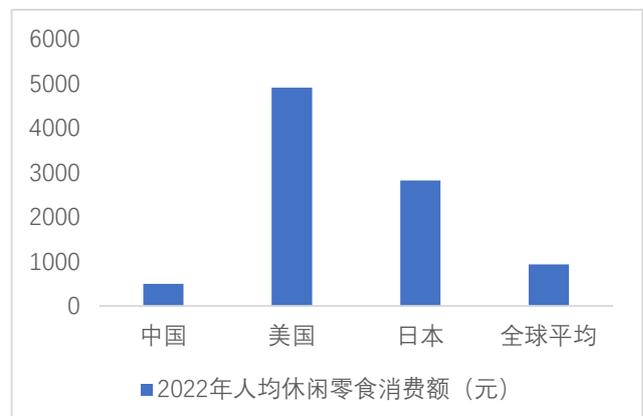


图15: 2022 年人均休闲零食消费额 (元)



资料来源: 中研网、欧睿、东兴证券研究所

资料来源: 中研网、欧睿、东兴证券研究所

### 3.2 经济衰退期日本休闲零食的表现

我国经济处于增速降档期, 加上受新冠疫情影响, 近两年经济略显疲弱, 虽然不能说我们的经济类似日本失落的 20 年, 但在思考我们中短期的经济表现时仍可以借鉴日本当时的经验。

1990 年日本经济泡沫破裂后, 日本进入长达三十年之久的经济持续低增长, GDP 增速显著放缓, 1991-2022 年日本 GDP 平均增速为 0.57%, 股市和房市价格大幅下降, 1997 年遭遇亚洲金融危机冲击, 失业率上升, 人均可支配收入急剧下降, 居民消费意愿低迷, 个体的节约意识增强, 由过去的冲动消费转向理性消费, 追求物品的实用性和成本效益, 开始更多的考虑性价比, 而不是盲目追求品牌或潮流。这种消费心态的转变导致了整体消费水平的降低, 反映了社会整体对经济状况的适应和对未来的谨慎态度。

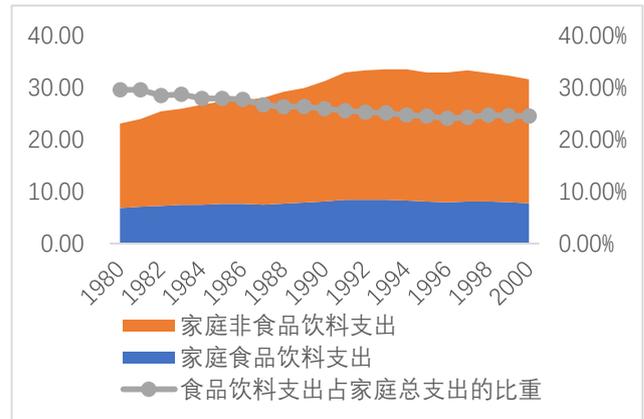
在日本经济衰退前, 日本家庭平均食品饮料支出增速就有所下降, 在家庭总支出的占比也持续下降, 但日本经济衰退后食品饮料占家庭总支出的比重下降速度反而减慢, 证明了在经济衰退的过程中食品饮料的韧性和抗风险能力更强。

图16: 日本 1990 年前后家庭食品饮料消费支出及增长



资料来源: 日本统计局、东兴证券研究所

图17: 日本食品饮料支出占家庭总支出的比重: 万日元

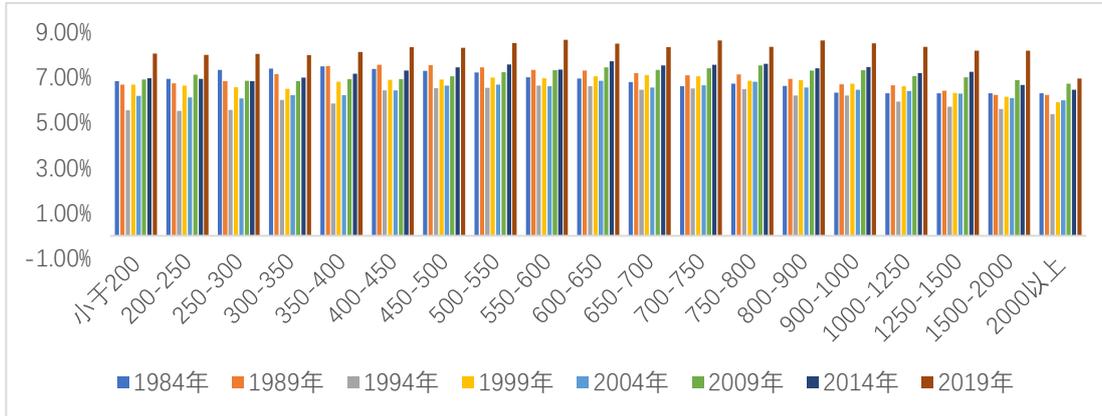


资料来源: 日本统计局、东兴证券研究所

休闲零食虽然短期受经济波动影响, 但恢复速度快, 长期增长趋势不变。根据日本统计局数据, 从 1984-2019 年间, 日本不同收入群体零食消费占食品支出的比重均受到经济波动的影响, 且对中低收入群体的影响更为显著, 但后期, 在经济缓慢的恢复过程中休闲零食占食品支出中的比重逐步升高, 且这一表现在绝大部分日本家庭 (年收入 2000 万日元及以下) 均较明显, 证明休闲零食的消费虽然受经济影响较大, 但其恢复的速度也较快, 长期来看, 趋势向好。

参考日本, 判断我国经济恢复期休闲零食有望获得较好的表现。2022 年以来, 受复杂的国际环境以及国内疫情冲击, 我国经济下行压力加大, 失业率升高, 人均可支配收入增速降低一定程度上降低了普通消费者的购买力从而降低了对休闲零食的购买。参考日本经济下行时期休闲零食消费占比虽然下行, 但后期逐步恢复且占比持续上升超越前期, 我们判断我国经济恢复期休闲零食相对食品饮料整体有望获得更好的表现。

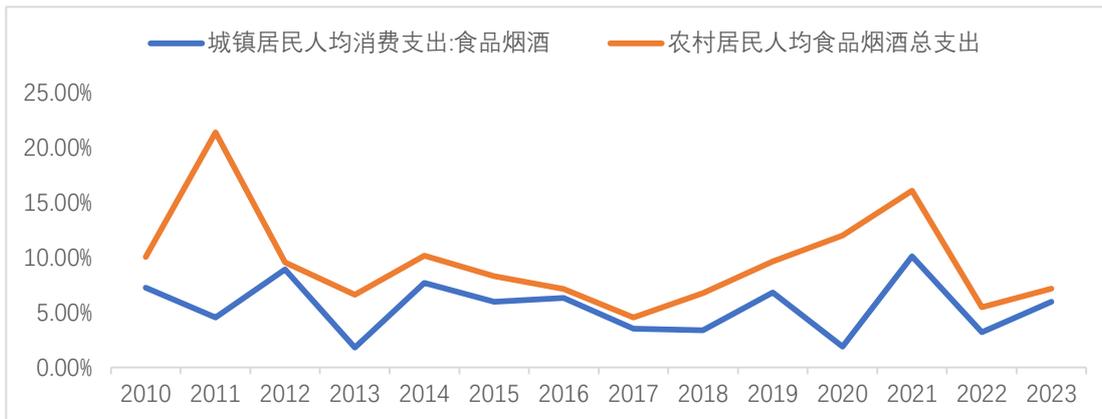
图18: 日本家庭零食消费在食品支出中的比重



资料来源: 日本统计局、东兴证券研究所

回归到对国内经济数据的研究, 我们首先观察了城镇和农村居民人均食品烟酒支出情况, 发现实际上看不到特别明显的趋势性变化, 我们推断虽然总量上没有太大变化, 但结构上可能会有所变化, 因此我们进一步从不同收入的人群结构中寻找线索。

