

# 三只松鼠 (300783.SZ)

## 高端性价比，全渠拓未来

**三只松鼠：逆势突破，走出低谷。**三只松鼠诞生于互联网电商崛起之初的2012年，借助电商渠道红利快速成长为线上零食头部品牌，多年维持主流电商零食类目销量第一，2019年即突破百亿营收。但2020年伴随电商去中心化、线下门店闭店，进入营收负增长阶段，2022年营收回落至72.9亿元，2022年底公司转型“高端性价比”，以内部组织及供应链变革驱动公司调整新的运营模式，对内一品一链深度挖掘供应链潜力，对外达成性价比后，以“D+N”战略牵引全渠道势能提升，2023年逐季企稳回升，营收同比-2.4%至71.1亿元，归母净利润同比+69.9%至2.2亿元，2024年前三季度营收同比高增56.5%至71.7亿元，走出低谷进入成长新阶段。

**高端性价比：重构供应链路，打造极致效率。**三只松鼠在“高端性价比”战略引领下，以市场需求为导向，重构供应链运营模式，实现总成本领先，达成终端性价比，并调整组织模式实现品类精细化运营。**1) “一品一链”重构大单品优势：**对于核心大单品构建“一品一链”供应链管理，在采购端以源头直采发挥规模化采购优势，生产端建设自主工厂，物流端精简物流层级，推动供应链提质增效，实现大单品成本优势基础。**2) “品销合一”打通内部组织：**以品类为核心，打通内部供应、产品、运营等多个环节，以外部渠道和市场需求为导向引领内部产品调整及渠道运营，让组织听命于市场。**3) 品类精细化运营赋能品类扩张：**松鼠在内部运营链路理顺、运营效率提升后，实现品类精细化运营，以市场需求牵引内部高效扩品，带动产品端横向增长。

**渠道：D+N 赋能全渠道，分销开启新征程。**松鼠在渠道端以“D”短视频实现高效传播，赋能“N”货架电商、线下分销、门店等全渠道发展。抖音渠道，公司不断打造大单品，24H1抖音营收实现同比+180.7%亮眼表现，并赋能货架电商恢复24.8%正增长。线下渠道公司8月重新梳理105款分销单品，开启全国化招商拓展及渠道铺货，重点锚定常态化日销转型。展望未来，抖音正处渠道红利期，大单品打造思路清晰、运营模式成熟有望持续放量，分销全国化布局正逐步展开，有望打开线下成长新曲线。

**盈利预测：**在转型“高端性价比”战略后，公司在抖音渠道已实现爆发式增长，并有力赋能货架电商重回成长通道，线上运营模式理顺，线下分销正积极拓展，以性价比模式重构线下体系，长期发展空间充足。调整运营模式后，公司利润抓手由渠道竞争转向动销规模拉动及内部运营提效，当前净利率持续提升，长期成长潜力充足。预计公司2024-2026年营收分别同比+45.2%/+30.0%/+20.6%至103.3/134.3/161.9亿元，归母净利润分别同比+89.3%/+36.6%/+25.4%至4.2/5.7/7.1亿元，公司“高端性价比”战略成效显著，供应链及渠道模式调整所带来的成长性突出，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**线下分销开拓不及预期，线上竞争加剧，食品安全问题。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,293	7,115	10,333	13,430	16,191
增长率 yoy (%)	-25.4	-2.4	45.2	30.0	20.6
归母净利润(百万元)	129	220	416	568	713
增长率 yoy (%)	-68.5	69.9	89.3	36.6	25.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.32	0.55	1.04	1.42	1.78
净资产收益率 (%)	5.5	8.7	15.1	18.6	20.7
P/E(倍)	90.3	53.2	28.1	20.6	16.4
P/B(倍)	5.0	4.6	4.3	3.8	3.4

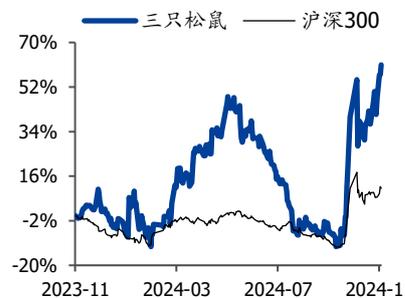
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2024年11月06日收盘价

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	休闲食品
11月06日收盘价(元)	29.14
总市值(百万元)	11,685.14
总股本(百万股)	401.00
其中自由流通股(%)	69.72
30日日均成交量(百万股)	19.74

#### 股价走势



#### 作者

分析师 王玲瑶  
执业证书编号: S0680524060005  
邮箱: wanglingyao@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>3317</b>	<b>4327</b>	<b>5382</b>	<b>6425</b>	<b>7340</b>
现金	171	328	451	526	647
应收票据及应收账款	394	594	718	895	1034
其他应收款	22	18	29	37	45
预付账款	81	117	156	204	246
存货	1071	1388	1840	2268	2566
其他流动资产	1578	1883	2189	2495	2801
<b>非流动资产</b>	<b>1219</b>	<b>1216</b>	<b>1228</b>	<b>1222</b>	<b>1230</b>
长期投资	6	21	21	21	21
固定资产	522	507	598	606	592
无形资产	109	113	118	123	128
其他非流动资产	582	574	490	472	489
<b>资产总计</b>	<b>4536</b>	<b>5543</b>	<b>6610</b>	<b>7648</b>	<b>8570</b>
<b>流动负债</b>	<b>1846</b>	<b>2760</b>	<b>3593</b>	<b>4343</b>	<b>4899</b>
短期借款	50	300	340	290	240
应付票据及应付账款	1063	1548	1948	2268	2395
其他流动负债	732	912	1304	1785	2264
<b>非流动负债</b>	<b>347</b>	<b>269</b>	<b>270</b>	<b>248</b>	<b>226</b>
长期借款	199	125	125	100	75
其他非流动负债	148	144	145	148	151
<b>负债合计</b>	<b>2192</b>	<b>3029</b>	<b>3862</b>	<b>4590</b>	<b>5124</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	401	401	401	401	401
资本公积	469	514	523	523	523
留存收益	1484	1639	1864	2173	2561
归属母公司股东权益	2344	2514	2748	3058	3446
<b>负债和股东权益</b>	<b>4536</b>	<b>5543</b>	<b>6610</b>	<b>7648</b>	<b>8570</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>73</b>	<b>334</b>	<b>217</b>	<b>285</b>	<b>394</b>
净利润	129	220	416	568	713
折旧摊销	158	95	46	47	65
财务费用	14	11	12	12	10
投资损失	-56	-54	-80	-103	-125
营运资金变动	-149	80	-107	-168	-187
其他经营现金流	-22	-17	-71	-71	-81
<b>投资活动现金流</b>	<b>-185</b>	<b>-280</b>	<b>92</b>	<b>133</b>	<b>134</b>
资本支出	-212	-68	64	60	39
长期投资	3	-265	0	0	0
其他投资现金流	24	54	27	73	95
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-134</b>	<b>100</b>	<b>-184</b>	<b>-343</b>	<b>-407</b>
短期借款	-250	250	40	-50	-50
长期借款	0	-74	0	-25	-25
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	57	45	10	0	0
其他筹资现金流	59	-121	-233	-268	-332
<b>现金净增加额</b>	<b>-247</b>	<b>153</b>	<b>123</b>	<b>75</b>	<b>121</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>7293</b>	<b>7115</b>	<b>10333</b>	<b>13430</b>	<b>16191</b>
营业成本	5343	5455	7793	10205	12317
营业税金及附加	48	45	67	87	105
营业费用	1533	1238	1881	2337	2806
管理费用	283	227	247	322	345
研发费用	38	25	41	40	49
财务费用	8	6	6	3	-1
资产减值损失	-3	-14	1	1	1
其他收益	82	116	155	201	243
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	56	54	80	103	125
资产处置收益	7	-1	8	11	13
<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>278</b>	<b>542</b>	<b>752</b>	<b>951</b>
营业外收入	28	41	60	70	80
营业外支出	5	5	8	10	12
<b>利润总额</b>	<b>200</b>	<b>314</b>	<b>594</b>	<b>812</b>	<b>1019</b>
所得税	71	94	178	244	306
<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>220</b>	<b>416</b>	<b>568</b>	<b>713</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>129</b>	<b>220</b>	<b>416</b>	<b>568</b>	<b>713</b>
EBITDA	280	334	646	862	1083
EPS (元/股)	0.32	0.55	1.04	1.42	1.78

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-25.4	-2.4	45.2	30.0	20.6
营业利润(%)	-62.1	56.7	95.0	38.6	26.4
归属母公司净利润(%)	-68.5	69.9	89.3	36.6	25.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.7	23.3	24.6	24.0	23.9
净利率(%)	1.8	3.1	4.0	4.2	4.4
ROE(%)	5.5	8.7	15.1	18.6	20.7
ROIC(%)	2.9	5.5	12.7	16.0	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.3	54.6	58.4	60.0	59.8
净负债比率(%)	8.0	9.2	4.4	-0.9	-6.4
流动比率	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.4	1.7	1.9	2.0
应收账款周转率	24.9	14.4	15.8	16.7	16.8
应付账款周转率	4.5	4.2	4.5	4.8	5.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.55	1.04	1.42	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.83	0.54	0.71	0.98
每股净资产(最新摊薄)	5.84	6.27	6.85	7.62	8.59
<b>估值比率</b>					
P/E	90.3	53.2	28.1	20.6	16.4
P/B	5.0	4.6	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	31.4	22.4	18.3	13.5	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 06 日收盘价

## 内容目录

1.三只松鼠：逆势突破，走出低谷	5
1.1 发展历程：始于创新、破于逆境、强于未来	5
1.2 创业团队经验深厚，长效激励分享红利	6
2.高端性价比：重构供应链路，打造极致效率	9
2.1 背景：需求转变+渠道演化，催生性价比思考	9
2.2 供应链：一品一链，重构大单品供应链	11
2.2.1 采购端：源头直采，发挥规模化采购优势	11
2.2.2 生产端：自主制造先行，拓展多样化供应链布局模式	13
2.2.3 物流端：精简物流体系，推进总成本优势	14
2.3 组织：品销合一，让组织听命于市场	16
2.4 产品：精细化运营，全链路配合高效推新	16
3.渠道：D+N 赋能全渠道，分销开启新征程	19
3.1 抖音：爆品孵化，赋能全渠道	19
3.2 分销：“硬折扣化”重塑分销，迈向线下百亿新征程	21
3.3 其他渠道：重构门店体系，拓展增量市场	22
4.盈利预测与估值	25
风险提示	27

