

三只松鼠 (300783)

证券研究报告
2019年07月15日

攻“坚”之战成就零食帝国

A 股休闲食品零售行业先行者。三只松鼠成立于 2012 年，是行业领先的以休闲食品为主要产品的品牌电商，覆盖坚果、干果、果干、花茶以及零食等主要休闲食品品类，通过多渠道销售模式，成功为消费者打造了一站式休闲食品购买体验。销售环节：覆盖天猫商城、京东、1 号店等主流第三方电商平台及公司自营手机 APP、大客户团购、线下体验店等多元化渠道，实现了全国市场覆盖。财务数据：公司 2018 年营收 70.01 亿，+26.05%yoy；归母净利 3.04 亿，0.61%yoy，营收稳步增长，归母净利略有上升。

休闲食品供给与需求稳定发展。供给侧农产品原料供给稳定，休闲食品供给结构不断升级，为休闲食品行业提供了稳定的原料资源。需求侧国民经济发展和居民消费水平提高，以及电子商务及配套产业发展，促使休闲食品行业蓬勃发展。受到健康饮食消费习惯变化的驱动，坚果、零食等休闲食品细分品类增长迅速，有巨大的市场潜力。休闲食品市场参与者众多，市场集中度不断提高，公司品牌知名度较高，产品品类多元，另有多元化渠道覆盖全国市场作为加持，共同保障公司营收规模。

长期增长动力：产品与渠道双轮驱动。①及时跟踪消费者需求变化，两方面着手扩充产品线：从现有产品中挑选拟合消费者需求的产品+积极开展新品研发工作；②多元化渠道发力，积极拥抱电子商务热门趋势。

首次覆盖，给予“买入评级”。公司作为全国知名的休闲食品品牌电商，渠道布局全面，线上+线下有机结合，在行业内处于先行者和领导者地位；产品品类丰富，覆盖坚果、干果、果干、花茶以及零食等休闲食品品类，能为消费者提供一站式购买体验。预计公司 19-21 年净利润分别为 3.94/5.14/6.65 亿元。按照行业平均估值，给予公司 19 年 28x，对应目标价 27.49 元。

风险提示：线上平台流量成本提升，线下开店不及预期。

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	21.14 元
目标价格	27.49 元

基本数据

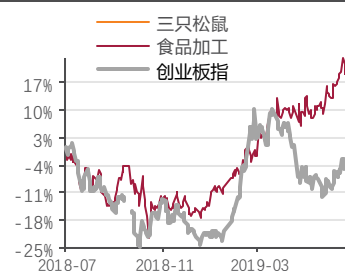
A 股总股本(百万股)	401.00
流通 A 股股本(百万股)	41.00
A 股总市值(百万元)	8,477.14
流通 A 股市值(百万元)	866.74
每股净资产(元)	3.78
资产负债率(%)	45.68
一年内最高/最低(元)	21.14/17.62

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554.19	7,001.17	8,785.19	11,026.55	13,812.33
增长率(%)	25.58	26.05	25.48	25.51	25.26
EBITDA(百万元)	423.44	403.65	542.12	699.50	897.58
净利润(百万元)	302.02	303.86	393.71	513.92	665.40
增长率(%)	27.70	0.61	29.57	30.53	29.47
EPS(元/股)	0.75	0.76	0.98	1.28	1.66
市盈率(P/E)	27.27	27.11	20.92	16.03	12.38
市净率(P/B)	10.19	7.41	5.33	4.00	3.02
市销率(P/S)	1.48	1.18	0.94	0.75	0.60
EV/EBITDA	0.00	0.00	14.85	9.27	7.72

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 全品类休闲食品领先品牌，重度垂直经营模式保障效率&质量	3
1.1. 依托坚果领域知名度，成功切入全品类运营	4
1.2. 重度垂直的经营模式，效率&质量双保障	6
2. 全渠道一体化，电商渠道优势显著	8
2.1. 多元销售渠道并举，电商渠道主力凸显	8
2.2. 电商渠道日益主流化，消费需求多元个性化	10
2.3. 营收规模位居同类品牌电商第一	11
3. 盈利增长稳健，费用管控合理	11
4. 募投项目分析：加强营销网络建设，全方位掌控市场需求	15
5. 盈利预测和估值评级	15

图表目录

图 1：三只松鼠发展历程	3
图 2：公司股权结构图	4
图 3：公司动漫形象	4
图 4：公司产品矩阵	5
图 5：2016-2018 各品类占主营业务收入比重（亿元）	6
图 6：2016-2018 坚果类各产品占销售收入比重（%）	6
图 7：公司成熟的新品开发流程	6
图 8：公司仓储配送示意图	7
图 9：公司城市仓分布及货物流转示意图	7
图 10：公司全过程质量管理保证产品品质和服务品质	8
图 11：公司销售模式	9
图 12：2016-2018 主要电商渠道销售收入比重（%）	10
图 13：2016-2018 线上线下渠道收入比重（%）	12
图 14：2016-2018 主要合作平台营业收入比重（%）	12
图 15：2018 主要地区销售收入比重（%）	13
图 16：2016-2018 公司坚果产品第一季度第四季度总营业收入比重（%）	13
图 17：2016-2018 毛利率&净利率（%）	14
图 18：2016-2018 销售费用率&管理费用率&财务费用率（%）	14
图 19：2016-2018 公司存货周转率（次）	14
表 1：与第三方平台的销售合作模式	9
表 2：募投项目包括全渠道营销网络建设、供应链体系升级、物流及分装体系升级 单位：万元	15
表 3：公司盈利预测（单位：万元）	15
表 4：可比公司估值表	16

1. 全品类休闲食品领先品牌，重度垂直经营模式保障效率&质量

公司成立于 2012 年，为国内领先的休闲食品品牌电商之一，致力于为客户和广大消费者提供坚果、干果、果干、花茶以及零食等休闲食品和一站式的购买体验。多年来，公司秉持“以客户为主人”的企业价值观，在行业内树立了良好的品牌形象，核心品牌“三只松鼠”及三个松鼠形象在消费者群体中享有较高的知名度。

图 1：三只松鼠发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

章燎源为三只松鼠股份有限公司的主要控股人，持股比例为 44.52%。三只松鼠股份有限公司持有 58.33%的松鼠小贱，100%持有松鼠小美，中创检测，云商营销，无为有限和松鼠南京，持有 20%的松鼠云詹氏。其中云商营销下设 56 家分公司

