

品牌+供应链优势显著，休闲食品赛道优质的线上龙头

首次覆盖报告

陈文倩(分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● 三只松鼠已成为线上休闲食品龙头，首次覆盖给予“推荐”评级

从坚果到休闲食品全品类，三只松鼠已然驶入万亿休闲食品赛道。公司“以用户为中心”经营理念深入骨髓，依靠互联网思维快速迭代产品，以电商渠道为抓手，注重消费口碑积累，培育消费粘性，同时在供应链端优势显著。公司积极推进“全品类、全渠道、全下沉”的休闲食品大战略，线上龙头地位稳固，市占率达11.21%，未来线下投食店等门店扩张将贡献较高收入增量，我们认为未来三年营收增速有望保持在20%以上。预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.60/3.30/3.96亿元，对应EPS分别为0.65/0.82/0.99元，当前股价对应2019-2021年PE分别为89.4、70.5和58.7倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 驶入万亿休闲食品赛道，打开坚果业务增长边界

公司2019H1实现营收45.11亿元，同比增长39.58%；归母净利润2.66亿元，同比增长27.94%。我国休闲食品市场已破万亿元，公司全品类战略已打开坚果主业的增长边界。同时，坚果炒货行业年产值也从2017年的283.1亿元迅速破千亿，至2017年已达1214.0亿元，年均复合增长率15.7%。我国人均年坚果消费量约0.23kg，与世界平均水平相比有翻倍以上提升空间。

● 高频次产品迭代+垂直供应链优势，已构筑核心竞争力

公司创新消费者交互的“松鼠”IP已构筑起品牌壁垒。在产品端，公司以消费者为中心推进产品创新、高频迭代和零食全品类战略，2014-2019H1主业坚果营收占比由87.88%下降至48.66%，零食营收占比由0.92%提升至34.52%。在供应链端，公司致力于打造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，全过程保障品质。未来将通过数字化赋能，由数据驱动生产安排，实现供应链前置。在渠道端，零食品类线上渗透率仍在快速提升，公司龙头地位凸显分享红利；同时2016年起发力线下渠道，加速铺设以体验和品牌为重点的投食店以及便捷触达用户的松鼠联盟小店，2016-2018年线下渠道收入占比由3.2%提升至11%，中期看线下开店对营收弹性贡献会提升。

● **风险提示：**原材料价格波动、食品安全风险、线上获客成本提升风险、线下开店目标受阻及成本超预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554	7,001	9,767	13,215	17,733
增长率(%)	25.6	26.1	39.5	35.3	34.2
净利润(百万元)	302	304	260	330	396
增长率(%)	27.7	0.6	-14.5	26.8	20.2
毛利率(%)	28.9	28.2	28.7	28.9	29.4
净利率(%)	5.4	4.3	2.7	2.5	2.2
ROE(%)	37.4	27.3	18.9	19.8	19.6
EPS(摊薄/元)	0.75	0.76	0.65	0.82	0.99
P/E(倍)	77.0	76.5	89.4	70.5	58.7
P/B(倍)	28.8	20.9	16.9	13.9	11.5

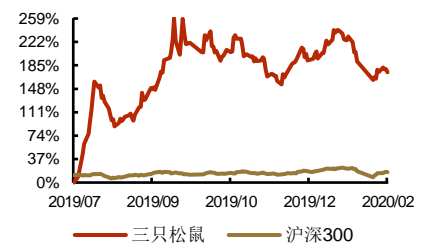
推荐(首次评级)

市场数据

时间 2020.02.13

收盘价(元):	57.97
一年最低/最高(元):	17.62/81.5
总股本(亿股):	4.01
总市值(亿元):	232.46
流通股本(亿股):	0.41
流通市值(亿元):	23.77
近3月换手率:	361.15%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.75	-10.0	278.32
绝对	-19.55	-8.46	294.89

相关报告

投资案件

关键假设

- (1) 从坚果拓展至休闲食品全品类，打开业务增长边界
- (2) 发力线下渠道，未来开店速度加快，线下比重提升

盈利预测与估值

我们看好公司高频次产品迭代和垂直供应链优势，叠加未来线下投食店和松鼠小店扩张将贡献较高收入增量，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.60/3.30/3.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.65/0.82/0.99 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 89.4、70.5 和 58.7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

核心观点

行业 CR3 仍在 23% 左右较低水平，中期看，公司仍将坚持追求销售规模和市占率战略，而短期发力线下渠道（投食店、联盟小店等）、开建联盟工厂等投入加大导致业绩承压。长期看，公司在品牌、线上渠道和供应链端优势将逐步延伸，建立以线上+线下+前置供应链+联盟工厂的立体化“供产销”体系是公司长期优势得以保障的基础，同步推进数字化和在线化，未来随着销售规模优势的扩大，利润增速也将拾级而上。

当前，公司已从坚果业务拓展到休闲食品全品类，从千亿坚果市场驶入万亿休闲食品赛道，已拥有近 600 个 SKU，这背后是 40 天周期，从用户洞察到产品急速上线能力做保障的；而代工模式也在逐步转化为“六大产业园区+100 家联盟工厂”的制造型自有品牌多业态零售商模式，为提升产品差异化和供应链效率奠定基础。

三只松鼠的 ROE 水平远高于其他可比公司，2018 年平均 ROE 为 31.66%，高 ROE 源于轻资产经营和高周转率。公司现金流充足，经营性现金流随着规模的扩大逐年好转，由 2015 年的 -1.86 亿元逐渐好转至 2018 年的 6.37 亿元。

股价上涨的催化剂

线下投食店和松鼠小店拓展超预期、“宅”文化带来的线上销售超预期。

核心投资风险

- (1) 原材料价格波动；
- (2) 食品安全风险；
- (3) 线上获客成本提升风险；
- (4) 线下开店目标受阻；
- (5) 短期追求规模扩张带来费用快速扩张侵蚀利润。

目 录

1、 三只松鼠：7年成就线上休闲食品龙头.....	6
1.1、 2012年创立于“炒货之乡”，设立松鼠投资中心平台.....	6
1.2、 2019年营收规模或达百亿，2014年以来CAGR近50%.....	7
1.3、 公司以坚果业务起家，零食类放量，立足华东辐射全国.....	7
2、 公司深耕万亿休闲食品“赛道”，致力打通线下新通路.....	9
2.1、 休闲食品已过万亿，人均消费提升潜力大.....	9
2.2、 坚果品类备受欢迎，休闲食品多元化趋势加速市场扩容.....	9
2.3、 电商渠道渗透率仍在快速提升，线上线下融合或注入新动能.....	10
3、 SWOT分析.....	12
3.1、 优势分析（Strengths）：互联网思维的底层逻辑+市占率第一+产品的快速迭代+品牌IP+电商渠道+垂直供应链保障机制.....	12
3.1.1、 三只松鼠市占率已达11.21%，居于领先地位.....	12
3.1.2、 产品的快速迭代能力与质控体系.....	13
3.1.3、 以“三只松鼠”品牌IP的差异化营销策略优势.....	16
3.1.4、 线上渠道优势显著，致力于构建“一主两翼三侧”立体渠道体系.....	17
3.1.5、 重度垂直经营模式是机制保障——供应链前置.....	18
3.2、 劣势分析（Weaknesses）：产品同质化竞争严重+线下渠道薄弱.....	20
3.2.1、 “坚果类”产品同质化竞争激烈，拖累公司毛利率提升速度.....	20
3.2.2、 线下渠道相对薄弱，营收贡献仍较小.....	21
3.3、 机会分析（Opportunities）：行业集中度低+线上渗透率在加速+线上线下融合趋势.....	21
3.3.1、 休闲食品破万亿，CR3仅23%左右.....	21
3.3.2、 线上渗透率在加速提升，农村市场+海外市场的机会.....	22
3.3.3、 紧抓线上线下渠道融合趋势，加速开设投食店、松鼠联盟小店.....	22
3.4、 威胁分析（Threats）：竞争加剧拖累利润增速+原料采购受国际因素扰动.....	23
3.4.1、 竞争加剧拖累利润增速.....	23
3.4.2、 原料采购受国际因素扰动.....	23
4、 财务分析：高ROE源于轻资产经营和高周转率.....	24
5、 盈利预测与估值.....	28
6、 风险提示.....	29
附：财务预测摘要.....	30

图表目录

图1： 三只松鼠发展历程回顾.....	6
图2： 三只松鼠股权结构图.....	6
图3： 公司近年营收及增速（单位：百万元）.....	7
图4： 公司近年归母净利润及增速（单位：百万元）.....	7
图5： 公司六大产品品类（坚果、零食、干果、果干、礼盒、花茶）展示.....	8
图6： 公司2014-2019H1分产品营收占比.....	8
图7： 公司2014-2019H1分地区营收占比.....	8
图8： 2018全球主要国家休闲食品人均消费对比（单位：美元）.....	9
图9： 2018年国内各类休闲食品销售份额占比.....	9
图10： 我国人均坚果消费仍有提升空间（千克/人/年）.....	9
图11： 消费者消费休闲食品的主要原因.....	10
图12： 消费者购买休闲食品考虑的重要因素.....	10

图 13: 2013-2018 年我国休闲食品渠道零售额趋势.....	10
图 14: 2018 年我国休闲食品各销售渠道零售额占比.....	10
图 15: 中国网民规模互联网普及率.....	11
图 16: 2018 年 PC 和移动用户城市分布占比.....	11
图 17: 2011-2020E 年中国网络购物市场交易规模.....	11
图 18: 三只松鼠 SWOT 分析.....	12
图 19: 2018 年主要休闲食品线上零售额占比情况.....	12
图 20: 2018 年三只松鼠、良品铺子、好想你营收对比 (亿元).....	13
图 21: 截止到 2019.9.26 淘宝和京东线上关注数 (人).....	13
图 22: 研发支出及占营业收入比重.....	13
图 23: 2018 年度公司研发人员情况.....	13
图 24: 三只松鼠产品开发流程图.....	14
图 25: 零食类产品营业收入及增速 (单位: 百万元).....	14
图 26: 公司质量控制流程体系.....	15
图 27: 三只松鼠动漫形象.....	16
图 28: 售后服务中的“主人”文化.....	16
图 29: 2016-2018 年三只松鼠线上收入占比.....	17
图 30: 2016-2018 年三只松鼠天猫收入占比.....	17
图 31: 三只松鼠“一主两翼三侧”的立体渠道体系图.....	18
图 32: 公司重度垂直的经营模式.....	18
图 33: 公司不同品类供应商具体分布情况 (单位: 家).....	19
图 34: 三只松鼠城市仓分布及货品流转示意图.....	19
图 35: 三只松鼠的共建互联网新农业生态圈.....	20
图 36: 坚果类产品营业收入及增速 (百万元).....	20
图 37: 坚果类毛利率拖累公司毛利率提升速度.....	20
图 38: 2018 年三只松鼠、良品铺子、好想你主营构成占比情况.....	21
图 39: 2018 年三只松鼠、良品铺子、百草味线上收入占比 (%).....	21
图 40: 2018 年三只松鼠、良品铺子、百草味线下门店对比 (家).....	21
图 41: 松鼠小店.....	22
图 42: 零食品类竞争加剧.....	23
图 43: 三只松鼠 ROE 高于行业内可比公司.....	24
图 44: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年毛利率比较.....	24
图 45: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年净利率比较.....	24
图 46: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年销售费用率比较.....	25
图 47: 三只松鼠 2016-2018 运输费、推广费、平台服务费比较.....	25
图 48: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年管理费用率比较.....	25
图 49: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年财务费用率比较.....	25
图 50: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年总资产周转率比较.....	26
图 51: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2015-2018 年权益乘数比较.....	26
图 52: 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年资产负债率比较.....	27
图 53: 三只松鼠各项负债所占比例.....	27
图 54: 三只松鼠经营性现金流逐年向好.....	27
表 1: 公司六大产品品类及销售贡献 (%).....	8
表 2: 公司部分产品开发方向.....	14
表 3: 驻场人员的总计驻场时间与费用支出.....	16
表 4: 公司于各主要第三方线上平台的合作模式.....	17