## 图表目录

图表 1: 三只松鼠发展历程	5
图表 2: 三只松鼠已构建全渠道覆盖体系 (24H1)	6
图表 3: 坚果+零食构成三只松鼠产品体系 (2023年)	6
图表 4: 三只松鼠股权结构图	7
图表 5: 公司高管均为三只松鼠创业团队	7
图表 6: 三只松鼠股权激励计划	8
图表 7: 三只松鼠“高端性价比”下运营模式	9
图表 8: 中国网民数量经过高增长阶段后已趋于下滑	10
图表 9: 中国网购市场规模增速趋缓	10
图表 10: 货架电商占比下降，直播电商占比提升	10
图表 11: 三只松鼠、良品铺子线上营收分别在 2019、2021 年后下滑	10
图表 12: 抖音销售额持续高增	10
图表 13: 24H1 食品饮料抖音直播流量核心来自于推荐及付费	10
图表 14: 23M12 中国拥有 12 万家零食企业	11
图表 15: 万辰集团量贩零食店快速开店	11
图表 16: 三只松鼠坚果原料全球直采	12
图表 17: 云南澳洲坚果收获面积及产量正快速提升	12
图表 18: 进口夏威夷果价格同比下滑趋势明显	12
图表 19: 三只松鼠坚果示范工厂	13
图表 20: 三只松鼠坚果生产线	13
图表 21: 三只松鼠逐步深入工厂端布局	14
图表 22: 24H1 松鼠各品类供应商情况	14
图表 23: 24H1 零食采购比例提升，坚果采购比例下降	14
图表 24: 中国快递物流件数跟随网购市场规模同步增长	15
图表 25: 2019 年松鼠物流费用率明显高于友商	15
图表 26: 三只松鼠物流变化进程	15
图表 27: 三只松鼠人均创收持续增加	16
图表 28: 2022 年以来三只松鼠管理费用率逐季下降	16
图表 29: 三只松鼠加快全品类上新	17
图表 30: 三只松鼠与同业相比更具性价比	18

图表 31:	三只松鼠抖音渠道延续高增势能 .....	19
图表 32:	三只松鼠抖音渠道占比持续增加 .....	19
图表 33:	三只松鼠抖音爆品打法 .....	20
图表 34:	三只松鼠天猫渠道自 23H2 恢复正增长 .....	20
图表 35:	三只松鼠京东渠道自 24H1 恢复正增长 .....	20
图表 36:	三只松鼠分销营收 .....	21
图表 37:	24H1 三只松鼠经销商数量扩容 .....	21
图表 38:	三只松鼠 2024 年 8 月全国 5 场经销商共创会 .....	21
图表 39:	三只松鼠以“硬折扣化”模式重新打造分销货品体系 .....	22
图表 40:	三只松鼠原有门店进入闭店趋势 .....	23
图表 41:	三只松鼠正转型“国民零食店” .....	23
图表 42:	三只松鼠国民零食店以 IP 形象设计装修及包装 .....	23
图表 43:	三只松鼠上架零食很忙 .....	24
图表 44:	三只松鼠核心渠道营收预测 (亿元, %) .....	25
图表 45:	三只松鼠盈利预期 (亿元, %) .....	26
图表 46:	三只松鼠估值变动 .....	26
图表 47:	三只松鼠与同业公司估值对比 .....	27

# 1. 三只松鼠：逆势突破，走出低谷

## 1.1 发展历程：始于创新、破于逆境、强于未来

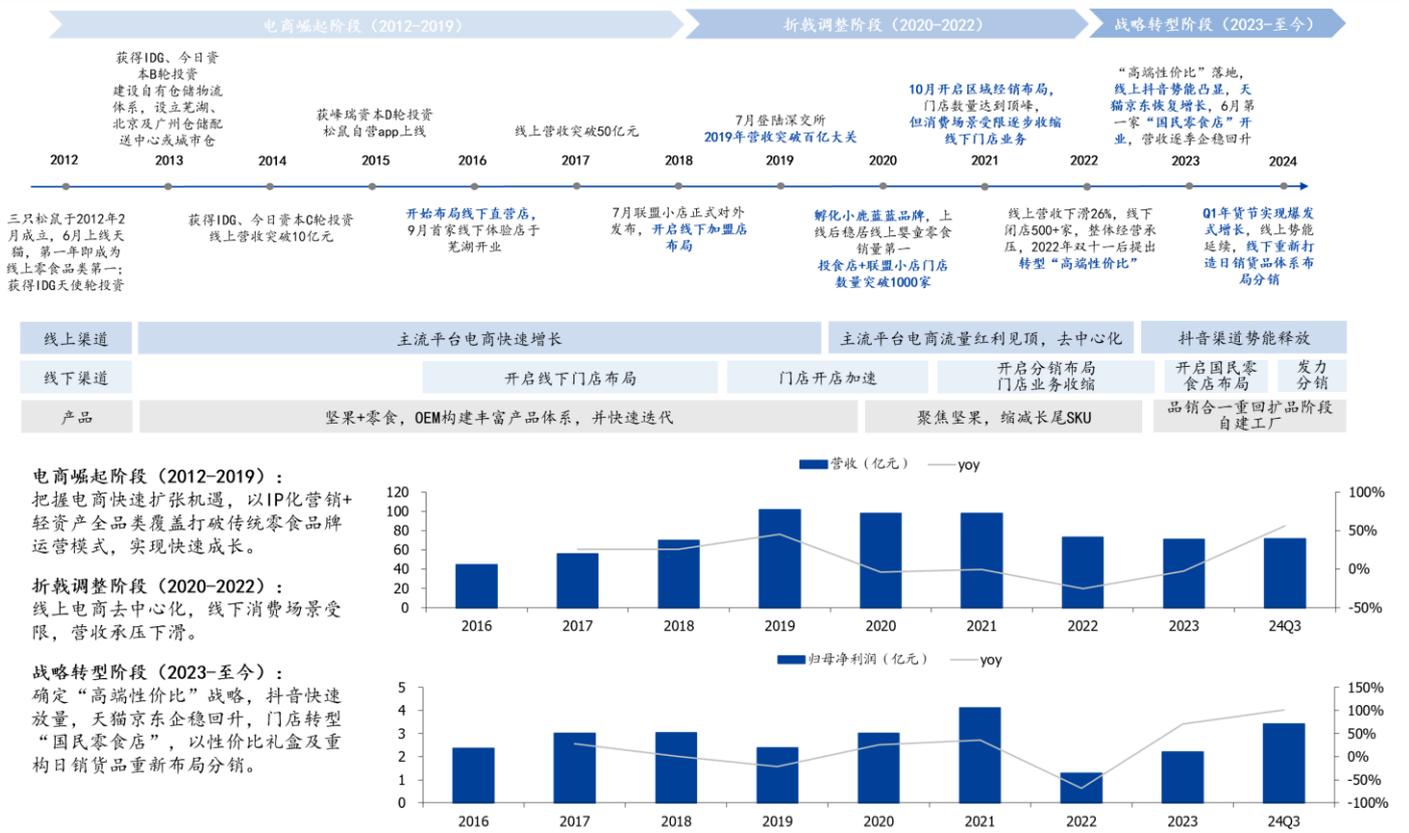
骄傲崛起，低谷里的逆势变革。三只松鼠诞生于互联网电商崛起之初的2012年，从成立之时即锚定线上零食品牌，以IP化形象、多品类高迭代的产品矩阵、高举高打的品牌营销方式，借助电商东风快速成长，从成立第一年成为双十一食品电商销售第一名，至今连续多年位居天猫零食类目销售额首位。2020年后伴随电商平台去中心化、线下门店运营场景受限，进入营收负增长阶段。2022年底后转型“高端性价比”，以内部供应链变革驱动公司调整新的运营模式，进入成长新阶段。

**1) 电商崛起阶段 (2012-2019年):** 把握电商快速扩张机遇，以IP化营销+轻资产全品类覆盖打破传统零食品牌运营模式，快速实现品牌声量扩大及营收规模增长，并在电商优势下，构建了全国化消费者触达基础。2016年9月首家直营体验店开业，正式开启线下渠道探索。

**2) 折戟调整阶段 (2020-2022年):** 伴随电商去中心化，天猫、京东等主流平台流量明显下滑，平台内部流量算法规则向中小厂商倾斜，核心渠道承压。新拓展的线下门店在2020年突破1000家，但面对线下消费场景受限，客流量下滑，单店运营模式受到挑战，公司于2021年放缓开店，2022年大幅收缩线下门店。面临线上线下的双重挤压的阶段，公司主动精简长尾SKU，推动运营效率提升，孵化培育“小鹿蓝蓝”新品牌。

**3) 战略转型阶段 (2023年-至今):** 外部消费趋势更偏性价比，渠道更加碎片化，内部营收下滑，倒逼公司内源改革运营模式，从组织架构调整及全链路挖潜增效实现“高端性价比”。抖音以“D+N”战略，大单品赋能大量达人主播快速放量，天猫、京东以“品销合一”带动营收企稳回升，线下转型“国民零食店”，并以性价比年货礼盒及全新日销货品重新布局分销。

图表1: 三只松鼠发展历程



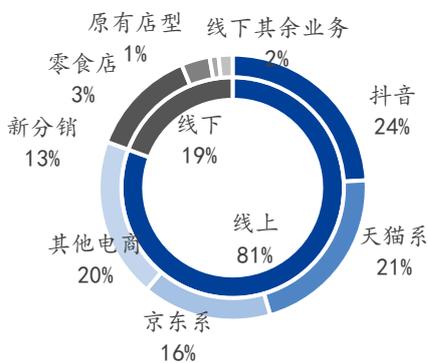
资料来源: 公司官网、公司公告、Wind、联商网、国盛证券研究所

**营收恢复增长，净利率持续改善。**复盘松鼠收入规模，在电商崛起的2019年即突破百亿营收规模，2022年线上线下承压阶段缩减至72.9亿，但在转向“高端性价比”后实现快速突破，2023年营收逐季企稳回升，24Q1在春节错期带动下实现同比91.8%爆发式增长，2024年前三季度整体营收达成71.7亿元，同比+56.5%。从净利率角度来看，在2019-2022年受流量费用压制及复杂运营链路影响，公司净利率长期在1.8%-4.2%之间波动，当前在“高端性价比”战略引导下，公司调整运营模式，净利率正逐步提升，2024年前三季度实现净利率4.8%，同比+1.1pct。

**线上优势显著，线下逐步开拓。**渠道端，三只松鼠自电商平台起家，在线上运营模式及流量投放方面具备深厚经验，在线上流量去中心化的背景下，公司以抖音达人直播打造线上新增长极，并以抖音为广宣窗口，赋能其他渠道。线下渠道，松鼠自2016年开始门店拓展，至2020年门店总数突破1000家，在消费场景受限及性价比消费趋势之下，原有门店闭店转向至国民零食店。2021年松鼠开启线下分销布局，在年货节坚果礼已取得亮眼业绩表现，当前重新打造日销货品，加大日销板块布局。24H1松鼠线上占比80.6%，天猫、京东、抖音占总营收比例分别达21.3%、15.6%、24.1%，抖音占比逐步提升，各平台发展更加均衡，线下占比19.4%，其中核心来自于分销板块占比13.2%。

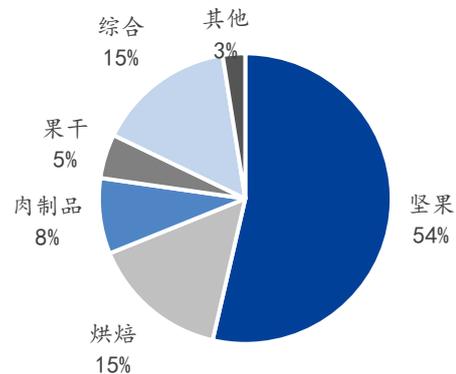
**丰富产品矩阵，布局自产建立生产优势。**产品端，三只松鼠当前已布局坚果、烘焙、肉制品、果干等多品类零食，并在“品销合一”理顺供应链后，加速上新进程，2023年3月落实“高端性价比”以来，松鼠已上新1000个SKU。2023年坚果占比53.6%，其余品类构成丰富零食体系。生产端，2023年松鼠投产自有坚果工厂，形成坚果自产+核心品类联合建厂+零食品类OEM的供应体系。

