

战略转型成功落地，水大鱼大未来可期

■ 证券研究报告

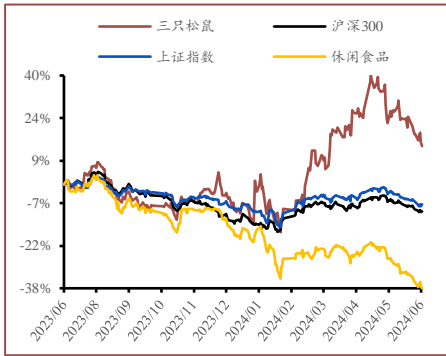
★ 投资评级:买入(首次)

基本数据

2024-06-28

收盘价(元)	21.87
流通股本(亿股)	2.80
每股净资产(元)	7.05
总股本(亿股)	4.01

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004
wuwd01@ctsec.com

分析师 李茵琦

SAC 证书编号: S0160523020001
liyq03@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **公司系坚果品类 TOP1、擅长轻资产运营模式。**公司是坚果赛道名符其实的 TOP1，2023 年坚果营收超过 38 亿元，远超第二名，消费者认知度较强。公司净利率不高（5%上下）；但轻资产运营模式在收入起量的年份净资产收益率也会有不俗的表现（资产周转率和 ROE 在收入放量的年份远高于同行）。
- ❖ **高端性价比战略的成功有内外因共同作用。**1) 从结果来看“高端性价比”战略是成功的，公司的确将实惠给到了消费者，带动抖音渠道的快速增长（2023 年同增 118.5%），最重要的是也带动淘宝、京东出现好转。2) 我们认为“高端性价比”底层逻辑还是通过规模效应实现成本优化，但公司能够成功落地与内部改革和外部环境都有关系：有坚果大单品为实现规模效应打下良好基础；涉足供应链，部分品类可以实现 10pct 以上的利润率优化；性价比趋势在各行各业兴起；抖音渠道的迅速放量给予及时的正向反馈。3) 分析公司和盐津铺子两家企业，我们发现有一些相似之处：首先两者都经营多品类、收入起势与新兴渠道的发展趋势息息相关。其次都通过提升供应链环节效率，回报给消费者更加优质低价的产品。而且都在这个模式跑通后都尽快去完善弱势渠道、弥补自身短板（盐津的流通定量装、松鼠的线下渠道）。
- ❖ **未来渠道、品类均有较大挖掘空间。**1) 线上：抖音本身处于红利期，公司打法已经跑通，通过“D+N”持续赋能全渠道。2) 线下：空间有待开发，分销和门店并举，门店模型还处于打磨期。3) 品类空间：坚果千亿元规模公司市占率仅 5%，空间较大；零食竞争格局分散，公司的优势在于快速推新响应市场需求。
- ❖ **投资建议：**我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 106.41/139.09/180.27 亿元，同增 50%/31%/30%；归母净利润 3.42/4.87/7.71 亿元，同增 56%/42%/58%；对应 PE 分别为 26/18/12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ❖ **风险提示：**食品安全问题，原材料成本波动风险，行业竞争加剧，线下渠道拓展不及预期，股东减持风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7293	7115	10641	13909	18027
收入增长率(%)	-25.35	-2.45	49.56	30.72	29.60
归母净利润(百万元)	129	220	342	487	771
净利润增长率(%)	-68.52	69.85	55.72	42.37	58.30
EPS(元/股)	0.32	0.55	0.85	1.22	1.92
PE	67.09	32.82	25.98	18.25	11.53
ROE(%)	5.52	8.74	12.42	15.75	21.05
PB	3.67	2.88	3.23	2.87	2.43

数据来源：wind 数据，财通证券研究所（以 2024 年 06 月 28 日收盘价计算）

内容目录

1	坚果行业 TOP1，2023 年二次创业成功.....	5
1.1	历史复盘：乘线上东风发家，2020 年之后开始探索新增长点.....	5
1.2	管理层行业经验丰富，公司股权明晰.....	8
1.3	核心优势：在坚果领域有较强品牌力，消费者认知度高.....	10
1.4	财务对比分析：净利率偏低，但轻资产运营模式下 ROE 并不低.....	10
2	高端性价比的成功有内外因共同作用.....	12
2.1	复盘公司践行“高端性价比战略”的历程.....	12
2.2	“高端性价比”为什么能成功？.....	16
2.3	对比盐津铺子，两家公司近几年的路径有殊途同归之处.....	19
3	未来渠道、品类均有较大挖掘空间.....	21
3.1	线上：抖音渠道仍处于红利期，通过“D+N”带动全渠道发展.....	21
3.2	线下：空间广阔有待挖掘，分销+门店并举.....	23
3.2.1	门店模式：主打社区门店，仍在探索新店型.....	24
3.2.2	分销业务：提出百亿元目标，提升日销品占比.....	27
3.3	坚果+零食，品类空间还远未到天花板.....	29
3.3.1	休闲食品规模稳增，公司具备行业洞察力.....	29
3.3.2	坚果炒货大赛道，公司市占率有望提升.....	30
4	盈利预测.....	31
5	风险提示.....	33

图表目录

图 1.	公司于 2019 年营收达到高点.....	6
图 2.	公司 2016 年之后净利率在 5%上下波动.....	6
图 3.	近年来电商渠道中阿里系占比开始下降.....	7
图 4.	2020 年天猫、京东在公司线上营收中占比下降.....	7
图 5.	2020 年起公司线上渠道收入出现下滑.....	7
图 6.	2020 年之后公司开始探索线下渠道的空间.....	7
图 7.	2023Q3 营收增速开始由负转正.....	8
图 8.	2023Q3 以来利润均实现高增.....	8

图 9. 公司发展历程：2019 年之前线上红利期、2020-2022 年探索期、2023 年明确新战略.....	8
图 10. 公司股权结构清晰，董事长持股 43%.....	9
图 11. 2023 年公司坚果品类营收远超其他上市公司（单位：亿元）	10
图 12. 《三只松鼠》同名动画片上线各大少儿频道.....	10
图 13. 公司毛利率和同行相比偏低（单位：%）	11
图 14. 公司净利率和同行相比偏低（单位：%）	11
图 15. 公司销售费率和同行相比中等偏高（单位：%）	11
图 16. 公司管理费率和同行相比偏低（单位：%）	11
图 17. 公司员工数量和同行偏低.....	11
图 18. 公司总资产周转率和同行相比偏高.....	11
图 19. 2019 年之前公司 ROE 和同行相比偏高（单位：%）	12
图 20. 公司权益乘数和同行相比偏高.....	12
图 21. 公司“高端性价比”战略逻辑.....	14
图 22. 公司全球合作伙伴.....	15
图 23. 公司安徽坚果制造工厂.....	15
图 24. 公司全链路优化示意图.....	16
图 25. 抖音渠道公司产品价格和同行相比有优势.....	17
图 26. 公司抖音营收同比增长 118.5%（单位：亿元）	17
图 27. 2022 年公司天猫、京东在线上占比开始下降.....	17
图 28. 公司抖音渠道从 2023 年 5 月开始放量.....	18
图 29. 公司淘宝京东渠道 GMV 仍有压力(单位：亿元)	18
图 30. 公司淘宝京东渠道销售量自 2023 年下半年以来有所提升（单位：万件）	18
图 31. 公司淘宝京东渠道客单价 2023 年以来有所下降（单位：元/件）	18
图 32. 公司坚果为第一大单品（单位：亿元）	19
图 33. 近年来全国居民消费价格指数同比增速疲软（单位：%）	19
图 34. 我国消费者重视品质化和性价比，消费理念趋于理性.....	19
图 35. 盐津铺子的营业收入表现和渠道趋势息息相关.....	20
图 36. 盐津铺子净利率情况和渠道趋势息息相关.....	20
图 37. 抖音电商迅猛发展.....	22
图 38. 公司“D+N”示意图.....	22
图 39. 2024Q1 公司抖音销售方式直播占比约 80%.....	23
图 40. 2024Q1 公司抖音带货渠道中达人号占比过半.....	23
图 41. 零食销售渠道中线下仍占大头.....	24

图 42. 快消品销售渠道中线下仍占大头.....	24
图 43. 公司近几年线下表现欠佳.....	25
图 44. 公司 2022 年开始优化线下门店数量.....	25
图 45. 公司投食店数量收缩到不到 100 家.....	25
图 46. 公司联盟小店数量收缩到 500 家左右.....	25
图 47. 公司 2023 年社区零食店和原有门店结构占比.....	26
图 48. 我国现制炒货头部品牌近几年开店趋势较好.....	26
图 49. 公司线下分销模式.....	28
图 50. 公司新分销业务占比逐年提升.....	28
图 51. 公司新分销业务营收在 16 亿元左右.....	28
图 52. 公司 2022 年经销商数量有所扩容.....	28
图 53. 公司分销组织形式.....	29
图 54. 休闲食品行业市场规模逐年扩容.....	29
图 55. 休闲食品行业品类较多.....	29
图 56. 坚果炒货行业逐年增长.....	30
图 57. 中国混合坚果行业市场规模在百亿元左右.....	30
图 58. 近年来全球坚果产量逐步提升.....	30
图 59. 我国坚果行业集中度还较低.....	30
表 1. 公司股权激励目标为 2024-2026 年含税营业收入分别达到 115/150/200 亿元.....	9
表 2. 公司从 2019 年开始逐步涉足供应链的优化.....	13
表 3. 公司与国内外知名农场基地合作.....	14
表 4. 公司与盐津铺子对比图.....	21
表 5. 公司在抖音电商表现亮眼.....	23
表 6. 社区零食店基本情况.....	26
表 7. 社区零食店、投食店、联盟小店情况对比.....	27
表 8. 社区零食店、零食很忙、粒上皇与熊猫沫沫情况对比.....	27
表 9. 公司分销渠道现状.....	29
表 10. 预计全球坚果供应量有所增长（单位：万吨）.....	31
表 11. 盈利预测.....	32
表 12. 主要休闲食品公司估值对比.....	33

1 坚果行业 TOP1，2023 年二次创业成功

1.1 历史复盘：乘线上东风发家，2020 年之后开始探索新增长点

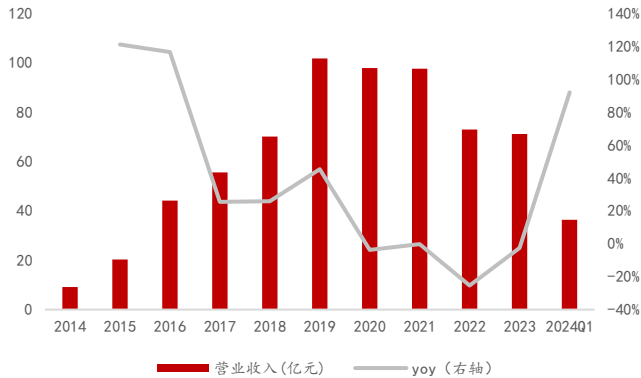
公司于 2012 年成立于安徽芜湖，凭借传统电商淘宝天猫快速起量，建立起全国化品牌认知，目前坚果品类销售体量位居国内第一。2016 年在芜湖开设第一家线下体验门店，逐步开始涉足线下渠道；2020 年快速拓店，同时开启新分销业务；2023 年战略转型、重新定位“性价比”和“品销合一”，以“高端性价比”为导向，“全品类+全渠道”向消费者提供坚果与零食。公司过往发展经历如下：

2012-2019 年：抓住电商红利，快速发展

公司于 2012 年布局电商渠道，上线当时市占率超过 80% 的淘宝天猫，凭借电商红利迅速起量，天猫坚果类目销售跃居第 1 名，两年内全网年销售额突破 10 亿元。2014 年由坚果单一品类向多品类拓展。2016 年在芜湖开设第一家投食店，开始线下布局。2017 年起淘宝京东等传统电商平台流量见顶，拼多多、抖音等新兴渠道开始起量，公司在淘宝平台的营收增速出现放缓，开始入驻新电商抖音快手。至 2019 年，公司在线上渠道坚果品类做到全网第一，线下渠道增速起势较快，门店共覆盖全国 21 个省及直辖市，当年公司营收突破 100 亿元，并于创业板上市。

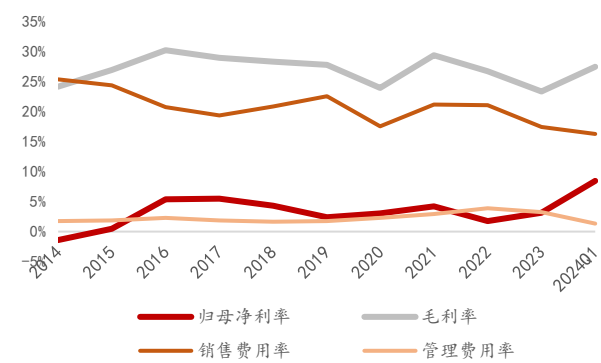
2012-2019 年期间公司营收增速均保持快速增长，CAGR 达到 64.2%，主要营收来自于天猫系（包括天猫商超与天猫超市）与京东平台（包括京东自营与京东商城），2016-2018 年公司在天猫和京东的营收合计占比 80% 左右。从利润表现来看，2014-2015 年公司净利润较低，原因是各公司为抢占电商渠道市场份额导致行业竞争激烈，2016 年开始公司利润端有显著改善，主要由于当年整体市场竞争环境趋缓、以及坚果品类市场竞争地位确立使得公司议价能力及整体盈利能力快速提升。公司净利率在 2016 年达到高点后，2017-2019 年净利率略有下滑，主要是 2018 年起电商获客成本提升，销售费用增加，2018/2019 年公司销售费用率同比分别+1.5/1.7pcts。