图19: 我国人均消费支出同比: 食品烟酒

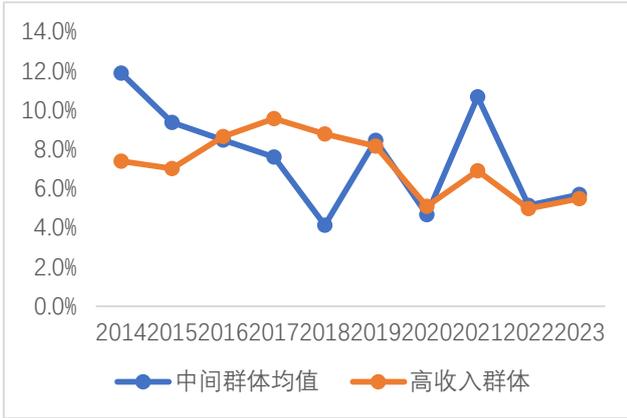


资料来源: iFinD、东兴证券研究所

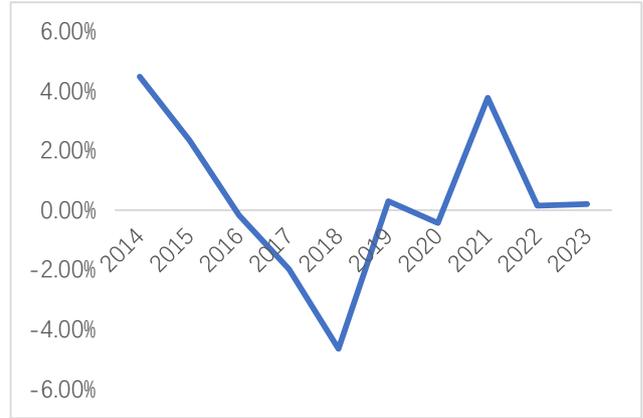
中等收入群体受经济影响较大, 高性价比产品得到青睐。我们认为, 因为食品饮料体现的是大众需求, 因此主要影响食品饮料需求的是中低至中高等收入群体(下文概括为中等收入群体)。我们发现, 自16年来这部分群体的人均可支配收入增速的波动性相对高收入群体更大, 且平均增速较16年以前明显下降(14-16年平均增速9.91%, 17-23年为6.63%), 我们认为这可能影响了居民对未来收入的判断, 一定程度上抑制了居民进行消费升级的意愿, 反应到食品饮料行业, 能够观察到高性价比和高质价比产品更加得到消费者的青睐。

图20: 中等收入群体及高收入群体收入变化

图21: 我国中等收入群体和高收入群体收入增速差



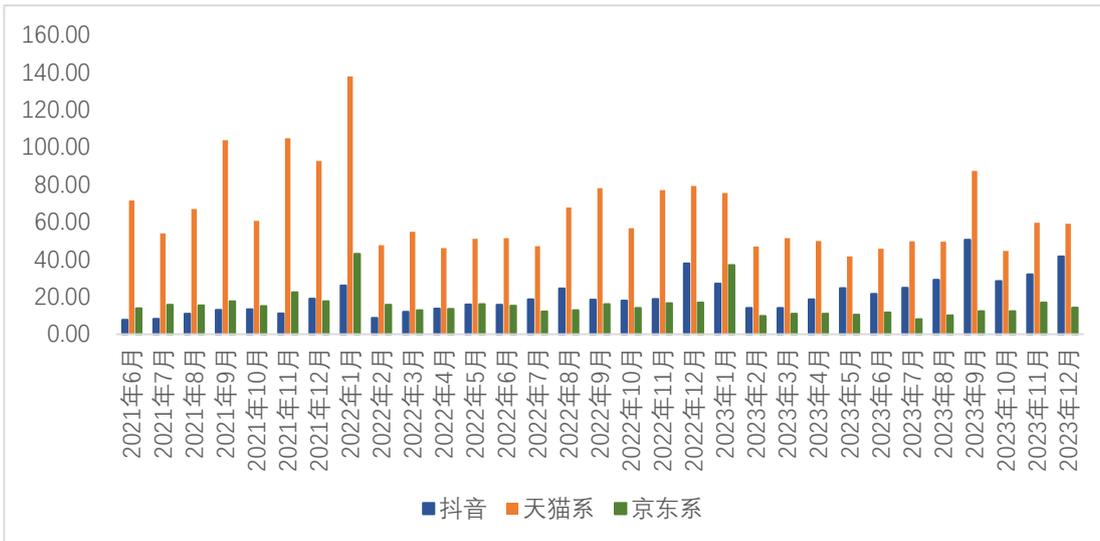
资料来源: iFinD、东兴证券研究所



资料来源: iFinD、东兴证券研究所

高性价比产品得到青睐反应在数据上表现为, 2021年以来, 天猫系、京东系零食销售额逐步下滑, 2021年7月至2023年12月的月均增长率分别为-0.64%和0.07%, 抖音销售额则快速增长, 2021年7月至2023年12月的月均增长率为5.85%。虽然抖音、快手及拼多多属于近些年来的新晋消费平台, 但这些平台的风格均为薄利多销, 更注重下沉市场的培育, 他们的高速发展也体现了消费者对高性价比的需求。

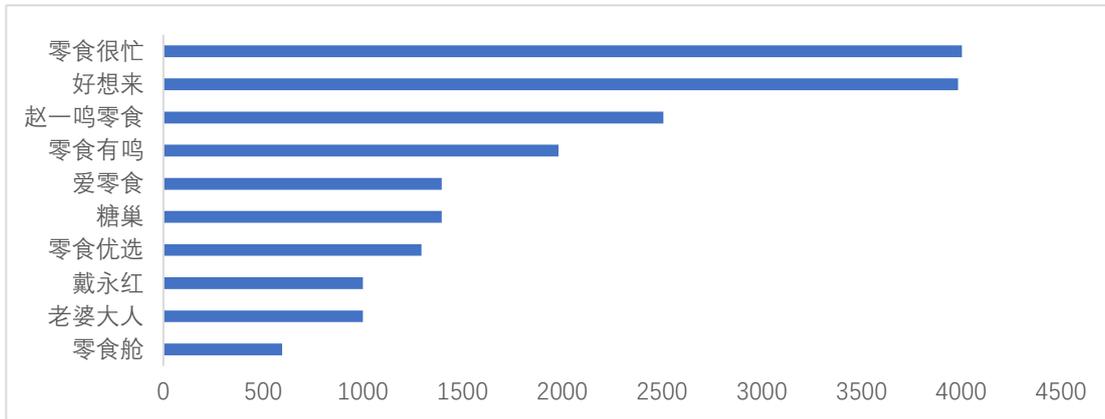
图22: 天猫系、京东系、抖音休闲零食月销售额 (亿元)



资料来源: iFinD、东兴证券研究所

除了线上平台, 线下也出现了主攻下沉市场、主打极致性价比的零食量贩店, 目前这个模式依然处于快速“跑马圈地”阶段, 截止23年10月, 量贩零食店数量突破2.2万家。艾媒咨询数据显示, 2023年中国量贩零食店市场规模为809亿元, 涨幅75%, 预计2025年有望达到1239亿元。2024年零食量贩头部企业零食很忙和赵一鸣合并后, 集团门店数据突破7500家, 门店总营收超200亿。