图表2: 三只松鼠已构建全渠道覆盖体系 (24H1)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 坚果+零食构成三只松鼠产品体系 (2023年)

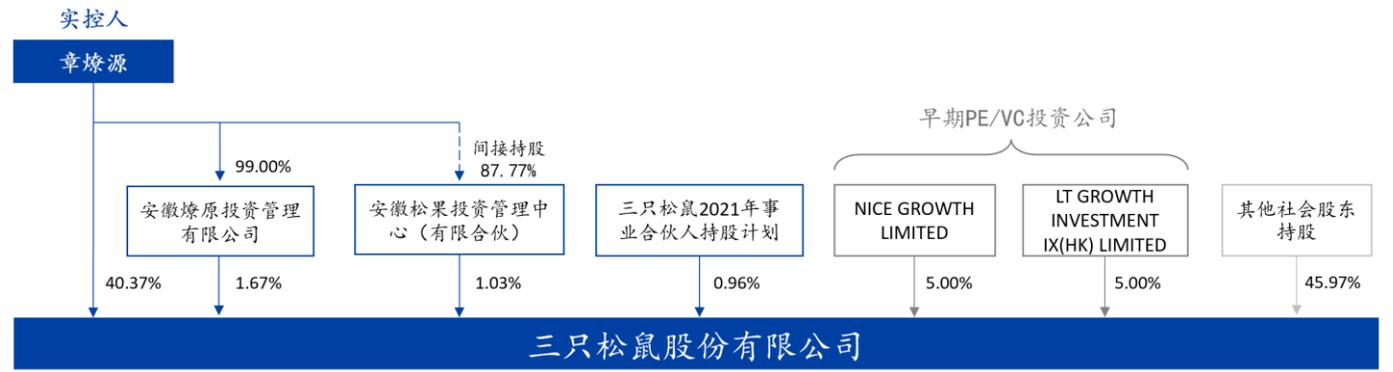


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 创业团队经验深厚，长效激励分享红利

**股权结构相对集中，创始人持续把关公司成长。**章燎源作为公司创始人及实控人，带领三只松鼠从0做到线上第一，再走出低谷，内部话语权强。截至最新披露日2024年10月28日，章总直接持股40.37%，叠加燎原投资及松鼠投资等间接持股股权，合计42.93%。当前章总依然把控公司发展方向，把关新业务运营模式，带领公司持续突破。

图表4: 三只松鼠股权结构图



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所 (截至 2024 年 10 月 28 日)

**创始人经验丰富，高管均为创业团队。**创始人章总最初尝试过多次创业，有着丰富的人生经验，自 2003 年进入詹氏公司成为一名山核桃销售员，此后 9 年快速晋升至营销总监及总经理，并在 2011 年创立詹氏电商子品牌“壳壳果”快速打造为网络坚果头部品牌，在詹氏不仅体现了章总优秀的销售及管理能力，也加深了章总对于坚果零售业态的认知及对新兴渠道模式的敏锐洞察。三只松鼠的高管均为当初跟随章总的创业团队，在公司创始之初即跟随公司一同成长，从最初组织架构的搭建、营销模式的打造、电商运营方式的探索等多重基础工作开始做起，逐步丰富并改善至当前的运营体系。

图表5: 公司高管均为三只松鼠创业团队

姓名	职务	加入公司时间	年龄	个人经历
章燎源	董事长, 总经理	2012	48	三只松鼠创始人, 董事长, 总经理, 并任燎原投资董事、松鼠娱乐董事长、松果投资执行董事兼总经理等多个三只松鼠子公司领导
郭广宇	董事, 短视频电商总经理	2012	35	2012年3月至今先后任三只松鼠品牌总监、首席品牌官、门店事业部总经理、短视频电商总经理
魏本强	董事	2012	37	曾任职于新安化学、马鞍山威泰机电等公司, 2012年6月至今先后任三只松鼠采购总监、产品中心总经理、事业部总经理
潘道伟	董事, 董事会秘书	2014	37	2010-2014年任职于安徽詹氏食品营销副总监, 2014年4月至今先后任三只松鼠助理总监、党委书记、行政总经理、董事、董事会秘书, 兼任安徽省新农人协会会长
周庭	财务总监	2012	42	曾任职于苏州朗力福出纳、南京中脉财务经理、安徽精诚铜业会计、芜湖杰锋汽车动力会计, 2012年12月至今先后担任三只松鼠财务经理、财务负责人

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

**团队激励持续性强，积极与员工分享成长红利。**在公司上市之前，2016 年成立安徽松果投资管理平台作为员工持股平台，纳入数百位员工共同出资持有公司股份，分享公司高速成长期的发展红利。上市后 2021 年 7 月公司出台事业合伙人计划，对 22 名合伙人以 0 元授予 385.2 万股股票，公司回购总金额 1.7 亿元，给予创业团队充分回报与长效激励。同期对 208 名员工实施股权激励计划，虽后续面临线上线下诸多调整，并未达成激励目标，但公司在转型期给予员工信心，并开放的态度支持团队发展。

**战略转型初期发布双重激励计划，有力调动团队积极性。**2024 年公司的变革效果逐步兑现，24Q1 公司营收实现同比 91.8% 高增，4 月 29 日即发布新的员工持股计划及股票期权激励计划，对 96 名核心骨干以 12.01 元/股授予不超过 198.15 万股股票，并对 92 名核心骨干以 24.02 元/股行权价格给予股票期权。考核目标核心锚定营收规模增长，目标 2024-2026 年公司含税营收分别达到 115/150/200 亿元，对应的三年同比增速分别为 43.0%/30.4%/33.3%。若营收目标达成则 100% 解锁，若营收目标未达成，各年净利润达到 4 亿元则 80% 解锁。在公司战略转型效果兑现初期，以及调整关键阶段，公司与团队充分分享成长红利，彰显公司对于未来发展的信心，也充分调动团队的积极性。

图表6: 三只松鼠股权激励计划

2021年事业合伙人持股计划						
授予规模及价格	前期回购不超过 385.16 万股, 占总股本 0.96%, 以 0 元授予					
持有人	姓名	职务	拟授予份额 (万份)		占总股本比例	
	魏本强	董事	28.07		0.07%	
	郭广宇	董事	28.07		0.07%	
	潘道伟	董事、董事会秘书	28.07		0.07%	
	周庭	财务总监	28.07		0.07%	
	核心管理层/技术/业务人员 (共 18 人)		249.82		0.62%	
	预留		23.05		0.06%	
合计 22 人 (不含预留)		385.16		0.96%		
业绩评估	2021-2025 年根据个人绩效评估结果, 确定各持有人最终所归属的计划份额及比例					
归属安排	2021-2022 年第 1 批归属 34%, 2023-2025 年第 2-4 批分别归属 22%					
需摊销总成本 (万元)	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	18495.26	2638.14	6331.55	5021.46	2622.22	1407.18
2024 年员工持股计划						
授予规模及价格	前期回购不超过 198.15 万股, 占总股本 0.49%, 以 12.01 元/股价格授予					
持有人			拟授予股份上限 (万股)		占总股本比例	
	核心骨干 (96 人)		179.08		0.45%	
	预留		19.07		0.05%	
合计		198.15		0.49%		
解锁期及解锁比例	业绩考核目标 A (公司层面 100%解锁)			业绩考核目标 B (公司层面 80%解锁)		
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-40%	2024 年含税营业收入达到 115 亿元, 同比+43%		2024 年净利润达到 4 亿元		
	第二个解锁期-30%	2025 年含税营业收入达到 150 亿元, 同比+30%		2025 年净利润达到 4 亿元		
	第三个解锁期-30%	2026 年含税营业收入达到 200 亿元, 同比+33%		2026 年净利润达到 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-50%	2025 年含税营业收入达到 150 亿元, 同比+30%		2025 年净利润达到 4 亿元		
	第二个解锁期-50%	2026 年含税营业收入达到 200 亿元, 同比+33%		2026 年净利润达到 4 亿元		
需摊销总成本 (万元)	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年		
	2165.08	703.65	974.28	378.89	108.25	
2024 年股权激励计划						
授予规模及价格	定向发行不超过 243.86 万份, 占总股本 0.61%, 行权价格为 24.02 元/股					
激励对象			拟授予股份数量 (万股)		占总股本比例	
	核心骨干 (96 人)		221.86		0.55%	
	预留		22.00		0.05%	
合计		243.86		0.61%		
行权期及行权比例	业绩考核目标 A (公司层面 100%解锁)			业绩考核目标 B (公司层面 80%解锁)		
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	第一个解锁期-40%	2024 年, 含税营业收入达到 115 亿元, 同比+43%		2024 年净利润达到 4 亿元		
	第二个解锁期-30%	2025 年, 含税营业收入达到 150 亿元, 同比+30%		2025 年净利润达到 4 亿元		
	第三个解锁期-30%	2026 年, 含税营业收入达到 200 亿元, 同比+33%		2026 年净利润达到 4 亿元		
2024 年 9 月 30 日后预留授予的股票期权	第一个解锁期-50%	2025 年, 含税营业收入达到 150 亿元, 同比+30%		2025 年净利润达到 4 亿元		
	第二个解锁期-50%	2026 年, 含税营业收入达到 200 亿元, 同比+33%		2026 年净利润达到 4 亿元		
需摊销总成本 (万元)	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年		
	666.90	190.60	287.26	142.85	46.19	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 高端性价比：重构供应链路，打造极致效率

三只松鼠当前实现的转型突破本质上来来自于内源改革，自2022年底提出“高端性价比”战略，以市场性价比需求为导向，以“品销合一”运营模式，重构“一品一链”供应链管理，细分多个品类小组，在内部从采购、生产、物流交付、终端运营等全链路变革优化，做到链路精简、组织协同、效率提升，达成总成本领先，实现终端性价比，进而在线上线下各渠道应用。

图表7：三只松鼠“高端性价比”下运营模式



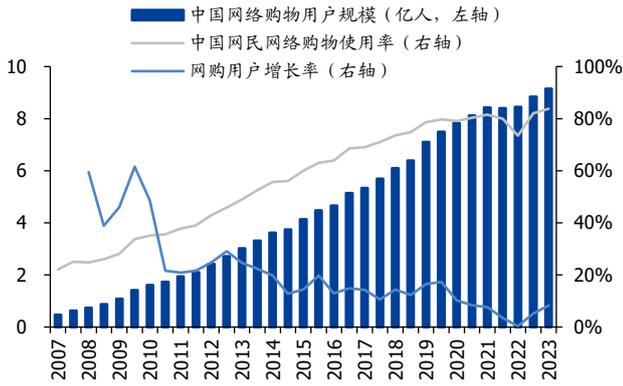
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 2.1 背景：需求转变+渠道演化，催生性价比思考