图1.公司于2019年营收达到高点



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图2.公司2016年之后净利率在5%上下波动



数据来源: Wind, 财通证券研究所

注: 2020年企业会计准则更改, 运输费及包装费由原销售费用调整至主营业务成本科目核算, 导致2020年毛利率同比下降3.90pct, 若按照原有准则计算则毛利率同比上升3.66pct。

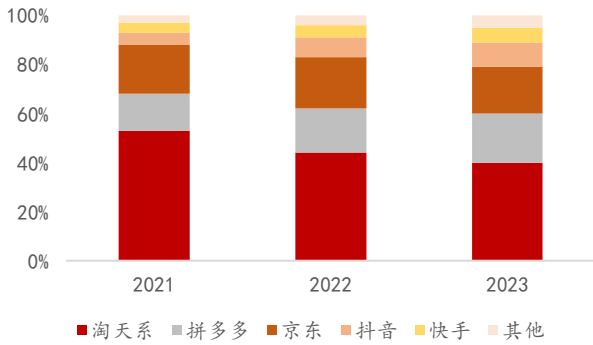
2020-2022年: 线上遇冷, 进入改革调整期

传统电商流量下滑, 淘系在电商中的市占率近年来下滑至不到50%, 拼多多、抖音快手直播短视频电商快速崛起。另一方面淘宝天猫自身也有去中心化的策略, 弱化头尾品牌、大力扶持腰部品牌。公司以淘宝天猫为主渠道, 受影响较大; 2020年虽已开始布局新电商直播矩阵但非公司线上营收主力, 2020-2022年天猫/京东在第三方平台营收占比分别下降12%/2%, 而新电商及其他渠道占比则上升14%, 但2020-2022年线上收入CAGR为-18.5%, 整体仍在下滑。

线下方面公司积极寻求新的发力点, 营收占比从2020年的3%提升至2022年的33%。线下在两年内快速拓店, 线下门店在2021年达1065家, 2022年逐步优化减少至551家; 同时布局新分销业务, 开启区域经销, 主动精简长尾SKU。但期间受疫情影响, 线下业务也并非一帆风顺。

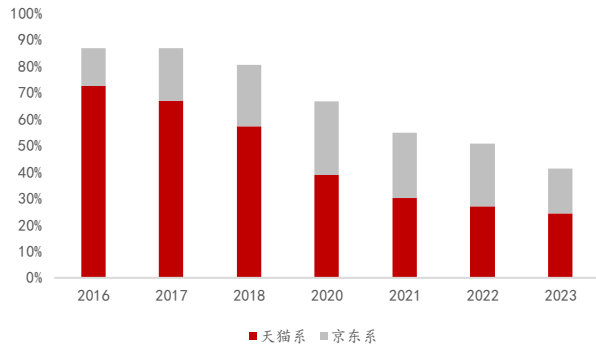
线下虽有起色, 但线上下滑较快, 公司整体业绩承压, 2020-2022年营收GAGR为-13.7%。总结来说, 2020-2022年是公司深度调整期, 线上承压明显, 不断摸索新的增长点。期间也不乏一些亮点: 1) 开始重视利润端表现, 2019-2021年净利率持续小幅上升, 主要受益于公司核心产品坚果品类规模效应的显现与统采策略带来的成本优化, 使公司毛利率持续提升。不过2022年门店优化调整、SKU结构调整导致净利润大幅下降, 净利率出现回落。2) 布局的新品牌有一定成果, 2020年6月上线“小鹿蓝蓝”新品牌, 上线22天夺宝宝零食品牌销量第一, 2023年“小鹿蓝蓝”实现营收5.9亿元, 占公司整体营收的9%。

图3.近年来电商渠道中阿里系占比开始下降



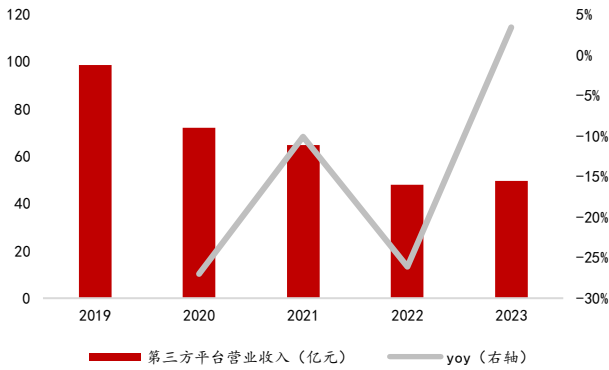
数据来源：电商报 pro，交银国际，财通证券研究所

图4.2020年天猫、京东在公司线上营收中占比下降



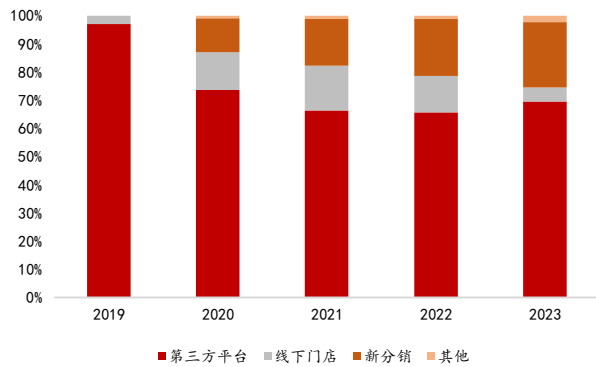
数据来源：公司公告，财通证券研究所
注：2019年平台营收数据并未公布

图5.2020年起公司线上渠道收入出现下滑



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图6.2020年之后公司开始探索线下渠道的空间



数据来源：公司公告，财通证券研究所

2023-至今：明确“高端性价比”策略，战略转型

2023年提出“高端性价比”战略，通过降本增效打造性价比产品；线上核心主战地从淘宝天猫转向以抖音为焦点市场，贯彻“品销合一”电商新战略，2023年抖音渠道营收超12亿元，同比增长118.5%。同时以“D+N”协同为核心，全渠道布局：分销推进“终端性价比”战略布局，提升终端精细化管理水平；线下门店升级打造自有品牌零食专业店。公司战略成果初显，2023Q3公司营收和利润都实现由负转正，且连续3个季度营收和利润均实现高增。

图7.2023Q3 营收增速开始由负转正

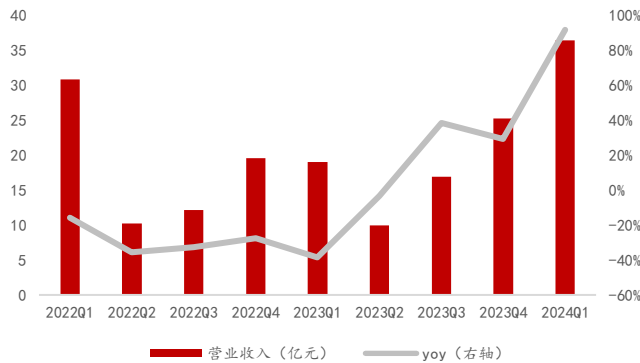
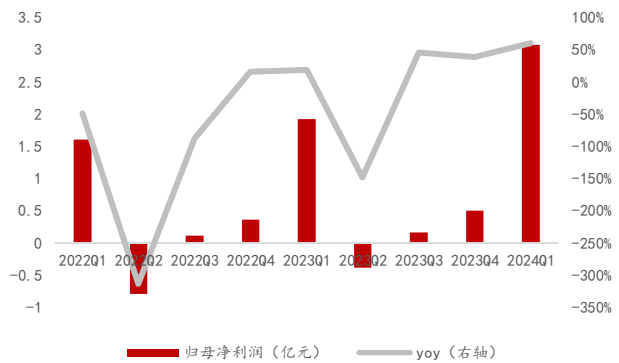


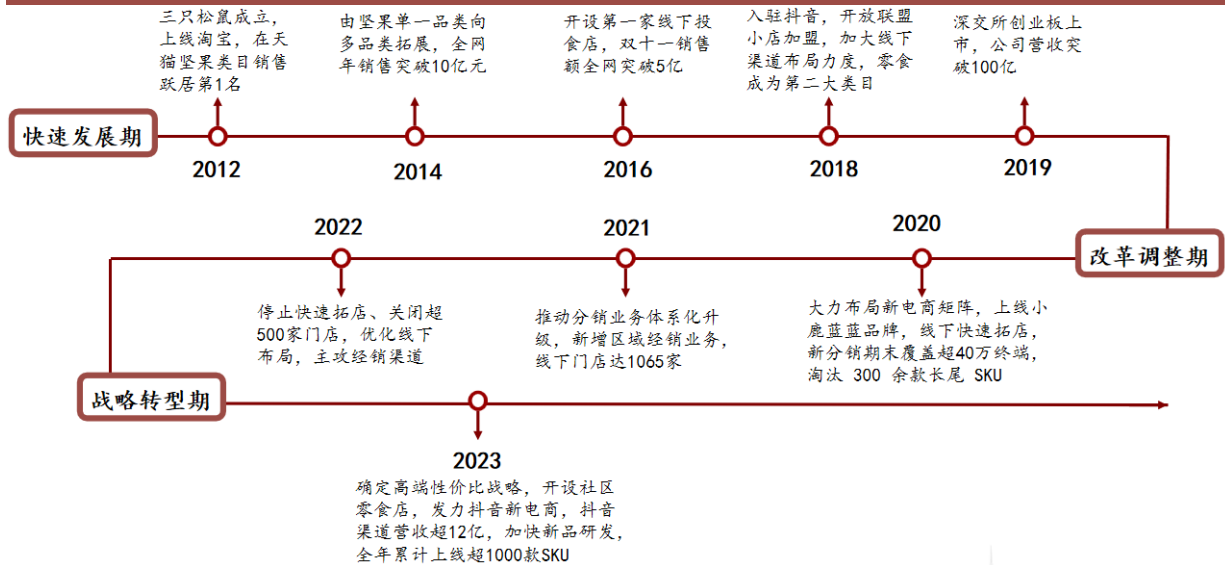
图8.2023Q3 以来利润均实现高增



数据来源: Wind, 财通证券研究所

数据来源: Wind, 财通证券研究所

图9.公司发展历程: 2019年之前线上红利期、2020-2022年探索期、2023年明确新战略

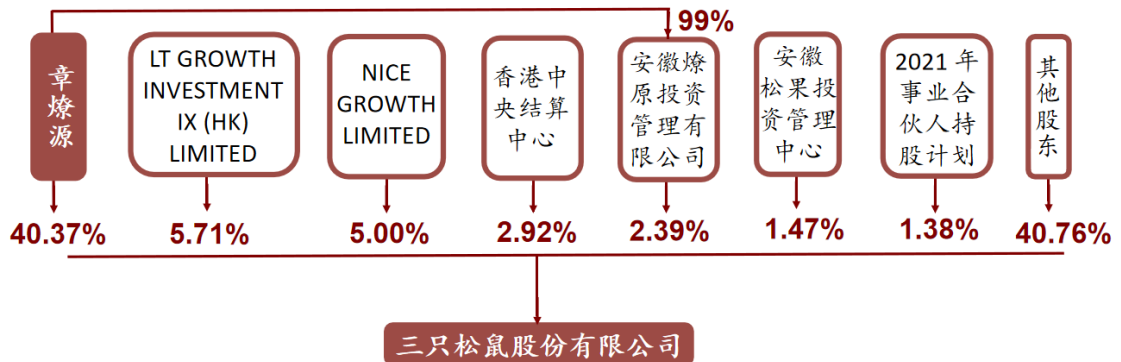


数据来源: 公司官网, 公司招股说明书, 公司年报, 财通证券研究所

1.2 管理层行业经验丰富, 公司股权明晰

创始人深耕坚果行业二十余年, 管理层经验丰富, 股权结构清晰。公司创始人及实控人章燎源先生自2003年进入坚果行业, 深耕坚果行业二十余年, 拥有丰富的销售管理运营经验、敏锐的互联网商业嗅觉。2012年, 章燎源先生抓住电商行业发展契机, 创立“三只松鼠”坚果品牌, 开启创业之路。目前章燎源先生直接加间接持股合计42.76%, 为公司第一大股东, 公司第二、三大股东LT GROWTH INVESTMENT及NICE GROWTH LIMITED分别隶属于创投机构今日资本和IDG, 分别持有公司5.71%和5.00%的股份, 安徽松果投资中心及2021年事业合伙人持股计划为员工持股平台, 分别持有公司股份1.47%、1.38%。公司目前其他核心管理层大多为公司元老, 在休闲食品行业具备丰富的管理运营经验。

图10.公司股权结构清晰，董事长持股43%



数据来源：Wind，财通证券研究所
 注：数据截至2024.4.26

公司于2024年4月29日发布股票期权激励计划，考核目标为：2024-2026年含税营业收入分别达到115/150/200亿元(2024-2026年对应复合增速约为32%)，行权比例为80%；若当年未达收入目标，则参考利润目标，即2024-2026年归母净利润（剔除股权激励支付费用）达到4亿元，行权比例为80%。本次股权激励的收入考核目标制定得较高，可见公司在“高端性价比”战略下对长期发展充满信心。