图23: 2023年底部分量贩零食品牌门店数量



资料来源: 共研产业咨询、东兴证券研究所

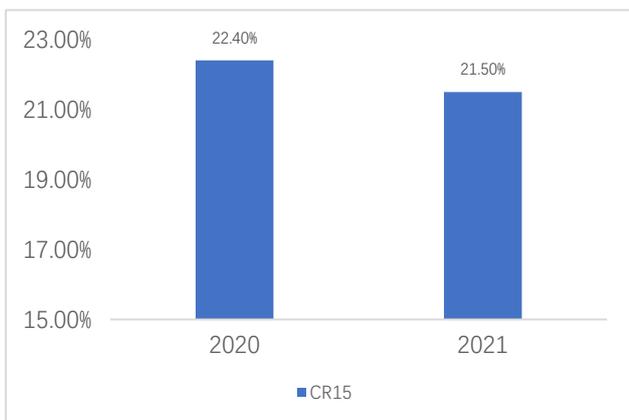
**总结:** 我国人均零食消费额及消费量均有较大提升空间, 我们认为我国休闲零食总量仍会持续增长, 短期虽然受经济扰动, 但参考日本, 后续恢复动能仍在, 长期趋势向好。我国中等收入水平群体可支配收入增速的放缓使得居民消费升级的意愿被削弱, 反应到食品饮料行业可能表现为人均消费的提升将主要来自于消费量的提升而非价格的提升, 中短期来看, 具备性价比的产品将更加受到青睐。

### 3.3 竞争格局分散

休闲零食行业由于食品技术含量和进入门槛相对较低, 加上渠道的变迁, 消费者口味的变化, 休闲零食市场不断涌入新的参与者, 竞争愈发激烈。整体来看, 休闲零食市场竞争格局分散, 集中度相对偏低。

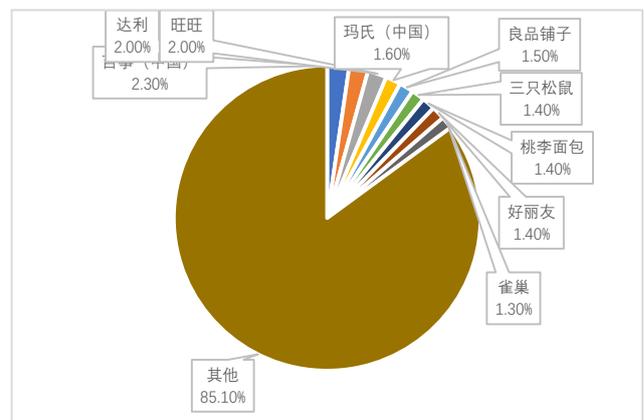
根据 Frost & Sullivan 前瞻产业研究院的数据, 2020 年我国休闲食品市场前 15 名市场份额为 22.4%, 2021 年为 21.5%, 集中度有所下降。2021 年前 5 名为百事、旺旺、达利、玛氏 (中国)、良品铺子, 市场份额分别为 2.3%、2.0%、2.0%、1.6%、1.5%。

图24: 2021-2022 年中国休闲食品行业市场集中度



资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

图25: 2021 年休闲食品市场集中度



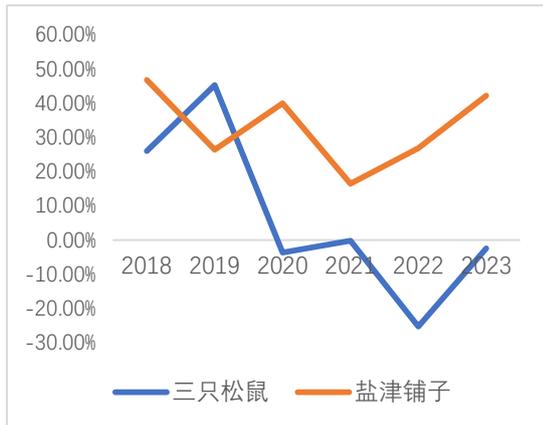
资料来源: 卫龙美味招股书、东兴证券研究所

#### 3.3.1 行业渠道变迁, 集中度有下降趋势, 但中长期能有所回升

过去几十年, 中国休闲零食行业经历了大流通—商超—专营店+传统电商—量贩+社交电商多轮渠道变革, 每轮渠道变革都有赢家和输家。眼下, 传统电商平台格局正加速重塑, 内容、社交电商快速兴起, 线上流量持续分化。后疫情时代, 人们习惯在社区周边购物, 并对产品性价比更加注重, 零食量贩赛道持续升温, 休闲零食行业再一次蜕变。

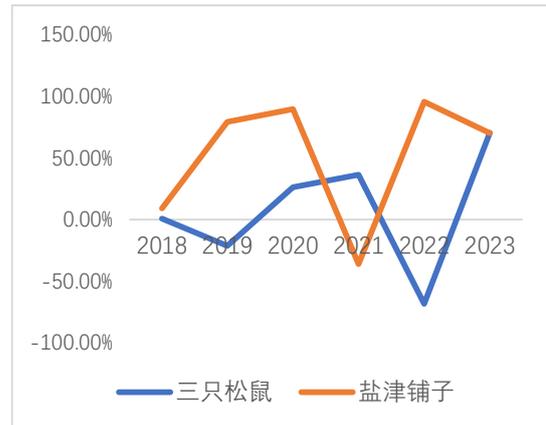
从我国的市场格局来看, 休闲零食市场竞争格局分散, 集中度出现了下降趋势。天眼查数据显示, 目前我国有 16.3 万余家零食相关企业, 注册资本在 100 万元以下的零食企业有 14.4 万余家, 占比高达 88.8%; 10.3 万余家零食相关企业成立于 5 年内, 占比 63.4%, 有 3.8 万多家已成立 5—10 年, 占比 23.1%, 说明了近 5 年来小企业如雨后春笋般出现。社交电商平台的爆发和传统电商平台的去中心化战略提高了小品牌在网络上的曝光频率, 使得众多网红品牌如雨后春笋般发展起来, 量贩零食的扩张带动了相对大品牌更便宜的白牌(小品牌小厂家)产品的销售, 给传统大牌带来了不小的压力, 头部企业如三只松鼠、盐津铺子等也在渠道的变迁中经历了沉浮。

图26: 三只松鼠及盐津铺子 2018-2023 年营业收入增速



资料来源: IFinD、东兴证券研究所

图27: 三只松鼠及盐津铺子 2018-2023 年利润增速



资料来源: IFinD、东兴证券研究所

判断中长期集中度能够有所回升。不过从商业逻辑来看, 在渠道创立初期, 如抖音、快手和量贩零食店都需要通过吸引中小商家入驻和中小品牌或者白牌来吸引流量, 塑造基本盘。彼时, 大品牌对该渠道的重视程度也不够, 投入的资源不多, 然而当平台或渠道做到一定规模后, 会有越来越的大品牌参与到其中, 平台也会相应的对大品牌投入更多的资源来进一步扩大流量。大品牌因其产品质量和品牌效应能够给平台带来的流量会相对小品牌更加稳定, 契合了众多平台在成熟期追求的目标。因此, 我们能够观察到, 抖音和量贩零食店开始逐步重视和大品牌的合作, 可以推测的是在这个阶段, 头部品牌的行业占比能够有所回升, 休闲零食的行业集中度也能够再次回升。

### 3.3.2 区域竞争: 长三角、珠三角是休闲食品品牌主要集聚地

休闲食品行业的区域分布, 一方面与当地农产品资源相关, 同时和当地的经济水平、工业基础有着密切的联系, 且随着物流的发展, 原料运输更加便捷, 厂商在一定程度上更靠近消费市场, 依托当地较为发达的经济基础进行产品经营与品牌打造。

从各品牌分布来看, 目前长三角与珠三角是我国休闲食品品牌聚集地。休闲食品企业依托长三角跟珠三角的区位优势和相关技术的先进性, 整体发展优于其他地区。长三角和珠三角的知名休闲食品品牌有徐福记、达利园、百草味、洽洽食品等。