三只松鼠之所以提出“高端性价比”战略转型，是基于消费趋势向性价比变革、传统优势渠道货架电商经历去中心化、以及自身“聚焦坚果”所带来营收阶段性承压。

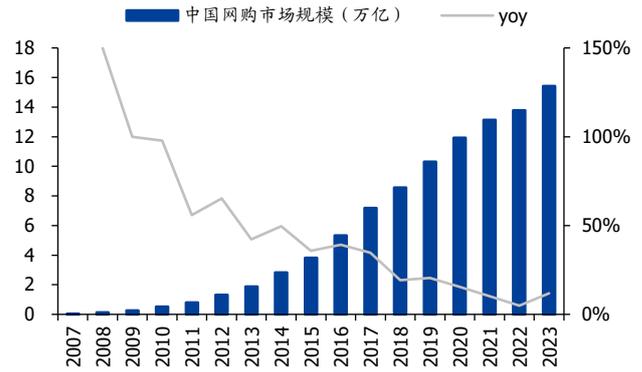
电商主流平台去中心化，原有份额面临缩减。三只松鼠过去电商渠道核心依靠天猫、京东主流平台，2022年及以前天猫、京东占比线上营收75%以上。但电商大盘销售规模经历网民数量的快速提升后，当前增速已明显趋缓。消费者行为驱动抖音等新兴渠道快速发展，分流货架电商流量，2023年天猫京东在整体电商中占比已降低至53.7%。同时，天猫、京东内部流量算法也更倾向于扶持小品牌，头部企业经营相对承压，三只松鼠、良品铺子的线上营收分别在2019、2021年后进入下降通道，营收的下降，叠加广大中小品牌在价格方面具备天然优势，倒逼头部品牌加大性价比布局力度。

图表8: 中国网民数量经过高速增长阶段后已趋于下滑



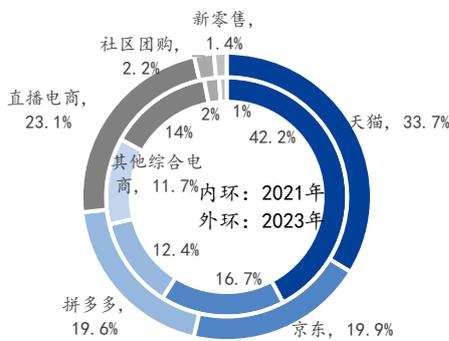
资料来源: 中国互联网络信息中心, Wind, 国盛证券研究所

图表9: 中国网购市场规模增速趋缓



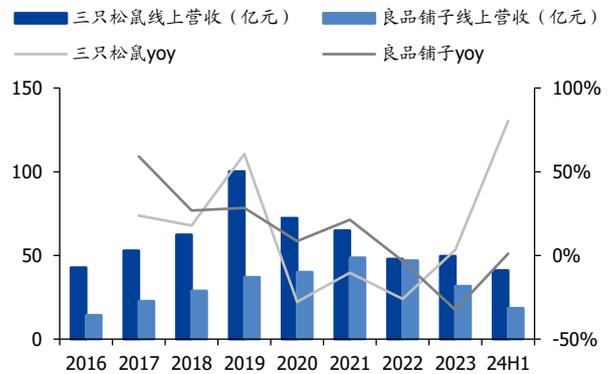
资料来源: 中国电子商务研究中心, Wind, 国盛证券研究所

图表10: 货架电商占比下降, 直播电商占比提升



资料来源: 星图数据, 国盛证券研究所

图表11: 三只松鼠、良品铺子线上营收分别在2019、2021年后下滑



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所  
注: 良品铺子24H1线上数据为销售额

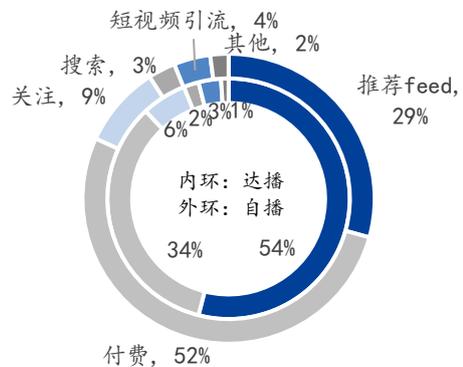
**电商成长极切换至抖音, 性价比属性突出。**抖音以直播带货形式切入电商赛道, 至今依然实现高速增长, 根据晚点 LatePost, 24Q1 年货节带动下, 抖音销售额同比高增 50%, 而淘宝增长 10% 左右, 拼多多增速不及 30%。而抖音的高速增长模式, 一方面来自于精准推送、兴趣转换, 另一方面来自于低价竞争, 这对于品牌方而言, 一是对营销和曝光提出了极高要求, 二是对终端价格提出了巨大考验, 均需企业提升自身性价比, 让利消费者。

图表12: 抖音销售额持续高增



资料来源: 蝉妈妈、蝉魔方《2023年抖音电商年报》, 国盛证券研究所

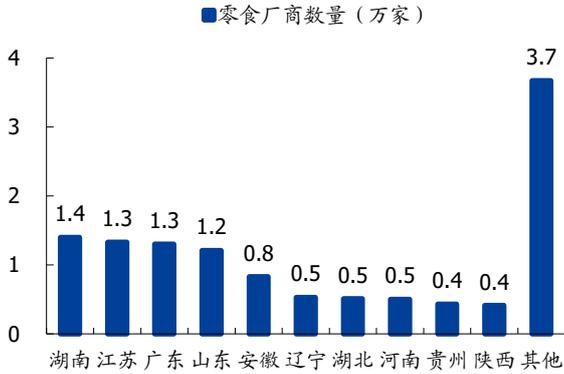
图表13: 24H1 食品饮料抖音直播流量核心来自于推荐及付费



资料来源: 蝉妈妈、蝉魔方《2024年抖音电商半年报》, 国盛证券研究所

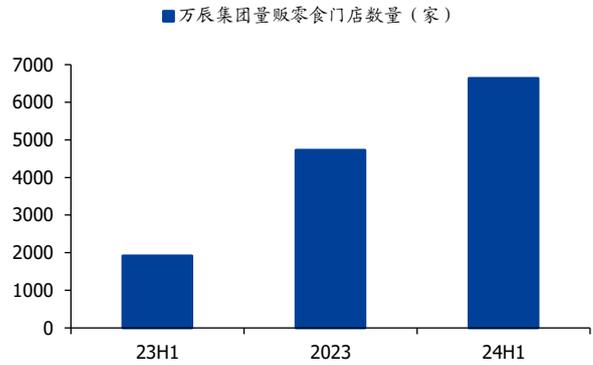
消费趋势转向性价比，带动渠道变迁及终端产品调整。伴随当前经济增速换挡，以及经历公共卫生事件后，居民消费更偏理性。且中国零食品类丰富，生产进入壁垒较低，存在大量中小厂商，能够满足消费者性价比需求。消费趋势的变化，一方面带动抖音、量贩零食店等具备性价比属性的渠道高速发展，另一方面对零食的参与企业提出了更高要求，在坚持品牌及品质的基础上，同时需要兼顾终端性价比，对于厂商而言，当前的破局路径在于优化供应链，从内部运营环节提质增效，释放利润空间。

图表14: 23M12 中国拥有 12 万家零食企业



资料来源: 零食快报 LPX, 企查查, 国盛证券研究所  
注: 统计时间为 2023 年 12 月

图表15: 万辰集团量贩零食店快速开店



资料来源: 万辰集团公告, 国盛证券研究所

聚焦坚果精简品项，营收短期承压。2021-2022 年三只松鼠营收增长承压阶段，公司战略选择“聚焦坚果”，主动优化长尾 SKU，提升运营效率，短期确实带动净利率提升。但品类丰富度的缩减所提供的零食选择及覆盖客群减少，带来营收规模的缩减，品类丰富度与运营效率之间产生不可避免的矛盾。在当前零食行业发展趋势下，渠道愈加碎片化，能够以品类叠加实现横向增长是更为稳健的成长路径，而单纯叠加品类会折损整体运营效率。三只松鼠寻找到的破局点在于品类精细化运营，聚焦每一个单品，以“一品一链”模式串联采购、供应、运营等全链路，实现内部降本增效，同时聚焦产品后更能深刻洞察终端需求变化，有的放矢地推新迭代。

## 2.2 供应链：一品一链，重构大单品供应链

公司以“高端性价比”战略，牵引供应链重构，建立“一品一链”运营模式，即以核心品类为单元，构建采购、生产、物流、终端运营全链路的单独运营体系，在各个环节提质增效，实现成本的下降及效率的提升，保障坚果及零食大单品的持续打造。

### 2.2.1 采购端：源头直采，发挥规模化采购优势

规模化直采，有力降本并带动国内坚果产业发展。松鼠坚果营收 2023 年达 38.1 亿，24H1 达 27.6 亿，同时松鼠的坚果生产线逐步投产。出于大量坚果原料的需求、规模效应下的议价力，以及对品质的严格把关，松鼠向上游采购端纵深布局，与全球第一大夏威夷果公司 Golden Macadamia、全球第一大蔓越莓农场 Ocean Spray、全球第一大开心果农场 Wonderful、全球第一大碧根果农场 Easterlin 建立原料直采等全面合作。并从 2015 年开始，联合国内多地供应商，先后成立夏威夷果、山核桃、榛子、核桃等坚果契约种植基地，覆盖云南临沧、广西龙州、安徽、新疆等多个坚果生产地区，以规模化采购及技术赋能降低自身采购成本，并带动国内坚果产业发展。

图表16: 三只松鼠坚果原料全球直采



资料来源: 三只松鼠天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

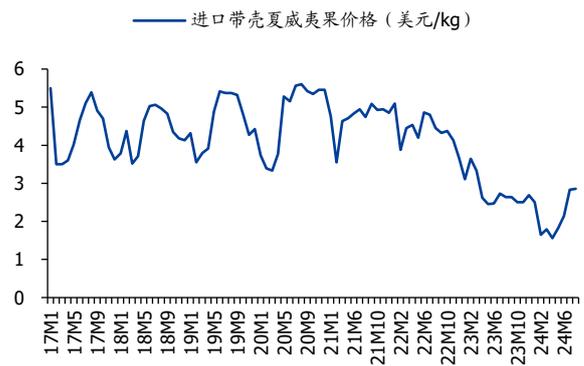
国产替代在途, 源产地工厂前瞻布局。当前云南等地的澳洲坚果陆续进入挂果成熟期, 逐步实现澳洲坚果的国产替代。2022年云南澳洲坚果种植面积已达413.6万亩, 已成为全球最大种植区域, 同时收获面积及产量正快速爬坡, 产量由2014年0.8万吨快速提升至2022年17万吨。国产坚果的产量提升带动进口夏威夷果等品类价格显著下降, 24H1进口带壳夏威夷果均价同比-35.0%至1.9美元/kg, 虽然夏果价格下降带动国内需求提升, 2024年5月后单价上行, 但国内产量提升仍然有望带动长期夏果价格下行, 有力贡献成本红利, 支撑性价比大单品的打造。为了应对坚果原材料价格波动, 松鼠也在云南建设夏威夷果前处理工厂, 实现全链路综合成本优势, 平抑成本扰动。