图 2：公司股权结构图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.1. 依托坚果领域知名度，成功切入全品类运营

公司成立之初主要为消费者提供代表健康生活方式的坚果产品，凭借对消费者需求的准确把握以及优质的产品和服务，迅速成为互联网坚果零售领域的代表性品牌之一。公司坚持IP化和人格化的品牌策略，并通过全方位的品牌塑造措施丰富品牌内涵，提高品牌知名度。公司以动漫化的“三只松鼠”作为品牌形象，在外观设计方面具有很高的品牌辨识度，给消费者留下积极、健康、快乐的直观印象，迅速获得了消费者青睐。同时，公司对品牌形象赋予丰富人格，三只松鼠动漫角色“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”均被赋予了鲜明的性格特征，使品牌整体传递的信息更加丰满。

图 3：公司动漫形象

平面动漫形象	3D 动漫形象	动画	绘本	周边产品

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司基于自身在坚果领域的品牌影响力和运营经验，迅速拓展至全品类休闲食品，成为互联网休闲食品零售的旗舰品牌。公司不断完善其他品类，巩固在休闲食品电商领域的领先优势。目前，公司已形成了包括坚果、干果、果干、花茶、零食等多品类休闲食品的产品组合。在坚果产品方面，公司推出的自有品牌碧根果、夏威夷果、山核桃等是消费者首选之一；在干果、果干及花茶产品方面，公司推出超过 30 款果干产品及菊花茶、大麦茶等茶叶冲饮产品；2014 年公司增加了零食品类，零食组合包括食品、糕点、烘焙类，取得了良好的业绩表现。截止 2019 年 06 月 03 日，公司自有品牌产品的单品数量已超过 500 款。根据天猫商城统计数据显示，公司 2016 年、2017 年及 2018 年在天猫商城渠道的成交额均位列“零食/坚果/特产”品类成交额的第一位。

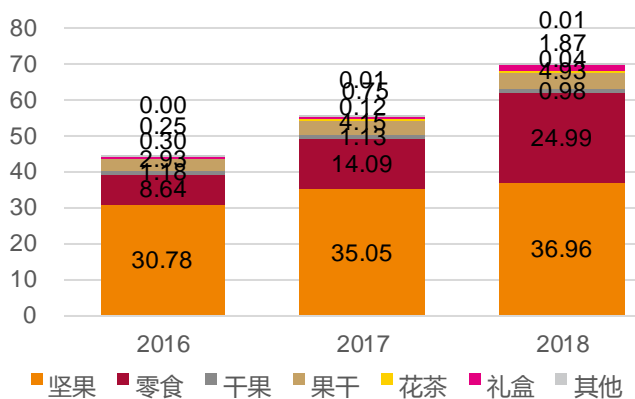
图 4：公司产品矩阵

品类	产品	产品图
坚果	葵花籽、花生、核桃、腰果、杏仁	
干果	葡萄干和红枣产品	
果干	各类新鲜水果果干	
花茶	传统炒制茶叶以及菊花茶、大麦茶和柠檬片	
零食	肉类即食制品、糕点、其他	
礼盒	坚果、果干、干果等产品进行组合	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

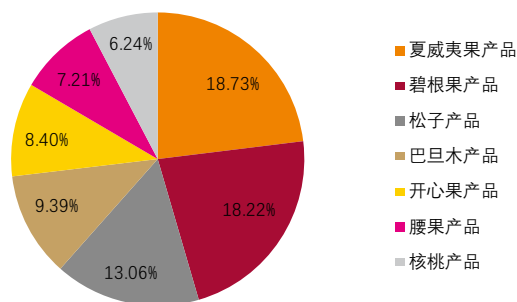
公司坚果品类产品销售收入占主营业务收入比重从 2015 年度的 80.29% 逐年下降至 2018 年的 52.80%，零食产品销售收入占比则显著提高，从 2016 年度的 19.54% 提升至 2018 年的 35.69%，公司产品组合愈加多元化。

图 5：2016-2018 各品类占主营业务收入比重（亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 6：2016-2018 坚果类各产品占销售收入比重（%）



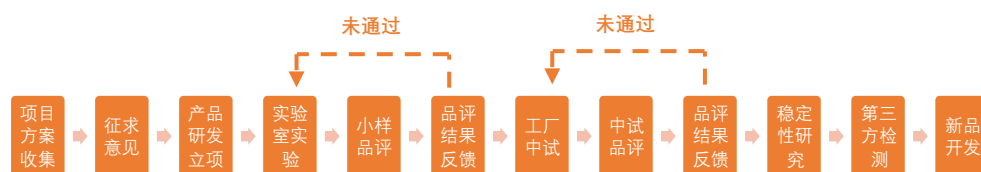
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 重度垂直的经营模式，效率&质量双保障

公司构建了重度垂直的经营模式，深度参与到从原材料采购到终端配送的多个环节，包括建立了较为完善的信息化系统对产业链上下游进行追溯管理、设立食品安全及研发研究院加大休闲食品研发投入、设立专业食品检测子公司保障食品质量等，以加强后端建设，保障公司产品品质及运营效率，巩固公司在休闲食品领域的核心竞争力。

- ① **产品研发**：公司新品开发流程成熟，推陈出新不断获消费者喜爱。公司制定了成熟的新品开发流程，从开发立项、实验室试制、内部测试、市场投放等各个阶段提升产品开发效率和产出质量。公司基于对消费者反馈及休闲食品市场发展态势的分析，积极探索产品品类、工艺及口味特点，不断推陈出新。公司新推出“新疆正品”系列干果、“超级水果干”多款创新产品，上市后即获得了消费者的喜爱。

图 7：公司成熟的新品开发流程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

- ② **采购**：公司根据不同类别产品的特性确定采购对象，并通过成熟的供应商管理机制及严格的质量控制体系确保供应的稳定性及采购产品的品质。公司主要与行业领先的优质供应商建立长期合作关系，并和众多农产品种植或供应方建立起直接沟通渠道，公司供应商数量由 2016 年的 300 家上升至 420 家，便于更充分地实现对原材料质量及采购价格的把控，为公司的规模化采购奠定了良好基础。1) 由于坚果、干果及果干等产品需要炒制、冻干等中间加工工艺，公司一般会与经公司认证的供应商进行合作，由该等厂商收购标准化原材料，按公司要求进行中间工艺的生产加工，最后交由公司进行严格的质量检测、产品筛选及分装；2) 对于零食类产品，公司则会委托实力较强