三只松鼠所在的安徽有几大发展优势：1、处于长三角发展腹地，是中部地区与长三角联动发展的桥头堡，贴近主要消费市场，运输便利。2、安徽近几年来经济发展相对较快，自身消费能力较强。3、合肥近年来社交电商十分活跃，渠道优势明显。4、安徽省为农业大省，食品原料资源相对丰富。5、省内对先进制造业支持力度较大。今年，安徽省办将实施先进制造业集群发展专项行动，建立先进制造业集群培育池，新培育一批省级以上先进制造业集群，给予新认定的国家级、世界级先进制造业集群 1000 万元、省级先进制造业集群 500 万元补助。我们认为公司地处安徽芜湖，具备较佳的地理优势，是公司产业持续扩大的良好基础。

图28：国休闲零食代表性企业区域分布热力图



资料来源：前瞻产业研究院整理

@前瞻经济学人APP

资料来源：前瞻产业研究院、东兴证券研究所

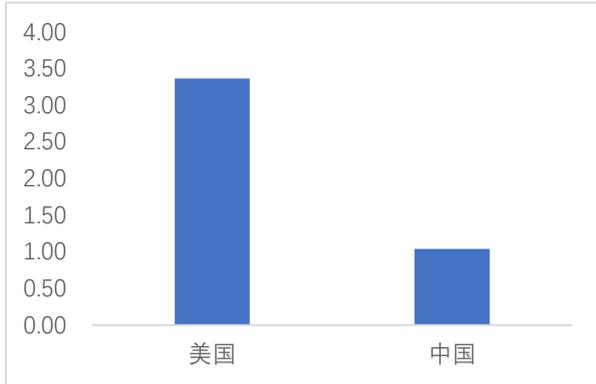
### 3.4 树坚果行业：增速高、空间大、集中度有待提升

坚果作为植物的精华部分，富含较高的蛋白质、油脂、矿物质以及维生素，对人体生长发育、增强体质、预防疾病有着极好的功效，是健康类休闲食品的典型代表。树坚果即坚果果仁，包括核桃、山核桃、碧根果、开心果、松子、巴旦木、夏威夷果（又名澳洲坚果）等。从树坚果消费方面来看，2022 年我国树坚果市场规模达到了 566.32 亿元，以夏威夷果、碧根果等为代表单品坚果市场规模在 300-400 亿左右。根据前瞻产业研究院，2018-2022 年我国树坚果市场规模 CAGR 为 7.26%。由于，我国不是树坚果的主要产地，我国除核桃外的树坚果主要依赖进口。

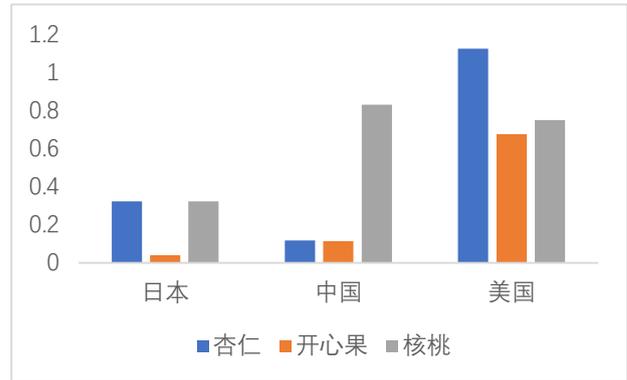
尽管市场规模在不断扩大,但我国坚果的人均消费量与发达国家仍有很大差距。根据 FAO 和 USDA 数据,中国和美国人均树坚果年消费量分别为 1.07kg/3.41kg, 美国是中国的 3 倍。根据 USDA 数据,我国几款主要的进口坚果人均消费量均较低。杏仁人均消费量仅为 0.12 公斤/年, 远低于日本的 0.32 公斤/年和美国的 1.15 公斤/年,从 2013 年到 2023 年,我国杏仁人均消费量 CAGR 为 8.97%, 远高于日本的 1.12%和美国的 1.52%。我国人均开心果消费量 0.11 公斤/年, 远低于美国的 0.67 公斤/年。我们认为, 随着国内消费能力的进一步提高, 国内坚果市场仍有很大的增长空间。

图29：中国树坚果消费量（kg/人/年）

图30：2023 年坚果人均消费量对比：公斤/年



资料来源: FAO、USDA、东兴证券研究所



资料来源: USDA、东兴证券研究所

**集中度较低, 市场进入全面竞争时期。**我国坚果企业主要集中于华中、华东地区, 如三只松鼠、良品铺子、洽洽等公司是业内龙头公司。坚果产业整体模式大致可划分为以三只松鼠为首的互联网坚果企业; 线下门店龙头良品铺子、来伊份; 以线下经销渠道为主的洽洽食品、沃隆。

**三只松鼠为树坚果龙头, 行业集中度仍有提升空间。**目前, 坚果炒货食品市场集中度较低, 诸如三只松鼠、良品铺子、洽洽食品等知名品牌市场占有率仍然不高, 行业内的竞争者仍显小、散、乱, 且行业竞争愈发激烈。2022年我国坚果炒货行业(树坚果)CR5约为14.45%, 较20年行业集中度略微下降(14.95%), 其中三只松鼠和洽洽食品的市场占有率依次位列第一、二位, 分别占比4.68%和2.97%。虽然坚果的集中度略有下降, 但整体集中度不高。我们认为, 坚果行业对上游农产品的采购依赖性较高, 且较为依赖进口, 具备向上游直采、辅助种植、自己种植以及具备规模优势的坚果公司具备一定的供应链优势, 有助于其规模的进一步扩大, 因此我们判断, 从长期来看, 树坚果市场的集中度有望提升。

表1: 2020-2022年我国坚果(树生)行业市场份额TOP5(单位:%)

品牌	2020年	2021年	2022年
三只松鼠	5.80%	5.54%	4.68%
百草味	3.08%	2.96%	2.97%
沃隆食品	1.96%	2.22%	2.34%
洽洽食品	2.16%	2.85%	2.31%
良品铺子	1.95%	2.18%	2.15%
其他品牌	85.05%	84.25%	85.55%

资料来源: 前瞻产业研究院、东兴证券研究所

## 3.5 渠道对休闲零食行业的影响

### 3.5.1 休闲零食渠道几经变革

过去几十年, 中国休闲零食行业经历了大流通—商超—专营店+传统电商—量贩+社交电商多轮渠道变革。在2012年以前, 我国的休闲零食行业的销售渠道以线下渠道为主, 主要包括大流通和商超; 2012年, 三只松鼠的诞生使得我国休闲零食行业销售渠道开始向线上渠道多元化发展; 2013-2019年间以来伊份、良品铺子、三只松鼠为代表的平台型零食门店快速扩张; 2019年后, 受新冠疫情的影响, 线下渠道, 尤其是商超、购物

中心遭受冲击, 淘系等传统电商因流量红利衰退, 平台去中心化战略导致头部品牌销售增速下滑, 而抖音、快手等社交平台的关注度进一步提高, 社区团购模式开始发展; 2022年, 后疫情时代推动了零食量贩店的爆发, 休闲零食行业渠道再次迎来巨变。

### 3.5.2 量贩零食店的崛起

2022年我国休闲零食市场规模达到 1.5 万亿元, 其中, 零食集合店占据约 10% 的市场份额, 达到 1500 亿元, 预计 2023 年将超过 2000 亿元。

近年来, 零食很忙、好想来、赵一鸣等零食实体店如雨后春笋般涌现。iiMedia Research 数据显示, 2023 年中国零食集合店市场规模为 809 亿元, 预计 2025 年有望达到 1239 亿元。截至 2023 年 10 月, 中国零食集合店门店数量已经突破 2.2 万家, 加上良品铺子、三只松鼠、来伊份等品牌零食店, 估计门店数大约 3 万多家。据我们测算, 全国饱和门店数量约为 10 万家, 这一趋势表明, 线下零食店仍具备 3 倍的增长潜力。