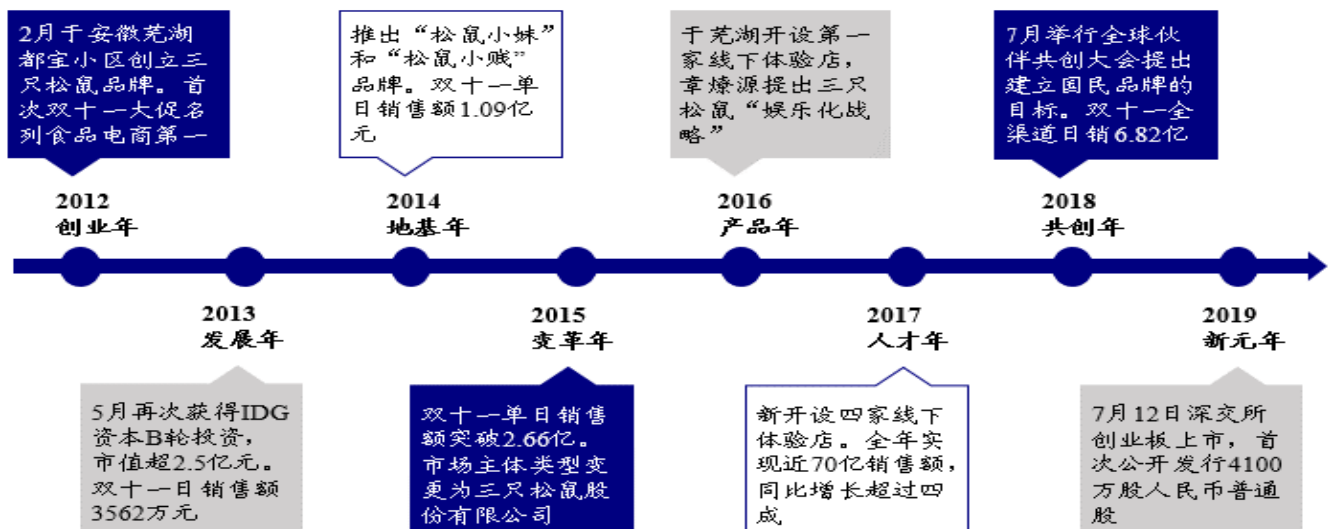
表 5: 分业务收入预测 (单位: 百万元)	28
表 6: 可比公司估值.....	28

1、三只松鼠：7年成就线上休闲食品龙头

1.1、2012年创立于“炒货之乡”，设立松果投资中心平台

2012年2月，章燎源先生在安徽芜湖创立“三只松鼠”，主营坚果类零食，2019年7月深交所上市，目前主营产品已覆盖坚果、肉脯、果干、膨化等全品类的休闲食品，累计销售额超过200亿，2014-2018年连续五年位列天猫商城“零食/坚果/特产”类目成交额第一名。

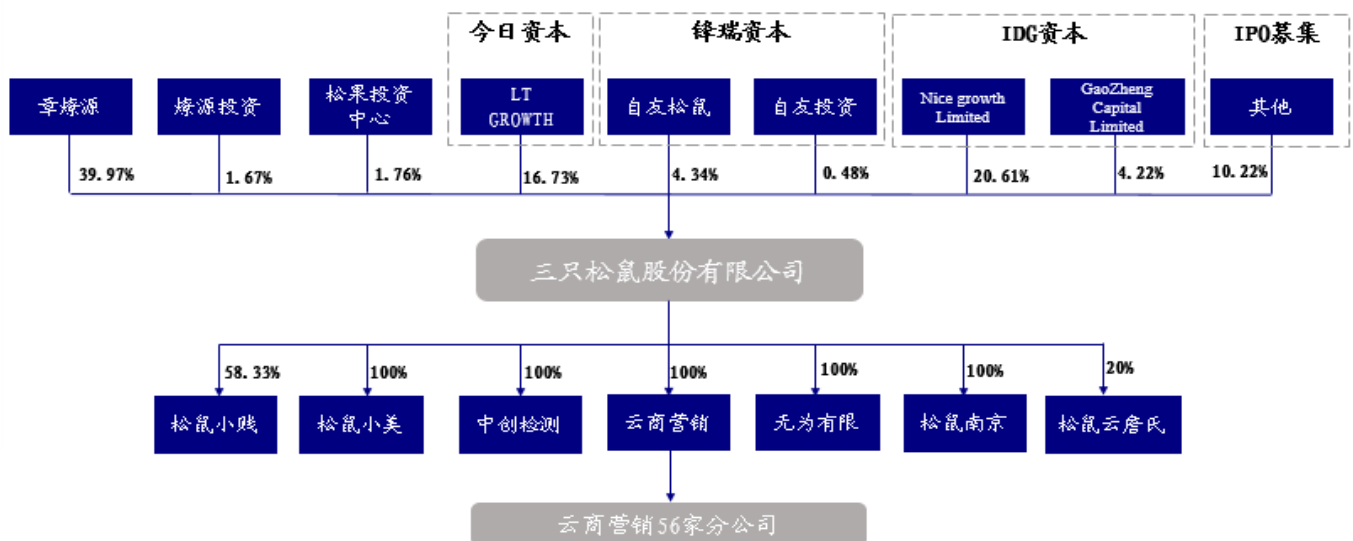
图1：三只松鼠发展历程回顾



资料来源：公司官网、招股说明书、新时代证券研究所

实控人章燎原，任董事长兼总经理，合计持股 43.40%，设立员工持股平台---松果投资中心，持股 1.76%。IPO 前，章燎原合计持有公司 48.34% 的股份，直接持有 44.52% 的股份+燎原投资、松果投资中心间接持有 3.82% 的股份；IPO 后，合计持股 43.40%，其中个人持股比例下降至 39.97%。公司设立松果投资中心，包括公司员工持股平台松果一号、松果二号、松果三号、松果四号、松果五号。

图2：三只松鼠股权结构图

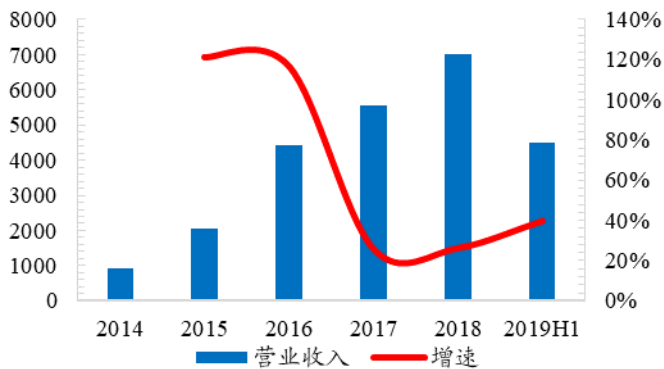


资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

1.2、2019年营收规模或达百亿，2014年以来CAGR近50%

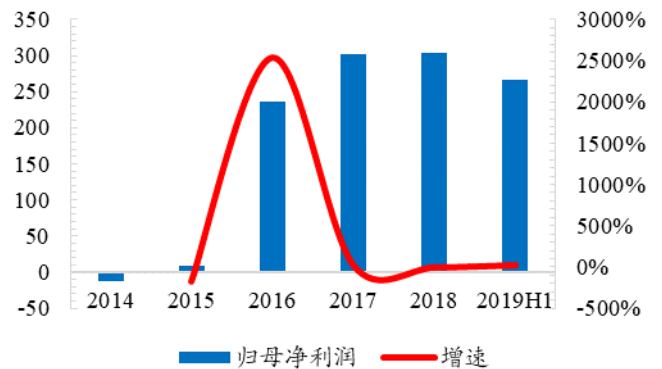
2019年全渠道成交额破百亿，但净利增速提升仍需时间。公司营收从2014年的9.24亿元快速提升至2018年70.01亿元，年复合增长率为50%（其中，2016年及以前，公司营收增速近120%，2017年高基数下增速仍保持在25%以上）。2019年12月3日公司公告披露，公司全渠道成交额已突破100亿元人民币，年度营收快速增长已成定局。

图3：公司近年营收及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图4：公司近年归母净利润及增速（单位：百万元）



资料来源：Wind、新时代证券研究所

而同期净利增速仍在低位徘徊。2015年前，培育初期的坚果市场格局未定，市场份额拼抢激烈，随着公司2016年营收规模快速提升至44.23亿元，确立行业领先地位，低基数下净利同增超2500%；2018年互联网流量红利淡出，获客成本提升，叠加入驻各大互联网平台致服务费迅速增加，公司归母净利润增速放缓至0.6%。根据2019年度业绩预告，公司归母净利润2.3-2.8亿元，同比下降8%-24%，低于市场预期。主要归因于（1）其他收益（主要是政府补助）同比减少2000-3000万元；（2）获取新用户及扩大市占率导致费用上升；（3）2019年度非经常性损益对归母净利润影响约4000-5000万元。而2019H1公司实现营收45.11亿元，同增39.58%；归母净利润2.66亿元，同增27.94%，可以看到，公司工作重心仍在渠道拓展与做大销售规模，净利增速提升或仍需时日。

1.3、公司以坚果业务起家，零食类放量，立足华东辐射全国

坚果销售贡献近50%，零食类高增，贡献有望赶超。公司产品包括坚果、零食、果干、干果、礼盒和花茶等6大品类，自有品牌细分品类超过500种。公司收入主要来自坚果和零食，2019H1两者占比超过83%，其中坚果营收21.95亿元，贡献48.66%，零食类15.57亿元，贡献34.52%。

随着公司不断加码零食板块，未来坚果类占比将保持下降趋势。事实上，坚果占比已经由2014年的87.82%下降至2018年的52.80%，2019H1的48.66%；零食类营收占比由2014年0.92%快速上升至2019H1的34.52%。

表1： 公司六大产品品类及销售贡献（%）

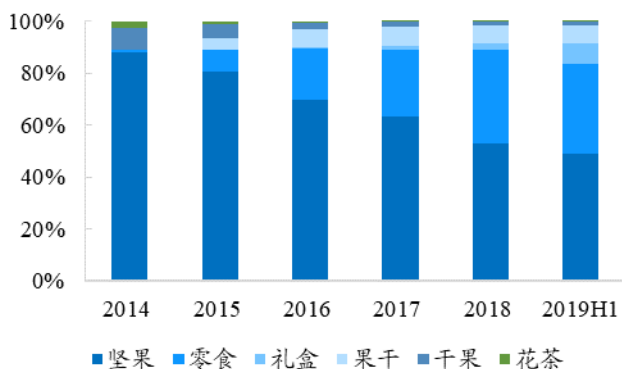
产品品类	2018 年营收占比	品类描述
坚果类产品	52.80%	主要包括碧根果、夏威夷果、松子、开心果、巴旦木、腰果、山核桃等产品
零食类产品	35.69%	主要包括肉类即食品，糕点、烘焙类在内的多种类零食组合，超 400 种
干果类产品	1.40%	主要包括葡萄干及红枣制品
果干类产品	7.04%	主要包括芒果干、榴莲干等产品，单品数量超过 30 种
礼盒类产品	2.67%	主要为精选产品组合，并融入 IP 元素及热点元素
花茶类产品	0.06%	主要包括传统炒制茶叶、菊花茶、大麦茶、柠檬片等泛植物类冲印产品

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

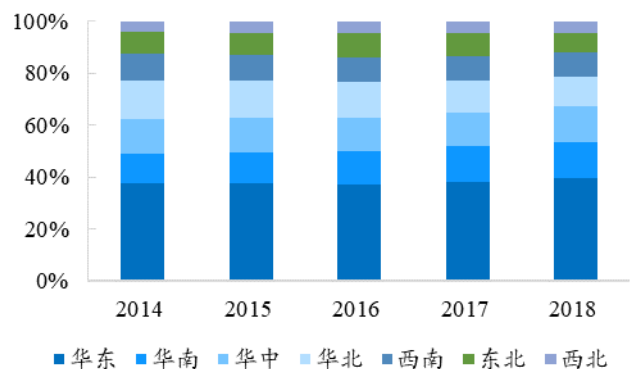
图5： 公司六大产品品类（坚果、零食、干果、果干、礼盒、花茶）展示

资料来源：三只松鼠天猫旗舰店，新时代证券研究所

华东营收占比近 40%，以线上销售覆盖全国。按销售规模看，公司的核心销售区域为华东地区，2018 年营收规模 27.65 亿元，占比接近 40%；华南、华中、华北营收规模分别为 9.64 亿元、9.57 亿元和 8.00 亿元，占比均超过 10%；随后是西南、东北、西北片区营收规模相对较小，营收规模分别为 6.57 亿元、5.09 亿元和 3.27 亿元。公司以线上销售为主，覆盖全国市场，而分地区的营收贡献基本与国内线上购物用户分布及地区经济发展水平一致。