图表17: 云南澳洲坚果收获面积及产量正快速提升



资料来源: 云南省林业和草原局, 国盛证券研究所

图表18: 进口夏威夷果价格同比下滑趋势明显



资料来源: 海关统计数据平台, Wind, 国盛证券研究所

### 2.2.2 生产端：自主制造先行，拓展多样化供应链布局模式

过去三只松鼠完全由 OEM 代工生产，当前逐步深入二产加工端布局，形成“自主制造+联合建厂+OEM”复合生产模式，其中坚果自建生产线，零食核心品类引入合作厂商建厂覆盖，余下多品类零食仍由 OEM 供应，实现全面覆盖及灵活上新。

**自主建厂：核心坚果品类完成工厂建设，开启全国化布局步伐。**2022 年松鼠在芜湖自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果示范工厂，其中每日坚果生产线投产后当年即实现单盒降本约 8%，后续陆续投产的夏威夷果、碧根果、开心果均实现从原料、到生产到、仓储、物流的一体化布局，最大限度节省中间链路时间及人力成本、资源占用，将供应链效率发挥至极致。2023 年四大核心坚果示范工厂投产后，2024 年公司开启生产端的全国化布局步伐，于天津供应链集约基地建设树坚果、籽坚果生产线，从生产端支撑北方区域效率更高、成本更优。在广西建设夏威夷果源产地工厂，同时拟在东南亚建设源产地工厂，实现物流层级的精简，推动总成本的优化领先。

**规模效应标准流程，支撑公司顺利实现成本优势。**松鼠之所以在坚果品类核心发力自建工厂，除了品类心智稳固与品质严格把关之外，一方面在于坚果销售体量足够大，24H1 坚果营收已达 27.6 亿，松鼠自建工厂能够直接发挥规模效应优势，顺利获取生产端利润空间，另一方面坚果为偏原料端消费，生产加工流程相对零食标准化程度更高，短时间更容易实现生产端的弯道超车。当前在核心原味坚果布局相对成熟背景下，公司也着手孵化风味坚果工厂，探寻下一个生产优化方向。

图表19: 三只松鼠坚果示范工厂



资料来源：微信公众号“大江资讯”，国盛证券研究所

图表20: 三只松鼠坚果生产线



资料来源：微信公众号“大江资讯”，国盛证券研究所

**联合建厂：全球龙头强强联手，共建中国坚果优势。**对于腰果、巴旦木等品类，公司与翱兰国际合资建厂，翱兰国际作为 1989 年成立，覆盖 70 个国家涵盖 14 个业务领域的跨国公司，其腰果体量全球第一，壳杏仁全球前三，已具备充足的腰果及巴旦木的生产运营优势。松鼠与翱兰合资建厂，有助于充分借鉴全球坚果龙头经验，进一步做强中国坚果市场。

**集约基地：联合外部厂商进驻，快速补充零食供应链。**虽然零食品类丰富度很高，但松鼠已成功打造鹌鹑蛋、手撕面包、鳕鱼肠等多款爆品，对于核心零食品类，松鼠在大本营芜湖创建健康零食产业园，引入多家合作伙伴集合建厂，预计 2024 年年底将有部分品类投产，2025 年 6 月前覆盖多个品类。零食生产线的非标程度相对更高，引入外部经验丰富的生产企业进驻，有望实现零食品类总成本领先。

**收购：携手行业专家，构建竞争优势。**2024 年 10 月 28 日，公司子公司拟以不超过 1 亿元收购致养食品的控制权或相关业务资产，致养食品主要从事饮料及茶饮生产制造，

2024年7月与三只松鼠共同推出坚果乳饮品，预计收购之后，松鼠在乳制品赛道的优势将进一步凸显。

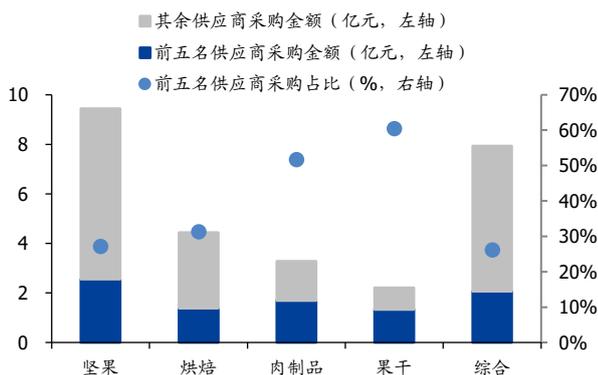
图表21: 三只松鼠逐步深入工厂端布局

建设时间	品类/工厂	建设方式	工厂情况
2022	每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果	自建工厂	2022年自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果示范工厂 其中每日坚果产线2022年8月投产，采用30万级洁净车间，配备26套全自动化生产线设备，集生产与发货为一体，投产后2022年每日坚果单盒降本约8% 后续夏威夷果22H2投产，碧根果23H1投产，开心果23H2投产，具备筛选、杀青、入味、分装全链路深加工能力，实现从原料到生产、发货的供应链纵深
2023	腰果、巴旦木	联合建厂	23H1与翱兰国际合资建设腰果生产线，23H2合资建设手剥巴旦木生产线
2024	风味坚果	自建工厂	24H1内部创业孵化风味坚果工厂
2024	芜湖健康零食产业园/零食工厂	集约基地	构建芜湖健康零食产业园，引入外部合作工厂，正式进入零食供应链，预计24年底投产3个品类，25Q3投产十余个品类
2024	天津供应链集约基地/坚果工厂	自主建厂	落地华北供应链集约基地，预计2024年11月投产，覆盖夏果、碧根果、多味花生等十大单品自主加工，日产能100吨，并匹配分装线及物流基地，实现生产物流一体化，承接北部2市7省速度最快、成本最优交付
2024	广西夏威夷果源产地工厂	自主建厂	2024年8月广西龙州建设夏威夷果生产车间正式投产，日产能300吨，在源产地前端完成采购、加工、包装
2024	东南亚源产地工厂	自主建厂	拟于东南亚建立源产地工厂
2024	致养食品	收购	子公司拟收购致养食品控制权或相关业务资产，致养食品过去为公司代工方，主要从事饮料业务

资料来源: 公司公告, 公司交流, 公司官方微信公众号, 微信公众号“赤色龙州”, 界面新闻, 国盛证券研究所

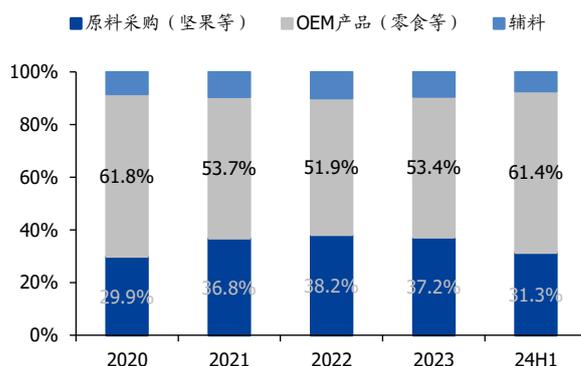
**OEM 代工: 覆盖零食全品类, 灵活快速推新。**中国零食品类本身丰富性较高, 且需求端具备冲动消费属性, 市场需求变化速度较快, 推动上游供给端创新迭代速度加快。松鼠作为全品类零食供应商, 经过十余年发展已与500余家供应商建立合作关系, 依然以OEM代工模式覆盖广泛零食品类供给, 实现全面品类覆盖及快速推新。从松鼠的采购比例来看, 2023-24H1伴随坚果工厂的陆续投产, 松鼠对坚果等原料的采购比例从2022年38.2%下降至24H1的31.3%, 但零食等OEM采购占比从2022年51.9%提升至24H1的61.4%。

图表22: 24H1 松鼠各品类供应商情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表23: 24H1 零食采购比例提升, 坚果采购比例下降



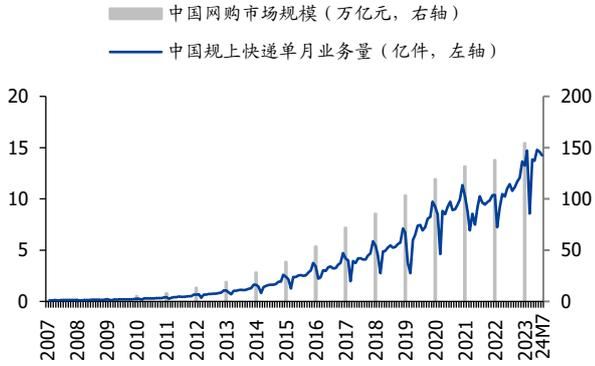
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.2.3 物流端: 精简物流体系, 推进总成本优势

过去以全国化仓储体系达成次日达, 提升效率但增加物流层级。中国的物流体系跟随电商崛起实现跨越式发展, 在过去物流运输效率偏低的阶段, 松鼠为了实现次日达, 在全国建立多个仓储体系, 2018年在芜湖、天津、成都、广州等地拥有9个配送中心或城市

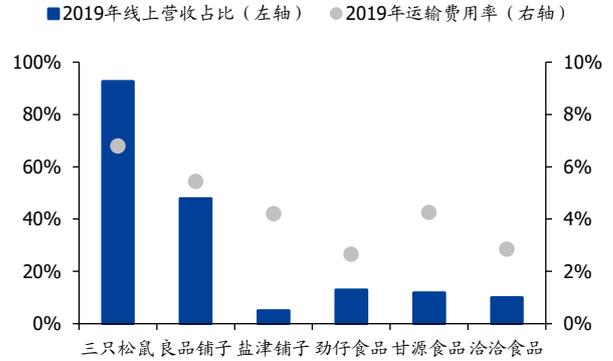
仓，并与第三方仓储服务商合作建立16个合作仓。且过去松鼠的电商运营模式以大额满减为主，多品类搭配使得松鼠的物流体系极为庞大，每个品类均需从代工厂运输至松鼠的城市仓，且不同仓库之间涉及分拣、调拨、仓储等多个环节。2019年松鼠的物流费率占比6.8%，明显高于同业零食品牌。