对上游制造商来说, 以量贩零食为代表的新兴渠道给行业带来红利。包括洽洽、盐津铺子、甘源都积极的拥抱了量贩零食渠道。其中, 洽洽与头部零食量贩店都进行了合作, 2023 年 12 月份销售额约 3000 万元, 2024 年 1 月份销售额近 5000 万元。盐津铺子同样采取向“全渠道”变革的策略, 与当下热门零食量贩品牌零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等深度合作, 截止 23 年末公司零食量贩渠道销售占比约 20%。而量贩零食店因其价格低廉、白牌为主, 挤占了一部分大品牌的市场份额, 同时吹响了行业的价格战的号角, 龙头企业, 尤其是销售模式接近的以线下开店为主的良品铺子、来伊份、三只松鼠纷纷或调整价格或增加促销, 以不同的方式来应对量贩零食店的冲击, 三只松鼠也于 23 年发布了“高端性价比战略”, 进行了一系列的降价动作、拥抱抖音、探索社区零食店模式、加强分销布局, 以一系列组合拳来应对行业的竞争。

## 4. 抖音及分销为主要增长引擎

公司以淘系起家, 多渠道发展。公司 2012 年开始借助淘宝平台迅速发展, 经历十余年发展, 公司已经实现从“线上单一渠道”向线上线下“全渠道”销售体系的布局转变。目前, 公司渠道具体分为以淘宝、京东等为代表的综合电商、以抖音、快手为代表的短视频电商、以区域经销为代表的线下分销、以及线下零食店四大类。

表2: 公司渠道分类

渠道	分类	定义	说明
线上	综合电商平台	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。其中, 23 年天猫销售占总营业收入比重 24.43%。
	短视频电商平台	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、主播达人推介等。其中, 23 年抖音销售占总营业收入比重 16.92%, 其增速很快。
线下	分销业务	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。分销业务占 23 年总营业收入比重 23.07%。

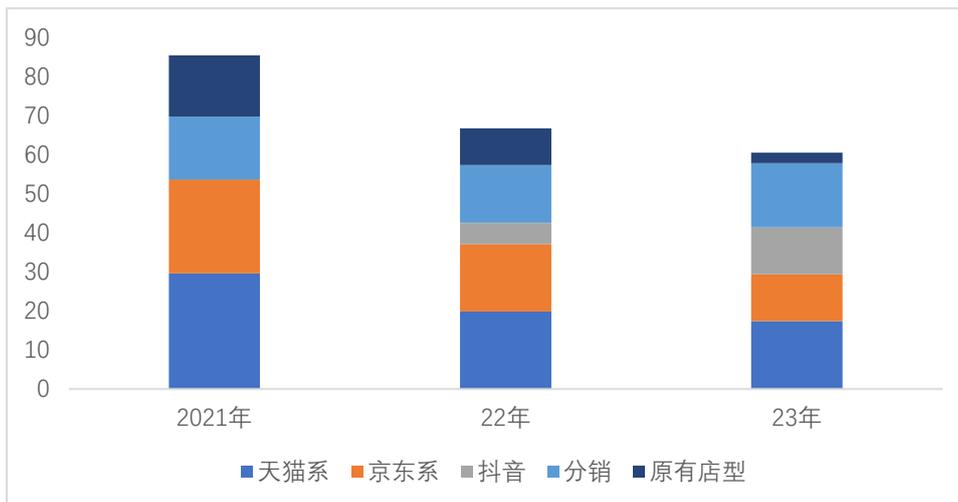
社区店	以“大牌不贵、好吃超值”为经营理念, 通过自有品牌及供应链升级去除品牌溢价, 从而为广大社区家庭提供丰富的质高价优好零食的社区零食店。	开创自有品牌社区零食店, 价格对标社区零食店, 走“高端性价比”路线。截止 23 年末为 149 家。
原有店型	包括直营店 (体验店) 和加盟店 (联盟小店)	直营店统面积为 150-200 平方米, 多开在商圈, 加盟店为面积相对较小。截止 23 年末, 两种店型合计 266 家。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

#### 4.1 线上渠道: 社交电商发力, 天猫系增速转正

目前仍以线上渠道为主, 重心转移至社交电商平台。2023 年公司第三方电商平台营业收入 49.51 亿元, 占总营收的 69.59%。其中, 天猫系/抖音/京东系营收分别为 17.38/12.04/11.97 亿元, 分别同比 -12.22%/118.51%/-30.53%, 分别占电商渠道比重 35.10%/24.31%/24.17%, 占公司总营业收入比重 24.43%/16.92%/16.83%。公司经营重心从传统电商转向社交电商及分销, 抖音渠道快速成长, 目前, 公司初步形成了“抖+N”的全渠道协同体系, 能够根据不同渠道形成高效快反的产品匹配, 提高了经营效率。

图31: 主要渠道销售收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

抖音渠道增速十分亮眼, 下半年增速高达 262.27%。从 23 年第二季度开始, 公司积极拥抱短视频新渠道、发挥自主制造优势强化核心品类竞争力, 实现季度营收同比基本持平; 第三、四季度迅速实现业绩逆势增长, 合计贡献增量超 10 亿元。根据品牌战报显示, 三只松鼠在快手 24 年年货节总支付 GMV 超 4.9 亿元, 同期增长 530%, 位居品牌榜 TOP1。24 年 1 月的抖音超级品牌日, 三只松鼠揽下 3.1 亿元 GMV, 刷新行业记录, 随后又拿下抖音商城好物年货节食品健康行业销售额 TOP1。

公司在社交平台的放量得益于其战略的重视。2022 年底, 三只松鼠成立短视频直播电商一级中心, 如今整个团队规模近 300 人。2023 年 12 月 20 号, 公司总部基地迎来一场达人盛事, 超百位抖音 KOL 现身安徽芜湖, 参加三只松鼠的达人联盟大会暨年货节招商会。而以往都是达人开会, 品牌方来捧场, 而三只松鼠却一反常态, 成为抖音平台上首个独立召开大型选品会的品牌方。在运营策略方面, 公司深度绑定巨头主播, 海量合作中小达人, 重点布局中小达人, 力求规模效应。自 2023 年 4 月起, 三只松鼠在 8 个月内合作的带货达人超 30 万名。2023 年销售额超 50 万元的食物类达人有 1.22 万名, 三只松鼠的渗透率超过一半。公司大力探

索品牌自播, 在自播、头部主播、中小达人三个方向上三管齐下, 自 6 月起稳居休闲食品前列。其抖音业绩贡献占比中, 达人与自营基本平分秋色。

**23H2 天猫系增速转正。**公司为线上休闲零食品牌之首, 23 年公司的每日坚果、坚果礼包、夏威夷果等数十款产品位列抖音、天猫品类榜单 TOP1, 公司在淘系和京东系的粉丝数位列零食类目第一。然而自天猫系开始去中心化, 公司在天猫系的收入增速连年下滑, 对整体业绩拖累严重, 但 23 年下半年开始天猫系收入增速转正。全年来看, 天猫系和京东系的下滑主要受 23 年上半年的拖累, 下半年公司在天猫系和京东系的营收分别同比+14.18%/-10.93%, 天猫系同比收入增速转正。我们推测, 公司在传统电商渠道增速转正主要得益于两方面: 1、高端性价比战略使得公司产品价格具备更强的竞争力; 2、公司在抖音的推广活动具备广告效应, 带动其他渠道销售。