图6： 公司 2014-2019H1 分产品营收占比

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 公司 2014-2019H1 分地区营收占比

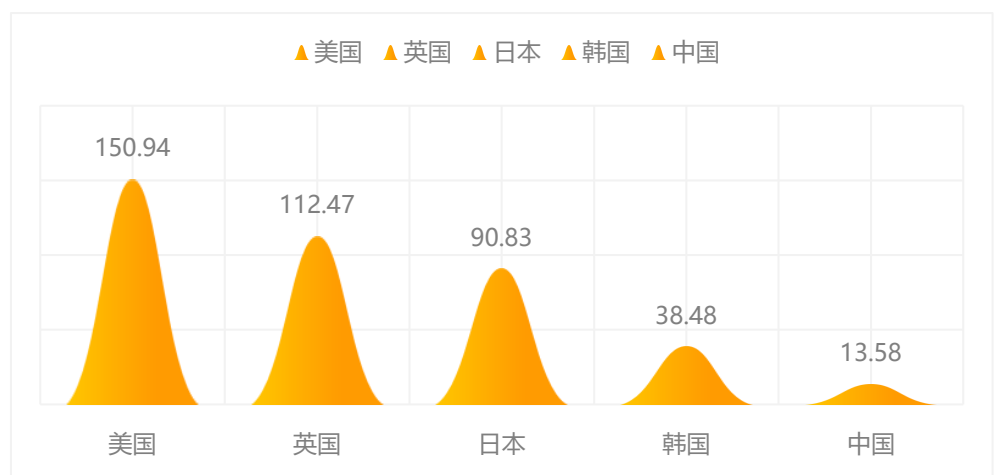
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、公司深耕万亿休闲食品“赛道”，致力打通线下新通路

2.1、休闲食品已过万亿，人均消费提升潜力大

休闲食品行业“万亿级”市场，人均消费提升空间大。根据弗若斯特沙利文公司数据显示，我国休闲食品市场规模 2018 年达 10297 亿元，预计 2020 年可达 12984 亿元。中国食品工业协会《中国休闲食品行业发展研究报告》认为，2005-2014 年全国休闲食品行业年均复合增长率为 17.2%，预计到 2020 年市场规模接近 2 万亿元。多方统计口径证明我国休闲食品行业规模已破万亿。随着居民人均可支配收入的提高，休闲食品作为需求供给侧品类的市场规模仍将持续扩大；2018 年我国城镇居民人均可支配收入达到 39251 元，同比增长 7.8%，为休闲食品的消费奠定了坚实基础，与欧美国家相比较，我国人均消费提升空间大；据 Euromonitor 的数据，2018 年我国人均休闲食品消费额为 13.58 美元，远不及美国（150.94 美元）和英国（112.47 美元），甚至也远低于韩国和日本。

图8： 2018 全球主要国家休闲食品人均消费对比（单位：美元）

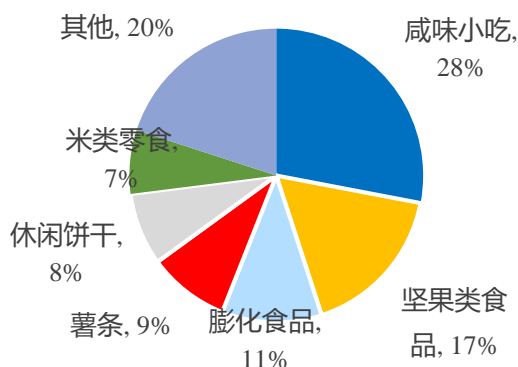


资料来源：Euromonitor、新时代证券研究所

2.2、坚果品类备受欢迎，休闲食品多元化趋势加速市场扩容

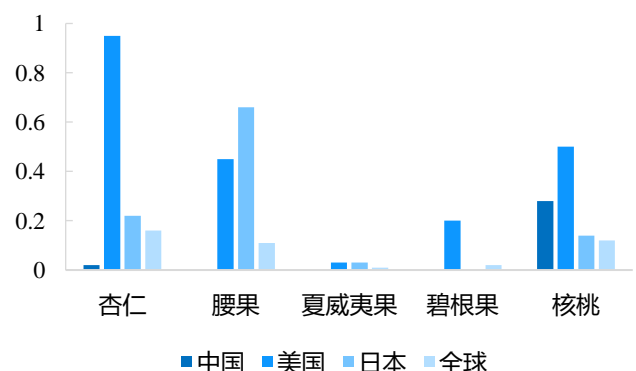
坚果行业产值突破千亿，成为第二大子品类。根据中国食品工业协会数据，2007 至 2017 年间，我国坚果炒货行业年产值从 283.1 亿元迅速增长至 1214.0 亿元，年均复合增长率达 15.7%。

图9： 2018 年国内各类休闲食品销售份额占比



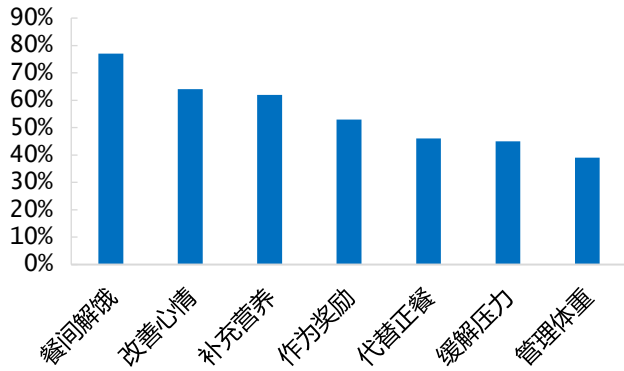
资料来源：前瞻产业研究院、新时代证券研究所

图10： 我国人均坚果消费仍有提升空间（千克/人/年）



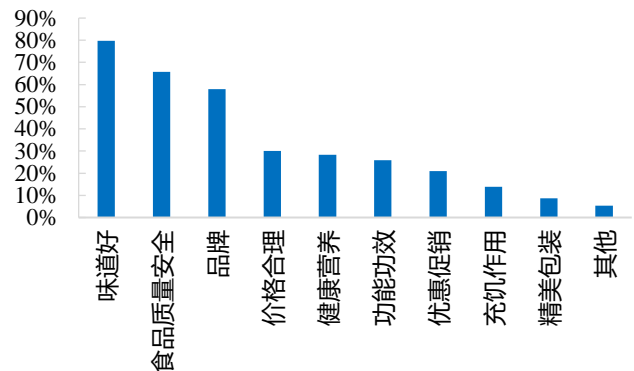
资料来源：招股说明书、新时代证券

图11： 消费者消费休闲食品的主要原因



资料来源：尼尔森、前瞻产业研究院、新时代证券研究所

图12： 消费者购买休闲食品考虑的重要因素



资料来源：前瞻产业研究院、新时代证券研究所

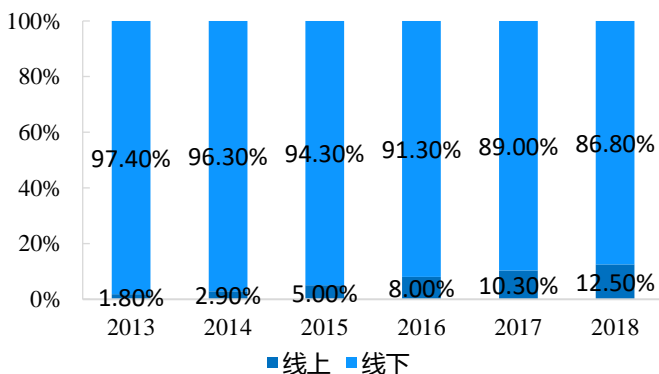
从追求温饱到追求品质体验，休闲食品多元化趋势加速市场扩容。随着消费场景的日益丰富，比如社交、旅游、休闲、娱乐等，以温饱型为主体的食品消费需求正向风味型、营养型、享受型甚至功能型的方向转化，消费者选择休闲食品的原因也从过去追求味道而逐渐多元化，使得休闲食品类如糖果巧克力、坚果炒货、肉干肉脯、果脯蜜饯等繁多种类蓬勃发展。

而我国坚果产品发展也顺应了消费需求，呈现以下几个趋势：**(1) 混合坚果深受追捧。**每日坚果因品类多备受追捧，根据天猫平台测算数据显示，以零售口径计量，每日坚果的市场规模 2021 年将会达到 200 亿元；**(2) 口味多元化，满足口味偏好不同消费者需求。**目前，坚果口味除了传统椒盐、炭烧、焦糖、奶香等口味，草本、绿茶等“网红口味”带动品类快速增长，成为市场新宠。**(3) 群体消费差异明显，坚果品类产品出现个体性分类。**比如核桃具有增强免疫力、健脑强脑的功效，受到孕妇及宝妈们的欢迎；而腰果、核桃仁、榛子等坚果可以促进人体分泌和代谢，补充能量、抑制食欲，达到减肥的目的，从而是健身运动爱好者们喜爱的产品。

2.3、 电商渠道渗透率仍在快速提升，线上线下融合或注入新动能

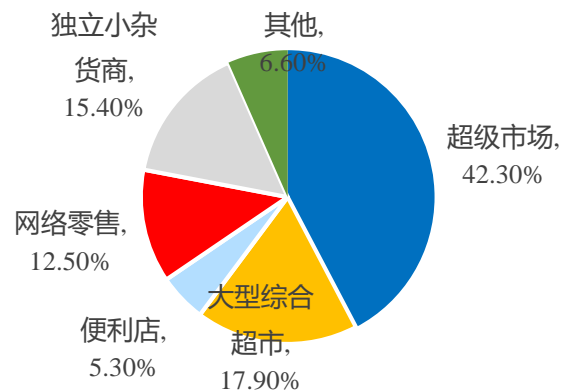
电商渠道销售占比 12.5%，未来渗透率仍将快速提升。受益于网民数量的持续增长、移动互联网的高速普及与快捷完备的物流网络，消费者网购习惯已然养成，据 Euromonitor 的数据显示，2013 年至 2018 年，中国休闲食品线上零售额占比从 1.8% 提升至 12.5%。

图13： 2013-2018 年我国休闲食品渠道零售额趋势

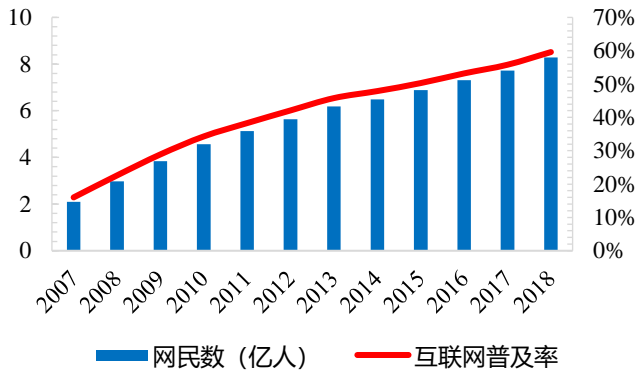


资料来源：Euromonitor、新时代证券研究所

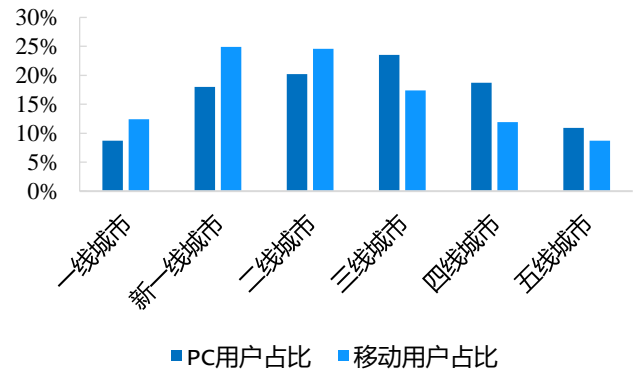
图14： 2018 年我国休闲食品各销售渠道零售额占比



资料来源：Euromonitor、新时代证券研究所

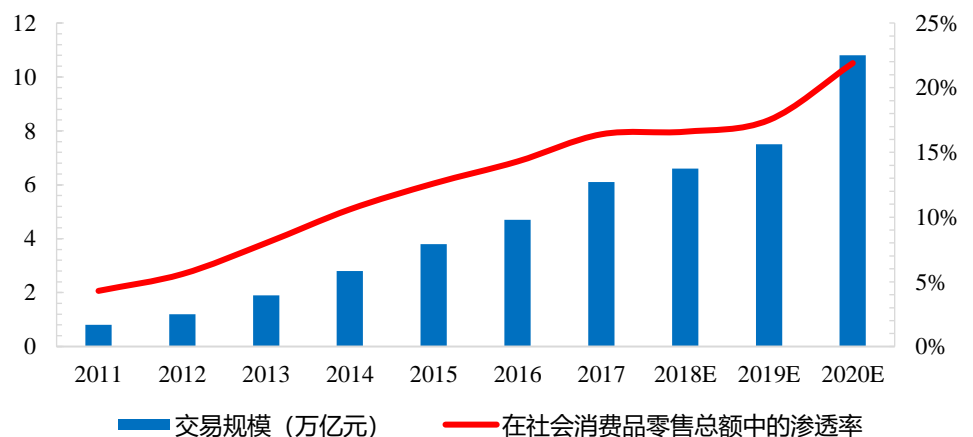
图15: 中国网民规模互联网普及率

资料来源：艾瑞咨询、新时代证券研究所

图16: 2018年PC和移动用户城市分布占比

资料来源：艾瑞咨询、新时代证券研究所

根据艾瑞咨询的数据显示，截至2018年底，我国网民数达8.29亿人，互联网普及率达59.60%，其中农村为38.4%，城镇地区为74.6%。网络购物用户规模已达6.10亿，其中移动端网购用户规模已达到5.92亿，同比增长17.0%，移动端使用比例由2017年的67.2%迅速提升至72.5%。从市场规模来看，2017年我国网络购物市场的年交易规模达到6.1万亿元人民币，在社会消费品零售总额中的渗透率达到16.4%。艾瑞咨询预计该渗透率到2020年将达到21.9%，对应网络购物市场交易规模高达10.8万亿元。