图表24: 中国快递物流件数跟随网购市场规模同步增长



资料来源: 国家邮政局, 中国电子商务研究中心, Wind, 国盛证券研究所

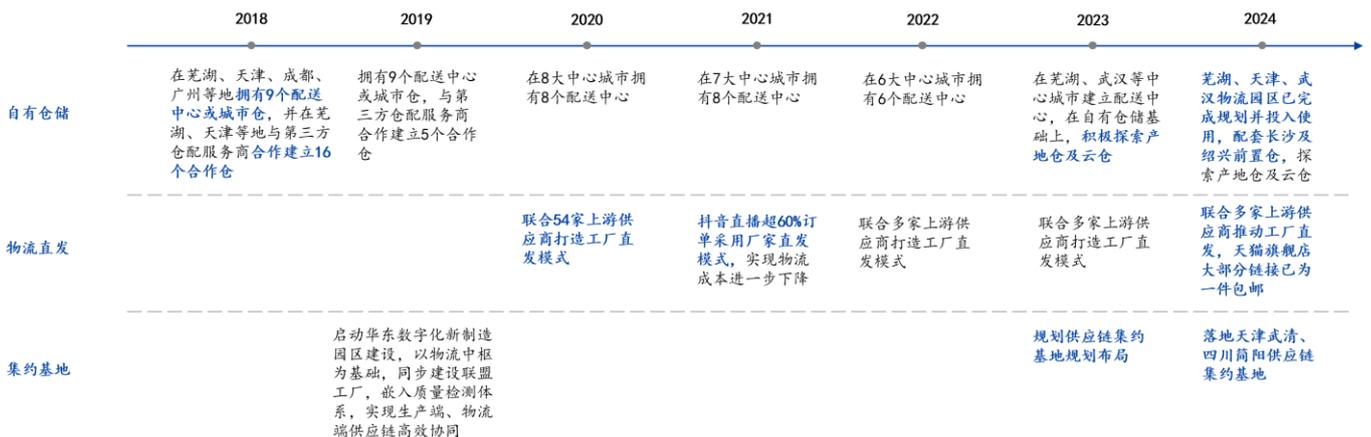
图表25: 2019年松鼠物流费用率明显高于友商



资料来源: 各公司公告, Wind, 国盛证券研究所  
注: 2019年数据仅用于复盘历史, 以说明各家企业物流体系差异

**一件包邮精简物流层级，供应链集约基地实现全链路高效运营。**伴随中国快递业务效率的提升，松鼠自2019年起逐步精简合作仓，2020年陆续与上游供应商打造工厂直发模式，至2023年松鼠已联合多家供应商进行工厂直发，同时在天猫旗舰店的运营模式也转向以一件包邮为主，大幅精简物流层级，优化物流费率，根据零售公园，松鼠调整物流体系后，物流成本降低30%左右。此外，松鼠在2019年即规划过围绕物流中枢建立工厂，实现生产与物流高效协同，2023年在公司走出低谷后，进一步规划供应链集约基地布局，24H1已落地天津武清、四川简阳供应链集约基地，整合坚果深加工、分装、礼包组装、物流配送的全链路一体化运营。2024年10月28日，公司全资子公司拟以不超过0.6亿元收购“爱折扣”的控制权或相关业务及资产，“爱折扣”为折扣零食、饮料等供应商，预计将有助于公司开拓供应渠道。

图表26: 三只松鼠物流变化进程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 2.3 组织：品销合一，让组织听命于市场

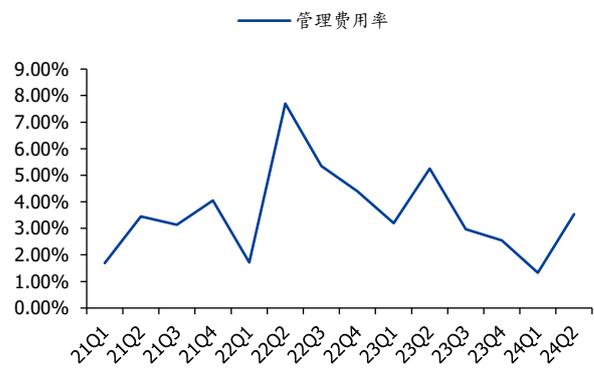
“品销合一”打通全链路组织运营，让外部市场渠道牵引内部产品变革。公司过去各个部门之间相对独立，转型“高端性价比”战略后，电商的运营策略由过去依托流量的店铺运营转向“品销合一”引领下的品类运营，以品类为核心，打通采购、生产、物流、产品、运营等供应链端口，以外部渠道和市场为导向来引领内部产品变革，实现“产品、市场、渠道”三个关键环节的高度平衡。转型“品销合一”后，公司取消了过去打卡考勤制度，品销会议也围绕品类跨越多个工作层级展开，团队成员成为各自业务单元的小负责人，激发个人的积极性，提升团队的灵活性。实现了让组织听命于市场、让商品直达终端、让成果随时在线、让个体价值最大化。2021年门店进入闭店阶段，2023年转型“品销合一”后，松鼠也持续精简人数，提升人效，2023年公司的人均创收明显提升，同时公司管理费用率也呈现持续下滑的趋势。

图表27：三只松鼠人均创收持续增加



资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

图表28：2022年以来三只松鼠管理费用率逐季下降

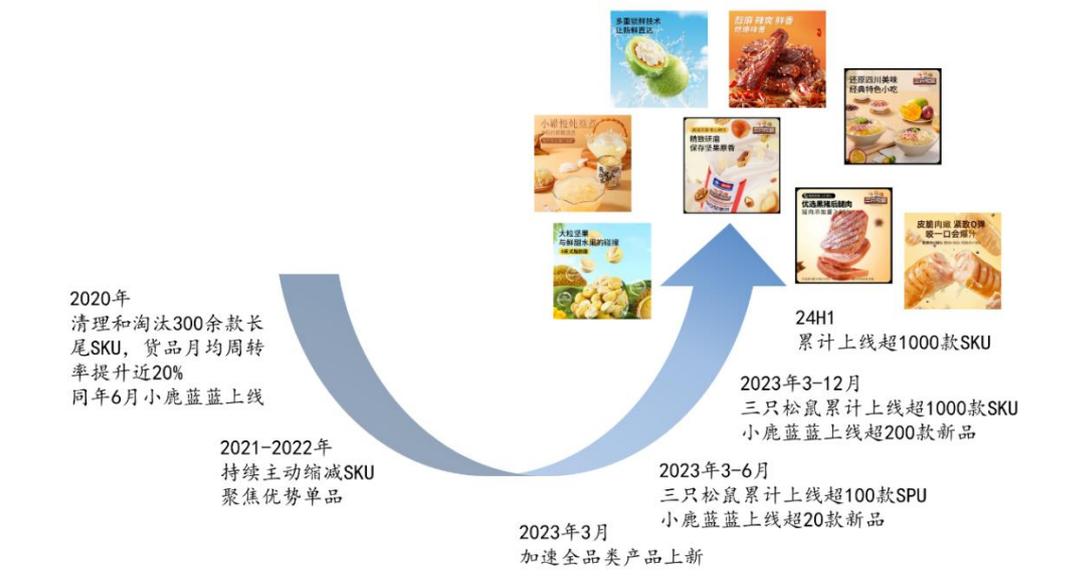


资料来源：Wind，国盛证券研究所

### 2.4 产品：精细化运营，全链路配合高效推新

以品类精细化运营探寻品类叠加与运营效率间的平衡点。在实现品类精细化运营后，公司对于消费者需求和市场变化更为敏感，且能高效引领内部产品推新，2023年公司重回扩品方向，23H1加速全品类上新，上线超100款SPU，至2023年年底上线超1000款SKU，24H1进一步为全渠道拓展适配全品类零食，24H1进一步上新超1000款SKU。品类叠加有望顺利带来产品端横向增长，且转型“品销合一”之后，以市场需求为导向进行推新，产品存活率预计将有所提升；调整“一件包邮”之后，长尾产品的运营成本降低，对于整体运营效率的影响有望降低；实现“一品一链”后，从供应链全链路实现降本增效，赋能“高端性价比”。

图表29: 三只松鼠加快全品类上新



资料来源: 公司公告, 天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

“**高端性价比**”战略效果显著, 价格有优势销量显差异。横向对比同一品类中各个品牌在天猫旗舰店的定价, 三只松鼠的价格普遍低于同业品牌, 甚至基本对标白牌价格, 同时三只松鼠在品质把关、品牌形象更胜一筹, 充分体现“**高端性价比**”在终端的优势。从销量维度看, 三只松鼠的销量普遍高于同业品牌甚至专家品牌, 也印证了松鼠**高端性价比**战略对于销量及份额的拉动作用。

图表30: 三只松鼠与同业相比更具性价比

	每日坚果				夏威夷果			
品牌	三只松鼠	洽洽	沃隆	白牌(天虹牌)	三只松鼠	百草味	甘源	白牌(东赛良品)
产品图								
坚果及果干种类	4坚果+4果干	4坚果+3果干	4坚果+2果干	6坚果+3果干				
售价	69元/750g	139元/750g	118元/750g	79.9元/750g	22.9元/500g	23.9元/500g	17.9元/65g	20.8元/500g
单价/100g	9.2元/100g	18.5元/100g	15.7元/100g	10.7元/100g	4.6元/100g	4.8元/100g	27.5元/100g	4.2元/100g
销量	100w+	3w+	5w+	1w+	100w+	60w+	8.8w+	20w+
	饼干				芒果干			
品牌	三只松鼠	奥利奥	Lotus	白牌(冬己)	三只松鼠	良品铺子	百草味	白牌(寻味源)
产品图								
售价	20.9元/504g	29.8元/500g	36元/312.5g	31元/424g	29.9元/500g	31.9元/500g	29.9元/500g	26.8元/500g
单价/100g	4.1元/100g	6.0元/100g	11.5元/100g	7.3元/100g	6.0元/100g	6.4元/100g	6.0元/100g	5.4元/100g
销量	2w+	2w+	6w+	800+	8w+	7w+	20w+	2w+
	牛肉干				鹌鹑蛋			
品牌	三只松鼠	良品铺子	张飞	白牌(蜀道香)	三只松鼠	盐津铺子	劲仔食品	贤哥
产品图								
售价	18.8元/200g	27.8元/200g	39.9元/300g	27.2元/300g	9.9元/200g	11.8元/200g	9.9元/140g	14.9元/280g
单价/100g	9.4元/100g	13.9元/100g	13.3元/100g	9.1元/100g	5.0元/100g	5.9元/100g	7.1元/100g	5.3元/100g
销量	30w+	12.7w+	20w+	2.5w+	40w+	40w+	11w+	5w+

资料来源: 各品牌天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

注: 统计时间为2024年9月6日, 价格以店铺折扣为准, 不包含平台满减及消费券

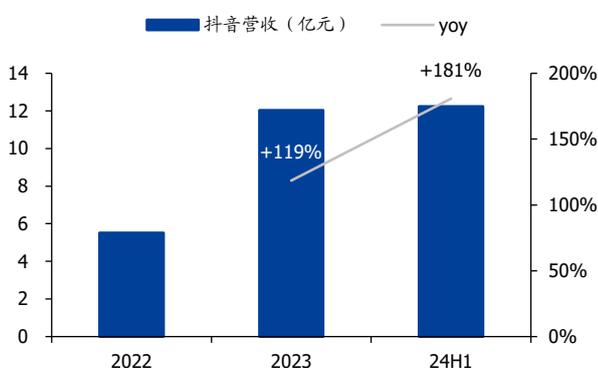
### 3. 渠道：D+N 赋能全渠道，分销开启新征程

围绕“高端性价比”战略，松鼠在渠道端调整为“D+N”全渠道协同体系，以“D”短视频高效传播，赋能“N”货架电商、线下分销、门店等全渠道体系。

#### 3.1 抖音：爆品孵化，赋能全渠道

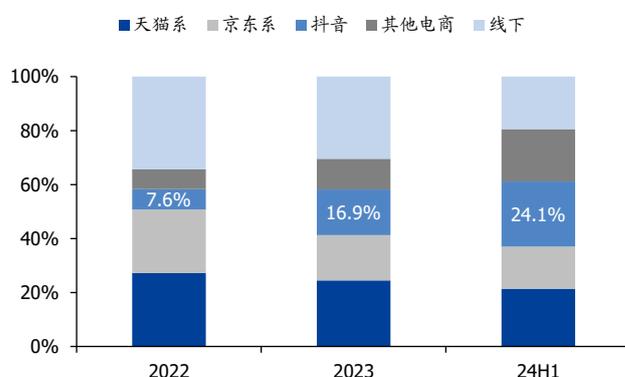
抖音增长势能不减，贡献核心营收增量。2023年三只松鼠在抖音渠道实现营收12.0亿，同比+118.5%，24H1进一步保持高速增长趋势，同比+180.7%至12.2亿，占比提升至24.1%，贡献上半年40%的增量。之所以取得如此亮眼的成绩，与三只松鼠在抖音渠道构建的爆品打造方案密不可分。