且具备食品质量安全严格把控意识的认证加工厂商进行生产，并就相应的原辅料、包装材料、配方及生产工艺等与该等供应商进行事先确认，以确保产品符合公司的各项要求。同时，公司对认证加工厂商的生产流程和原、辅料采购环节进行监督，这一方面使得公司对产品品质具备更好的把控能力，另一方面也使得公司更清晰地掌握产品的生产成本构成，从而能够更有效地确定产品定价以及成本改善机制。

- ③ **仓储物流**：在完成采购、质检及分装环节后，公司通过自有仓储体系、第三方仓配合作及合作伙伴提供的物流服务，将产品送达至消费者手中，以保障公司对于全国范围内产品配送的快速响应能力和服务水平，提升发货、配送时效，改善消费者购物体验。公司的采购及生产部门首先调拨至芜湖总配送中心，物流部门根据货品调拨计划将产品从总配送中心调拨运输至城市仓、第三方仓配合作伙伴仓库或其他区域配送中心，再由区域配送中心将产品二次调拨至其所覆盖区域的城市分仓或第三方仓配合作伙伴仓库，各城市分仓及第三方仓配合作伙伴负责进行后续的分拣、打包及配送。

图 8：公司仓储配送示意图



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

截至 2018 年 12 月 31 日，公司已在芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州通过自有或租赁方式设有 9 个配送中心或城市仓，在芜湖、天津、成都、广州、武汉、郑州、嘉兴、金华、上海、沈阳、西安等地通过与第三方仓配服务商合作建立 16 个合作仓，并通过公司的物流合作伙伴，实现了全国市场覆盖。除常设仓库外，公司还通过短期租赁或与第三方仓储服务商合作等方式，缓解公司于销售旺季的货品储备压力。公司通过销售、采购、生产、物流等各个环节的联动，减少货品流转周期，提高仓储使用率及物流时效。

图 9：公司城市仓分布及货物流转示意图

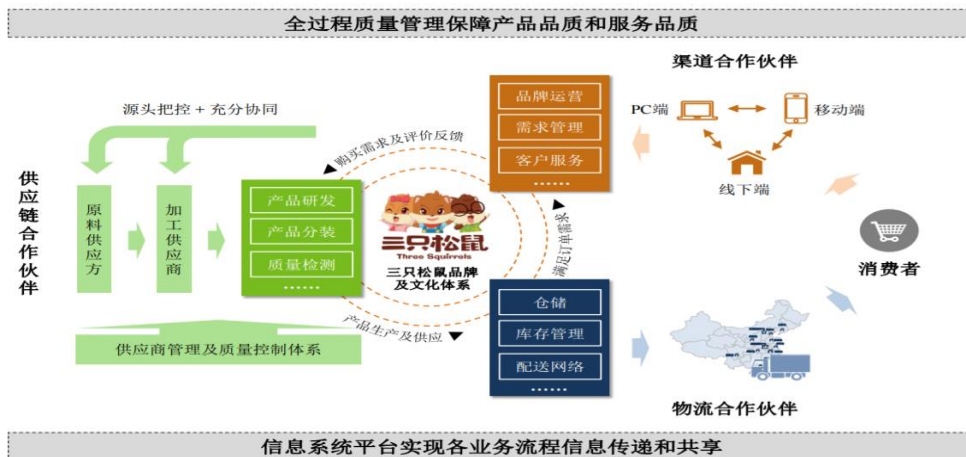


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

和传统的线上零售形式不同，三只松鼠致力于构建重度垂直的业务模式，深度参与到从原材料采购到终端配送的整个业务流程，以充分保障公司产品品质。公司通过全过程质量管理体系保障产品品质和服务品质，并借助信息系统平台推动整个业务流程的信息流通和高效运营。

此外，公司于 2014 年 5 月成立了质量检测子公司，专门从事食品质量安全检测工作。公司还设置了产品经理管理制度，降低产品质量风险，接收消费者反馈与改进意见以不断优化现有的产品。

图 10：公司全过程质量管理保证产品品质和服务品质



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

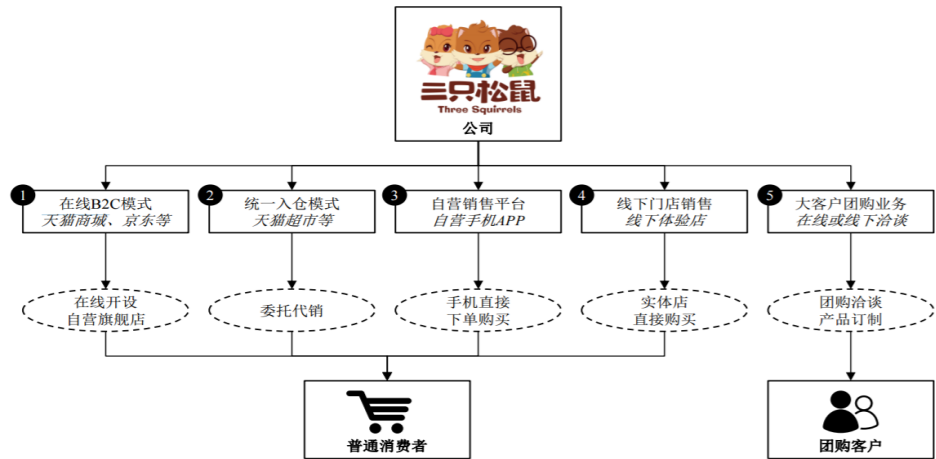
2. 全渠道一体化，电商渠道优势显著

2.1. 多元销售渠道并举，电商渠道主力凸显

公司建立了以线上渠道为核心、团购及线下等渠道为补充的销售模式，有效减少商品的中间流通环节。公司构建了包括天猫商城、京东、天猫超市、自营手机 APP、线下体验店、团购在内的全渠道销售网络体系，产品销售覆盖全国市场。公司销售模式具体分为五种，分别是在线 B2C 模式、统一入仓模式、自营销售平台、线下门店销售、大客户团购业务，其中前四种面向的是普通消费者，最后一种面向的是团购客户。