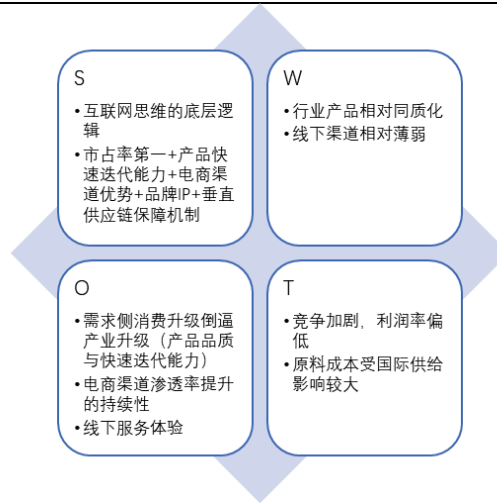
图17: 2011-2020E年中国网络购物市场交易规模

资料来源：艾瑞咨询、新时代证券研究所

伴随电商渠道渗透率的提升，传统商超、便利店、专卖店、杂货铺的零售渠道格局逐步发生根本性转变，打通线上、线下渠道，实现两者融合，从而为消费者提供更好的购物体验，或为行业发展注入新动能。

3、SWOT 分析

图18： 三只松鼠 SWOT 分析



资料来源：新时代证券研究所整理

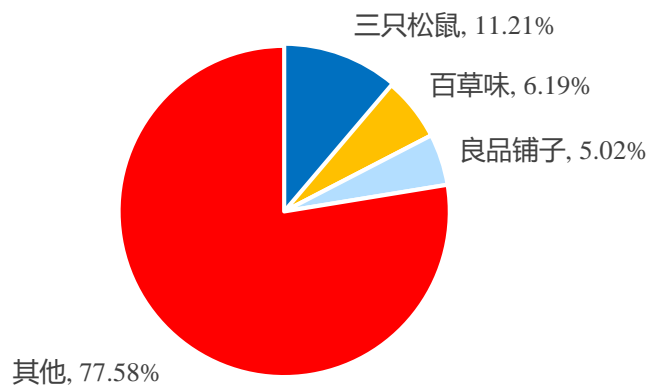
3.1、优势分析 (Strengths)：互联网思维的底层逻辑+市占率第一+产品的快速迭代+品牌 IP+电商渠道+垂直供应链保障机制

互联网思维是公司快速增长的底层逻辑。公司诞生于互联网浪潮下，在组织、渠道、产品、品牌等等基本要素上已经深谙互联网之道，以客户为中心，以产品快速迭代能力、松鼠品牌 IP 迎合、满足目标消费群的心理需求和商品消费，同时构建垂直供应链机制，以保障优质原料供应和产品输出。

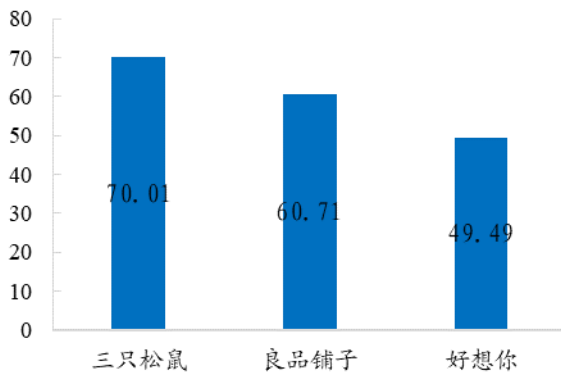
3.1.1、三只松鼠市占率已达 11.21%，居于领先地位

三只松鼠、百草味和良品铺子为市场份额占有率前三的电商品牌，市占率分别为 11.21%、6.19%、5.02%，CR3 仅为 22.42%，行业集中度有待提升。而线上渠道标准化程度高，产品同质化程度也较高，龙头品牌有持续保持领先地位。

图19： 2018 年主要休闲食品线上零售额占比情况

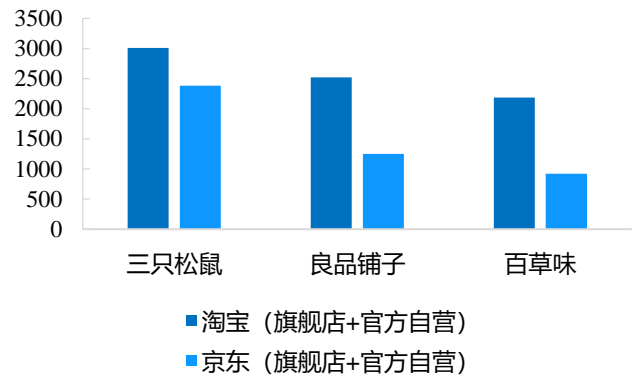


资料来源：阿里线上数据，新时代证券研究所

图20： 2018年三只松鼠、良品铺子、好想你营收对比（亿元）


资料来源：Wind、新时代证券研究所

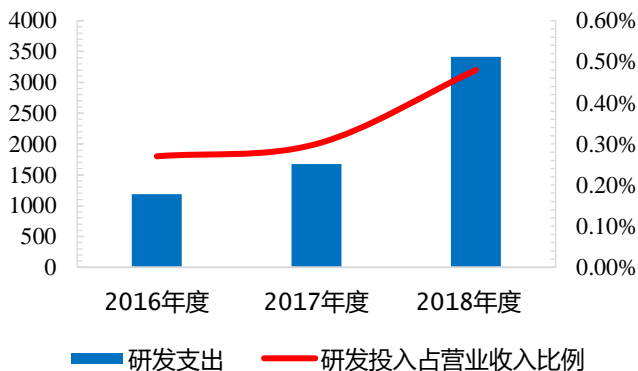
注：良品铺子 2018 年度营收由 2018H1 营收推算得出

图21： 截止到 2019.9.26 淘宝和京东线上关注数（人）


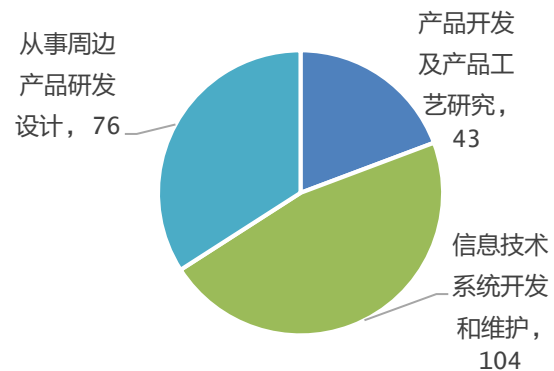
资料来源：京东线上数据、阿里线上数据、新时代证券研究所

3.1.2、产品的快速迭代能力与质控体系

（一）设立松鼠食品产业研究院，研发人员超 200 人。公司能够不断打造爆款零食，成为行业领军者，离不开其突出的产品研发能力及成熟的产品迭代机制。公司下设了松鼠食品产业研究院，主要负责产品的开发与管理、产品工艺改进和品质标准化、食品机械设备研发、开发及引进工作、产业化应用及整合供应商研发能力等工作，同时加大对休闲食品的研发投入。公司坚持自主研发，截至 2018 年底，公司研发人员数量为 223 人，未来将进一步扩充研发团队规模，并结合科研院所和行业协会等外部资源，不断提升技术研发能力。

图22： 研发支出及占营业收入比重


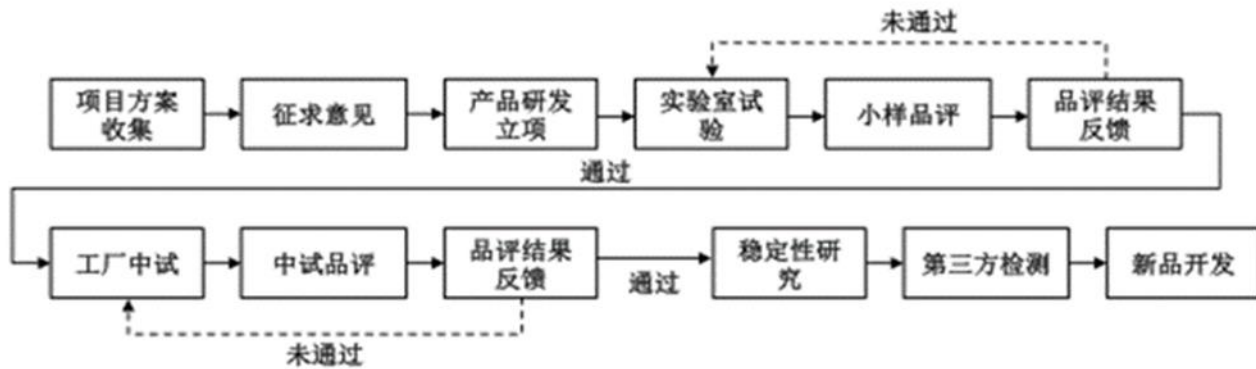
资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

图23： 2018 年度公司研发人员情况


资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

（二）成熟的新品开发流程与产品更新机制。公司从开发立项、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。同时，建立了成熟的产品更新迭代机制，根据消费者的反馈不断完善公司产品品类，以保证公司的产品布局符合市场需求发展趋势，兼顾产品的多元化和精品化。

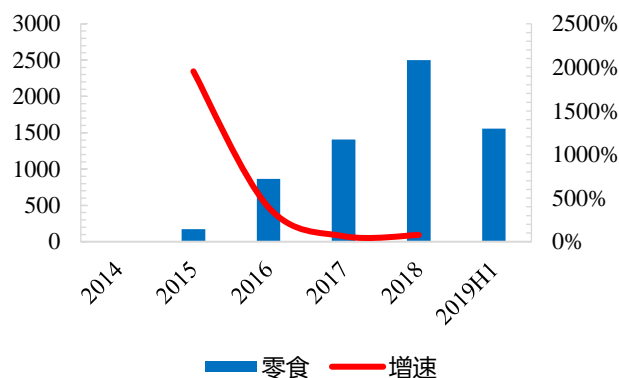
图24： 三只松鼠产品开发流程图



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

例如，公司在坚果领域取得竞争优势后，迅速开拓零食市场。目前零食系列单品数量超过 440 种，形成多种产品组合，营收快速增加。截至到 2018 年末，零食品类收入达到 24.99 亿元，营收占比 35.69%，成为公司第二大品类。2016-2018 年，公司的三大爆款产品猪肉脯、手撕面包及乳酸菌面包收入占品类比重已经接近 10%。

图25： 零食类产品营业收入及增速（单位：百万元）



资料来源：wind、新时代证券研究所

(三) 细分研发方向，为品类爆品奠定基础。公司之所以能够持续推陈出新，打造出如每日坚果、巨型零食、氧气吐司等亿元爆品，其基础建立在公司不断分析消费者反馈，针对不同的产品品类，分别制定开发方向的开发机制上。

表2： 公司部分产品开发方向

产品	产品开发方向	产品开发技术示例
坚果	产业链各个环节提升产品品质	<ul style="list-style-type: none"> 坚果品种调查及差异化研究，包括外形、生长环境、果肉品质、营养成分、活性物质等 原料贮存期关键影响因素研究 混合果仁类坚果的研究与开发
花茶	茶产品创新及茶品类消费方向研究	<ul style="list-style-type: none"> 茶叶品质稳定性研究 基于年轻化的休闲茶产品的开发研究 茶叶包装形式的创新研究