图表31：三只松鼠抖音渠道延续高增势能



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表32：三只松鼠抖音渠道占比持续增加



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**打造极致性价比的大单品。**松鼠以“一品一链”重构核心单品供应链路，实现全成本领先后，在抖音打造多款性价比大单品。如19.9元/10包的夏威夷果至2023年12月单品销售额超5000万元，19.9元/63颗的鹤鹑蛋销售额超4000万元。抖音向达人复制转播的品项相比整体上千个SKU不多，但每一个都是极致性价比的大单品。

**发现中小达人的力量。**直播带货的商业模式中，头部主播的消费者粘性非常高，但头部主播的佣金费率较高且对于品牌方的长期赋能有限。而对于广大的中小达人，松鼠具备全国化品牌认知，是赋能的一方，若聚集大量中腰部达人，能够形成强大的带货及品宣力量。因此松鼠2023年大力渗透抖音达人，根据抖音官方数据，年销售超50万的抖音食品达人共1.22万人，三只松鼠渗透了6200余名，覆盖度超50%。

**应用抖音的高效机制。**抖音基于用户兴趣进行推荐，能够高效匹配供需，实现产品的高效反馈。同时在松鼠改革“品销合一”之后，对于市场和产品具备敏锐的洞察力，匹配后端研发生产能够实现高效上新。松鼠将抖音定义为新品的打造阵地，在自有直播间持续测试新品，若具备放量潜力，能够快速复制向其他达人，形成爆品打造势能。

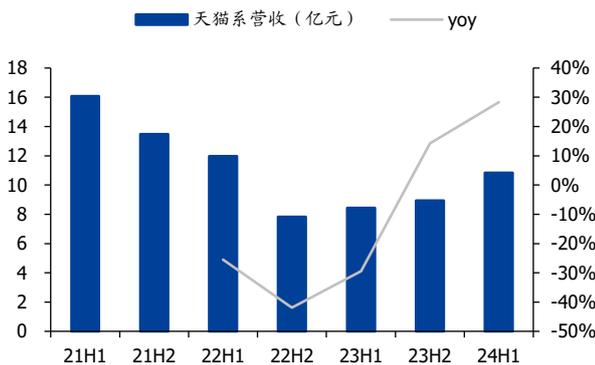
图表33: 三只松鼠抖音爆品打法



资料来源: 三只松鼠 2024 生态大会, 国盛证券研究所

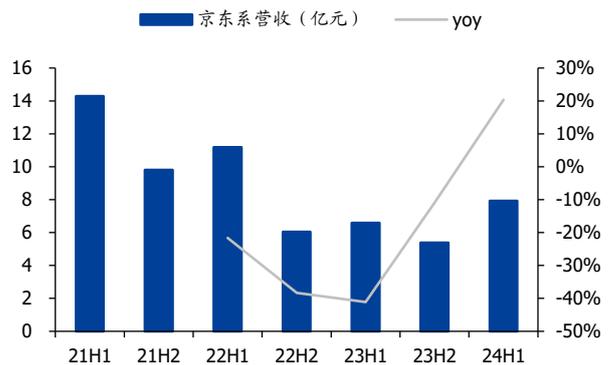
**高端性价比+抖音赋能，带动货架电商恢复双位数正增长。** 抖音作为内容打造平台及产品推新平台，消费者在抖音被种草的产品、接触到的品牌露出、性价比消费认知，可能会在常用的货架电商或线下分销渠道购买，实现抖音的全渠道赋能。在高端性价比及抖音赋能带动下，货架电商在经历连续 2 年持续下滑之后，23H1 降幅收窄并于 6 月恢复正增长，天猫 23H2 回归正增长，24H1 天猫及京东均回归双位数正增长并贡献 30% 增量。24H1 货架电商占比 37.0%，依然是松鼠的核心基本盘，货架电商企稳回升带动整体营收的快速增长。

图表34: 三只松鼠天猫渠道自 23H2 恢复正增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 三只松鼠京东渠道自 24H1 恢复正增长



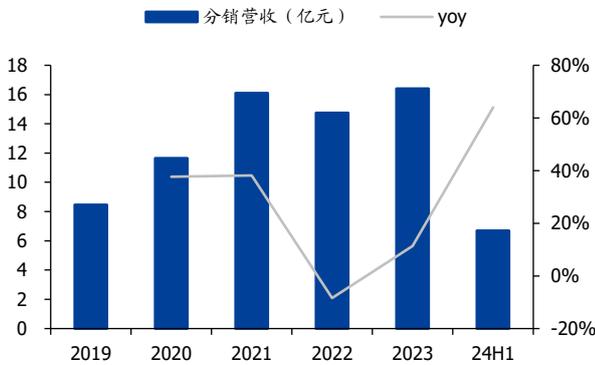
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2 分销：“硬折扣化”重塑分销，迈向线下百亿新征程

发力线下广阔市场，平衡供应链稳定性。当前松鼠线上体系已打磨出成熟的高速增长模式，将下一个成长发力点着眼于线下。一方面根据欧睿数据，2022年休闲食品线下占比80%依然是最核心的市场，另一方面松鼠当前逐步加大供应链布局力度，供应链的效益发挥核心在于高周转，全年维度看高周转则需要供应链在淡旺季间的稳定性。进行线下分销的铺货，有望贡献淡季日销销量，平衡供应链稳定性。

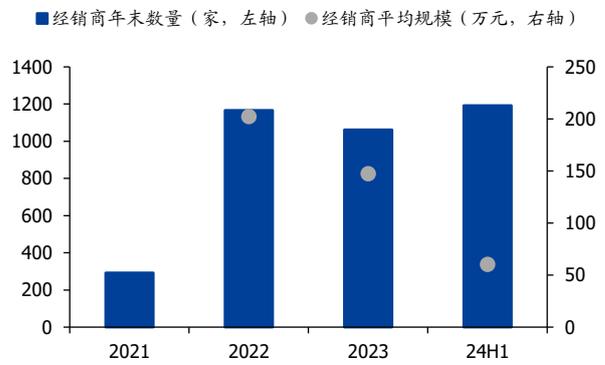
21秋糖开启区域分销拓展，礼赠基础稳固。三只松鼠当前分销业务主要包含区域分销、礼品团购及量贩系统（24H1将社区团购等第三方平台分销划转至综合电商），松鼠自2021年秋糖开始正式布局区域分销，大力招商并拓展线下KA等渠道，当前已具备超1000家经销商基础，2023年分销中67%为礼盒，84%为坚果，在年货节礼赠市场已具备充分市场基础。

图表36: 三只松鼠分销营收



资料来源：公司公告，国盛证券研究所  
注：24H1平台分销由分销划转至综合电商，同口径下分销增速超100%

图表37: 24H1三只松鼠经销商数量扩容



资料来源：公司公告，国盛证券研究所  
注：24H1平台分销由分销划转至综合电商，对分销平均规模形成一定扰动

线下百亿目标，经销商共创大会开启布局。2024年生态大会，三只松鼠正式提出未来三年“百万终端，百亿规模”目标，将达成百万级终端网点覆盖度，百亿规模中区域经销、KA商超、礼品团购分别60、20、20亿目标。其中重点在于常态化日销转型，从单一坚果拓展向全品类，从现代渠道拓展向全渠道布局。2024年8月三只松鼠在全国已举办5场经销商共创会，重构线下分销货品，调整分销渠道运营模式，开启招商并开始新一轮铺货。

图表38: 三只松鼠2024年8月全国5场经销商共创会



资料来源：三只松鼠官方微信公众号，国盛证券研究所

从松鼠新一轮的产品体系来看，以“硬折扣化”模式重构线下分销，且更加关注终端动销提升。

**1) 产品体系：**8月推出105款日销品，覆盖坚果、肉食、烘焙、果干等多品类。新品中部分来自于线上爆品改造的线下适配产品D+N、部分来自于爆品改造的产品B+N，未来还会逐步推进经销商定制产品G+N。

**2) 价格带：**日销货品价格体系主要集中于1-9.9元，其中对于松鼠具备核心优势的坚果品类保持品质及价格竞争力，对于有专家品牌的品类松鼠对标7折价格，对于白牌保持相对性价比及品质优势。礼盒全面覆盖29.9-79.9元价格带，整体价格带下移至百元内契合性价比需求。

**3) 渠道利润：**在松鼠分销利润链条中，首要保证终端盈利能力，终端利润率与同业基本持平以保证终端推力，经销商以规模增长扩大整体利润总额，松鼠自身前期预留5-10%销售费用率，后续将逐步提升自身盈利水平。

**4) 运营模式：**并非以简单压货模式运营，而是以终端动销为导向，借助数字化工具掌控动销，通过数据驱动产品优化、改进或淘汰。过去松鼠核心聚焦年节礼赠，对于终端投放较少，当前与经销商共同投放市场，并兜底售后。此外邀请经销商派驻员工成为松鼠“合伙人”，打造标杆市场及终端。

图表39：三只松鼠以“硬折扣化”模式重新打造分销货品体系



资料来源：新经销，国盛证券研究所

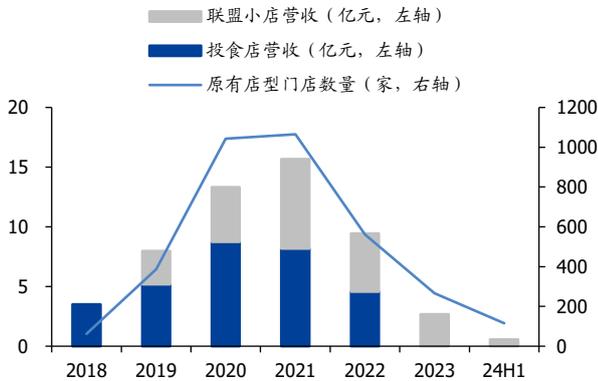
### 3.3 其他渠道：重构门店体系，拓展增量市场

**门店：重构门店体系，以自有品牌打造性价比社区零食店。**三只松鼠自2016年开始直营投食店尝试，2018年开启加盟，至2020年破千店，但由于线下消费场景受限及商圈等租金高昂，在收入及成本两端挤压门店运营模型，松鼠自2022年大幅缩减线下门店数量，并于2023年打造“国民零食店”店型。“国民零食店”参考量贩零食店，以性价比为定价基础，丰富产品体系，贴近社区消费场景。**对比量贩零食店**，“国民零食店”中三只松鼠自有品牌占比70%以上，仅部分水饮及大牌产品来自外部品牌供应，在同样实现性价比的基础上，三只松鼠进一步把控产品品质，并以IP化形象整体打造门店装修、货架陈列、产品包装，店铺形象更加统一，IP形象更符合零食核心客群年轻女生及小朋友的审美。**对比松鼠原有店型**，“国民零食店”产品价格带较明显下降，货品与包装均与线上形成明确区隔，保障线下需求不向线上转移，选址核心聚焦社区，租金成本降低，客流及复购更加稳定。