在“双十一”购物节当天，三只松鼠在天猫商城的当日交易额从 2013 年 11 月 11 日的 0.36 亿元迅速增长至 2018 年 11 月 11 日的 4.51 亿元，年均复合增长率达 65.80%。根据天猫商城及生意参谋数据统计，公司天猫商城渠道 2018 年的年独立访客数超过 4.0 亿人。

图 11：公司销售模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司主要通过第三方在线平台开展 B2C 模式的产品销售，并实现了对天猫商城、京东、苏宁易购、当当网、拼多多等主流平台的覆盖。公司主要通过入驻开设自营品牌旗舰店的模式与第三方平台进行合作，第三方将负责在线商城基础设施的运营及用户推广，公司则能够专注于为消费者提供更具有针对性的产品和服务。相相比于传统线下零售渠道，公司的在线自营销售模式能够有效减少中间交易环节，优化终端商品零售价格，而且能够基于信息技术优势，实现对消费者更为精准的营销推广。

公司和第三方平台的合作除了 B2C 模式外，还包括以统一入仓模式开展产品销售。在统一入仓模式下，公司将货品直接递交给合作平台，委托合作平台向终端消费者进行销售、发货及收款工作，公司与天猫超市和京东自营的合作是统一入仓模式。

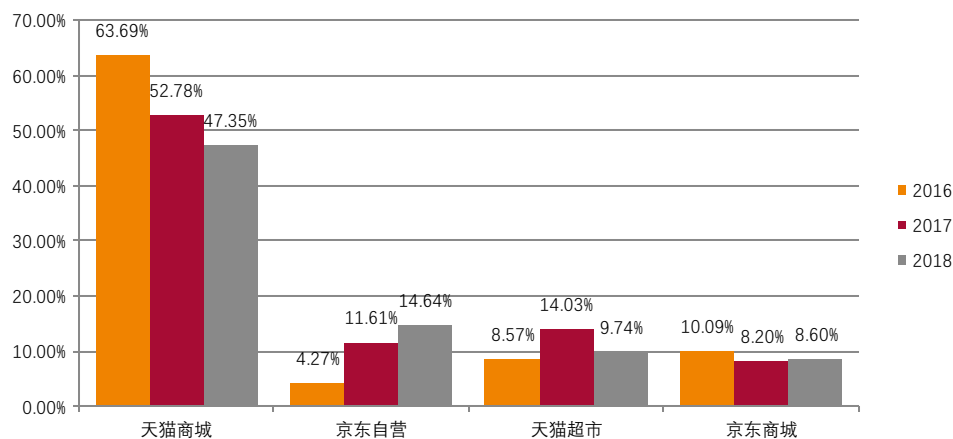
表 1：与第三方平台的销售合作模式

平台	开始合作时间	主要合作模式
天猫商城	2012 年 6 月	公司自营模式
天猫超市	2015 年 6 月	统一入仓模式
京东	2012 年 12 月	公司自营模式
京东自营	2016 年 3 月	统一入仓模式
唯品会	2013 年 12 月	公司自营模式、统一入仓模式
苏宁	2014 年 2 月	公司自营模式
当当	2013 年 9 月	公司自营模式
拼多多	2017 年 12 月	公司自营模式

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

天猫商城是 2016-2018 年公司的主要电商销售渠道，2016 年、2017 年以及 2018 年营业收入的占比分别达到 63.69%、52.78%以及 47.35%，随着公司规模扩张，其他销售渠道的占比也呈现上升趋势，日益多元化的渠道有助于更大程度地覆盖购物人群。

图 12：2016-2018 主要电商渠道销售收入比重（%）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

除了在线 B2C 模式与统一入仓模式外，公司还通过自营销售平台，线下门店销售与大客户团购的模式积极开展销售业务：1) 自营销售平台方面，公司于 2015 年推出自营手机 APP 平台，力求打造一个操作便利、品类丰富的移动互联网休闲食品购买平台，截止 2019 年 06 月 03 日，该 APP 平台最高月销售流水已突破 1600 万元人民币；2) 公司致力于打造线上线下一体化的经营模式，截止 2018 年 12 月 31 日，公司在安徽省、江苏省、浙江省、山东省等省或直辖市共计开设了 53 家线下体验店，通过精心搭建的购物场景与品牌活动的宣传，提升了消费者对品牌的感知度，也进一步拓宽了公司的销售渠道；3) 公司还开设了大客户团购的渠道以处理大批量采购或定制采购需求，2018 年，公司通过该渠道实现的收入高达 3.26 亿元。公司除了上述提到的五种主要销售模式以外，还通过零售通平台、云集平台、环球捕手、松鼠联盟小店等业务模式，积极扩展销售渠道。

2.2. 电商渠道日益主流化，消费需求多元个性化

供给侧：农产品原料供给充足，为休闲食品零售行业发展奠定基础。农产品是休闲食品的主要原料来源，休闲食品的上游主要是农产品原料供应商和生产加工商等。休闲食品供给侧正逐步改革，休闲食品零售企业设有高效的供应链以保证产品的质量，实现农产品的有效供给。

需求侧：政策拉动内需促进消费水平提升，电子商务及配套产业发展助力消费需求增长。近年来我国不断出台各项政策拉动内需，促进居民消费水平提升，并支持电子商务及配套产业的发展，这有利于行业下游消费者需求的健康可持续增长。我国休闲食品行业市场前景广阔，根据中国食品工业协会预计，2015-2019 年，我国休闲食品行业将继续保持较高速增长，年均复合增长率超过 17%，行业产值预计到 2019 年将达到约 2 万亿元。艾瑞咨询预计网络购物市场到 2020 年将占社会消费品零售总额的比例将达到 21.9%，其中食品饮料细分市场会更多向电商渠道渗透，二三线城市及农村市场仍有显著的发展空间。

电商渠道逐渐成为渠道发展的重点，线上线下结合的销售模式已成趋势。传统商超、专卖店的零售渠道格局面临重要改变，随着新一代消费人群消费需求转变以及电商行业物流基础设施的不断完善，食品行业与电商模式的融合不断深入，休闲食品电商渠道占比快速提升，消费者在线消费习惯逐步养成。休闲食品因其用户粘性高、便于配送和分享的特点预计会将电商渠道作为渠道着力发展的重点，线上线下相融合的销售模式得到广泛关注。