表1.公司股权激励目标为2024-2026年含税营业收入分别达到115/150/200亿元

行权期		业绩考核目标 A	业绩考核目标 B		
		公司层面行权比例 100%	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（自首次授予部分股票期权授权日起12个月后），行权比例40%	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（自首次授予部分股票期权授权日起24个月后），行权比例30%	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（自首次授予部分股票期权授权日起36个月后），行权比例30%	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。		
首次授权日：2024年5月15日					
激励人员	授予价格	获授的限制性股票数量(万股)	占本激励计划授出全部权益数量的比例	占授予时公司总股本的比例	占股本总额的比例
核心骨干(93人)	24.02元/股	214.46	90.70%	0.53%	0.27%
预留股份	24.02元/股	22	9.30%	0.05%	0.01%
合计		236.46	100.00%	0.59%	0.28%

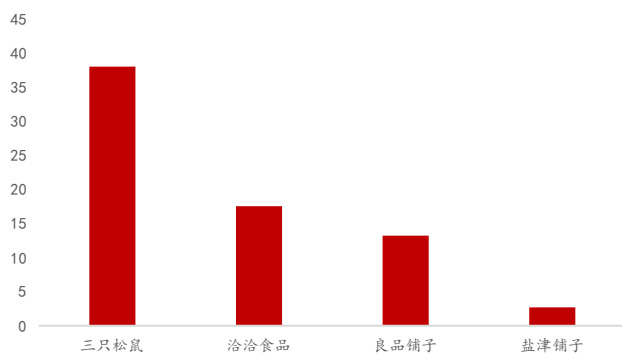
数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 核心优势：在坚果领域有较强品牌力，消费者认知度高

大坚果赛道名符其实的 TOP1，消费者认知度较强。公司起家电商，线上为主要销售渠道，已连续九年坚果零食全网销量第一。对比其他上市企业的坚果类产品销售收入，2023 年公司坚果类营收超过 38 亿元，是第二名洽洽食品的两倍多。从销售体量来看，公司是坚果行业名副其实的 Top1。2023 年公司入选《TopBrand 2023 中国品牌 500 强》榜单，以及《2023 年中国最受欢迎新春坚果礼盒品牌 10 强榜单》第 1 名，说明公司在消费者心中有较强品牌认可度。

公司擅长品牌营销，超级 IP 赋予品牌生命力，品牌人格化吸引客户。公司以“小酷、小美、小贱”三只小松鼠为原型设计萌态可爱的品牌 logo，打造自身标志性 IP，不断赋予品牌新的生命力。在用户体验方面，公司构建起 IP 化人格化的品牌形象，比如客服以松鼠宠物的口吻与客户交流；产品的包装设计充满趣味性和创意；公司在卖出相应产品时还会提供配套工具（如开口器等），从产品到客服到售后，将“松鼠”品牌立体化，带给顾客一次别致、完整、舒适的购物体验。

图11.2023 年公司坚果品类营收远超其他上市公司(单位：亿元)



数据来源：各公司公告，财通证券研究

图12.《三只松鼠》同名动画片上线各大少儿频道



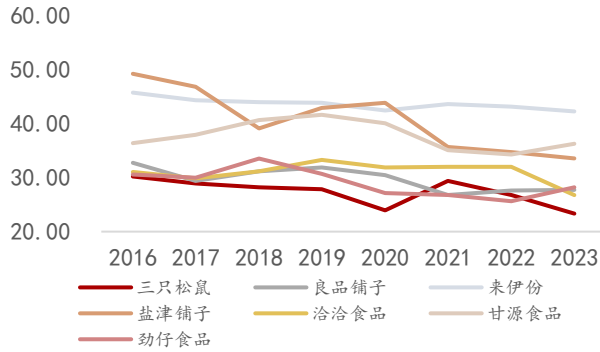
来源：公司公众号，财通证券研究所

1.4 财务对比分析：净利率偏低，但轻资产运营模式下 ROE 并不低

梳理公司与其他主要零食公司的财务数据可以发现：1)公司作为代工型企业，毛利率整体偏低，基本没有超过 30%，和同为代工型企业的良品铺子、来伊份，以及主营坚果品类的洽洽食品相当。同时销售费用率中等偏高，基本在 20%左右，高于传统型企业（洽洽食品、甘源食品、劲仔食品等）。不过管理费用率和同行相比相对较低，从员工数量来看，公司员工总数基本是同行中最低。结合来看，公司净利率在同行中偏低，基本在 5%上下，和良品铺子、来伊份相当。2)但公司总资产周转率高于行业平均水平，2021 年之前基本是行业最高，2022 年以后由于营收端承压导致周转率有所下降。总结来说，由于代工属性和坚果品类溢价率

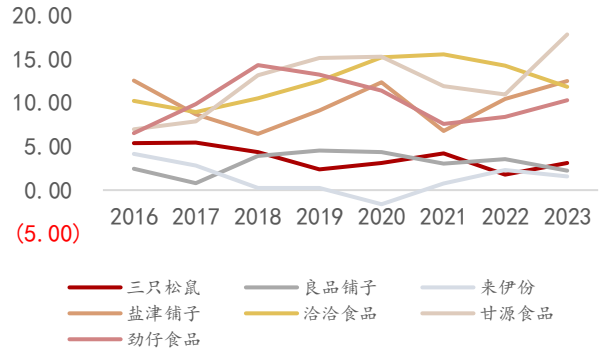
不高，叠加公司销售费用率不低，净利率基本处于行业低位；但公司是轻资产运营模式，在收入起量的年份净资产收益率也会有不俗的表现。

图13.公司毛利率和同行相比偏低（单位：%）



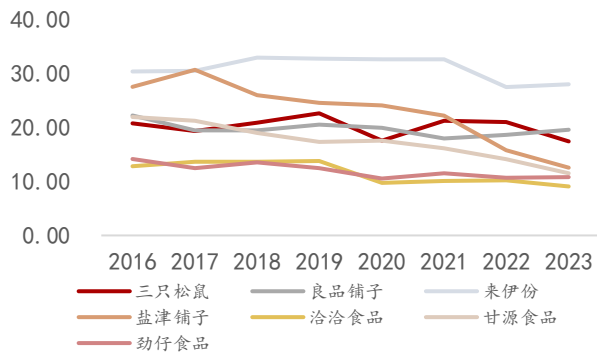
数据来源：Wind，财通证券研究所

图14.公司净利率和同行相比偏低（单位：%）



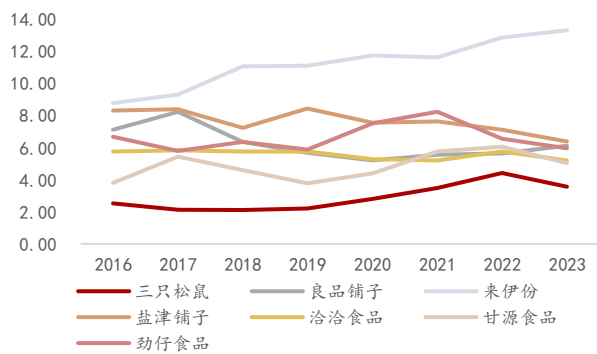
数据来源：Wind，财通证券研究所

图15.公司销售费用和同行相比中等偏高（单位：%）



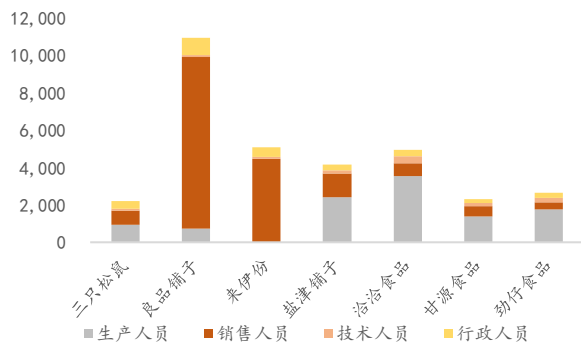
数据来源：Wind，财通证券研究所

图16.公司管理费用和同行相比偏低（单位：%）



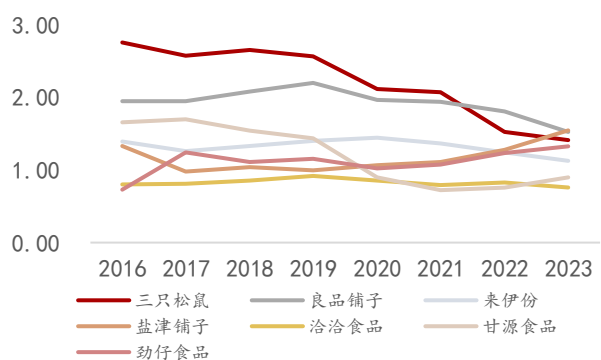
数据来源：Wind，财通证券研究所

图17.公司员工数量和同行偏低



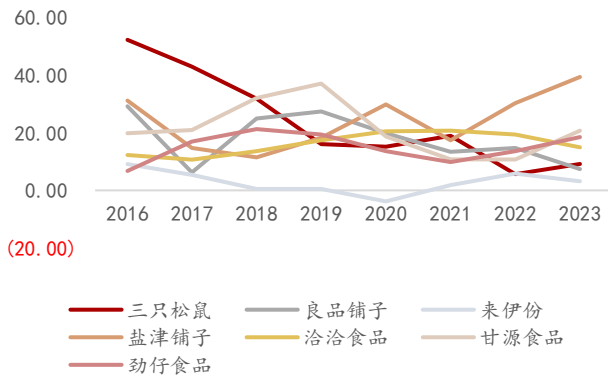
数据来源：Wind，财通证券研究所

图18.公司总资产周转率和同行相比偏高



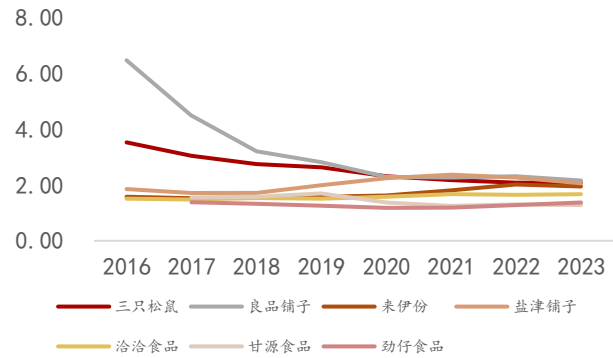
数据来源：Wind，财通证券研究所

图19.2019年之前公司ROE和同行相比偏高(单位:%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图20.公司权益乘数和同行相比偏高



数据来源: Wind, 财通证券研究所

2 高端性价比的成功有内外因共同作用

2.1 复盘公司践行“高端性价比战略”的历程

公司正式提出“高端性价比”战略是在2023年4月份发布的2022年年报中，原文在2023年的展望中提到：“结合‘三只松鼠’全国化品牌优势，明确‘高端性价比’长期战略，通过全渠道的运营升级与供应链的高效响应，满足广大消费者的需求，推动公司形成新的业绩基本盘。”

复盘公司在供应链效率方面的发展历程，可以发现从2019年开始公司便有意识逐步加强对生产端的控制，具体来看：

2019年首次提出“联盟工厂”的概念，我们认为所谓“联盟工厂”是公司的一次创新，尝试以轻资产模式让代工厂实现集约化生产（更能体现规模效应），同时加强对代工环节的质量管控能力。1）该项目涉及公司、代工企业、无为经开区产业投资（即政府部门）；联盟工厂由政府负责建设，公司负责招商及联合投资，然后邀请公司的代工企业入驻。2）其理念是内部的制造加工、仓配、物流环节都会得到统一，而且联盟工厂也会提供包括共享检测、共享仓储设施、人力服务、金融支持等基础设施支持。3）从效果来看，其一效率有明显提升，比如过去货物从工厂到华东DC仓，再到全国各个仓库，包括两段物流、三次质检，在联盟工厂模式下，实现直接将货物配送至终端，并且只需经过两道质检，其二公司以轻资产实现了代工企业的集约化生产，对代工环节的生产控制、质量管理能力有帮助。

2022年公司第一座坚果自产工厂投产，公司陆续投建了每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类的示范工厂。自有工厂投产以来，每日坚果单盒降本约8%，夏威夷果成品良率显著改善。

除了涉足生产端，公司在物流、数字化方面也一直在持续提升。比如 2019 年以来一直在强化数字化建设，通过数字化提升物流效率；2020 年通过缩减长尾 SKU 提升效率；2021 年聚焦坚果品类提升规模效应等等。

