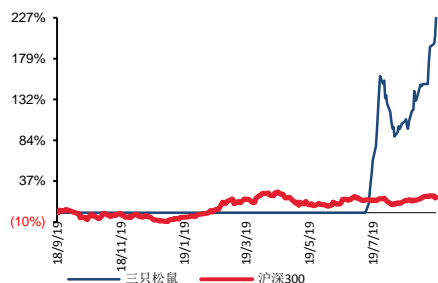


日常消费 食品与主要用品零售 II

三只松鼠跟踪报告：一只百亿，最贵的松鼠

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	401/41
总市值/流通(百万元)	27,717/2,834
12个月最高/最低(元)	69.12/21.14

相关研究报告：

三只松鼠(300783)《三只松鼠中报点评：淡季不淡逆势发力，静待未来利润花开》—2019/09/01

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师助理：李鑫鑫

电话：13246620312

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

历史机遇成就线上零食第一品牌，建议以零售思维看松鼠

紧抓风口+特色突出+资本助力，成就线上休闲零食第一品牌。三只松鼠成立于2012年，最初以高毛利坚果零食起家，经过6年时间的发展，公司已成长为线上休闲零食第一品牌，年销售额超过70亿元。三只松鼠的成功离不开2012年以来电商渠道的快速崛起，其凭借差异化的品牌形象和贴心的用户体验，迅速占领消费者心智，加之资本助力，快速提高公司市占率，迅速成长为线上休闲零食第一品牌。

休闲零食适合零售模式、线上销售。1) 零售商占优：休闲零食品类分散、上游制造商门槛低，在模式上零售商具有比较优势，零售商可通过组织上游生产提高效率降低成本、组织下游销售提升消费者客户体验、通过信息系统加强对各个环节的控制管理。2) 线上主导：休闲零食具有可延迟消费、类标品属性，更适合线上主导销售，同时线下门店零售也可满足部分冲动性消费需求。因此B2C电商零售主导，结合线下的模式为其渠道的最优解。

零食电商，战国之初，修炼迎决战。1) 发展阶段：休闲零食电商已建立起可复制的商业模式，行业已从导入步入成长。行业增速已由高速迈入中高速，优势企业差距不大但差距正逐渐拉开，行业现阶段正从春秋步入战国，大概处于春秋之末战国之初。2) 行业格局：三只松鼠、百草味、良品铺子三强格局已形成，但三家发展各具特色。其中三只松鼠IP运作能力强，公司品牌力突出。良品铺子渠道“双线开花”，渠道力突出。百草味实行超级大单品战略，线上爆品打造能力突出。3) 未来发展：行业公司中短期是线上存量之份额保卫战，中长期是线下增量之拥抱新零售。

建议以零售思维看松鼠。我们将三只松鼠/百草味/良品铺子/来伊份等企业称之为品牌零售商，研究存一定跨界(食品&零售)。实质上是轻资产高周转，类优衣库模式，在产业链中同时承担品牌商和零售商两大角色。我们认为休闲零食品牌零售商企业长期比拼的是下游产品/营销创新能力和全程的供应链管理能力和能力。我们建议以零售角度来看三只松鼠，估值体系可以更加关注收入，可以用PS进行估值。

线上：线上渗透仍有空间，淡季不淡逆势发力

行业线上渗透仍有空间，未来深度挖掘流量红利。根据中商产业研究院数据，休闲零食市场规模 2018 年突破 1 万亿，增速保持在 3-5% 左右。由于高冲动、非目的性消费的特征，休闲零食目前线上人群渗透率约为 19%，远低于护肤品（35%）、化妆品（27%）、婴儿奶粉（22%）等快消品。三只松鼠在天猫和京东的渗透率为 11.87% 和 5.57%，仍有很大提升空间。未来公司将继续深度挖掘线上流量红利，不断提升渗透率。

行业淡旺季明显，今年销售淡季不淡。休闲零食季节性明显，Q1、Q4 为销售旺季，销售收入占比 70% 左右，一方面是气温较低需求较高，二是元旦、春节等传统节日送礼需求旺盛，三是电商销售模式影响，双十一、双十二、年终大促、腊八年货节也有很大的带货效应。Q2、Q3 为传统的淡季，今年出现淡季不淡的情况，主要与去年战略调整基数较小、上市大促、淘宝政策倾斜等有关。

七八月份线上销售火爆，三季度收入高增确定性强。淘数据显示，2019 年 7、8 月份线上休闲零食销售 46.40 亿、59.21 亿元，分别同比增长 35.04%、34.83%，去年同期增速为 -1.20%、15.03%，行业销售出现淡季不淡的情况。其中三只松鼠线上销售 7.92 亿、7.33 亿元分别同比增长 91.64%、66.46%，去年同期增速分别为 24.46%、35.42%，增速大幅提升。站在现在时点来看，行业公司三季度收入高增确定性强。

线下：齐步推进直营和加盟，战略利用新渠道

线下市场空间巨大，目前尚无全国大品牌。在今天中国供需关系转变过程中，线下巨大的市场会诞生类似“中国的雀巢”的机会，未来没有所谓的区域品牌的概念。目前来看，休闲零食线上占比 10%，线下占比 90%，巨大市场仍在线下。

齐步推进大店小店，门店模型尚不成熟。三只松鼠线下包括三只松鼠投食店、松鼠小店、零售通等分销渠道和团购渠道。由于零售通物流成本和配送网络要求较高，并存在一定委托代理问题，公司暂不做线下重点，战略上注重投食店和松鼠小店，其中投食店定位于品牌宣传，小店定位于更多触达消费者，大店+小店共享可以实现供应链的共享。大店 2016 年 9 月开出第一家，中间一年时间在整顿调整，小店 2018 年 9 月开出第一家，目前两种门店模型均尚不成熟，有待观察。

未来重市占率轻利润，静待未来利润花开

(1) 收入端来说，未来三年三只松鼠仍以市占率为首要目标，不断提高渗透率，基于对休闲零食行业未来趋势的分析和判断，我们认为其销售额仍能保持 20%+ 的增速。同时线下注重投食店和松鼠小店，线下将对收入有一定贡献，但占比不大，对增速贡献有限。

(2) 利润端来说，休闲零食同质化较严重，品类较多，我们预计未来毛利率提升较慢，公司主要通过打造爆品的方式，制造成本端规模优势，后低价促销用来引流，毛利率维持稳定，销售费用率缓慢降低。我们预计未来公司净利率缓慢提升，周转率缓慢提升，二者共同带动 ROE 提升。

盈利预测与评级：维持公司“买入”评级

线上渗透仍有空间，线下齐步推进直营和加盟，未来 3 年公司以市占率为首要目标，我们预计收入端仍能保持 20%+ 的增速，预期未来毛利率稳定，净利率、周转率带动 ROE 缓慢提升，我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 95 亿、123 亿、154 亿。我们按照 2020 年 3 倍 PS 估值，一年内目标价 90 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；公司业绩季节波动性风险；渠道铺设不及预期。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7001	9452	12287	15359
增长率 (%)	26%	35%	30%	25%
净利润(百万元)	304	365	447	550
增长率 (%)	1%	20%	22%	23%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.91	1.11	1.37
ROE	27%	28%	29%	31%

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。