产品	产品开发方向	产品开发技术示例
		<ul style="list-style-type: none"> 茶类微创新产品的开发
零食	品类和产品快速开拓	<ul style="list-style-type: none"> 国内外休闲食品的分类调研 地方特色美食调研及具有家乡味道的休闲食品开发 健康、平衡膳食的功能性休闲食品的开发 天然、健康休闲产品的研究开发 基于现有休闲产品的加工方法、食用方法、产品造型或包装概念的创新性研究

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

(四) 完备的全产业链内部质控体系是保障产品品质的基础。公司将产品品质控制作为业务发展的内核，并视其为公司构建品牌优势及实现长远发展的根本。公司还借助云质量信息化平台对产业链各环节进行有效控制，实现质量全程可追溯。

(1) 在全产业链垂直业务模式下，质控深入到每一个生产环节，确保产品质量。加强硬件、人员等各方面质控投入，健全在原材料采购、食品检测、储存、运输等各个环节建立产品质量及食品安全的内控制度并有效执行。

(2) 成立专业质检子公司“中创检测”，质控人员入驻委托加工厂监督，以实现对产品进行批批检测。在供应端，公司建立《松鼠伙伴质量与食品安全管理标准》实施供应商的严格准入与绩效评估机制。针对委托加工厂商，公司通过委派质量控制人员驻场以监督生产流程，使进入公司供应链的产品能够符合公司的标准要求。

图26： 公司质量控制流程体系



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

表3： 驻场人员的总计驻场时间与费用支出

时间	驻场时间总计 (人天)	费用支出总计
2016 年	3255	653026.43
2017 年	2341	790220.59
2018 年	2620	977346.38

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

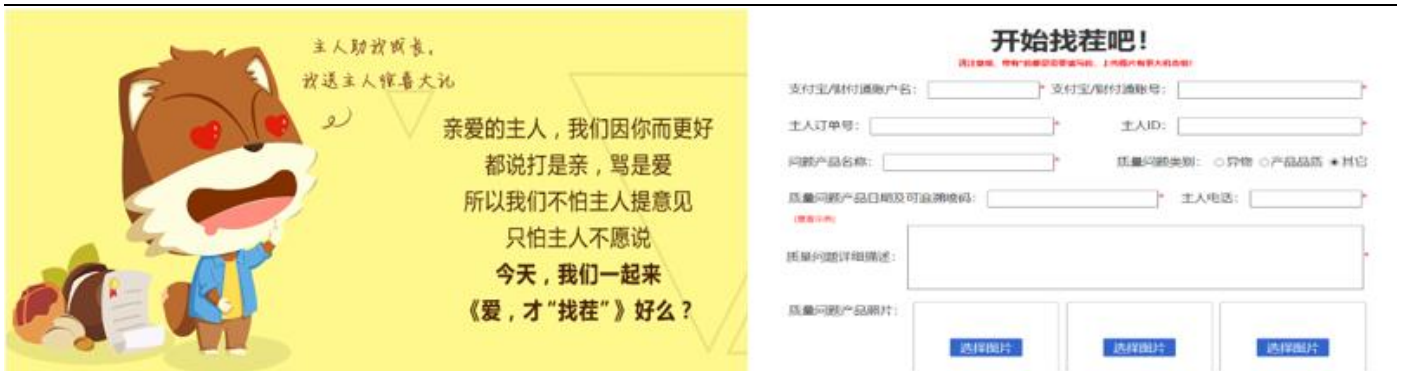
3.1.3、以“三只松鼠”品牌 IP 的差异化营销策略优势

品牌具象化、人格化的 IP 优势：公司品牌具象化为三只松鼠动漫角色（“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”），并赋予鲜明的性格特征，分别代表了不同的产品品类——“松鼠小酷”冷静理智、个性沉稳的特点代表坚果品类；“松鼠小贱”热情单纯、乐观随性的特点代表零食品类；“松鼠小美”优雅温柔、外柔内刚的特点代表花茶品类——以 IP 化推动品牌多元发展。三只松鼠具象化、人格化，增强了消费者的品牌感知度和认可度，相较于竞品，已经成为独一无二的品牌 IP。

图27： 三只松鼠动漫形象

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

“以客户为Owner”的企业文化：公司以“让天下主人爽起来”为使命，时刻践行“超越主人预期”价值观，极大的创造产品与服务本身以外的体验：如公司客服人员的“主人”称谓、随包附送配套物品（如果壳袋、开箱器、湿纸巾等）。同时，公司设立云体验销售中心，作为专职客户服务部门，负责售前及售后管理等工作职责，与消费保持密切的沟通，搜集消费者的意见、建议以及投诉，形成了高效的反馈机制，切实提升公司整体的客户服务水平，为消费者提供最优质的客户体验。

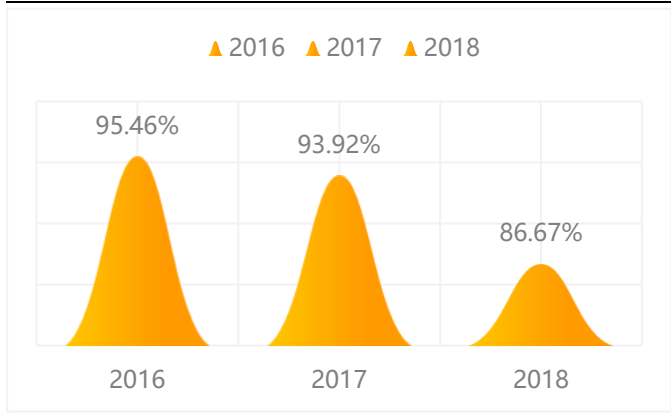
图28： 售后服务中的“主人”文化

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

3.1.4、线上渠道优势显著，致力于构建“一主两翼三侧”立体渠道体系

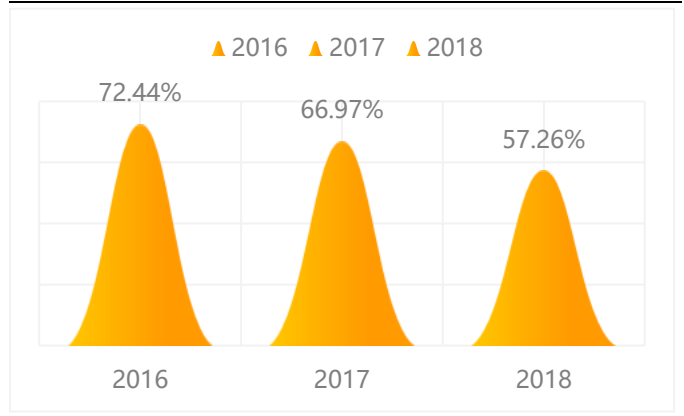
(一) 线上渠道销售贡献 80% 以上，且行业领先优势明显。公司 2016-2018 年线上收入分别占比 95.46%、93.92%、86.67%，其中天猫商城营收占比分别为 64%、53%、47%。根据天猫商城统计数据，公司 2016 年、2017 年及 2018 年在天猫商城渠道的成交额均位列“零食/坚果/特产”品类成交额的第 1 位。

图29： 2016-2018 年三只松鼠线上收入占比



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

图30： 2016-2018 年三只松鼠天猫收入占比



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

注：公司线上销售模式主要分为三种：B2C 模式、统一入仓模式及自营 App 模式。

(1) 在线 B2C 模式：以入驻第三方平台开设自营品牌旗舰店的模式进行合作，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。

(2) 统一入仓模式：主要面向天猫超市和京东自营，即直接向合作平台发货，由合作平台向消费者销售、发货及收款，类似与寄售。

(3) 自营手机 APP：公司于 2015 年上线自营手机 APP，方便消费者通过移动互联网随时随地下单购买，目前用户 ID 数量已超过 9000 万人，最高单月含税销售额已突破 1600 万元，成为线上渠道的重要组成部分。

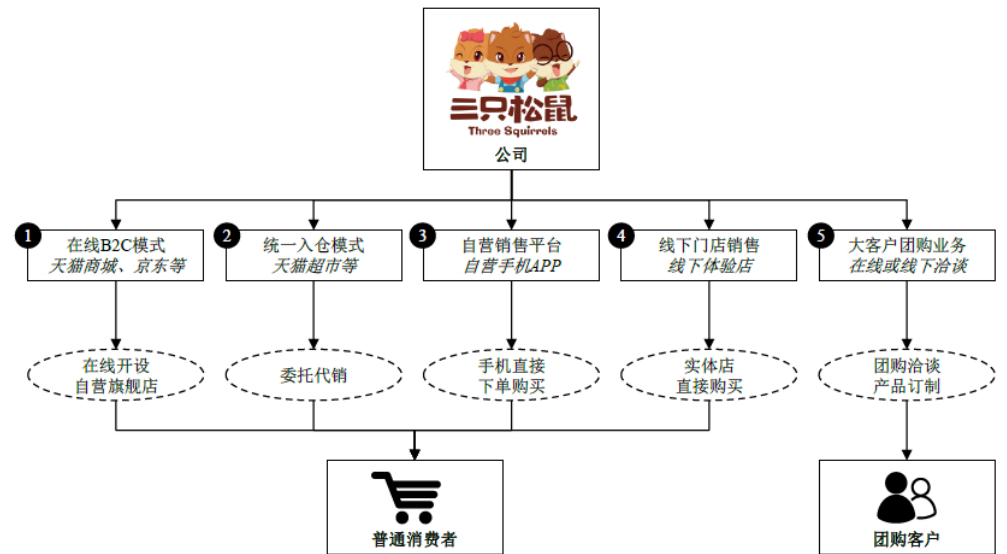
表4： 公司于各主要第三方线上平台的合作模式

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

资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

(二) 为提升消费者服务体验，致力于搭建“一主两翼三侧”立体渠道体系：以电商平台为主，线下松鼠投食店和松鼠联盟小店为两翼，社交电商、新分销和松鼠小镇（建设中）为三侧，通过这种渠道模式实现对消费者深度覆盖。

图31： 三只松鼠“一主两翼三侧”的立体渠道体系图

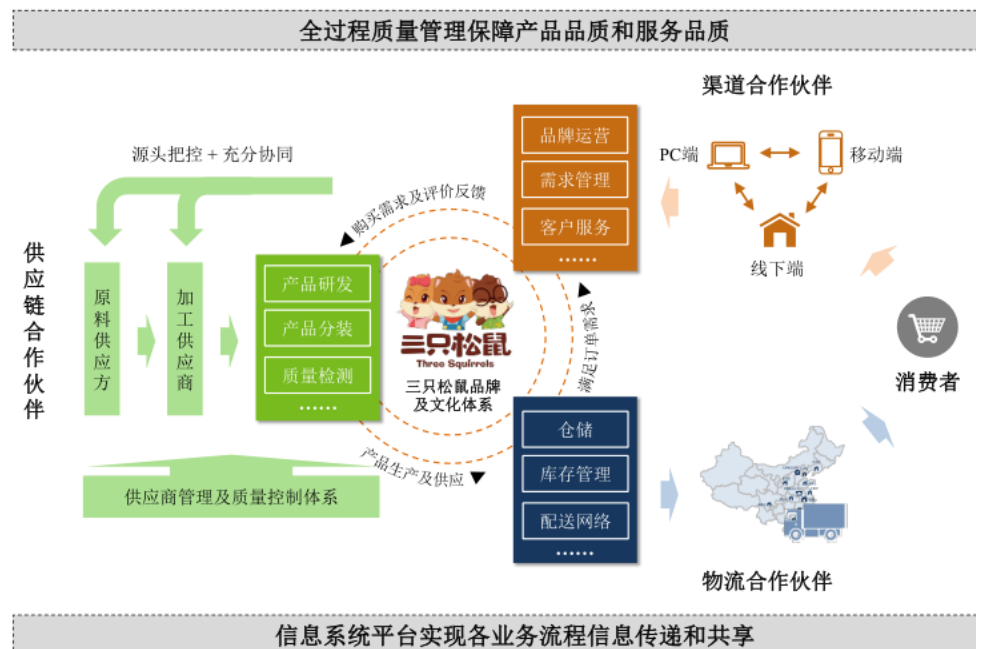


资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

3.1.5、 重度垂直经营模式是机制保障——供应链前置

（一）重度垂直的业务模式，全程品质保障。通过信息化管理模式，深度参与到从原材料采购到终端配送的多个环节，对采购入库、加工、订单处理、仓储库存、售后服务等环节进行监控，有效把控食品质量安全。对运营、研发、质检、销售和服务等核心环节重点把控，对加工和配送等非核心环节，采取整合优势资源进行外包方式，搭建休闲食品产业链生态平台。