消费需求多元化发展，产品服务质量成为关键因素。伴随居民可支配收入增长和消费升级趋势，消费者对休闲食品的品质和品味的重视程度日益提升，消费者逐渐从单纯追求口感逐步向多元化和个性化方向发展，市场也在不断细分。代餐型消费成为了白领人群休闲食品消费的常态，同时，随着消费者健康饮食观念的增强，富含人体所需营养元素的坚果食品越来越受到消费者的喜爱。对重视健康饮食的休闲食品消费者来说，食品安全和食品品

质及服务成为消费决策的重要衡量因素。在休闲食品日益电商化的趋势下，网络购物中消费者的评价是其他消费者重要的决策依据之一。根据 CNNIC 数据显示，网络口碑是影响网购消费者决策的重要因素，占统计样本的 77.5%。

2.3. 营收规模位居同类品牌电商第一

休闲食品销售行业竞争激烈，公司营收规模稳居市场第一。根据前瞻产业研究院数据，截止至 2017 年休闲食品行业企业数量达到 2771 家，同比增长 4.42%。三只松鼠 2016-2018 连续三年均位居天猫商城“零食/坚果/特产”主营类目成交额的第一位。公司主要竞争对手包括两类，一类以线下渠道为主的企业，如洽洽食品、来伊份等；另一类为线上零售企业，如中粮我买网以及百草味等。公司 2016-2018 营业收入在行业内位居前列，2018 实现营收 70.01 亿元，位居第二的良品铺子实现营收 60.71 亿元。2016-2018 年公司营收增速在行业中位于前列，2018 年实现营收增速 26.05%，相比 2017 年 25.58% 有所上升，并且超过行业均值水平，发展势头良好。

从销售模式上看，三只松鼠采用在线 B2C 模式，统一入仓模式，自营销售平台，线下门店销售，大客户团购业务等线上线下渠道并行的销售模式；洽洽食品是以经销、KA 卖场等线下渠道为主的业务模式；好想你是线上和线下（专卖店、商超）结合；桂发祥是以线下直营模式为主；盐津铺子是以线下直营商超为主，辅以加盟模式；来伊份是以加盟店的线下销售模式为主；良品铺子是线上线下均有布局。

从产品品类上看，三只松鼠的产品组合包括坚果、干果、果干、花茶、零食和礼盒；良品铺子则包括坚果炒货、肉类零食、糖果糕点、果干果脯等产品。

从销售区域上看，三只松鼠、洽洽食品、良品铺子等企业基本覆盖全国市场；桂发祥主要以天津直营门店为主。

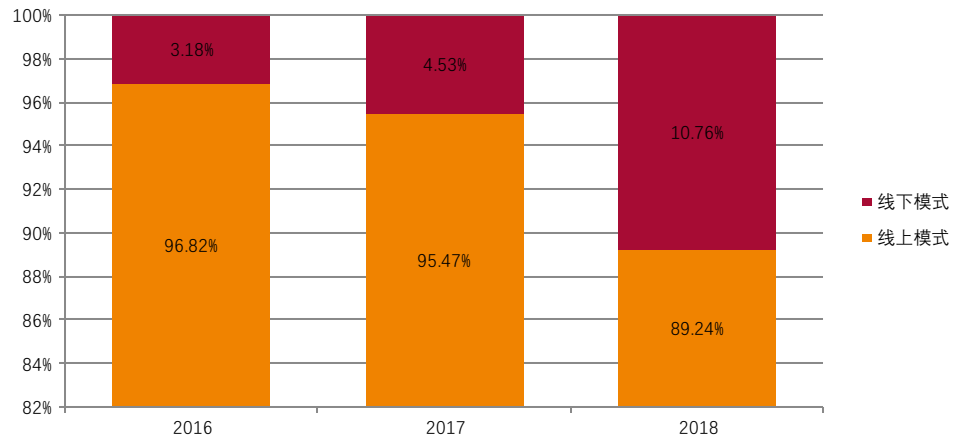
从销售规模及增速上看，三只松鼠规模最大，增速适中，2018 实现营业收入 70.01 亿元，+26.05%yoy；桂发祥规模最小，增速落后，2018 实现营业收入 4.81 亿元，-1.12%yoy；良品铺子规模第二，增速较缓，2018 实现营业收入 60.71 亿元，+11.92%yoy。

3. 盈利增长稳健，费用管控合理

公司 2018 营收 70.01 亿，+26.05%yoy；归母净利 3.04 亿，0.61%yoy。2016-2018 公司营收规模保持稳定增长，归母净利增速平稳。**营收：**从 2016 年到 2018 年，复合增速为 25.82%；**归母净利：**从 2016 年 2.37 亿至 2018 年 3.04 亿，2016-2018 年复合增速为 13.35%。增长主要原因有：①电子商务行业蓬勃发展，互联网销售模式带动消费升级，休闲食品市场呈现良性增长；②公司推出的动漫形象提高品牌辨识度；③公司充分利用情感营销方式，与消费者积极互动；④实现全产业链管理，保障产品质量安全；⑤完善物流体系，实现全国市场覆盖，保障配送效率；⑤完善产品种类，提供一站式休闲食品购买体验。

分渠道：主要收入来自线上模式，2018 占比达 89.24%。线下渠道收入占比逐年增高，从 2016 年的 3.18% 上升至 2018 的 10.76%。由此可以看出公司在不断积极发展线下模式，包括线下体验店，线下团购模式以及新零售模式。数据显示，2018 年线下体验店合计营业收入超过 2 亿元，2018 年团购模式下营业收入超过 3 亿元。