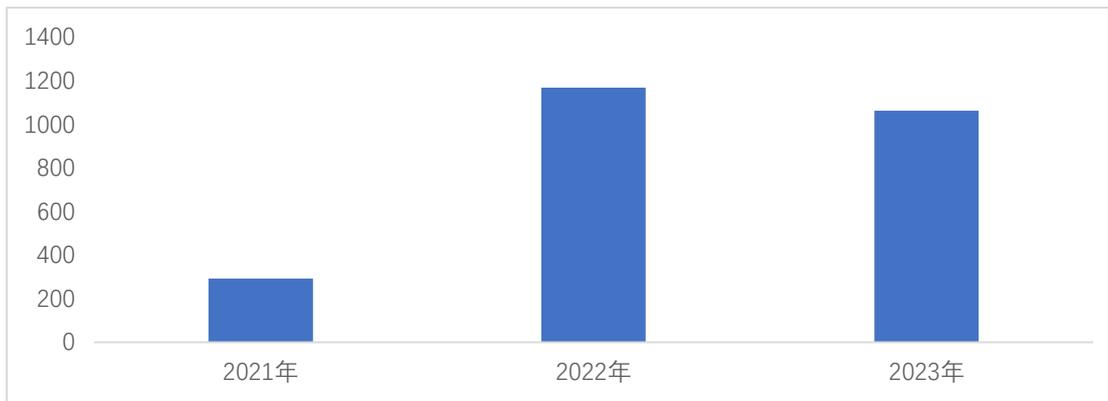
## 4.2 线下渠道: 分销为重要增长引擎, 试水社区零食店模式

公司线下渠道主要分为分销、社区店和原有店型。23 年线下营收 21.63 亿元, 同比-13.63%。23 年收入分别为 16.41/0.92/2.66 亿元。目前线下以分销业务为主。公司的线下分销渠道以标杆市场为原点, 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。

公司自 2021 年 10 月份开始布局线下区域分销业务, 截止 23 年公司分销业务包括区域经销、线上平台分销、礼品团购、量贩系统等, 其中又以区域经销为主。23 年公司线下分销业务营业收入 16.41 亿元, 同比+11.33%, 分销业务净利润率较高, 随着占比的提升对公司净利润率的提升亦有明显贡献, 为公司重要的增长引擎。

**增加重要经销商, 扩大有效优质终端。**截止 23 年末, 公司合作经销商共 1062 个, 且于 23 年侧重增加了 27 个 KA 经销商, 而公司年初仅 2 个 KA 经销商, 公司共覆盖超十万有效优质终端。我们认为, 对比部分食品饮料公司 50 万左右的有效终端, 公司的有效终端数量有很大提升空间。

图32: 经销商数量: 个

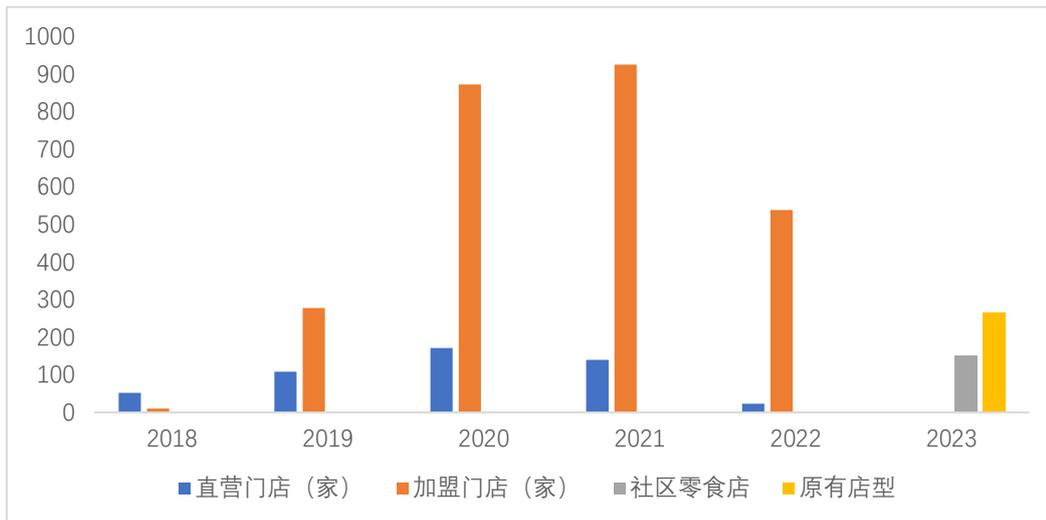


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**日销品占比快速提升。**23 年以前公司线下经销产品以节日礼盒为主, 季节性波动较大, 而自 23 年期, 公司加大日销品的铺货。日销品占比的增加在平抑季节性波动的同时, 能够带动规模与盈利能力的双提升, 帮助公司实现从年节转向日销的可持续发展, 目前, 公司日销品贡献超 30%。2024 年, 公司将重点聚焦线下分销业务, 进一步推动日销品区域化深度分销的打造。目前日销品的打造以及分销的精细化管理仍处于起步阶段, 我们认为, 未来 1-2 年我们有望看到该渠道更明显的转变。此外, 在面对量贩零食店冲击的同时, 公司也采取了合作的态度, 追寻双赢。据天下网商报道, 公司的四款坚果已进驻了零食很忙、赵一鸣的全国门店。

**原有店型迅速缩减:** 2016年9月, 公司首家以品牌和体验为目的的线下直营店开业, 随后公司于19年和20年加速拓店, 2020年公司线下直营店(投食店)达到171家, 加盟店(联盟店)872家, 公司2020年末线下店铺数量合计超1000家。受疫情影响, 公司线下店多数经营亏损, 公司于21年开始大量关闭线下店, 截止23年末, 公司关闭原有店型一半左右, 原有店型仅剩266家, 合计营业收入2.66亿元, 同比-71.82%, 拖累线下整体业绩。我们认为公司已将大部分亏损门店关闭, 剩下的门店多数盈利, 原有店型的调整已经基本告一段落, 后续对业绩的影响将明显降低。

图33: 线下门店数量: 家



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**社区店开启新增长渠道。**公司23年开始重新构建线下门店体系, 开创自有品牌社区零食店, 价格对标社区零食店, 走“高端性价比”路线。公司于2023年6月开出首批5家店铺, 截止23年末公司拥有自有品牌社区零食店149家, 营业收入0.92亿元。公司社区零食店仍处于打磨阶段, 但我们认为新社区店由于地理位置相对原有店型更接近消费群体, 且在价格优惠, 产品具备较好的质价比, 具备较高的竞争优势。据我们测算, 量贩零食店开店空间10万家左右, 据目前的数量约有3倍空间, 我们认为公司开社区零食店符合当下消费需求, 类似量贩零食店, 看好公司社区零食店的发展。

### 4.3 提升供应链效率, 提供高品质性价比产品

多条供应链模式并行, 向上游延伸:

**具备生产能力的企业能够获得较高的供应链效率进而在渠道变革和激烈的市场竞争中取胜。**供应链效率是指在保证产品或服务的前提下, 以最低的成本和资源投入完成生产、运输和交付的能力。高效率意味着快速响应和资源的最佳利用。因此, 如果企业自身具备生产能力, 不但能够在源头上把控原材料的品质, 保障食品安全, 还能够降低相应的采购成本并提高交付效率。

消费行业渠道多变, 相对于过于依赖第三方渠道的品牌, 拥有能够自主把控的渠道以及生产能力的企业更能够灵活应对行业的变革。此外, 企业自身对原材料的把控和生产与消费者日益注重食品安全和健康的理念相契合, 有助于提升品牌的认可度。我们认为, 具备生产能力的企业能够获得较高的供应链效率从而在渠道变革中灵活应对。

图34: 公司经营模式



资料来源: 同花顺、东兴证券研究所

### 4.3.1 公司的采购生产链包括三个并行的链条

#### (1) 多品类代工模式

对于零食类产品, 公司与行业头部企业开展合作, 制定严格的产品质量标准, 确保产品符合公司的各项要求。公司通过下游消费者对产品评价数据的分析来快速洞察市场需求变化, 通过与上百家代工工厂的合作能够快速高效的完成新品的开发和推广从而快速响应市场需求。