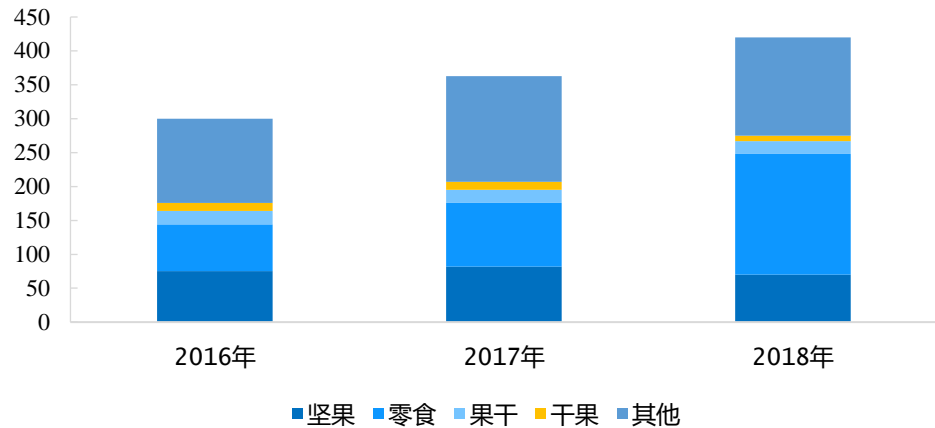
图32： 公司重度垂直的经营模式



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

（1）采购环节着力提升供应商质量。通过资质初审、现场审核、入场培训、年度考核、淘汰机制等手段，对每年评估不佳的供应商进行淘汰，使得供应商质量提升，建立了稳定的采购渠道。2016年、2017年及2018年，公司合作供应商数量分别为300家、363家、420家，主要合作供应商保持稳定。

图33： 公司不同品类供应商具体分布情况（单位：家）



资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

(3) 物流环节坚持核心环节自主控制。公司对于物流环节采取核心环节自主把控（例如调拨），非核心环节外包合作（例如快递配送）的方式，以保障公司对于全国市场范围内产品配送需求的快速响应能力和客户服务水平。**截止2018年底**，公司在全国各地拥有**9个配送中心或城市仓**，**16个外包协作仓**，链接上游制造商，建立密切合作，可实现日处理**220万订单**。

图34： 三只松鼠城市仓分布及货品流转示意图

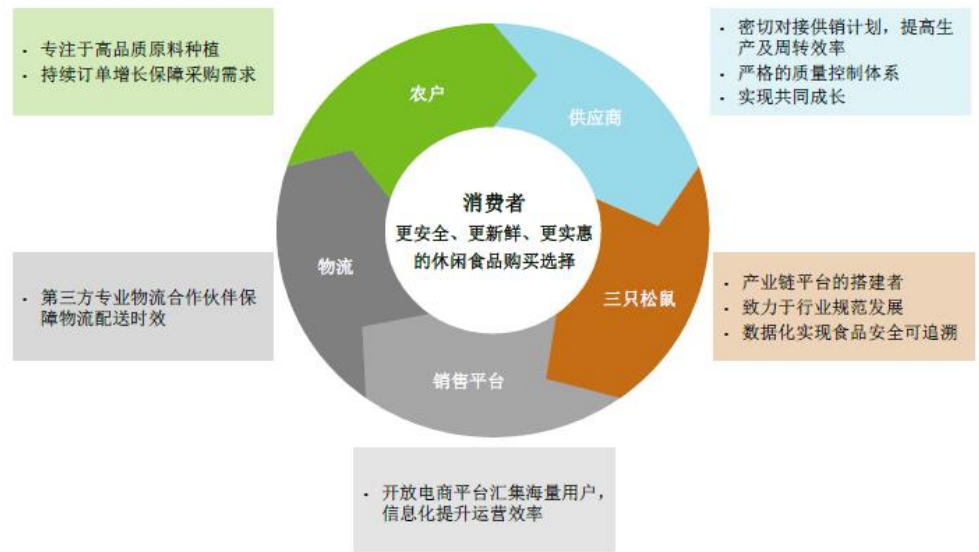


资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

(二) 供应链前置，保障原料高品质、供给渠道稳定性与成本优势。

公司与上下游合作商密切合作，将农户、供应商、电商平台、物流公司紧密联系起来，共同建立互联网新农业生态圈。在避免重资产、低运营效率等缺点的同时，对上下游管控及议价能力加强，精细化运营各环节，以更低的成本获得更好的成效，实现合作共赢。公司也在探索零售、制造一体化，构筑全新的商业模式，跑通业务链条全部环节，加快从电商品牌向数字化供应链平台企业转型。

图35：三只松鼠的共建互联网新农业生态图



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

3.2、劣势分析 (Weaknesses)：产品同质化竞争严重+线下渠道薄弱

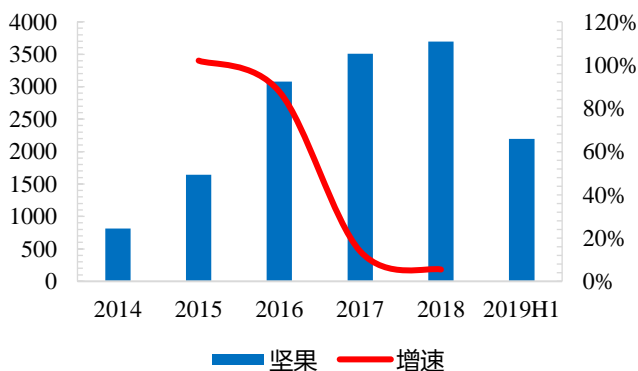
3.2.1、“坚果类”产品同质化竞争激烈，拖累公司毛利率提升速度

(一)“坚果类”产品原料高度趋同(如碧根果、夏威夷果、开心果、巴旦木等)，因客单价较高、加工环节较少、方便运输、易于存储的特点，成为休闲食品的重要品类，是商家理想的引流产品，也是竞争的主要品类。

公司以坚果品类发家，目前坚果单品数量超过90种，坚果类营收占比由2014年的87.88%下降至2019H1的48.66%，依赖度较高。2014年以前毛利率为22.75%截止至2019H1，坚果类毛利率为33%。

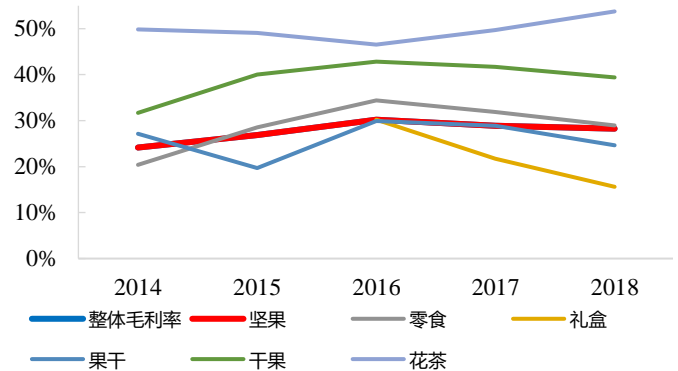
对比三只松鼠、良品铺子和好想你(于2016年收购百草味)产品结构，良品铺子各品类营收贡献较为均衡，2018H1坚果占比20.73%，逐步降低对坚果品类的依赖；好想你主要以红枣、果干为主，收购百草味后，坚果贡献营收达43.78%。

图36：坚果类产品营业收入及增速(百万元)

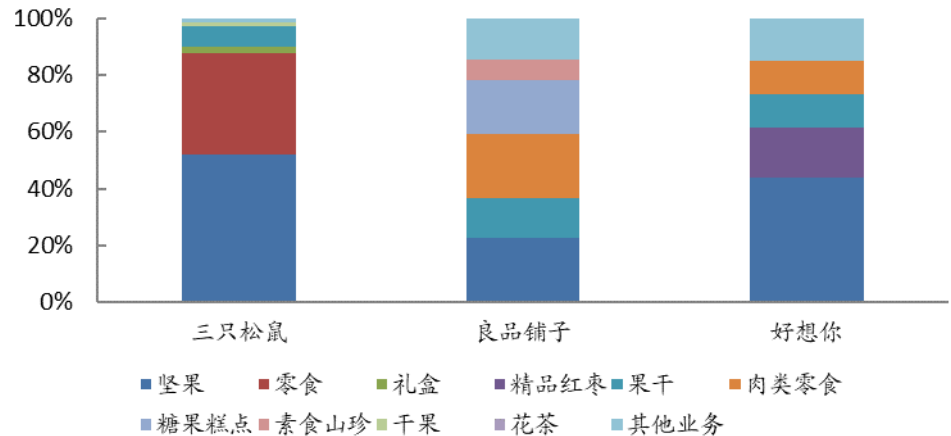


资料来源：wind、新时代证券研究所

图37：坚果类毛利率拖累公司毛利率提升速度



资料来源：wind、新时代证券研究所

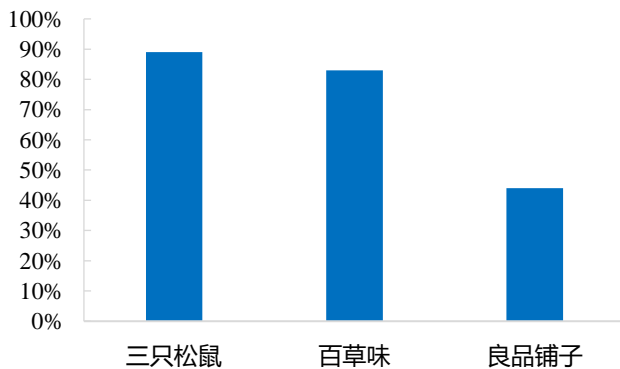
图38： 2018年三只松鼠、良品铺子、好想你主营构成占比情况

资料来源：Wind、新时代证券研究所

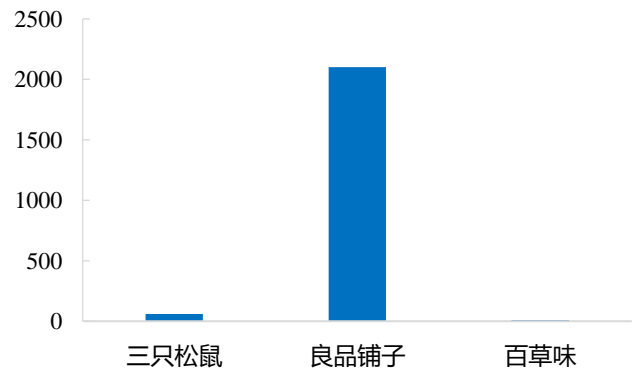
注：良品铺子为2017年度数据，三只松鼠与好想你为2018年度数据

3.2.2、线下渠道相对薄弱，营收贡献仍较小

从销售渠道来看，三只松鼠和百草味以线上渠道为主，良品铺子以线下连锁专卖店为主，2018年三者线上收入占比分别为89%、83%和44%。良品铺子靠线下连锁专卖店起家，到2018年已有线下门店约2100家，并在线上拓展，推进全渠道融合；百草味2017年重启线下，计划2019年开设10家线下门店。

图39： 2018年三只松鼠、良品铺子、百草味线上收入占比 (%)

资料来源：公司公告、招股说明书、新时代证券研究所

图40： 2018年三只松鼠、良品铺子、百草味线下门店对比 (家)

资料来源：公司公告、招股说明书、新时代证券研究所

3.3、机会分析 (Opportunities)：行业集中度低+线上渗透率在加速+ 线上线下游融合趋势

3.3.1、休闲食品破万亿，CR3仅23%左右

从产业链层面来看，休闲食品电商企业预期将不断通过产业链整合获取更多的价值点，构筑竞争壁垒，电商企业不断进入生产、物流、金融等产业链各环节。与此同时，企业规模、品牌知名度及市场地位的提升也使电商企业在整个休闲食品产业链中的话语权不断增强。从产品层面来看，坚果、零食等休闲食品品类迎来发展机遇。而零食产品由于品类众多，能够满足消费者的多元化需求，市场潜力巨大。

3.3.2、线上渗透率在加速提升，农村市场+海外市场的机会

据艾瑞咨询预测，中国网购市场整体交易规模 2020 年将达到 10.8 万亿元，占社会消费品零售总额的比例将达到 21.9%，其中食品饮料等细分领域预计将会进一步向电商渠道渗透。国内市场方面，二、三线城市以及农村市场仍有显著的发展潜力。根据贝恩公司 2018 年中国购物者报告，二、三线城市的电商渗透率与一线城市相比仍存在 2 至 3 年的差距，在未来发展过程中，休闲食品电商将不断通过区域拓展及模式创新实现渠道下沉；海外市场方面，由于电商模式不受时间和地域限制，休闲食品的地域界限逐渐模糊，海外采销预计将成为休闲食品电商企业竞争的另一焦点。