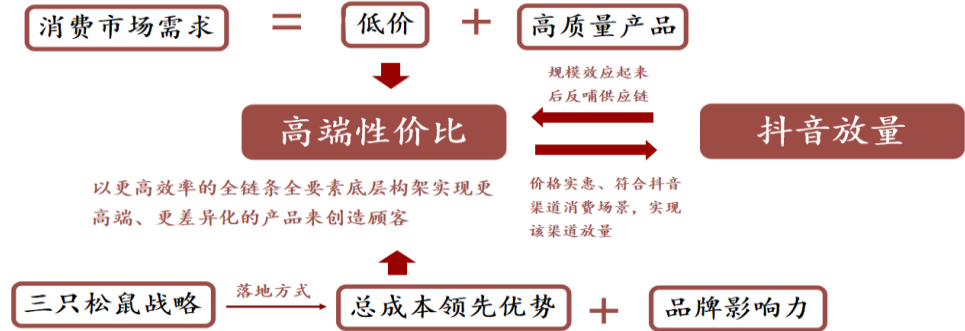
表2.公司从 2019 年开始逐步涉足供应链的优化

年份	与供应链效率相关的举措
2019	<p>公司加快数字化供应链平台建设，通过掌握大数据，数字化改造并赋能传统供应链，实现一体化管理，降本提效。基于数字化供应链建设，物流部门提升订单处理效率，提高下单成功率，同步实现当日发单率、包裹次日达率、售后响应时间等的进一步优化。</p> <p>成本方面，公司利用规模化优势、设备技术升级、大宗原材料行情分析等举措实现有效降本。</p> <p>公司全面启动华东数字化新制造园区建设，生产关系从过去的“甲乙双方”变为真正的“一家人”。该项目以物流中枢为基础，同步建设联盟工厂，嵌入质量检测体系，项目完工后将深度渗透华东地区，区域内体验店及联盟小店将最大程度共享区域物流中心配送网络，最终实现生产端、物流端供应链高效协同。</p>
2020	<p>针对 300 余款长尾 SKU 进行清理和淘汰，进一步提升供应链效率。2020 年度，受益于 SKU 缩减所带来的货品流转效率的改变，公司货品月均周转率提升近 20%。SKU 的缩减带来质量管理资源的集中化，实现产品质量的稳步提升。2020 年，消费者全品类质量客诉较 2019 年下降 19.1%。</p>
2021	<p>公司在战略转型期以“利润产出”为导向，兼顾分销、新电商等渠道的规模增长。上半年公司通过全渠道成本管控和供应链效率提升，实现利润显著增长。</p> <p>聚焦坚果品类，通过坚果的规模优势及战略统采策略，2021 年坚果品类毛利率同比提升 6.86%。</p>
2022	<p>公司于 4 月份发布战略转型公告，在“向高质量发展全面转型”的变革背景下，公司着力延伸产业链，通过建设坚果示范工厂进入二产，以此推动坚果产业工业化水平提升。第一座工厂以每日坚果为试点，两条产线于 2022 年 8 月正式投产。</p> <p>公司结合“三只松鼠”全国化品牌优势，明确“高端性价比”长期战略，通过全渠道的运营升级与供应链的高效响应，满足广大消费者的需求，推动公司形成新的业绩基本盘。</p>
2023	<p>1、以“高端性价比”为总战略，牵引内外部变革</p> <p>在行业率先提出“高端性价比”战略，“高端性价比”是指基于市场需求为导向，以消费者为中心，创新为主导，通过对全链路、全要素的整合重组，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，同时叠加松鼠品牌力，让消费者重新感受到品牌新价值。</p> <p>2、聚焦坚果品类深耕，推动零食大单品，构建“全品类”基本盘</p> <p>一是全面进入坚果品类的自主制造环节，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，并与世界 500 强翱兰国际合资建成产线，同时以自主制造为关键点渗透到原料产地。</p> <p>3、全面拥抱新兴渠道，调整传统渠道，构建“全渠道”经营能力</p> <p>在供需大变革的背景下，公司全力调整渠道结构，并初步形成了“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。报告期内：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 6 月起稳居休食第一；在综合电商领域积极调整品类结构和损益模型实现连续两个季度逆势增长；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，覆盖超十万有效优质终端；在自有品牌社区零食店领域单店模型初步跑通正保持持续优化。</p>

数据来源：公司公告，财通证券研究所

2023年正式开始践行“高端性价比”，公司以需求为导向，反向提升供应链效率，通过原产地直采、自建工厂生产、各环节降本增效等措施，为消费者提供高质性价比产品。在核心品类上，从原料规模直采到生产端自主生产再到交付链路优化，部分品类可以实现10pct以上的利润率优化。

图21.公司“高端性价比”战略逻辑



数据来源：公司公告，财通证券研究所

原料采购端：依托自身品牌优势，原产地直采，从原料端节约成本、降本增效。公司直接与世界500强知名原产地农场合作，发挥规模集采效应。目前，公司已和世界500强翱兰国际合资建成产线，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，国内在广西、云南、新疆、东北等地设立采购点，实现了原料采购端成本的优化。

表3.公司与国内外知名农场基地合作

果种	基地/农场	基地/农场规模说明
夏威夷果	云南临沧夏威夷果基地	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%；其中，临沧市种植面积262.77万亩，产量达6万吨
	广西龙州夏威夷果基地	广西夏威夷果的种植面积超过65万亩，位居全国第二；
	南非夏果农场 Golden	南非金牌坚果成立于2001年，种植超过9000公顷的夏威夷果，是全球第一大夏果农场。2023年公司占据Golden一半出口中国的产量。
碧根果	安徽全椒碧根果基地	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。
	江苏宿迁泗洪碧根果基地	泗洪全县种植碧根果总面积达10.4万亩，万亩以上基地4个，占全国总量的12.5%，被誉为“中国碧根果之乡”
	碧根果农场 Easterlin	全球第一大碧根果农场
开心果	开心果农场 Wonderful	全球第一大开心果农场
蔓越莓	蔓越莓农场 OceanSpray	全球第一大蔓越莓农场
核桃	新疆核桃基地	新疆盛产核桃，核桃被打造为新疆百亿元产业集群，从2019年公司开始每年从新疆采购的核桃原料超万吨
松子	东北松子基地	吉林梅河口为全世界近7成松子原材料聚集加工地，具有几十年的产业加工史

数据来源：公司公告，腾讯网，大江资讯，吉林省农业农村厅，财通证券研究所

制造端：公司自主建设示范工厂并正式投产，实行“一品一链”战略，让每一个产品有专属的供应链条。其中每日坚果工厂采用 30 万级洁净车间，配备 36 套全自动化生产产线设备，基本实现全链条无人化物料接触，工厂日均产能约 4.5 万盒，生产效能居于行业领先地位。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。目前，公司示范工厂采用流程自动化生产模式，从仓库取用原料到车间加工分装、物流存放，全程实现自动化、机械化、标准化。投产后每日坚果单盒成本降低 8%；主力大单品夏威夷果坏籽率下降 20%左右，基本控制在 2%以内，粘壳率也降低 10%左右；实现制造端成本优化。

物流交付端：公司建设行业内首个生产物流一体化模式，高效协同渠道、货品、物流，极大缩短了从生产到交付的过程，实现“T+1+7”直发模式，成功打造从生产至发货最快 7 日即可完成的“七日鲜”产品。在自有仓储业务基础上，探索云仓和产地仓，直接将货物配送至终端，过程中只需经过两道质检，有效提高物流时效，降低人工仓储成本与物流成本，实现物流交付端成本优化。

图22.公司全球合作伙伴



数据来源：大江资讯，财通证券研究所

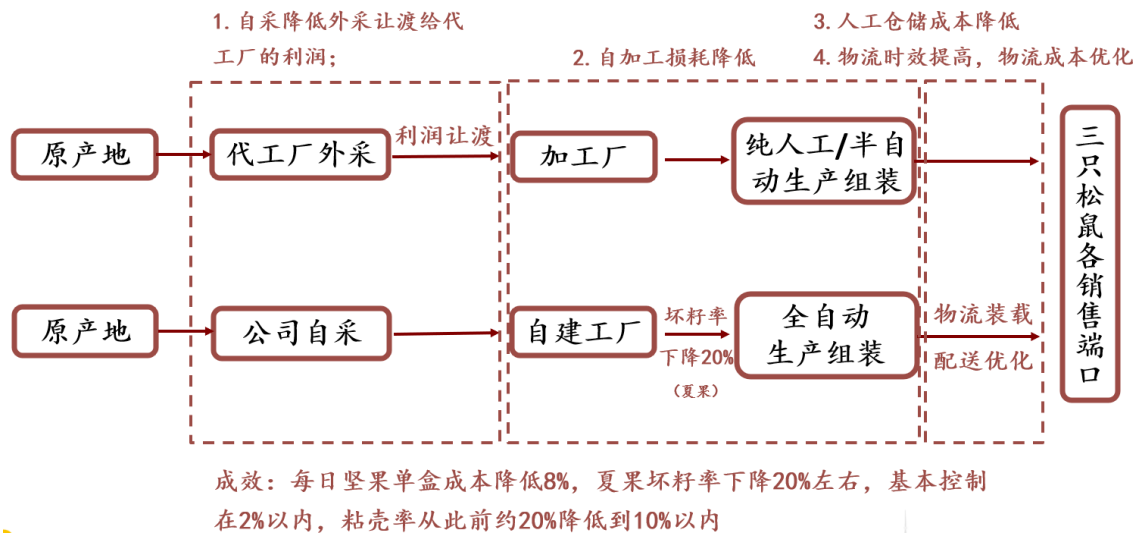
图23.公司安徽坚果制造工厂



数据来源：公司公众号，财通证券研究所

整体来看，公司从原料采购端到制造端、物流交付端全链路的优化有效降低生产、人工、配送等成本，从而达成总成本优势。供应链上的全面优化使公司在生产高质量、差异化产品的同时实现性价比优势，为“高端性价比”战略提供坚实的基础。

图24.公司全链路优化示意图



数据来源: 食品板, 公司公告, 财通证券研究所

2.2 “高端性价比”为什么能成功?

从结果来看“**高端性价比**”战略是成功的。从抖音平台的商品售价数据上看，同类产品公司和其他品牌相比价格低，与抖音高销量的杂牌、白牌相比价格水平相当；通过“高端性价比”战略实实在在惠及消费者；也实实在在带动了公司在抖音渠道的快速增长，根据蝉妈妈数据，公司在抖音渠道的GMV从2023年5月开始增速转正，且后续一直保持翻倍以上增长(2023年12月因为春节错期除外)，2023年公司抖音电商营收同比增长118.5%，占公司整体营收的16.9%，在线上渠道中占比达到24.3%，已经超过京东。

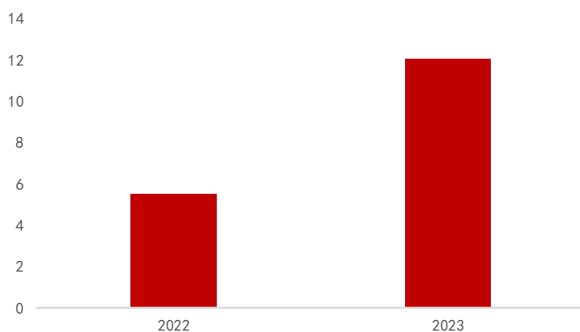
不仅抖音渠道放量，根据萝卜投资数据，公司在淘宝渠道的销售量从2023年9月开始增速转正，在京东渠道的销售量从2023年12月开始增速转正，且2023年12月还存在春节错期的高基数影响，说明抖音的放量不是完全替代淘宝京东的销售量，在“高端性价比战略”战略下公司线上各个渠道也有所受益。

图25.抖音渠道公司产品价格和同行相比有优势

品类	每日坚果						
品牌	三只松鼠	良品铺子	沃隆	洽洽	盐津铺子	白牌	
商品图详情							
	3坚果+3果干, 坚果占比51%	5坚果+3果干, 坚果占比55%	3坚果+3果干, 坚果占比55%	4坚果+2果干	4坚果+2果干	4坚果+3果干	3坚果+5果干
售价	19.9元/400g	58元/750g/30包	48.9元/750g/30包	59元/600g/30包	69元/750g/30包	38.93元/500g	17.9元/12g*36包
单价(元/100g)	4.98	7.73	6.52	9.83	9.20	7.79	4.14
品类	夏威夷果						
品牌	三只松鼠	沃隆	百草味	盐津铺子	味滋源	白牌	
商品图详情							
售价	24.9元/100g*5袋	19.9元/33g*10袋	29元/250g	21.9元/400g	28.99元/500g	23.8元/258g*2袋	20.8元/250g*2袋
单价(元/100g)	4.98	6.03	11.60	5.48	5.78	4.61	4.16
品类	鹌鹑蛋						
品牌	三只松鼠	盐津铺子	百草味	比比赞	随便	俩老头	白牌
商品图详情							
售价	19.9元/64颗	19.9元/64颗	18.9元/64颗	19.9元/66颗	19.9元/70颗	23.9元/100颗	19.9元/84颗
单价(元/颗)	0.31	0.31	0.30	0.30	0.28	0.24	0.24

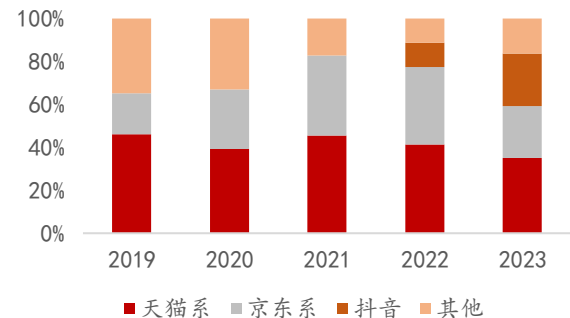
数据来源: 抖音, 财通证券研究所
注: 所有商品均来自于抖音销量前列的品牌

图26.公司抖音营收同比增长 118.5% (单位: 亿元)



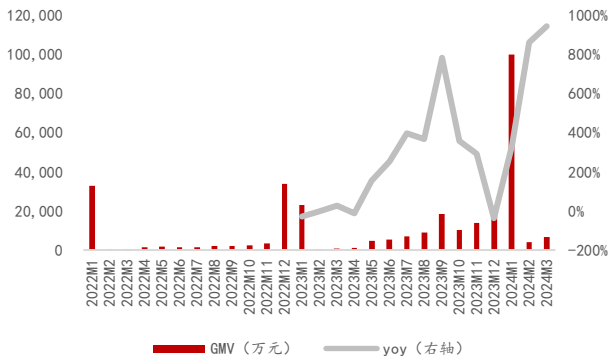
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图27.2022年公司天猫、京东在线上占比开始下降