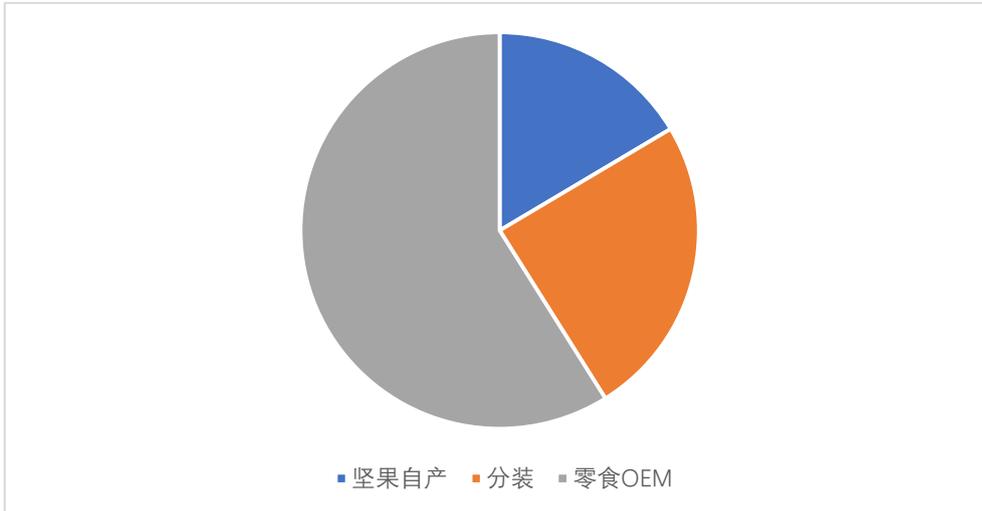
#### (2) 自建工厂

公司于 2022 年开始自建示范工厂, 为着力延伸坚果产业链, 推动一二三产深度融合, 公司自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂, 其中每日坚果、夏威夷果、碧根果等工厂已实现运营投产, 实现从原料到生产发货的供应链纵深, 推动产品竞争力进一步提升。2023 年公司坚果品类营收占比为 53.59%, 在主要原材料采购成本中 (不含辅料) 坚果的采购成本占比 41.09%, 其中坚果自产比例约四成, 则自产坚果/分装坚果/代工零食的原材料占比分别为 16.44%/24.65%/58.91%, 未来公司将持续加大自产占比。

#### (3) 坚果分装工厂

对于部分自有工厂尚未覆盖的坚果品类, 公司建有全球规模领先的坚果分装工厂, 设备自动化率高, 规模领先。由公司合作供应商收购产品原料, 并按公司要求进行生产加工, 最后交由公司进行严格的质量检测、产品筛选及分装。

图35: 采购成本角度坚果自产比例推算



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

#### 4.3.2 向上游延伸提高供应链效率, 提升产品质价比

2022年4月, 三只松鼠对外发布战略转型公告, 将从过去的电商核心转向坚果供应链核心, 其最大变化莫过于深度进军制造, 增强全链条品质管控的自主性。2022年底, 公司在行业内率先提出“高端性价比”战略, 就是要做到“链路更短、工具更先进、组织更协同”, 实现全品类、全渠道在交易全链路总成本领先的基础条件下, 实现产品更高品质, 更有差异化、价格更亲民的产品。

目前, 公司构建了以“礼包分装、每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果”等品类的自动化产线升级。公司在坚果品类自建示范工厂, 主要生产每日坚果、夏威夷果等产品, 夏威夷果示范工厂于2022年底投产。公司的每日坚果工厂采用30万级洁净车间, 配备36套全自动化生产产线设备, 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, 实现产品竞争力的有效提升。公司建有全球规模领先的坚果分装工厂, 设备自动化率高, 规模领先。公司与世界500强翱兰国际合资建成产线, 主要生产巴旦木、腰果。

翱兰国际有限公司 (OLAM) 成立于1989年, 是一家国际知名的农产品及食品贸易商, 总部设在新加坡并在新加坡上市, 是全球五百强最大规模的坚果企业, 在一产和全球贸易方面都有着卓越的运营能力。从2021年开始, 双方已经持续进行了长达一年多时间的交流与探讨, 最终于2022年11月23日正式成立翱兰松鼠食品 (芜湖) 有限公司。2023年2月与翱兰国际合作的无为工厂正式开工建设, 总建筑面积约12000平方米, 主要生产巴旦木、腰果等产品。从每日坚果分装工厂, 到示范工厂, 再到今天松鼠与世界五百强企业的强强联手建厂, 松鼠对于供应链的渗透正在一步一步深入。

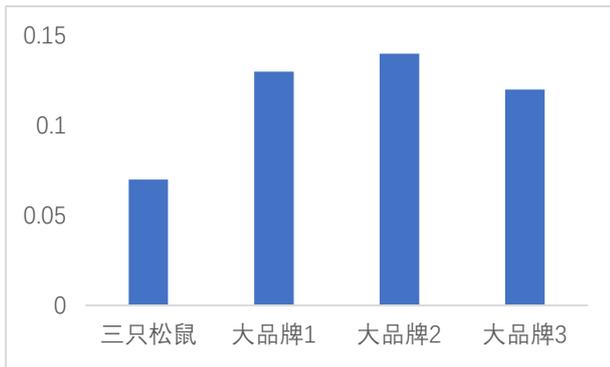
原材料方面, 公司渗透到原料产地, 诸如在广西、云南等地设立采购点, 与全球第一大夏果农场“金牌”坚果公司 (Golden Macadamia)、全球第一大蔓越莓农场 OceanSpray、全球第一大开心果农场 Wonderful、全球第一大碧根果农场 Easterlin 等开展了全面合作, 实现了全链路成本的优化。在坚果品类, 公司已实现从原料到生产发货的供应链纵深, 推动产品竞争力进一步提升, 从而为消费者提供更有供应链优势、更具高端性价比的产品。

22年公司一袋500g的夏威夷果卖大概30块钱,而同样一袋夏威夷果2023年末在天猫旗舰店只卖22.9元,赶上活动补贴甚至只要19.9元,公司对供应链的改造明显降低了其生产成本从而使得公司的产品在质价比方面具备较强的竞争力。

#### 4.4 公司产品的极致性价比

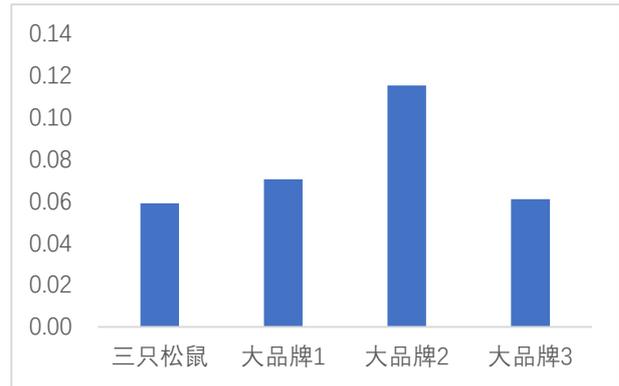
我们统计了几个头部品牌每日坚果和夏威夷果在淘宝和拼多多上的价格,总体来说,三只松鼠的每日坚果和夏威夷果克单价相对较低,因而具备较强的竞争力。