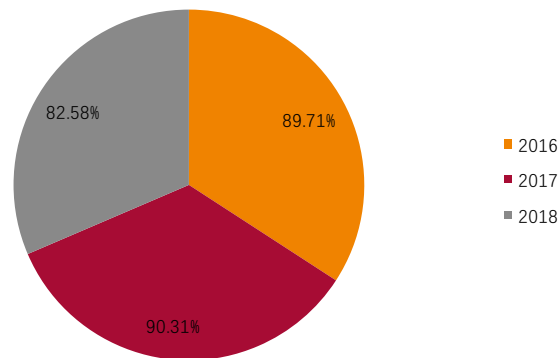
图 13：2016-2018 线上线下渠道收入比重 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分平台：公司的主要合作平台为天猫商城及京东商城。2016-2018 年，前五大平台客户收入占营业收入的比重分别为 89.71%、90.31%和 82.58%，平台集中度较高。公司通过覆盖主要互联网电商平台，整合公司优势资源，为消费者提供更好的购买体验。

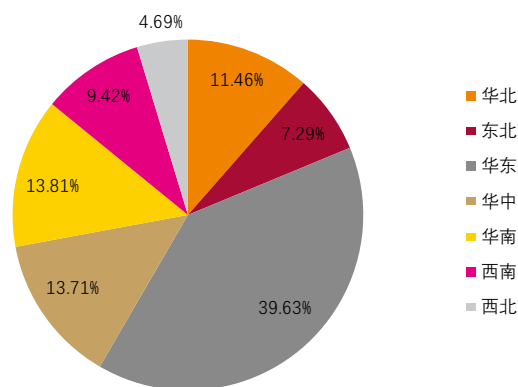
图 14：2016-2018 主要合作平台营业收入比重 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分地区：销售主要集中在华东、华南、华中、华北地区，2018 比重分别为 39.63%、13.81%、13.71%、11.46%。华东、华南、华中和华北地区经济发展水平相对较高，人均收入水平较高，网络购物用户分布相对密集，因此公司在这些地区销售收入较高。

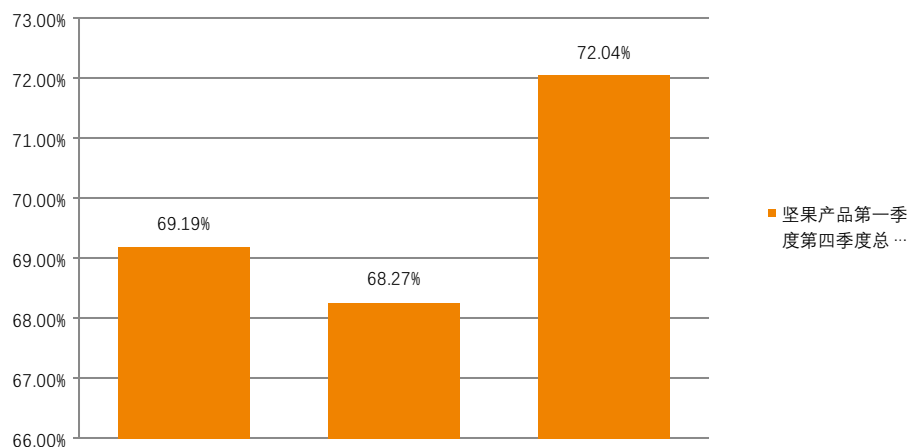
图 15：2018 主要地区销售收入比重 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

分季度：公司坚果产品营业收入主要集中在第一季度及第四季度。2016-2018 年，公司坚果产品第一季度和第四季度的总营业收入比重分别占全年坚果营业收入比重的 69.19%、68.27%、72.04%。主要原因在于：第一季度及第四季度的气温较低，对坚果这类高热量食品的需求较高；传统节日主要集中在第一季度，互联网促销活动主要集中在第四季度，因此这两个季度的销售额较平时会更高。

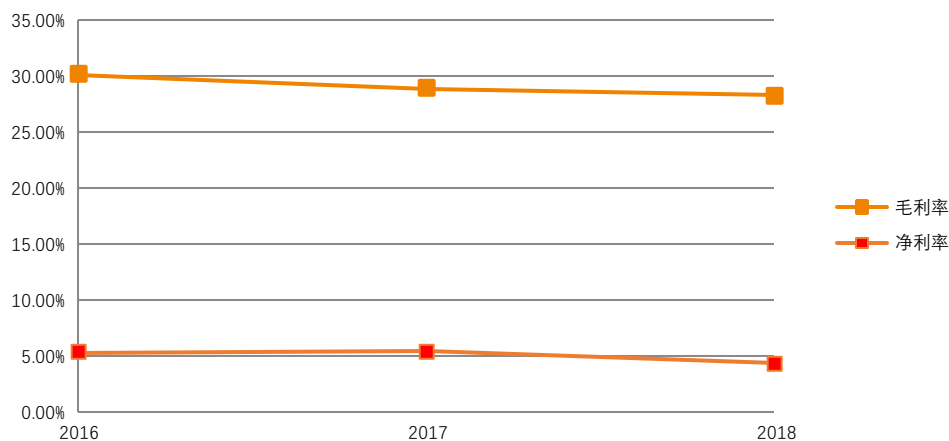
图 16：2016-2018 公司坚果产品第一季度第四季度总营业收入比重 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

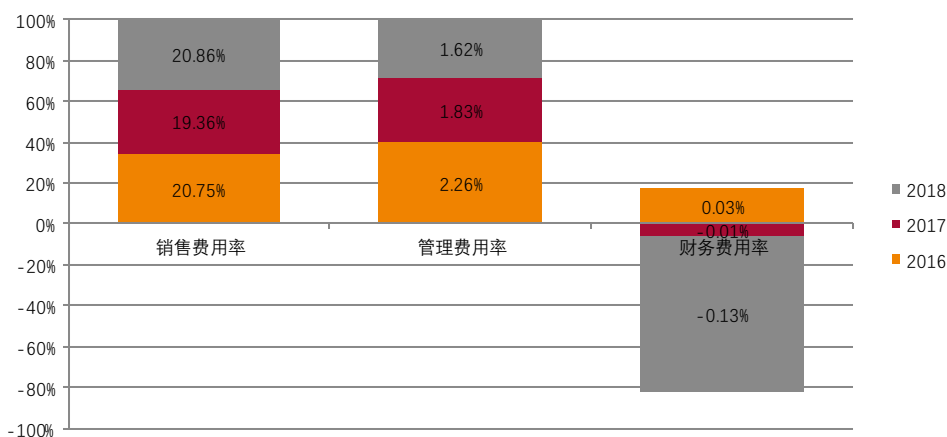
2018 公司综合毛利率为 28.25%，净利率为 4.34%，费用率合计 22.84%。综合毛利率稳定，2016-2018 毛利率分别为 30.20%、28.92%、28.25%。毛利率变化主要来自于公司坚果变化的影响。2015 年之前公司所处市场处在坚果市场培育期，公司与竞争对手竞争较为激烈，经过几年发展以后行业市场竞争格局逐步稳定。公司逐渐建立行业领先地位，议价能力逐步提高；2017-2018 年毛利率略有下降，主要是因为公司提高了入仓模式的收入占比并加强了零食促销力度以拓展零食品类。**费用率方面：**销售费用率相对稳定，管理费用率和财务费用率均有所下滑。其中管理费用率下降的主要原因是规模效应以及管理效率的提升。