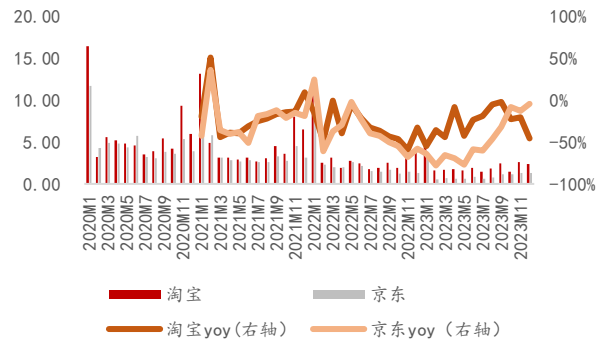
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图28.公司抖音渠道从2023年5月开始放量



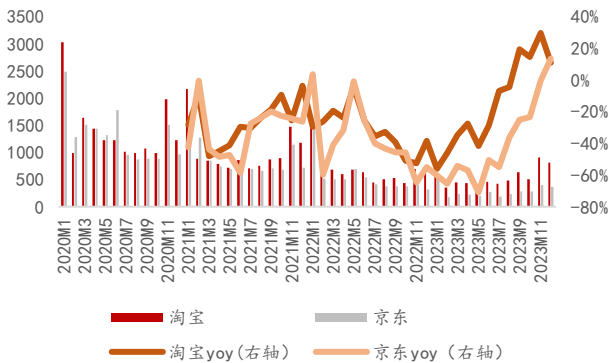
数据来源：蝉妈妈，财通证券研究所

图29.公司淘宝京东渠道GMV仍有压力(单位:亿元)



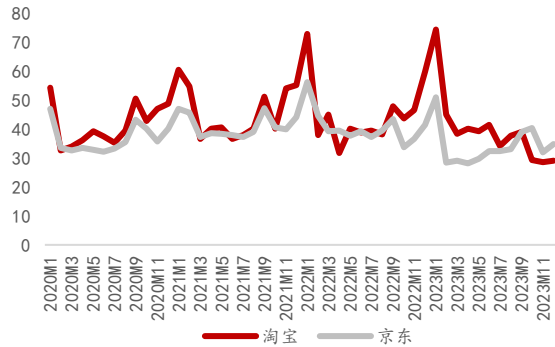
数据来源：萝卜投资，财通证券研究所

图30.公司淘宝京东渠道销售量自2023年下半年以来有所提升(单位:万件)



数据来源：萝卜投资，财通证券研究所

图31.公司淘宝京东渠道客单价2023年以来有所下降(单位:元/件)



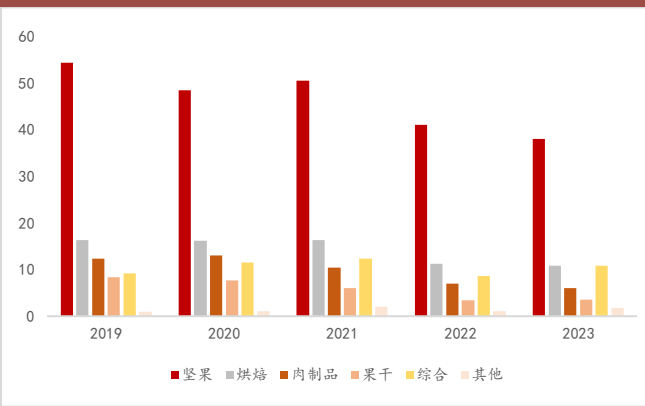
数据来源：萝卜投资，财通证券研究所

我们认为“高端性价比”底层逻辑还是通过规模效应实现成本优化，而公司能够成功实现“高端性价比”与自身基因和外部环境都有关系。

内因：1) 公司有坚果大单品作为依托，2022年-2023年坚果营收规模在40亿元左右，是国内坚果行业名副其实的TOP1，无论在消费者端，还是生产采购端，都有一定行业话语权，为实现规模效应打下良好基础。2) 2022年以来正式涉足生产端，帮助公司能够在生产环节压缩更多利润，而且2023年以来进一步强化在原料端的渗透。

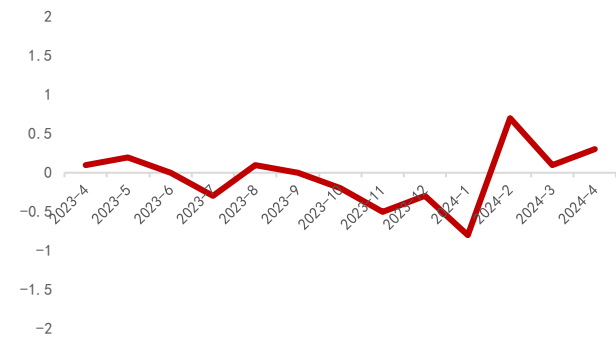
外因：1) 后疫情时代性价比趋势在各行各业兴起，相比之前追求消费升级，当下消费者对价格更加敏感。近一年来全国居民消费价格指数(CPI)增速较低且部分月份同比下降；人民智库2023年的调研数据显示，75.2%的公众认为当前的消费更加重视品质化与性价比、消费观念趋于理性。2) 抖音渠道的迅速放量给予公司“高端性价比”战略及时的正向反馈，销售量起来后可以反哺供应链端，进一步强化规模效应。

图32.公司坚果为第一大单品（单位：亿元）



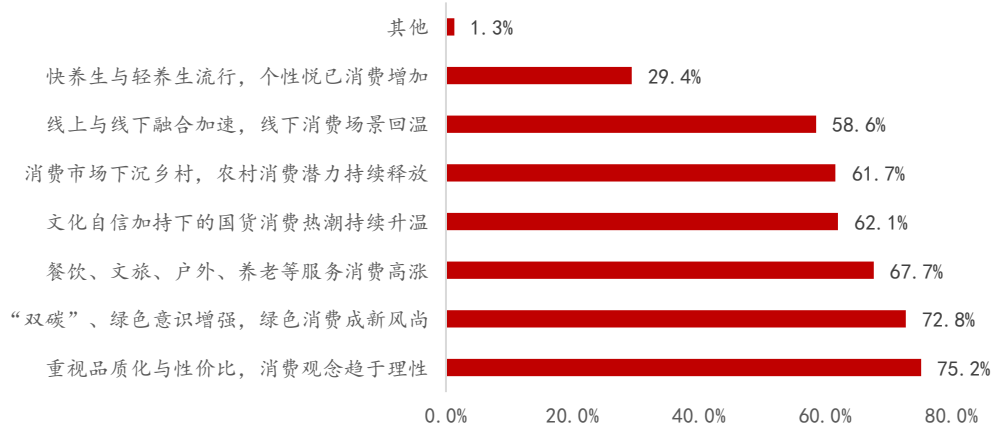
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图33.近年来全国居民消费价格指数同比增速疲软（单位：%）



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图34.我国消费者重视品质化和性价比，消费理念趋于理性



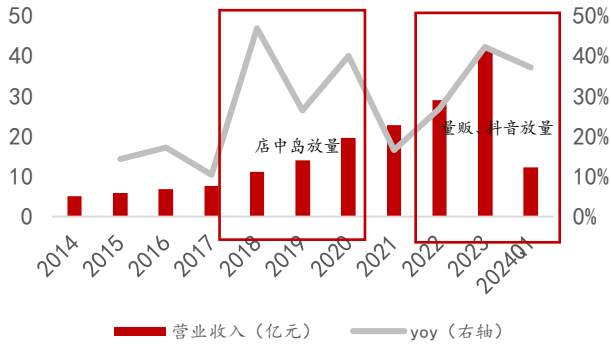
数据来源：国家治理杂志，财通证券研究所

2.3 对比盐津铺子，两家公司近几年的路径有殊途同归之处

分析公司和盐津铺子两家企业，我们发现有一些相似之处。

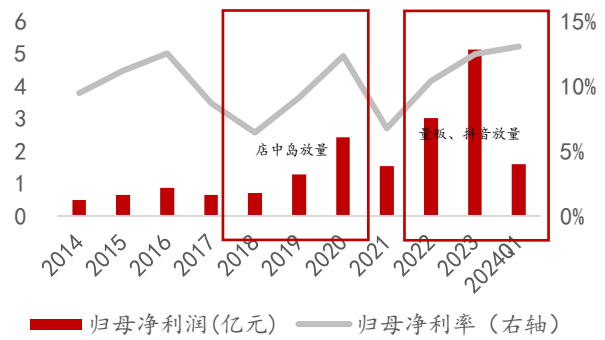
首先，从品类结构来看两者都属于经营多品类的公司，一般来说多品类的企业更加需要特殊的渠道来承载丰富的SKU数量。从过去几年来看，多品类公司的销售渠道形式主要集中在电商渠道和门店，其中盐津铺子在2017年开始尝试商超店中岛，其实也算是门店模式的一种变形，但由于近年来商超渠道人流量下滑严重，依托商超的店中岛模式有所式微。从公司和盐津铺子的成长路径来看，也可以发现的确他们的收入起势与新兴渠道的发展趋势息息相关。公司的成长离不开淘宝的第一波流量红利，盐津铺子2017-2020年的高增也得益于商超店中岛的推广；2022-2023年的快速增长受益于在抖音电商和零食量贩渠道的放量。

图35.盐津铺子的营业收入表现和渠道趋势息息相关



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图36.盐津铺子净利率情况和渠道趋势息息相关



数据来源: Wind, 财通证券研究所

其次，在近几年消费疲软、消费者支出意愿较弱的情况下，盐津铺子提出“总成本领先”战略，公司提出“高端性价比”战略，两者的含义其实一致。都是通过重新梳理和优化自身的供应链系统，提升供应链环节效率；以此回报给消费者更加优质低价的产品，通过性价比（并不是指便宜，而是同样品质下更便宜）优势来获取市场份额。归根到底核心是通过规模优势来实现以价换量，我们认为两家公司也有一定幸运之处，在于外部有快速增长的新兴渠道，助力两家公司通过这种模式快速放量，进一步奠定了规模优势，形成有效的正反馈，让该模式的飞轮转起来。

同时我们发现，两家公司在这个模式跑通后都有想到尽快去完善原本的弱势渠道，以及弥补自身原有的一些短板。具体来看，1) 盐津铺子一直重视相对弱势的流通定量装渠道的发展，不断探索产品形式，2023年上半年实现翻倍增长；同时公司注重提升品牌势能，2023年定位为品牌元年，已经先后推出“大魔王”和“蛋皇”两个子品牌，提升品牌势能。2) 公司2023年提出“高端性价比”战略，2023H2基本就已经在抖音跑通该模式。2024年以来公司开始着手抓线下渠道，对分销模式和门店模式都提出了新的目标和打法（具体参考第三节）。而且公司之前在供应链环节的控制相对较弱，但公司对供应链环节的优化非常重视，已经逐步从生产环节延伸到对原材料环节的控制。

表4.公司与盐津铺子对比图

	三只松鼠	盐津铺子
战略	“高端性价比”	“低成本之上的高品质+高性价比”
品类发展	全品类布局，坚果为核心品类	新中式零食战略，多品类发展，聚焦七大核心品类
主营产品	坚果、烘焙、肉制品、果干等	辣卤零食、健康蛋制品、海味零食、坚果果干炒货、烘焙、薯片、蒟蒻等
渠道战略	全渠道布局	
线上	“D+N”计划着重布局以抖音为首的短视频电商平台	线上电商聚焦“大单品战略”，加大抖音等社交电商的投入
线下	升级分销业务，加大布局区域经销，入驻零食量贩渠道，优化原有店型，新设社区零食店	率先大力拥抱零食量贩渠道，加速拓展经销商，深耕散装渠道
供应链	采购端向上游延伸，大单品坚果原料直采，生产端通过自有工厂全自动生产加工，运输端建立云仓提高仓储能力与物流时效	采购端向产业链上游进行延伸，严控成本，研发端通过工艺、配方技改，从源头提升生产效率，生产端建设生产基地，提高自动化水平、突出规模效应

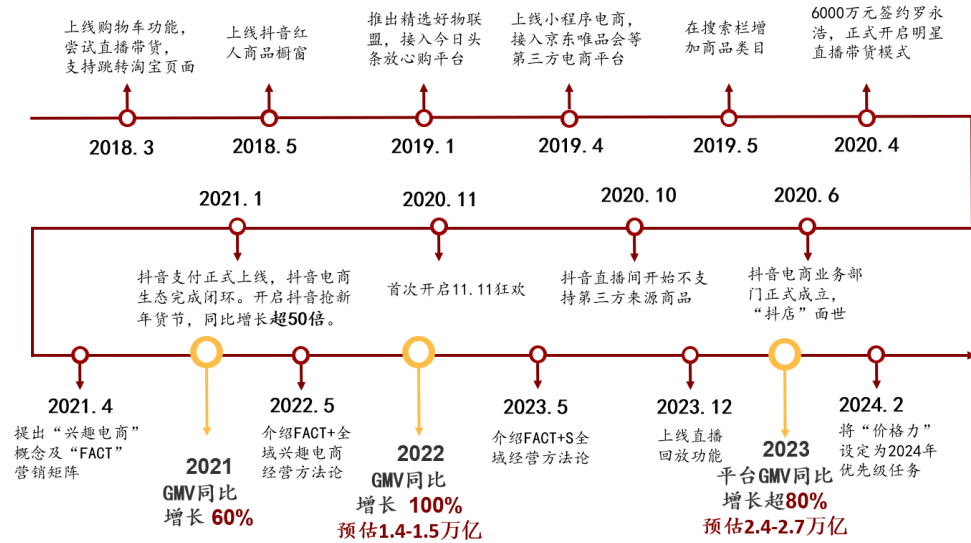
数据来源：各公司公告，财通证券研究所

3 未来渠道、品类均有较大挖掘空间

3.1 线上：抖音渠道仍处于红利期，通过“D+N”带动全渠道发展

抖音于 2019 年上线电商小程序，2020 年开启直播带货模式，近年来抖音电商迅猛发展，近两年 GMV 同比增长均超过 80%。其中零食坚果是抖音短视频内容播放量排名第三的类目，高于整体食品饮料，2023 年零食坚果类目在抖音渠道同比增长 115%。