**持续迭代店型，挖潜空间充足。**2024年5月松鼠发布全新店型，增加现制坚果炒货，产品翻新率达60%以上，并针对不同场景，打造1-3个开间40-150平的社区店、50-100平的购物中心店、15平档口店。同时初始投资大幅优化，0加盟费、0装修利润、0首轮铺货垫资。截至2024年6月末，国民零食店开设209家，开店进度略慢于量贩零食店，主因公司打造自有品牌，核心单品构建自有供应链，相较于量贩直接采购的模式链路更

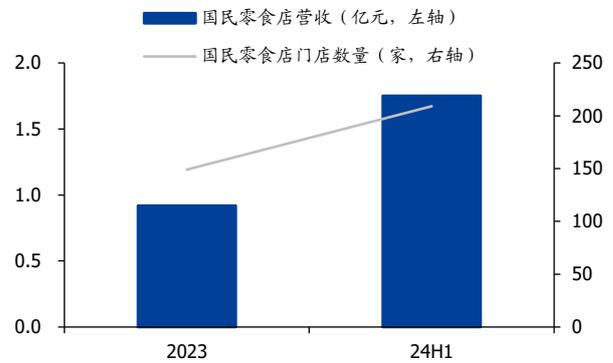
长，且公司对品质严格把关，与白牌的价格体系不能直接对照。但性价比重塑门店运营体系、增加开店补贴、把关产品品质、具备品牌认知，在当前的性价比消费趋势下仍有充足挖潜空间。

图表40: 三只松鼠原有门店进入闭店趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国盛证券研究所

图表41: 三只松鼠正转型“国民零食店”



资料来源: 公司公告、Wind, 国盛证券研究所  
注: 三只松鼠从2023年6月开始打造“国民零食店”

图表42: 三只松鼠国民零食店以IP形象设计装修及包装



资料来源: 微信公众号“三只松鼠国民零食”, 草根调研, 国盛证券研究所  
注: 照片分别为江苏苏州长江壹号店、安徽芜湖中央城店(社区店)、安徽芜湖金鹰店(旗舰店)

**量贩零食店供品: 极致效率, 竞合共赢。**三只松鼠进驻零食很忙等量贩零食店, 正持续扩大门店覆盖度, 预计月销水平也将持续提升。从松鼠的角度而言, 需要触达更多消费者, 向消费者聚集的渠道挖掘增量。从量贩零食店角度而言, 松鼠具备坚果品类心智, 深入上游供应链布局, 成本优势明确。两者合作是渠道演化到当前阶段, 在各自领域做到“极致效率”的龙头企业顶峰相见, 未来对于效率的追求、对于商业模式的优化预计还将继续进行, 而持续挖潜自身势能的公司有望应对市场纷繁变化, 实现穿越周期的成长。2024年10月28日, 子公司拟以不超过2亿元收购“爱零食”的控制权或相关业务及资产, “爱零食”当前在全国已拥有1800家以上量贩零食门店, 预计松鼠收购“爱零食”后将进一步加深在量贩零食店的运营优势, 拓展多元化合作方式。

图表43: 三只松鼠上架零食很忙



资料来源: 小红书“零食很忙”官方账号, 国盛证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

三只松鼠转型“高端性价比”的战略效果正持续兑现，公司在抖音渠道已顺利实现高增，并赋能货架电商恢复双位数增长，线下分销正展开全国化铺市布局，对于未来发展，我们给到如下预期：

**线上渠道：**公司当前聚焦短视频赛道，在抖音已成功建立爆品孵化机制，2023年及24H1分别同比高增118.5%、180.7%，我们认为抖音成长势能有望延续，预计2024-2026年分别同比+100%、+30%、+20%。货架电商在“高端性价比”战略落地、精细化运营推动品类丰富度提升、抖音品宣带动之下，从2023年6月逐步企稳回升，24H1恢复双位数增长，有力贡献增量，当前运营模式跑通，预计未来仍有望延续稳定增长趋势。同时拼多多等电商在“高端性价比”战略引领下有望实现一定增量。预计2024-2026年线上渠道整体分别同比+48.5%、+18.8%、+12.9%。

**线下渠道：**公司线下重心锚定分销渠道拓展，当前已完整梳理首批105款性价比分销单品，并已开展全国化招商布局，预计2025-2026年将进一步释放分销潜力，考虑到2024年平台分销划转至线上渠道带来一定基数扰动，预计2024年分销同比+35%，2025-2026年分别同比+70%、+40%。门店根据公司战略方向，全面优化原有店型，新开店铺转向国民零食店，截至2024年6月末原有店型已优化至116家，国民零食店开店至209家，我们预计原有店型将持续缩减，国民零食店2024-2026年分别扩店至260、320、360家。由此我们预计2024-2026年线下渠道分别同比+37.8%、+57.5%、+34.8%。

整体来看，预计公司2024-2026年分别实现营收103.3、134.3、161.9亿元，分别同比+45.2%、+30.0%、+20.6%。

图表44：三只松鼠核心渠道营收预测（亿元，%）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收	72.9	71.1	103.3	134.3	161.9
yoy	-25.4%	-2.4%	45.2%	30.0%	20.6%
线上渠道	47.9	49.5	73.5	87.3	98.6
yoy	-26.1%	3.4%	48.5%	18.8%	12.9%
抖音	5.5	12.0	24.1	31.3	37.6
yoy	-	118.5%	100.0%	30.0%	20.0%
天猫	19.8	17.4	21.0	23.6	25.7
yoy	-33.0%	-12.2%	21.0%	12.0%	9.0%
京东	17.2	12.0	13.4	14.5	15.3
yoy	-28.4%	-30.5%	12.0%	8.0%	6.0%
其他电商	5.3	8.1	15.0	18.0	20.0
线下渠道	25.0	21.6	29.8	47.0	63.3
yoy	-23.9%	-13.6%	37.8%	57.5%	34.8%
分销	14.7	16.4	22.2	37.7	52.7
yoy	-8.4%	11.3%	35.0%	70.0%	40.0%
零食店	-	0.9	5.1	7.2	8.4
年末门店数量（家）	-	149	260	320	360
原有店型	9.4	2.7	0.8	0.1	0.0
线下其余业务	0.9	1.6	1.8	2.0	2.2

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

**利润端：**公司转型“高端性价比”后，整体转向更低毛利更低费投的运营模式。2023年“高端性价比”落地第一年毛利率同比缩减3.4pct，伴随生产端布局及规模效应释放，2024年前三季度毛利率同比+0.7pct，供应链效率效果正逐步兑现，预计2024-2026年供应链提效仍能支撑公司保持24%左右毛利率，其中线上渠道由于抖音占比提升毛利率略微下降，线下渠道在分销业务带动下毛利率持续提升。销售费用方面，在转向性价比及品类精细化运营后，由实际动销牵引增长，降低流量费用投放，带动2023年销售费用率同比-3.6pct，2024年伴随线下分销渠道的开拓，预计短期仍将略微增加一定费用投放，未来有望以规模效应带动销售费用率下行。管理费用方面，在公司转向“品销合一”、提升全链路效率之后，管理费用率得以显著降低，预计未来仍能兑现到管理费用率的下降。由此我们预计2024-2026年公司分别实现归母净利润4.2、5.7、7.1亿元，分别同比+89.3%、+36.6%、+25.4%。

图表45：三只松鼠盈利预期（亿元，%）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	72.9	71.1	103.3	134.3	161.9
yoy	-25.4%	-2.4%	45.2%	30.0%	20.6%
归母净利润（亿元）	1.3	2.2	4.2	5.7	7.1
yoy	-68.5%	69.9%	89.3%	36.6%	25.4%
毛利率	26.7%	23.3%	24.6%	24.0%	23.9%
线上渠道	27.5%	24.5%	25.8%	25.1%	24.7%
线下渠道	25.3%	20.7%	21.6%	22.0%	22.8%
销售费用率	21.0%	17.4%	18.2%	17.4%	17.3%
管理费用率	3.9%	3.2%	2.4%	2.4%	2.1%
净利率	1.8%	3.1%	4.0%	4.2%	4.4%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

纵向来看，三只松鼠自2020年经历线上线下双重承压阶段后，股价经历长期下滑，仅21Q1利润如期释放催化股价向上。2023年公司转向“高端性价比”战略，经历供应链的调整、抖音运营方式打磨、品类精细化运营恢复上新，营收逐季企稳回升，24Q1叠加春节错期，实现营收爆发式增长，催化股价独立行情。24Q2进入淡季，以及面对分销拓展的不确定性，股价回落至24Q1上涨前的水平。9月末政策催化，板块整体估值快速修复，后续有望进入精选个股阶段，松鼠已经顺利跑出新的运营模式，营收利润均在成长快车道上，基本面向好，有望支撑长期相对优势。

图表46：三只松鼠估值变动



资料来源：Wind，国盛证券研究所

横向来看,对比同业产品渠道共同驱动高成长的公司,三只松鼠当前 26X 估值水平略高,但松鼠当前正处于成长转折前期阶段,成长速度更快。当前抖音高增、货架电商恢复双位数增长有力带动线上渠道向好发展,线下分销正大力布局,有望释放未来成长潜力。同时公司在供应链各环节提质增效,2023、24Q3 净利率持续提升已印证战略成效,预计未来净利率将保持提升趋势,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表47: 三只松鼠与同业公司估值对比

	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)					PE		
		2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	2024E	2025E	2026E
盐津铺子	138.0	5.1	6.5	8.3	10.3	26.8%	21.1	16.6	13.4
劲仔食品	55.2	2.1	3.1	3.8	4.5	28.9%	17.9	14.6	12.3
卫龙美味	67.8	3.3	4.0	4.8	5.6	19.5%	17.1	14.2	12.1
甘源食品	173.5	8.8	11.4	13.3	15.4	20.6%	15.2	13.0	11.2
行业平均						23.1%	17.8	14.6	12.2
三只松鼠	107.1	2.2	4.2	5.7	7.1	48.0%	25.7	18.8	15.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

注: 三只松鼠、劲仔食品业绩预期来自国盛证券, 盐津铺子、甘源食品、卫龙美味来自于 Wind 一致预期, PE 根据 2024 年 11 月 6 日收盘价计算

## 风险提示

**线下分销开拓不及预期:** 公司当前正大力拓展线下分销渠道布局,过去公司在日销板块运营经验相对缺乏,若分销招商不及预期或运营模式未梳理清晰,将影响公司线下渠道拓展。

**线上竞争加剧:** 公司率先完成供应链变革,并以“高端性价比”战略驱动成长,若未来各品牌线上竞争加剧,公司的成长性将会受到一定挑战。

**食品安全问题:** 休闲食品加工链条相对较长,且部分零食类存在非标加工环节,公司当前零食类依然以代工为主,若品质把关不严格,出现食品安全问题,将对公司品牌形象造成负面影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com