3.3.3、紧抓线上线下渠道融合趋势，加速开设投食店、松鼠联盟小店

（一）投食店、松鼠联盟小店是品牌推广、产品体验的重要枢纽。公司拓展线下零售市场的主要模式为松鼠投食店、松鼠联盟小店和阿里零售通平台。

（1）松鼠投食店作为直营门店，主要服务绝大多数大众家庭，持续不断的推动和探索符合于主人的产品需求和体验。一般面积为 200-300 平米，主要开在大型商场，注重顾客消费体验。

（2）松鼠小店是新零售赋能创业平台，以“助力年轻人创业，让天下没有难开的零食店！”作为平台使命。松鼠小店一般面积在 60 平方米左右，主要定位为城市广场和街边店，以社区文化提高消费粘性。

图41： 松鼠小店



资料来源：三只松鼠小店公众号、新时代证券研究所

（二）线下开店对营收弹性贡献提升，2019H1 线下收入约 5 亿元，占比由 2016 的 3%提升至 11%。2019H1 投食店平效 1.75 万元，营业收入 2.14 亿元，较上期增长 91.16%，净利润 0.16 亿元，同增 72.09%；联盟小店平效 2.09 万元，营业收入 0.59 亿元。截止 2019 年底，投食店开设 108 家，2020 年开店目标为 200-250 家；松鼠小店开业 228 家，预计 2020 年将突破 1000 家，预估盈利回收期一般在 1-1.5 年。

3.4、威胁分析 (Threats): 竞争加剧拖累利润增速+原料采购受国际因素扰动

3.4.1、竞争加剧拖累利润增速

休闲食品领域涌现出越来越多的自有品牌或第三方品牌电商,而一些传统休闲食品生产及线下零售企业也开始拓展互联网销售渠道,加剧了市场竞争的激烈程度,未来或对公司市场占有率及经营业绩存在不利影响。公司线下领域竞争对手主要为良品铺子和来伊份,良品铺子主要在江西湖南湖北,而来伊份主要在苏南和上海,其他的竞品对线下格局的影响不大,公司并无全国化的线下竞争对手。

图42: 零食品类竞争加剧



资料来源: 新时代证券研究所整理

3.4.2、原料采购受国际因素扰动

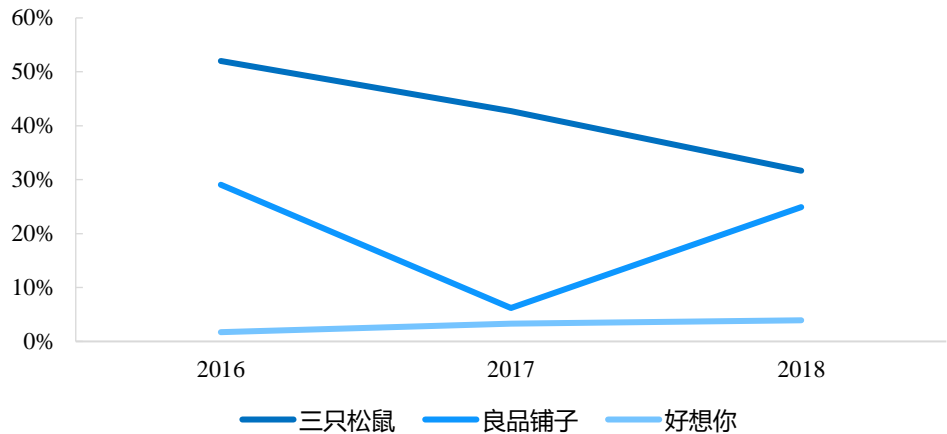
中美贸易摩擦作为外部环境变化,对原材料价格产生影响。公司的采购来源包括国内及海外渠道,其中海外采购需求主要以碧根果、巴旦木、夏威夷果、开心果等坚果类产品原材料为主,国内采购需求则主要以经加工的坚果、干果、果干及各类零食产品为主。为应对美国对从中国进口的商品加征关税的措施,我国对原产于美国的坚果类产品先后三次加征关税,部分坚果品种进口关税将大幅上升。此外,受中美贸易摩擦的影响,人民币对美元汇率大幅波动,对公司对外进口坚果原料的成本造成较大影响。

公司于2014年5月份成立了国际贸易组,负责与国内外的供应商及贸易商建立联系并开展合作,同时对市场行情进行密切跟踪,作为采购决策的重要支持。公司坚果原材料进口也可从美国转向南美国家,以降低原材料价格波动的影响。此外,公司不断加大零食占比,以降低坚果价格变化的扰动。

4、财务分析：高 ROE 源于轻资产经营和高周转率

ROE 水平高于可比公司，盈利能力强。在线上休闲零食领域，三只松鼠的 ROE 水平远高于其他可比公司，2018 年平均 ROE 为 31.66%。接下来我们从销售净利率、资产周转率、杠杆比率三方面来分析三只松鼠高 ROE 的原因。

图43：三只松鼠 ROE 高于行业内可比公司

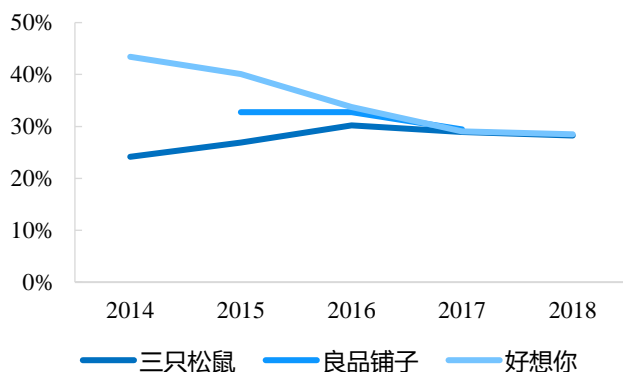


资料来源：Wind、新时代证券研究所

(1) 销售净利率：

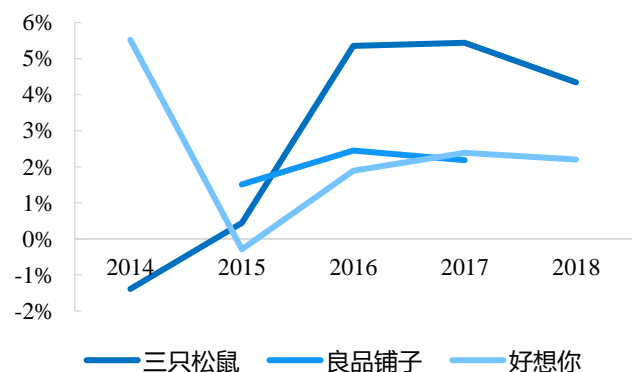
毛利率与可比公司持平，净利率高于行业水平。2018 年公司毛利率为 28%，与可比公司良品铺子和好想你持平。2014-2016 年，公司毛利率稳步提升；2017-2018 年市场竞争加剧，再加上公司入仓模式占比提升，需要实施促销策略和给予平台商较大的折扣，毛利率下降，但是费用控制得当，净利率仍处于行业较高水平。2018 年净利率为 4%，高于其他线上休闲食品可比公司。但行业整体净利率偏低，未来仍有提升空间。

图44：三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年毛利率比较



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图45：三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年净利率比较

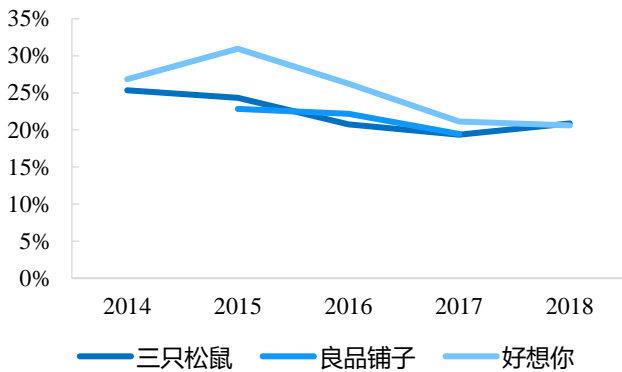


资料来源：Wind、新时代证券研究所

费用管控优于可比公司。三只松鼠 2018 年期间费用率为 22.84%，显著低于良品铺子的 25.83%和好想你的 25.49%。随着入仓模式占比提升和品牌成熟度越来越高，公司销售费用率逐年下降。2018 年平台服务费率提高到 17.03%，以及公司为推广新品对新爆款单品采取单件包邮增加了运输费，导致 2018 年公司销售费用率上升至 20.86%。2016 年公司增加计提股权激励费用，管理费用率相比其他年较高，

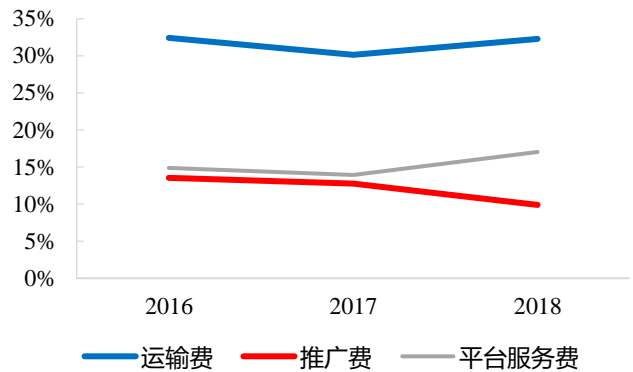
其他年度，管理费用率逐年下降。相比其他公司，公司财务费用率处于较低水平。2018年为-0.13%。

图46：三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年销售费用率比较



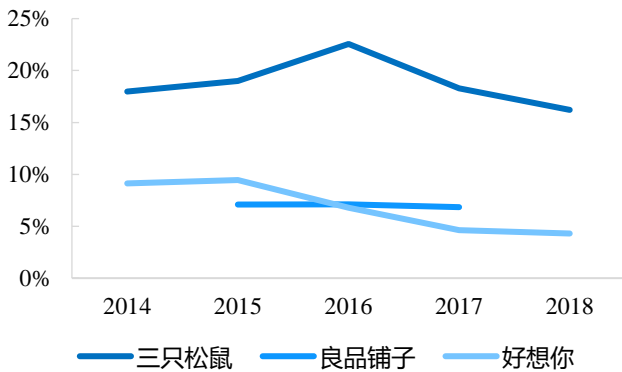
资料来源：Wind、新时代证券研究所

图47：三只松鼠 2016-2018 运输费、推广费、平台服务费比较



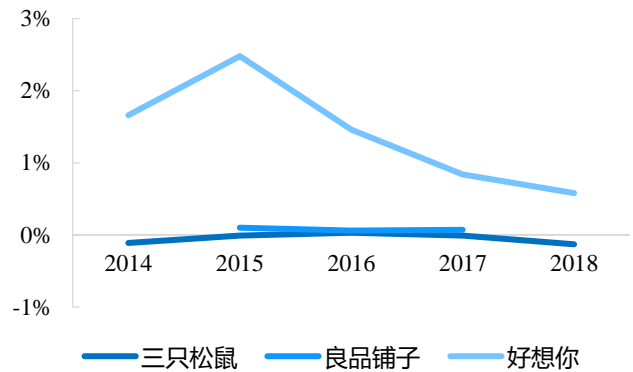
资料来源：招股说明书、新时代证券研究所

图48：三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年管理费用率比较



资料来源：Wind、新时代证券研究所

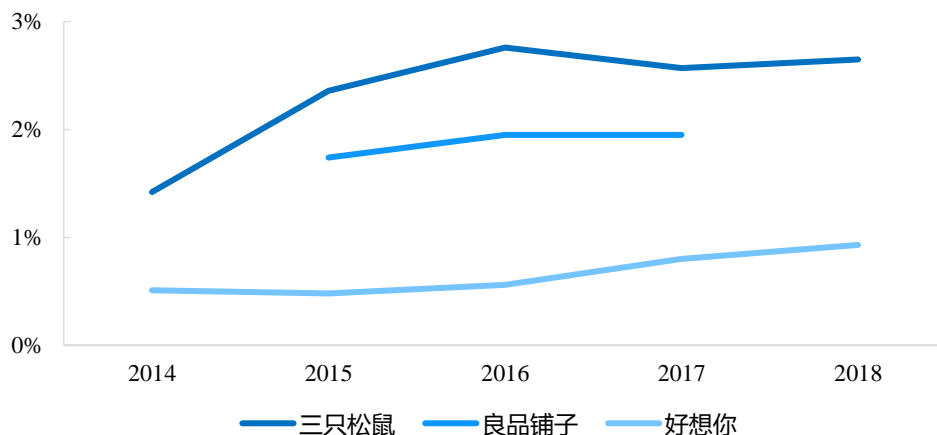
图49：三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年财务费用率比较