图37.抖音电商迅猛发展



数据来源：头豹研究院，财通证券研究所

公司提出“D+N”计划，其中“D”指短视频，“N”指全渠道，即以传播效率最高的短视频平台为基础，进行规模和内容打造，以最短时间铺到全渠道。公司将线上渠道重点转向抖音，2023年公司抖音营收12.0亿元，同比增长118.5%，在公司线上渠道营收占比达24%。抖音的亮眼业绩扭转了线上渠道营收下滑的态势，公司2022年线上渠道营收47.9亿元，同比下滑26.1%，而2023年营收回升至49.5亿元，同比增长3.4%。

图38.公司“D+N”示意图



来源：公司全域生态大会，财通证券研究所

公司在抖音平台采取高性价比大单品策略，依托供应链优势+平台流量红利搭建爆品矩阵。目前抖音电商内容场（短视频、直播）和货架场（商城，搜索，店铺/橱窗）都非常重要，公司在直播、视频与抖音商城上都有布局，广泛应用达人号、商家自营号、品牌自营号带货。2023年公司布局25+个直播间，最高单月

增幅接近 500%的增长并蝉联抖音食品类目品牌销售第一至今；公司在平台上合作的达人渗透率达到 51%。在此基础上，公司以短视频快速测试新品风向，在“一品一链”的基础上基于抖音平台的数据实现供应链的优化，为消费者提供具备性价比的产品。公司成功搭建爆款产品矩阵，除了核心单品（诸如夏威夷果、鹌鹑蛋等）的成功打造，公司其他新品也具备爆品潜质，2023 年上架的 120 款新品中销售破千万达 14 款。

图39.2024Q1 公司抖音销售方式直播占比约 80%

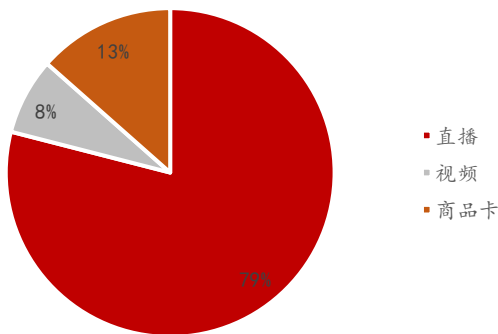
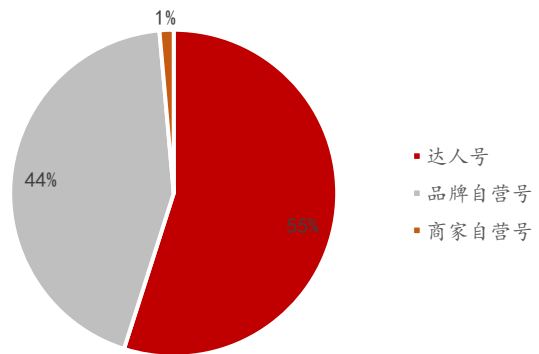


图40.2024Q1 公司抖音带货渠道中达人号占比过半



数据来源：蝉妈妈，财通证券研究所

数据来源：蝉妈妈，财通证券研究所

表5.公司在抖音电商表现亮眼

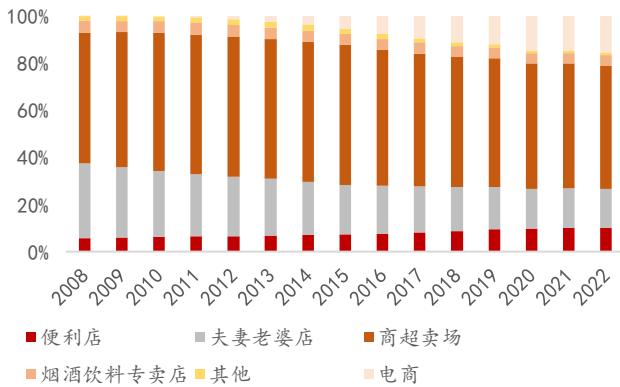
直播	2023 年 5 月起，公司实现了单月增幅最高接近 500%的大幅增长，并蝉联抖音食品类目品牌销售第一至今。
达人	布局 25+个直播间。年销售超 50 万的抖音食品类达人共有 1.22 万名，公司合作了 6200 余名，渗透率高达 51%。达人动销高达 40 万+
爆款单品	坚果：2023 年 19.9 元 10 袋的夏威夷果随心装累计销量超过 5000 万，罐装每日坚果月销突破 2500 万，稳居抖音罐装坚果爆款榜第一；
	零食：2023 年鳕鱼肠月销突破 1000 万，鹌鹑蛋月销突破 2500 万
新品表现	2023 年上架新品中有 12 款千万量级大单品，52 款百万量级大单品
平台促销节	抖音双 11 大促期间，以破亿元销售额斩获抖音零食/坚果/特产销售榜第一，其销售额和销量均是第二名、第三名的 2-3 倍。整体实现销售 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。

数据来源：公司全域生态大会，FBIF，汇正财经，松鼠老爹章燎源视频号，枫投圈，财通证券研究所

3.2 线下：空间广阔有待挖掘，分销+门店并举

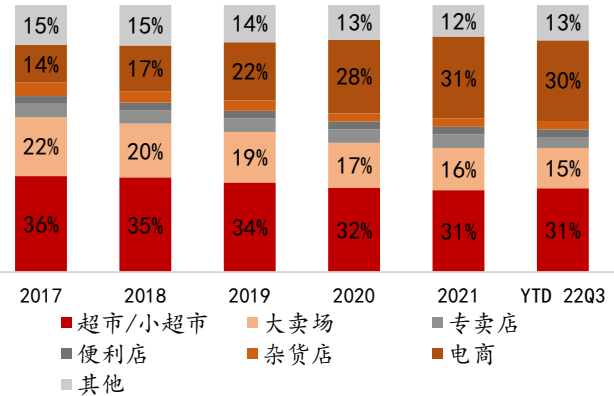
根据欧睿和凯度数据，无论是零食行业还是整个快消品行业，从渠道结构分布来看线上、线下是 2:8 的比例。过去十几年中电商渠道增长较快，但电商份额提升的速度也在逐步放缓，近几年稳定在 20%左右。说明线下渠道仍占据大部分份额，增长空间有待挖掘。

图41.零食销售渠道中线下仍占大头



数据来源：欧睿，财通证券研究所

图42.快消品销售渠道中线下仍占大头



数据来源：凯度，财通证券研究所

总结其他零食公司做线下渠道的历史经验，我们认为成功的渠道力主要来自两方面：1) 设计出合理的渠道利润体系，驱动经销商或者加盟商帮忙铺货；2) 精耕细作的的能力，需要时间、资源、精力、人员的持续投入。

产品力、品牌力、渠道力是消费品企业最主要的竞争要素，从公司自身的情况来说，产品力和品牌力都处于前列，给公司在设计渠道利润方面打下了不错的基础；而精耕细作方面，则需要公司在指定明确的战略后坚持去推进。

3.2.1 门店模式：主打社区门店，仍在探索新店型

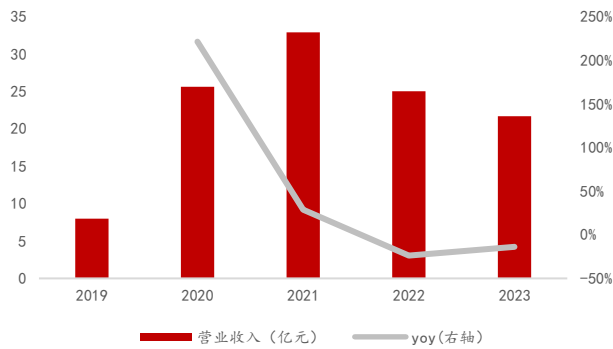
公司 2016 年试水开出第一家线下门店，开始涉足线下门店渠道，2020 年配合公司大力发展线下的策略，线下门店快速扩张至千家左右。投食店主要位于一二线城市的购物中心或流量中心入口，因为门店成本较高，年店均营收大约在 600 万元左右；而联盟小店主要是开设在街角巷口等社区场景，可以低成本加盟，年店均营收大约在 50-150 万元之间。由于疫情期间线下消费场景受阻、消费趋势变化等等，投食店和联盟小店逐步不契合目前的消费趋势，店均收入并不乐观。

公司于 2022 年开始优化原有门店，并于 2023 年在“高端性价比”战略牵引下优化门店模型开设更具高性价比的社区零食店。社区零食店不同于原有门店，是自有品牌为主的量贩零食店，深耕全品类供应链。公司在 2023 年新开设社区零食店达 149 家，线下门店逐渐向社区零食店优化。公司计划后续继续探索社区零食店模型，在 2024 年 5 月 30 日发布新的社区零食店店型。社区零食店有 5 种适用不同场景的门店类型，满足不同场景需求，包括旗舰店（120-150 平米）、标准

店（80-100 平米）、精品店（40 平米左右）、mall 店（50 平米或 100 平米）、档口店（20 平米），此外初始投资成本大幅优化，没有加盟费、装修利润、货品费用，旗舰店/标准店/精品店初始投资额仅 40/30/20 万元。

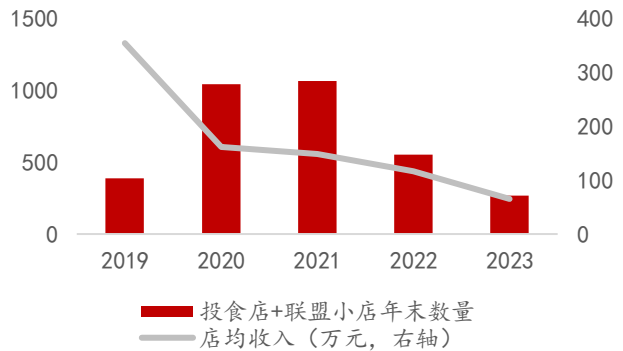
考虑和量贩门店形成差异化，新的社区零食店会加入现制炒货。我们通过梳理现制炒货行业情况，可以发现行业仍处于快速成长期，头部品牌粒上皇、薛记炒货、琦王花生、欢囍花生均处于快速扩张阶段，2022-2023 年门店年均新增数量均突破上百家。与主打性价比的零食量贩门店相比，现制炒货门店主打新鲜现制，虽门店配置 SKU 并不多，但单店销售可观，具有更高的毛利率。现制炒货头部品牌薛记炒货门店内零食类的毛利在 15%-20%左右，坚果类的能做到 50%左右，而门店现制炒货能达到 50%以上。目前，公司社区零食店新句型加入现制炒货，与同样追求性价比的零食量贩打出差异化，吸引更大的客户群。

图43.公司近几年线下表现欠佳



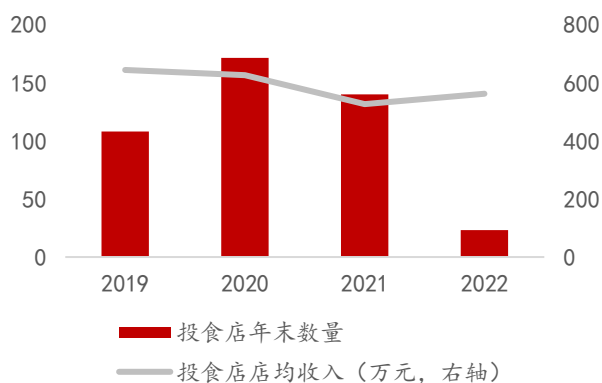
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图44.公司 2022 年开始优化线下门店数量



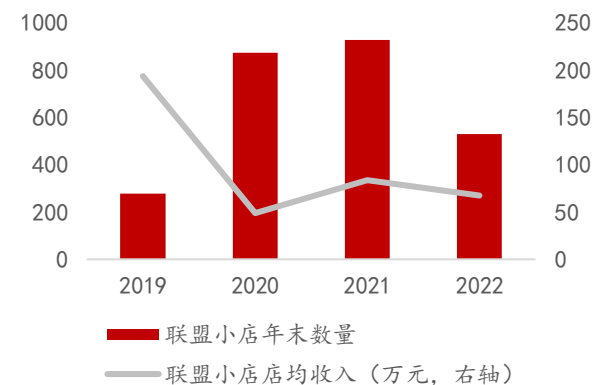
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图45.公司投食店数量收缩到不到 100 家



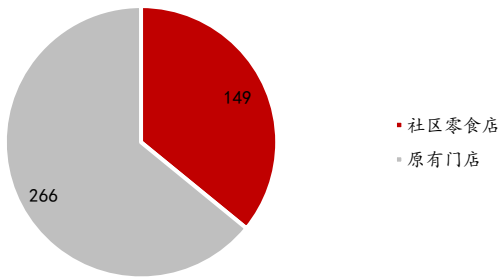
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图46.公司联盟小店数量收缩到 500 家左右