图36: 每日坚果价格: 元/g



资料来源: 淘宝、拼多多、东兴证券研究所

图37: 夏威夷果价格: 元/g



资料来源: 淘宝、拼多多、东兴证券研究所

#### 4.5 股权激励+员工持股计划实施

公司于近期连续发布了股权激励计划及员工持股计划,以充分调动员工的积极性,提高员工的凝聚力和公司的竞争力。

##### 4.5.1 股权激励计划

激励计划的激励对象为在公司(含分公司和控股子公司)任职的核心骨干93人。本激励计划拟授予激励对象的股票期权数量236.46万份,其中,首次授予股票期权214.46万份,预留22.00万份。首次授予股票期权的行权价格为24.02元/份,首次授予的股票期权在授权日起满12个月后分三期行权,各期行权的比例分别为40%、30%、30%;预留部分的股票期权若在2024年9月30日后授予,则行权比例分别为50%、50%。若各行权期内,公司当期业绩水平未达到业绩考核目标条件的,所有激励对象对应考核当年计划行权的股票期权全部不得行权,由公司注销。

表3: 业绩考核目标

行权期	业绩考核目标 A(公司层面行权 业绩考核目标 B(公司层面行权 比例 100%)	
	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。

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%)
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。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

#### 4.5.2 员工持股计划

公司同时发布了员工持股计划, 本员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过 198.15 万股, 购买回购股份 (含预留份额) 的价格为 12.01 元/股。初始设立时持有人总人数不超过 96 人 (不含预留份额), 分 40%、30%、30% 解锁, 预留部分按照 50%、50% 的比例解锁。

公司员工持股计划业绩考核要求同股权激励计划, 每一个解锁期, 由于公司层面业绩考核而不能解锁的标的股票可递延至后一个解锁期, 在后一个解锁期达到业绩考核目标条件时按比例解锁。如若递延至最后一个解锁期仍存在不能解锁的标的股票, 则相应的权益均不得解锁, 由管理委员会于存续期届满时统一清算, 清算资产由管理委员会按照法律法规允许的方式自行决定处置事宜。

公司提出“3 年 200 亿”的发展目标, 其中若营收目标达成则对应期间 100% 解锁, 若仅达成利润目标则解锁 80%, 可见公司对利润的增长充满信心, 对营收的增长更为重视。公司营收目标较高, 利润目标更易达成, 解锁条件相对宽松, 体现了公司在激励的同时也对核心骨干成员分享成长红利。

## 5. 投资建议

我们认为, 公司向多品类多渠道转型符合市场趋势, 目前来看已经逐步走出业绩低谷, 公司业绩有望持续恢复。不考虑股权激励费用, 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 107.99、136.97、161.15 亿元, 归母净利润分别为 3.84、5.31 和 6.65 亿元, 对应 EPS 分别为 0.96、1.32 和 1.66 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 25、18 和 14 倍, 调高至“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示:

抖音平台竞争愈发激烈, 渠道利润率受损; 受量贩零食店冲击, 线下开社区店速度和效果不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	3317	4327	5507	6355	7166	<b>营业收入</b>	7293	7115	10799	13697	16115
货币资金	171	328	612	685	806	<b>营业成本</b>	5343	5455	8304	10561	12457
应收账款	394	594	888	1201	1457	营业税金及附加	48	45	70	88	104
其他应收款	22	18	27	34	40	营业费用	1533	1238	1674	2055	2337
预付款项	81	117	171	240	321	管理费用	283	227	302	356	387
存货	1071	1388	1934	2315	2662	财务费用	8	6	15	15	15
其他流动资产	1558	1863	1863	1863	1863	研发费用	38	25	38	48	56
<b>非流动资产合计</b>	1219	1216	1194	1136	1084	资产减值损失	3.19	14.29	8.00	5.00	5.00
长期股权投资	6	21	21	21	21	公允价值变动收益	0.53	0.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	522	507	466	426	385	投资净收益	56.19	53.80	59.18	65.10	71.61
无形资产	109	113	107	100	94	加: 其他收益	81.52	115.83	74.16	90.51	93.50
其他非流动资产	57	43	43	43	43	<b>营业利润</b>	178	278	521	726	919
<b>资产总计</b>	4536	5543	6701	7491	8249	营业外收入	27.65	40.91	34.28	37.60	35.94
<b>流动负债合计</b>	1846	2760	3807	4467	5057	营业外支出	4.69	5.41	7.48	5.86	6.25
短期借款	50	300	300	300	300	<b>利润总额</b>	200	314	548	757	949
应付账款	1063	1548	2325	2957	3488	所得税	71	94	164	227	284
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	129	220	384	531	665
一年内到期的非流动负债	35	69	69	69	69	少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	347	269	266	270	268	归属母公司净利润	129	220	384	531	665
长期借款	199	125	125	125	125	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	2192	3029	4072	4737	5326	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-25.35%	-2.45%	51.78%	26.84%	17.65%
实收资本(或股本)	401	401	401	401	401	营业利润增长	-62.07%	56.67%	87.33%	39.27%	26.72%
资本公积	469	514	514	514	514	归属于母公司净利润增长	68.61%	70.30%	74.67%	38.25%	25.33%
未分配利润	1336	1485	1577	1696	1847	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	2343	2514	2629	2754	2924	毛利率(%)	26.74%	23.33%	23.10%	22.90%	22.70%
<b>负债和所有者权益</b>	4536	5543	6701	7491	8249	净利率(%)	1.77%	3.09%	3.56%	3.87%	4.13%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	2.85%	3.97%	5.73%	7.08%	8.06%
						ROE(%)	5.51%	8.74%	14.60%	19.27%	22.75%
<b>经营活动现金流</b>	73	334	548	432	569	<b>偿债能力</b>					
净利润	129	220	384	531	665	资产负债率(%)	48%	55%	61%	63%	65%
折旧摊销	76.14	68.67	57.08	56.26	55.53	流动比率	1.80	1.57	1.45	1.42	1.42
财务费用	8	6	15	15	15	速动比率	1.22	1.07	0.94	0.90	0.89
应收帐款减少	-201	-200	-294	-313	-256	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.52	1.41	1.76	1.93	2.05
<b>投资活动现金流</b>	-185	-280	20	62	62	应收账款周转率	25	14	15	13	12
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	应付账款周转率	6.15	5.45	5.58	5.19	5.00
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	56	54	59	65	72	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.55	0.96	1.32	1.66
<b>筹资活动现金流</b>	-134	100	-356	-421	-510	每股净现金流(最新摊薄)	-0.62	0.38	0.53	0.18	0.30
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.84	6.27	6.56	6.87	7.29
长期借款增加	0	-74	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	74.22	43.18	24.81	17.94	14.32
资本公积增加	57	45	0	0	0	P/B	4.06	3.79	3.62	3.46	3.26
<b>现金净增加额</b>	-247	154	212	73	121	EV/EBITDA	40.19	28.69	16.12	11.85	9.39

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业: 美降息预期加强, 利好白酒资产定价	2024-05-08
行业深度报告	食品饮料行业: 茅台批价还会跌吗?	2024-04-12
行业普通报告	食品饮料行业: 糖酒会酒企反馈积极, 悲观预期修复	2024-03-25
行业普通报告	食品饮料行业: 食品饮料视角看政府工作报告	2024-03-13
行业深度报告	食品饮料行业: 两宏观因素推动企业现金流好转—2020年复盘和2024年展望	2024-02-23
行业普通报告	食品饮料行业: 物价温和回升预期增强, 食品饮料企业盈利有望进一步增强	2024-01-31
行业普通报告	食品饮料行业: 建议关注长期基本面扎实个股	2024-01-23
行业普通报告	食品饮料行业: 食品饮料行业高分红个股梳理	2024-01-08

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师, 工商管理硕士, 曾任职太平洋证券、民生证券等, 6 年食品饮料行业研究经验, 2020 年 6 月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士, 2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究, 主要覆盖调味品、速冻、休闲食品及奶粉。

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

## 免责声明

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

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

## 行业评级体系

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

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

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

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526