图 17：2016-2018 毛利率&净利率 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

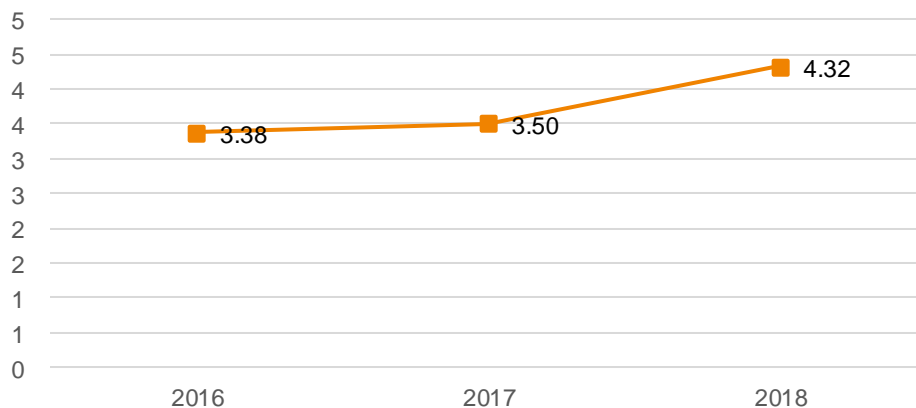
图 18：2016-2018 销售费用率&管理费用率&财务费用率 (%)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

加强对存货管控力度, 存货周转速度提高。2016-2018 公司存货周转率分别为 3.38、3.50、4.32 次，整体看来存货周转速度加快。这主要得益于公司采用的“订单量+安全库存”的存货管理模式，降低了公司存货的总体库龄，存货的积压风险可控。

图 19：2016-2018 公司存货周转率 (次)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 募投项目分析：加强营销网络建设，全方位掌控市场需求

公司本次募集资金总额将根据发行时市场状况和询价的情况予以确定，实际募集资金扣除发行费用后，全部用于公司主营业务相关的项目。公司拟将募集资金使用于全渠道营销网络建设、供应链体系升级、物流及分装体系升级。

表 2：募投项目包括全渠道营销网络建设、供应链体系升级、物流及分装体系升级 单位：万元

募投项目名称	总投资	利用募集资金投资额	项目实施周期
全渠道营销网络建设项目	56155.19	21291.77	2 年
供应链体系升级项目	12657.14	4799.08	2 年
物流及分装体系升级项目	74863.97	28385.39	2 年
合计	143676.30	54476.24	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司将联手自营 APP 与线下体验增强互动，运用信息化系统实现精准营销，全渠道营销网络建设主要包括三方面内容：1) 首先公司将对无线自营 APP 进行全面升级及推广，并与线下体验店结合，拓展产品销售渠道，构建“电商平台+自营 APP+线下体验店”同步运营的营销方式；2) 其次，公司将大力发展线下体验店，力求将其打造成体验中心和推广中心，使消费者在品尝产品、体验周边的同时对三只松鼠品牌文化及产品有更深入的了解，提升品牌粘性。线下体验店将主要着眼于二、三线城市，并对自营 APP 等线上渠道进行针对性推广，实现线下流量和线上平台的协同。；3) 最后，公司将完善全渠道信息化系统模块，计划将门店系统、会员管理系统、产品信息、配送数据等运营信息进行实时收集与分析，以技术平台驱动公司全渠道销售的信息共享，提供更具有针对性的产品及服务。

公司将提升食品研发和检测水平，全程透明化信息平台，供应链体系升级主要包括三方面内容：1) 首先公司将通过建设食品研发中心加强在产品品质优化、产品口味和感观改良以及新产品开发方面的能力，同时结合云质量信息化平台的反馈信息、市场调研及销售数据，以自主研发为主、合作研发为辅的模式全面提升公司产品研发能力，形成每年 20-30 款新产品上线的规模；2) 其次，公司将在原有检测中心的基础上逐步扩大检测产能，提升检测技术实力，并对分装工厂及物流配送中心配备相应检测设备及人员，进一步提升检测批量和检测频次；3) 最后，公司将现有的云质量信息化平台延伸至供应链前端（即原料采购环节）和销售终端，建立针对“供应商→三只松鼠→消费者”三方的透明化信息平台，逐步实现公司从原料采购到消费者终端的实时、全程可追溯。

公司将新建工厂加强分装能力，完善物流配送体系确保配送效率，物流与分装体系升级主要包括两方面内容：1) 首先公司将新建分装工厂，提高公司分装产能，加强公司原材料和半成品的进货仓储管理以及成品分装能力，减少货物周转时长；2) 其次公司将完善“总配送中心→区域配送中心→城市仓”多层级物流配送体系，实现更高效的城市仓调拨和产品补给。

5. 盈利预测和估值评级

我们对公司未来经营情况做出如下假设：

- ① 根据前期坚果产品收入增速情况，预计坚果产品收入依旧维持稳步增长；
- ② 公司重点加强线下体验店渠道建设，预计坚果线下渠道收入增速在 45% 以上；
- ③ 坚果产品线上 B2C 渠道占比维持小幅下降。

表 3：公司盈利预测（单位：万元）

产品	渠道	2018	2019E	2020E	2021E
坚果产品	线上 B2C	219590.53	213361.45	209864.32	207876.75
	线上入仓	102479.29	102496.00	102516.50	102537.00