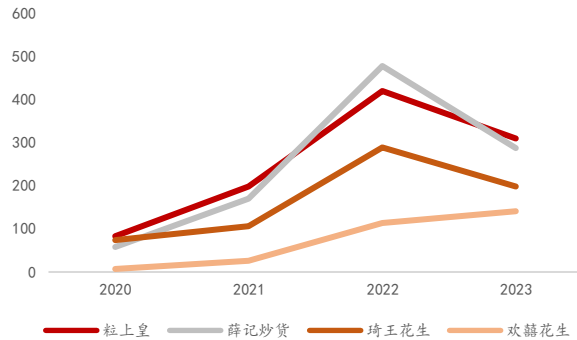
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图47.公司 2023 年社区零食店和原有门店结构占比



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图48.我国现制炒货头部品牌近几年开店趋势较好



数据来源：窄门餐眼，财通证券研究所
注：数据为当年新增门店，单位：家。

表6.社区零食店基本情况

情况介绍	
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
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
经营理念	“真材实料、价格厚道；整数定量、去皮称重”
加盟政策	0 加盟费、装修 0 利润，首次投入金额为 10~30 万（不含门店租金） 针对 2024 年 6 月 5 日前完成选址且签约成功的门店，开店首批货款由公司垫付，开业 3 个月后门店若是亏损状态公司可兜底回收门店，降低加盟商投资风险 针对在去年加盟社区零食店的加盟商，新店型跑通之后，公司将提供免费升级服务
产品结构	坚果果干、零食烘焙、肉食卤味、婴童食品
SKU	500-1000 款 SKU，产品中高达 70%是为社区零食店量身定制
门店类型	旗舰店：店铺面积≥120 m²，适用社区场景
	标准店：店铺面积≥80 m²，适用社区场景
	MALL 店：店铺面积≥100 m²，适用购物中心场景
	精品店：店铺面积≥40 m²，适用社区、商业街场景
	档口店：店铺面积≥15 m²，适用超市、卖场场景
价格情况	追求极致性价比 如大颗粒（26mm 以上）夏威夷果 29.5/斤（市面上普遍 50+元/斤）； 风干鸭脖 5.6 元（零食量贩店 6 元左右，商超 9.9 元）

数据来源：公司公告，公司官网，食品官，红星资本局，松鼠老爹章燎源视频号，财通证券研究所

表7.社区零食店、投食店、联盟小店情况对比

	社区零食店	投食店	联盟小店
首店开设时间	2023	2016	2018
门店类型	直营+加盟（自有品牌为主，类零食量贩）	直营	加盟
门店说明	“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	常规大店和IP快闪店两种形式，常规店面积约200平方米，远大于传统零食店。聚焦精致零食、IP互动和个性化体验，致力于打造成商圈内的客户中心、体验中心、推广中心	多以社区店铺为选址主力，店铺面积为50-80平方米，致力于打造“简单、透明、信任、共生”的联盟生态关系，持续为小店主进行经营赋能
门店选址	社区场景	占据购物中心等流量主入口	社区场景
加盟政策	0加盟费、装修0利润，首次投入金额为10~30万（不含门店租金）	——	用服务年费4万取代一次性加盟费，而且不收保证金
SKU	500-1000	~300	~200
单店模型	旗舰店型单店日销1.1万元左右，回本周期1-1.5年左右	平均年营收600万元左右	平均年营收50至150万元

数据来源：公司公告，食品官，36氪，财通证券研究所

表8.社区零食店、零食很忙、粒上皇与熊猫沫沫情况对比

	三只松鼠社区零食店	零食很忙	粒上皇	熊猫沫沫
门店类型	品牌门店（类零食量贩）	零食量贩	现制炒货	现制炒货
品牌成立时间	2012	2017	1999	2021
	真材实料、价格厚道	以低价、量贩式为卖点	主打“现炒现做”	主打新鲜、现制
门店数	200+	4000+	1200+	近200
客单价	50元左右	30元左右	20.9元	26.96元
产品类型	坚果果干、零食烘焙、肉食卤味、婴童食品	各类炒货、坚果、蜜饯、肉脯、海鲜、糖果、糕点，各类包装食品、饮品等	板栗类、炒货类、坚果类、蜜饯果干、现制类	以炒货、烘焙、果干、肉脯制品为主
SKU	500-1000	1700	120+	100+
毛利率	28%	18%	35%-40%左右	45%-50%
单店模型	旗舰店型单店日销1.1万元左右，回本周期1-1.5年左右	单店日均销售额为1.3万-1.5万元，回本周期1.5-2年	60平方米门店年营业额700万左右	40-60平方米的店铺月营业额在50万元左右，回本周期4-8个月

数据来源：三只松鼠官网，粒上皇官方加盟网，中国特许加盟展，FBIF，FoodTalks，红碗社，枫投圈，红星资本局，财通证券研究所

3.2.2 分销业务：提出百亿元目标，提升日销品占比

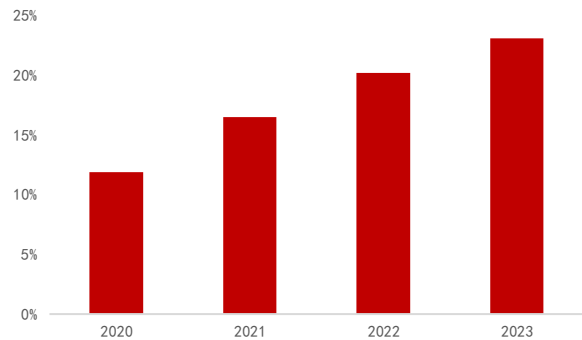
公司现有线下分销模式包括平台分销（美团优选等三方平台）、区域分销、礼品团购与量贩系统。自 2020 年以来，公司逐步提升新分销业务占比，从 2020 年 11.9% 到 2023 提升占比至 23.1%，2020-2023 年新分销营收 CAGR 为 12.1%。公司在 2021 年新增区域经销业务，2022 年推进全域分销，整体经销商数量出现较大增长，2023 年区域经销业务从年货销售转向日销，更加注重与优质经销商合作。截至 2023 年报告期末经销商数量为 1062 个，累计覆盖全国近 300 个地级市，中度分销体系稳步建立。

图49.公司线下分销模式



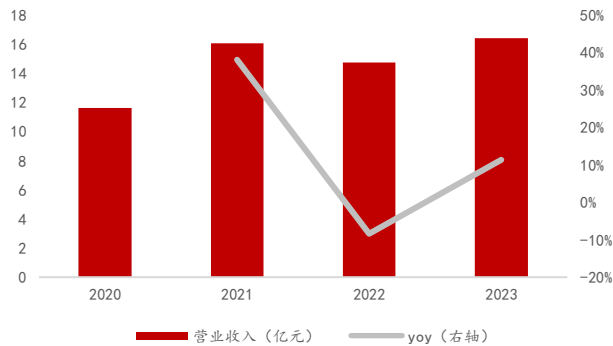
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图50.公司新分销业务占比逐年提升



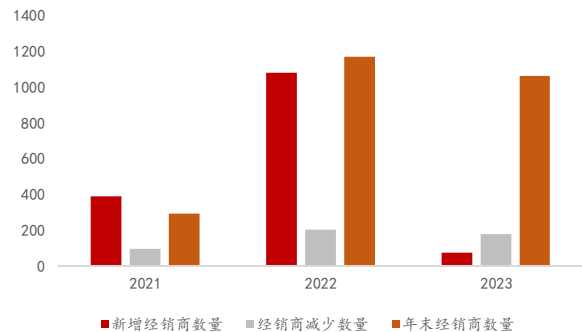
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图51.公司新分销业务营收在 16 亿元左右



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图52.公司 2022 年经销商数量有所扩容



数据来源：公司公告，财通证券研究所

在 2024 年 5 月 30 日生态大会上，公司正式提出线下三年实现百亿元目标，其中区域经销/KA 商超/礼品团购分别实现 60/20/20 亿元。对品类结构和销售渠道上都提出了具体目标：1) 目前分销业务中年节礼盒礼包与日销品销售占比分别为 67%/33%，正逐步从礼盒礼品销售为主转向常态化日销品销售。2) 从覆盖网点来看，公司超半数零食规模在 A/B/C 超与 D 类店销售，重点覆盖连锁超市，拥有 4.2 万个售点，分销零食规模占比达 12%，正在逐步进入 CVS 渠道，目前已覆盖 30 万售点。

此外在人员组织上也有新的举措，采用三级扁平化架构，总部从管理转向赋能和支持部门，省区作为关键经营单元做决策、负责分销拓展与商品运营，区域

合伙人作为终端督导全面负责终端运营与推广。分销组织以动销数据为核心，从矩阵中寻找适配渠道的商品，提高终端动销与渗透率。

表9.公司分销渠道现状

渠道类型	总售点数	零食规模占比	松鼠分销覆盖
连锁超市	4.2 万	12%	重点覆盖
CVS	30 万	8%	逐步进入中
A/B/C 超	37 万	37%	仅批发/平台辐射
D 类店	35 万	18%	
电商+专卖店+其他	42.12 万	25%	-

数据来源：公司全域生态大会、财通证券研究所

图53.公司分销组织形式



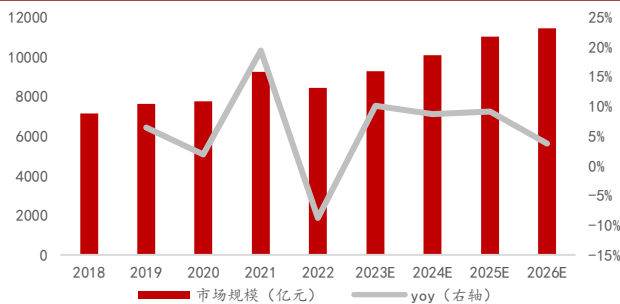
来源：公司全域生态大会，财通证券研究所

3.3 坚果+零食，品类空间还远未到天花板

3.3.1 休闲食品规模稳增，公司具备行业洞察力

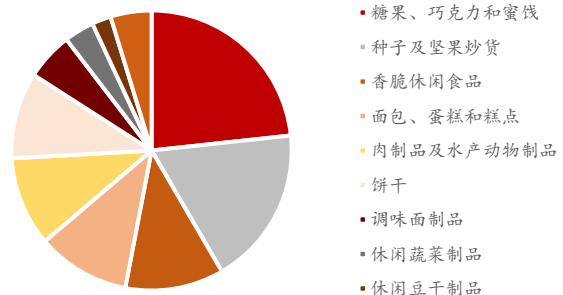
休闲食品行业发展潜力较大，细分品类众多，公司均有所布局并快速推新。当前我国休闲食品行业规模已超万亿元，行业规模呈现出长期稳定增长的态势。零食行业细分品类繁多，主要品类多达 9 个，且各品类格局分散，糖果、巧克力和蜜饯以及坚果炒货分别为行业前二位品类，占比达到 41.6%。行业中各主要品类公司均有布局相关产品，并且具备行业领先的研发能力，在洞察消费者需求的基础上根据市场反馈数据及时推陈出新。公司在 2023 年零食上新 1118 款，平均每天上新 3 款，缔造行业新速度，未来将继续延续该研发上新能力。

图54.休闲食品行业市场规模逐年扩容



数据来源：Frost&Sullivan，中商产业研究院，财通证券研究所

图55.休闲食品行业品类较多



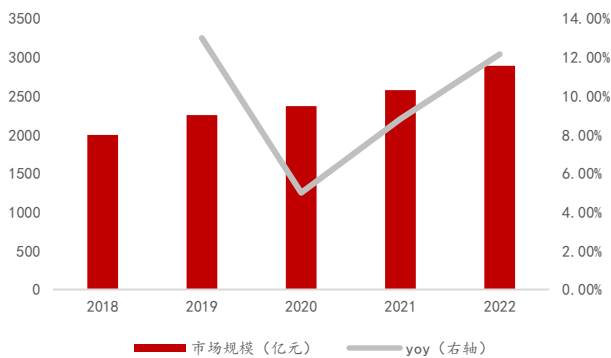
数据来源：Frost&Sullivan，财通证券研究所。注：以上为 2022 年数据

3.3.2 坚果炒货大赛道，公司市占率有望提升

坚果炒货行业规模近3000亿元，行业集中度还较低。坚果炒货作为休闲食品行业前三的细分赛道，占比高达18.3%，2018-2022年行业规模复合增长率达到9.7%。2022年坚果行业TOP5企业分别为三只松鼠、百草味、沃隆、洽洽、良品铺子，其中三只松鼠市占率为4.68%、远超第二位。但整体来看，国内坚果的竞争格局较为分散，TOP企业市占率总和不到15%，行业集中度有待进一步提升。2023年，公司坚果类营业收入为38.12亿元，未来三年，公司计划坚果类销售达130亿元，进一步提升行业品类市占率。

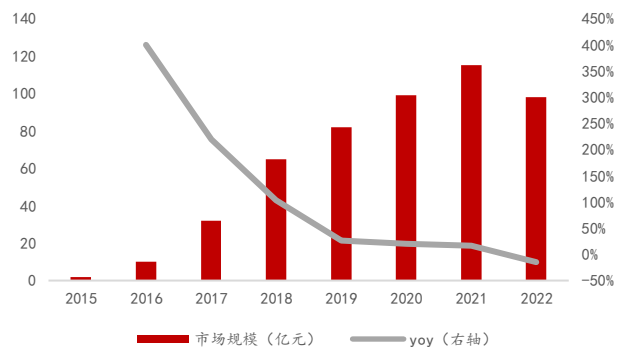
市场上对于坚果的需求量不断上升，坚果收获面积及产量不断增长，2021年中国坚果种植收获面积达到2.78万公顷、产量为18.85万吨，较2020年分别同比增长1.50%、4.36%。未来五年，全球坚果原料产量供应预计增加30%+，原材料价格将更具性价比。