	线下	47559.84	96595.88	162737.15	236738.46
	线上 B2C	16765.56	264922.23	372660.47	478930.63
零食产品	线上入仓	63163.91	68780.63	70175.00	70499.33
	线下	19018.28	47545.70	85582.26	143778.20
干果产品	线上	8780.67	7814.79	7314.13	7041.21
	线下	1058.86	1815.64	2689.72	3561.89
果干产品	线上	43965.61	45313.80	45700.73	45809.40
	线下	5301.80	10656.53	16626.54	21793.17
花茶产品	线上	373.65	134.87	53.68	23.24
	线下	45.06	41.50	40.09	39.50
礼盒产品	线上	16689.50	31280.39	49339.03	68148.55
	线下	2012.58	6037.75	10961.38	14606.05
其他产品	线上	124.55	102.13	86.81	76.39
	线下	5.01	6.01	7.28	8.88

资料来源：公司公告，招股说明书，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司为全国知名休闲食品零售商，渠道布局全面，线上+线下结合，行业地位领先；产品矩阵布局完善，覆盖 7 个品类。我们预计公司 19-21 年净利润分别为 3.94/5.14/6.65 亿元。按照行业平均估值，给予公司 19 年 28x，对应目标价 27.49 元。

表 4：可比公司估值表

公司代码	可比公司	收盘价(2019/7/12, 元)	PE (18)	PE (19E)
002557.SZ	恰恰食品	25.61	29.41	25.00
002582.SZ	好想你	9.45	44.71	28.80
002847.SZ	盐津铺子	30.17	54.56	40.70
	行业平均	21.74	42.89	31.50

资料来源：Wind，招股说明书，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	418.01	816.80	702.82	1,734.44	1,288.14	营业收入	5,554.19	7,001.17	8,785.19	11,026.55	13,812.33
应收票据及应收账款	140.21	303.64	231.53	32.42	48.80	营业成本	3,947.92	5,023.41	6,307.86	7,999.49	10,041.60
预付账款	68.58	48.04	114.74	95.43	156.59	营业税金及附加	31.01	32.15	39.65	53.99	64.47
存货	1,087.55	1,239.72	2,179.57	2,024.63	3,385.43	营业费用	1,075.38	1,460.71	1,752.86	2,103.43	2,608.25
其他	74.50	70.09	70.06	94.41	84.79	管理费用	101.66	113.47	132.76	151.34	177.07
流动资产合计	1,788.84	2,478.28	3,298.70	3,981.33	4,963.75	研发费用	16.77	34.12	30.95	38.85	48.66
长期股权投资	3.95	4.04	4.04	4.04	4.04	财务费用	(0.68)	(9.10)	(4.31)	(11.52)	(18.56)
固定资产	266.10	255.31	336.34	405.07	453.42	资产减值损失	6.67	7.82	5.46	11.00	9.50
在建工程	19.22	188.25	148.95	137.37	112.42	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	64.46	114.07	110.32	106.58	102.83	投资净收益	5.80	5.69	4.45	4.45	4.45
其他	39.62	56.54	30.19	19.41	19.55	其他	(37.58)	(64.94)	(8.91)	(8.91)	(8.91)
非流动资产合计	393.36	618.21	629.85	672.47	692.26	营业利润	407.26	397.85	524.42	684.43	885.80
资产总计	2,182.20	3,096.49	3,928.55	4,653.81	5,656.01	营业外收入	3.04	5.35	4.06	4.15	4.52
短期借款	0.00	0.00	229.46	0.00	0.00	营业外支出	3.98	1.36	3.13	2.82	2.44
应付票据及应付账款	897.34	1,339.38	1,550.76	2,067.90	2,470.24	利润总额	406.33	401.83	525.35	685.75	887.88
其他	202.03	362.31	263.03	500.81	434.03	所得税	104.31	97.97	131.64	171.84	222.48
流动负债合计	1,099.37	1,701.70	2,043.24	2,568.72	2,904.27	净利润	302.02	303.86	393.71	513.92	665.40
长期借款	254.00	250.00	318.69	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	302.02	303.86	393.71	513.92	665.40
其他	20.91	33.02	20.13	24.68	25.94	每股收益(元)	0.75	0.76	0.98	1.28	1.66
非流动负债合计	274.91	283.02	338.82	24.68	25.94						
负债合计	1,374.28	1,984.71	2,382.07	2,593.40	2,930.21						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	360.00	360.00	401.00	401.00	401.00	成长能力					
资本公积	50.14	50.14	50.14	50.14	50.14	营业收入	25.58%	26.05%	25.48%	25.51%	25.26%
留存收益	447.92	751.78	1,145.49	1,659.41	2,324.80	营业利润	28.84%	-2.31%	31.81%	30.51%	29.42%
其他	(50.14)	(50.14)	(50.14)	(50.14)	(50.14)	归属于母公司净利润	27.70%	0.61%	29.57%	30.53%	29.47%
股东权益合计	807.92	1,111.78	1,546.49	2,060.41	2,725.80	获利能力					
负债和股东权益总	2,182.20	3,096.49	3,928.55	4,653.81	5,656.01	毛利率	28.92%	28.25%	28.20%	27.45%	27.30%
						净利率	5.44%	4.34%	4.48%	4.66%	4.82%
						ROE	37.38%	27.33%	25.46%	24.94%	24.41%
						ROIC	51.44%	48.65%	79.80%	37.04%	212.01%
						偿债能力					
						资产负债率	62.98%	64.10%	60.63%	55.73%	51.81%
						净负债率	-20.30%	-50.98%	-10.00%	-84.18%	-47.26%
						流动比率	1.63	1.46	1.61	1.55	1.71
						速动比率	0.64	0.73	0.55	0.76	0.54
						营运能力					
						应收账款周转率	33.34	31.55	32.83	83.55	340.12
						存货周转率	4.92	6.02	5.14	5.25	5.11
						总资产周转率	2.57	2.65	2.50	2.57	2.68
						每股指标(元)					
						每股收益	0.75	0.76	0.98	1.28	1.66
						每股经营现金流	1.11	1.59	-1.00	4.10	-1.05
						每股净资产	2.01	2.77	3.86	5.14	6.80
						估值比率					
						市盈率	27.27	27.11	20.92	16.03	12.38
						市净率	10.19	7.41	5.33	4.00	3.02
						EV/EBITDA	0.00	0.00	14.85	9.27	7.72
						EV/EBIT	0.00	0.00	15.48	9.63	7.99

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com