图56.坚果炒货行业逐年增长



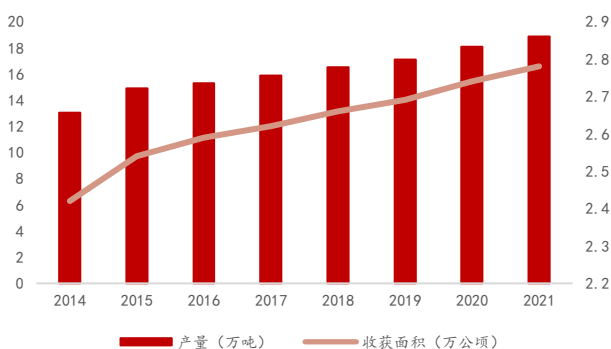
数据来源：观研天下，财通证券研究所

图57.中国混合坚果行业市场规模在百亿元左右



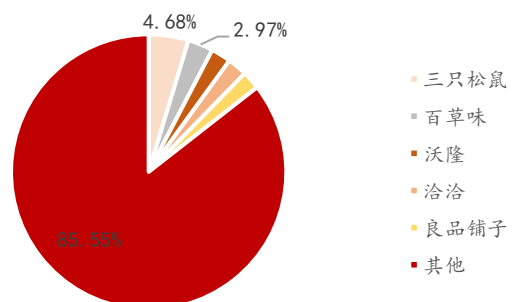
数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所

图58.近年来全球坚果产量逐步提升



数据来源：FAO、华经产业研究院，财通证券研究所

图59.我国坚果行业集中度还较低



数据来源：前瞻产业研究院，财通证券研究所
注：以上为2022年数据。

表10. 预计全球坚果供应量有所增长（单位：万吨）

	2019	2024E	2030E
夏威夷果	20	35	60
碧根果	28	35	55
开心果	68	105	130
巴旦木	220	260	280
核桃	282	285	300
合计	618	720	825

数据来源：公司全域生态大会、财通证券研究所

4 盈利预测

收入预测：1) **线上：**预计抖音依旧保持较快增长，淘宝、京东、其他等渠道在“高端性价比”的带动下实现小幅增长，合计来看预计 2024-2026 年线上渠道同比增长 58.1%/27.4%/25.5%；2) **线下：**考虑到线下基数教小，且 2024 年才开始发力，预计 2025-2026 年效果逐步显现，预计 2024-2026 年线下渠道同比增长 30.0%/40.0%/40.0%。综合来看，预计公司 2024-2026 年营收同比增长 49.6%/30.7%/29.6%。

毛利率预测：1) 考虑到核心品类坚果成本下降，以及公司供应链效率仍在不断优化，我们预计公司无论线上渠道还是线下渠道毛利率都会稳步提升。2) 此外线下渠道本身合理毛利率应高于线上，但公司过去线下渠道偏弱，2024 年开始重新发力，预计 2025-2026 年毛利率会逐步提升到和线上渠道相当的水平。综合来看，预计公司 2024-2026 年整体毛利率分别为 24.2%/24.7%/25.0%。

费用率预测：1) 销售费用率预计随着规模提升稳中有降，预计 2024-2026 年分别为 17.4%/17.3%/17.2%。2) 管理费用率预计随着规模效应也应当稳中有降，但公司 2024 年推出新一期股权激励，2024-2025 年摊销费用较多，我们预计公司 2024-2026 年管理费用率分别为 4.3% /4.5%/3.9%。

所的税预测：目前公司纳税主体所得税率都在 25%及以下（部分纳税主体有税收优惠），我们预计公司未来 3 年税率保持在 25%以下。

表11.盈利预测

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7293.16	7114.58	10640.74	13909.31	18027.06
同比 (%)	-25.4%	-2.4%	49.6%	30.7%	29.6%
线上收入	4788.46	4951.24	7828.41	9972.05	12514.90
同比增速	-26.1%	3.4%	58.1%	27.4%	25.5%
占比	65.7%	69.6%	73.6%	71.7%	69.4%
天猫	1980.00	1738.00	1824.90	1916.15	2011.95
京东	1723.00	1197.00	1256.85	1319.69	1385.68
抖音	551.00	1204.00	3893.81	5840.71	8176.99
其他	534.46	812.24	852.86	895.50	940.28
天猫增速	-33.0%	-12.2%	5.0%	5.0%	5.0%
京东增速	-28.4%	-30.5%	5.0%	5.0%	5.0%
抖音增速		118.5%	223.4%	50.0%	40.0%
其他增速	-52.1%	52.0%	5.0%	5.0%	5.0%
线下收入	2504.70	2163.33	2812.33	3937.26	5512.17
同比增速	-23.9%	-13.6%	30.0%	40.0%	40.0%
占比	34.3%	30.4%	26.4%	28.3%	30.6%
整体毛利率	26.7%	23.3%	24.2%	24.7%	25.0%
线上毛利率	27.5%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%
线下毛利率	25.3%	20.7%	22.0%	24.0%	25.0%
销售费用率	21.0%	17.4%	17.4%	17.3%	17.2%
管理费用率	3.9%	3.2%	4.3%	4.5%	3.9%
所得税率	35.5%	29.9%	23.0%	23.0%	23.0%
净利率	1.8%	3.1%	3.2%	3.5%	4.3%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

我们选取 5 家可比公司进行估值对比，其中洽洽食品、甘源食品、劲仔食品都是属于大单品型公司，品类较少，经营的品类在其所处赛道属于头部位置；盐津铺子、良品铺子都属于多品类公司，经营的品类较多。对比来看，公司目前的估值略高于可比公司，主要源于公司目前处于快速增长期，业绩增速也高于同行。

表12.主要休闲食品公司估值对比

公司	总市值 (亿元)	EPS (元)					PE				
		2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E
洽洽食品	142.92	1.93	1.58	2.07	2.51	2.78	26.38	20.64	13.60	11.24	10.15
盐津铺子	117.36	1.10	1.84	2.40	3.16	4.00	47.71	28.45	17.85	13.55	10.70
甘源食品	56.54	1.70	3.53	4.37	5.28	6.14	42.87	23.55	13.88	11.48	9.88
劲仔食品	54.35	0.28	0.46	0.68	0.83	0.99	42.71	32.91	17.80	14.52	12.14
良品铺子	46.80	0.84	0.45	0.52	0.62	0.69	58.28	36.11	22.42	18.73	16.83
PE 平均值							43.59	28.33	17.11	13.90	11.94
三只松鼠	87.70	0.32	0.55	0.85	1.22	1.92	138.07	35.28	25.98	18.25	11.53

数据来源: Wind, 财通证券研究所。注: 市值取值时间为 2024 年 6 月 28 日; 其中良品铺子的盈利预测来自 Wind 一致预期, 其余公司盈利预测来自财通证券研究所。

5 风险提示

食品安全问题: 若发生食品安全问题, 将会给公司声誉带来十分恶劣的影响, 进而严重影响公司的生产经营活动。

原材料成本波动风险: 目前核心品类坚果的原材料成本处于低位, 若发生波动会影响公司盈利水平。

行业竞争加剧: 目前公司的快速增长主要依靠抖音渠道, 若该渠道竞争加剧可能会影响公司的收入增速。

线下渠道拓展不及预期: 目前公司线下渠道仍处于探索期, 存在一定不确定性。

股东减持风险: 持股 5%以上的股东 Nice Growth 和 LT Growth 轮流减持, 均已接近 5%, 不排除存在进一步减持的可能性。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7293.16	7114.58	10640.74	13909.31	18027.06	成长性					
减:营业成本	5342.81	5454.93	8064.93	0.00	13520.30	营业收入增长率	-25.4%	-2.4%	49.6%	30.7%	29.6%
营业税费	47.78	45.40	63.84	83.46	108.16	营业利润增长率	-62.1%	56.7%	43.6%	47.1%	62.8%
销售费用	1532.84	1237.52	1851.49	2406.31	3100.65	净利润增长率	-68.5%	69.9%	55.7%	42.4%	58.3%
管理费用	283.46	227.46	457.55	625.92	703.06	EBITDA 增长率	-53.4%	19.4%	24.4%	38.3%	55.4%
研发费用	38.44	24.92	37.24	48.68	63.09	EBIT 增长率	-70.8%	95.7%	38.1%	47.5%	65.7%
财务费用	8.24	5.68	9.26	4.67	-9.28	NOPLAT 增长率	-75.1%	112.5%	51.8%	47.5%	65.7%
资产减值损失	-3.19	-14.29	-2.00	-3.00	-3.00	投资资本增长率	-6.3%	13.8%	1.4%	12.4%	14.9%
加:公允价值变动收益	0.53	0.06	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	3.8%	7.3%	9.6%	12.2%	18.5%
投资和汇兑收益	56.19	53.80	79.81	104.32	135.20	利润率					
营业利润	177.53	278.13	399.48	587.79	956.72	毛利率	26.7%	23.3%	24.2%	24.7%	25.0%
加:营业外净收支	22.96	35.51	45.00	45.00	45.00	营业利润率	2.4%	3.9%	3.8%	4.2%	5.3%
利润总额	200.49	313.64	444.48	632.79	1001.72	净利润率	1.8%	3.1%	3.2%	3.5%	4.3%
减:所得税	71.09	93.85	102.23	145.54	230.39	EBITDA/营业收入	3.8%	4.7%	3.9%	4.1%	5.0%
净利润	129.40	219.79	342.25	487.25	771.32	EBIT/营业收入	1.7%	3.4%	3.1%	3.5%	4.5%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	171.24	327.72	381.05	939.07	1704.56	固定资产周转天数	26	26	19	15	11
交易性金融资产	20.24	19.63	24.63	29.63	34.63	流动营业资本周转天数	68	79	51	34	22
应收账款	394.16	594.04	642.38	738.55	753.70	流动资产周转天数	166	222	164	147	136
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	14	25	21	18	15
预付帐款	80.98	116.54	161.30	209.43	270.41	存货周转天数	92	81	67	57	48
存货	1071.02	1387.64	1611.30	1698.62	1900.79	总资产周转天数	236	255	196	167	148
其他流动资产	1557.57	1863.47	1913.47	1963.47	1983.47	投资资本周转天数	135	158	107	92	81
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	5.5%	8.7%	12.4%	15.8%	21.0%
长期股权投资	6.38	21.24	21.24	21.24	21.24	ROA	2.9%	4.0%	5.7%	7.1%	9.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	2.9%	5.5%	8.2%	10.7%	15.4%
固定资产	521.51	506.75	552.48	555.00	553.92	费用率					
在建工程	274.90	252.38	202.38	177.38	152.38	销售费用率	21.0%	17.4%	17.4%	17.3%	17.2%
无形资产	109.26	113.31	118.31	123.31	128.31	管理费用率	3.9%	3.2%	4.3%	4.5%	3.9%
其他非流动资产	57.14	43.30	43.30	43.30	43.30	财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产总额	4536.15	5543.07	6031.38	6874.20	7964.13	三费/营业收入	25.0%	20.7%	21.8%	21.8%	21.0%
短期债务	50.00	300.00	100.00	150.00	100.00	偿债能力					
应付帐款	1063.46	1548.47	1811.92	1969.41	2161.80	资产负债率	48.3%	54.6%	54.3%	55.0%	54.0%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	93.5%	120.5%	118.8%	122.2%	117.3%
其他流动负债	34.90	40.92	44.92	49.92	54.92	流动比率	1.80	1.57	1.59	1.60	1.67
长期借款	199.00	125.00	125.00	125.00	125.00	速动比率	0.33	0.35	0.36	0.50	0.63
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	9.05	23.74	18.92	34.32	56.86
负债总额	2192.40	3029.20	3275.26	3780.83	4299.44	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.16	0.25	0.25	0.37	0.50
股本	401.00	401.00	401.00	401.00	401.00	分红比率	0.68	0.29	0.29	0.31	0.26
留存收益	1483.58	1639.04	1881.29	2218.54	2789.86	股息收益率	0.8%	1.4%	1.1%	1.7%	2.2%
股东权益	2343.74	2513.87	2756.12	3093.36	3664.68	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.32	0.55	0.85	1.22	1.92
净利润	129.40	219.79	342.25	487.25	771.32	BVPS(元)	5.84	6.27	6.87	7.71	9.14
加:折旧和摊销	157.56	94.85	85.28	87.48	86.08	PE(X)	67.1	32.8	26.0	18.2	11.5
资产减值准备	7.34	9.23	7.00	8.00	8.00	PB(X)	3.7	2.9	3.2	2.9	2.4
公允价值变动损失	-0.53	-0.06	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	13.52	10.86	17.46	14.20	14.20	P/S	1.2	1.0	0.9	0.7	0.5
投资收益	-56.19	-53.80	-79.81	-104.32	-135.20	EV/EBITDA	31.4	22.4	21.3	14.5	8.4
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-149.18	79.72	48.80	170.29	235.09	PEG	—	0.5	0.5	0.4	0.2
经营活动产生现金流量	73.27	334.16	365.34	603.98	916.46	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-185.48	-279.84	5.45	68.23	113.23	REP					
融资活动产生现金流量	-134.44	99.89	-317.46	-114.20	-264.20						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 06 月 28 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。