资料来源：Wind、新时代证券研究所

(2) 资产周转率：

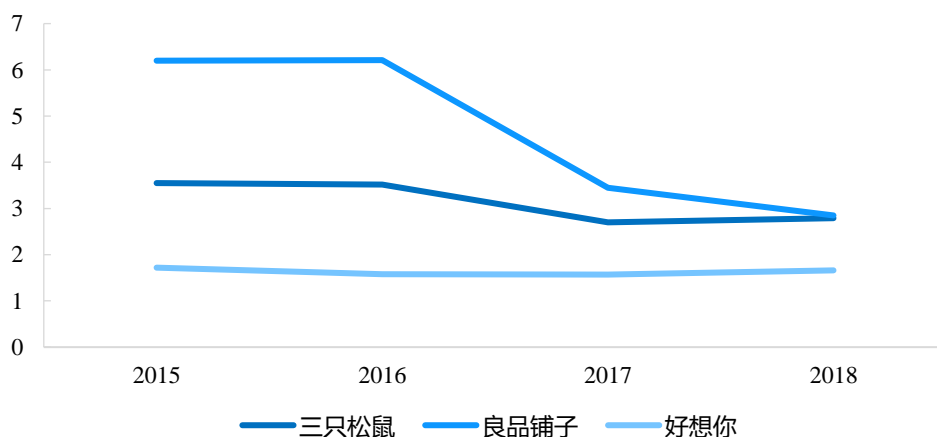
资产周转率高于可比公司，营运能力凸显。公司资产周转率高于行业可比公司，在 2018 年达到 2.65 次。公司线上占比较高，享受电商高周转的业务模式红利，较高的资产周转率亦显示出其较强的营运能力。

图50： 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年总资产周转率比较

资料来源：Wind、新时代证券研究所

(3) 杠杆比率

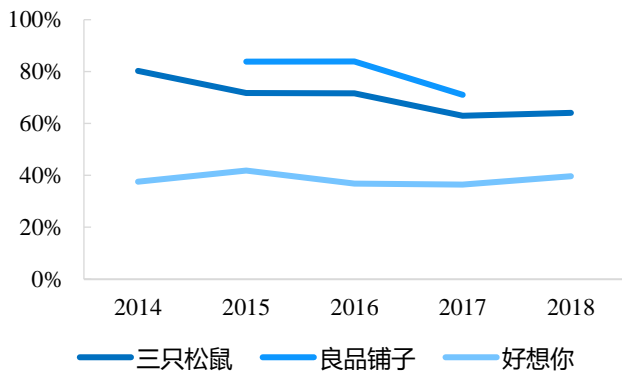
权益乘数较大，财务杠杆率较高。三只松鼠权益乘数 2015-2017 年高于可比公司，2018 年回落至 2.79，与良品铺子持平，仍高于好想你，这反映出公司向外部融资的财务杠杆倍数越大。进一步地，我们看到公司资产负债率较高。

图51： 三只松鼠、良品铺子、好想你 2015-2018 年权益乘数比较

资料来源：Wind、新时代证券研究所

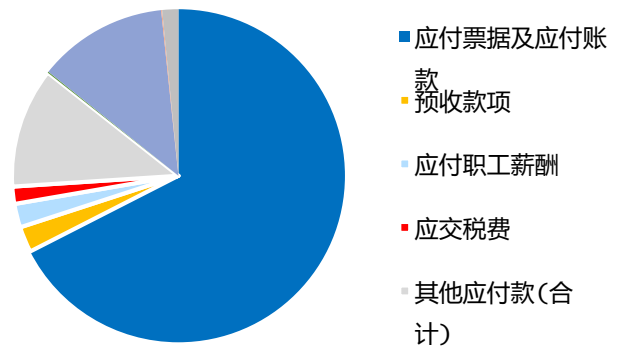
轻资产经营模式，资产负债率较高。三只松鼠在轻资产为主的经营模式下资产负债率较高，在 2018 年达到 64.10%，应付账款加应付票据占负债总额达到 67.48%，这可能是年末集中备货，导致应付票据和应付账款多，这是休闲食品行业由于季节性明显而大都存在的特征。

图52： 三只松鼠、良品铺子、好想你 2014-2018 年资产负债率比较



资料来源：Wind、新时代证券研究所

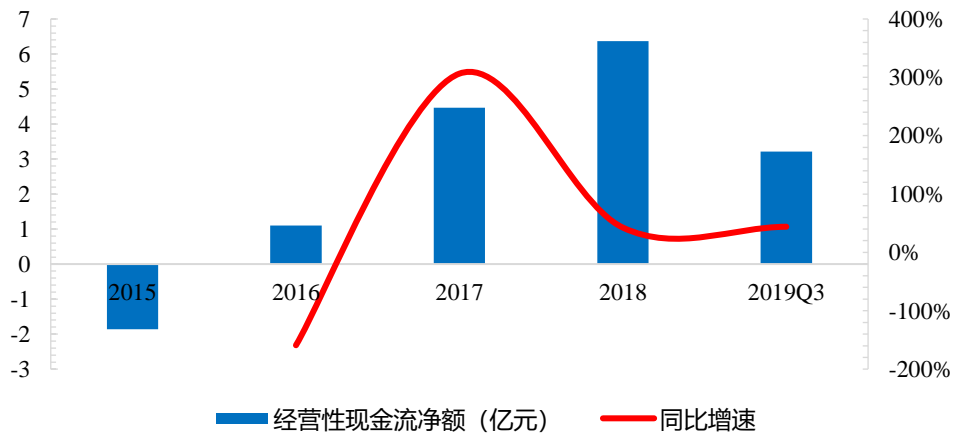
图53： 三只松鼠各项负债所占比例



资料来源：Wind、新时代证券研究所

现金流充足，经营性现金流逐年好转。近年公司经营性现金流随着规模的扩大有明显好转，由 2015 年的-1.86 亿元逐渐好转至 2018 年的 6.37 亿元。2019 年前三季度经营性现金流同比减少 44%，主要是由于销售规模扩大导致购买商品与劳务支付现金流增长。

图54： 三只松鼠经营性现金流逐年向好



资料来源：Wind、新时代证券研究所

5、盈利预测与估值

从坚果到休闲食品全品类，三只松鼠已然驶入万亿休闲食品赛道。公司“以用户为中心”经营理念深入骨髓，依靠互联网思维快速迭代产品，以电商渠道为抓手，注重消费口碑积累，培育消费粘性，同时在供应链端优势显著。公司积极推进“全品类、全渠道、全下沉”的休闲食品大战略，线上龙头地位稳固，市占率达 11.21%，未来线下投食店等门店扩张将贡献较高收入增量，我们认为未来三年营收增速有望保持在 20% 以上。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.60/3.30/3.96 亿元，对应 EPS 分别为 0.65/0.82/0.99 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 89.4、70.5 和 58.7 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表5：分业务收入预测（单位：百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
坚果	3,078.24	3,505.45	3,696.30	4139.86	4471.04	4784.02
YOY	86.75%	13.88%	5.44%	12.00%	8.00%	7.00%
零食	864.07	1,408.54	2,498.58	4497.44	7195.91	10793.87
YOY	393.73%	63.01%	77.39%	80.00%	60.00%	50.00%
礼盒	24.88	75.15	187.20	411.84	741.31	1260.23
YOY		202.05%	149.10%	120.00%	80.00%	70.00%
果干	293.18	415.08	492.76	591.31	680.01	768.41
YOY	216.03%	41.58%	18.71%	20.00%	15.00%	13.00%
千果	117.86	113.30	98.11	98.11	98.11	98.11
YOY	9.33%	-3.87%	-13.41%	0.00%	0.00%	0.00%
花茶	30.18	12.25	4.25	4.25	4.25	4.25
YOY	28.97%	-59.41%	-65.31%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	14.28	23.00	22.78	22.78	22.78	22.78
YOY		61.06%	-0.96%	0.00%	0.00%	0.00%
其他主营业务	0.02	1.41	1.21	1.21	1.21	1.21
YOY		6950.00%	-14.18%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	4,422.70	5,554.19	7,001.17	9766.80	13214.63	17732.87
YOY	5.34%	25.58%	26.05%	39.50%	35.30%	34.19%

资料来源：wind，新时代证券研究所

表6：可比公司估值

公司	总市值(亿)	现价	EPS			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
好想你	44.19	8.57	0.32	0.38	0.46	26.94	22.11	18.50
洽洽食品	172	34.00	1.07	1.26	1.47	32.12	27.34	23.42
盐津铺子	50.40	39.25	0.95	1.40	2.05	42.56	28.96	19.86
绝味食品	236	38.70	1.31	1.57	1.85	29.81	24.82	21.00
平均	-	-	-	-	-	32.86	25.81	20.70
三只松鼠	232	57.97	0.65	0.82	0.99	89.5	70.6	58.7

资料来源：Wind，新时代证券研究所（除三只松鼠外均来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

原材料价格波动、食品安全风险、线上获客成本提升风险、线下开店目标受阻及成本超预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1789	2478	3127	4150	5124	营业收入	5554	7001	9767	13215	17733
现金	418	817	1068	1560	1914	营业成本	3948	5023	6964	9392	12526
应收票据及应收账款合计	140	304	316	522	602	营业税金及附加	31	32	40	58	83
其他应收款	20	27	39	50	69	营业费用	1075	1461	2206	3053	4149
预付账款	69	48	115	105	190	管理费用	102	113	205	304	461
存货	1088	1240	1546	1870	2306	研发费用	17	34	48	64	86
其他流动资产	54	43	43	43	43	财务费用	-1	-9	-31	-64	-70
非流动资产	393	618	765	932	1138	资产减值损失	7	8	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	4	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	266	255	392	538	712	其他收益	26	53	28	33	35
无形资产	64	114	132	151	173	投资净收益	6	6	4	4	5
其他非流动资产	59	245	238	239	249	营业利润	407	398	367	445	537
资产总计	2182	3096	3892	5082	6262	营业外收入	3	5	3	4	4
流动负债	1099	1702	2195	3083	3884	营业外支出	4	1	2	3	3
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	406	402	368	446	538
应付票据及应付账款合计	897	1339	1761	2421	3157	所得税	104	98	108	116	142
其他流动负债	202	362	434	662	728	净利润	302	304	260	330	396
非流动负债	275	283	284	290	313	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	254	250	251	257	280	归属母公司净利润	302	304	260	330	396
其他非流动负债	21	33	33	33	33	EBITDA	444	442	388	473	573
负债合计	1374	1985	2479	3373	4197	EPS(元)	0.75	0.76	0.65	0.82	0.99
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	360	360	401	401	401						
资本公积	50	50	50	50	50						
留存收益	398	702	936	1226	1562						
归属母公司股东权益	808	1112	1413	1709	2065						
负债和股东权益	2182	3096	3892	5082	6262						

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	447	637	300	656	556
净利润	302	304	260	330	396
折旧摊销	34	48	40	58	78
财务费用	-1	-9	-31	-64	-70
投资损失	-6	-6	-4	-4	-5
营运资金变动	111	288	34	338	156
其他经营现金流	7	12	-0	-0	-0
投资活动现金流	-182	-238	-184	-220	-279
资本支出	185	244	147	166	206
长期投资	4	6	-0	-0	-0
其他投资现金流	8	12	-37	-53	-73
筹资活动现金流	-266	-4	135	55	77
短期借款	-158	0	0	0	0
长期借款	0	-4	1	6	23
普通股增加	54	0	41	0	0
资本公积增加	-54	0	0	0	0
其他筹资现金流	-108	-0	93	49	55
现金净增加额	-0	394	251	492	354

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	25.6	26.1	39.5	35.3	34.2
营业利润(%)	28.8	-2.3	-7.8	21.4	20.6
归属于母公司净利润(%)	27.7	0.6	-14.5	26.8	20.2
获利能力					
毛利率(%)	28.9	28.2	28.7	28.9	29.4
净利率(%)	5.4	4.3	2.7	2.5	2.2
ROE(%)	37.4	27.3	18.9	19.8	19.6
ROIC(%)	46.5	53.5	39.1	67.0	71.9
偿债能力					
资产负债率(%)	63.0	64.1	63.7	66.4	67.0
净负债比率(%)	-17.9	-48.2	-52.7	-71.4	-74.0
流动比率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.7	2.8	2.9	3.1
应收账款周转率	33.3	31.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.4	4.5	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.76	0.65	0.82	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	1.61	0.75	1.64	1.39
每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.77	3.42	4.16	5.05
估值比率					
P/E	77.0	76.5	89.4	70.5	58.7
P/B	28.8	20.9	16.9	13.9	11.5
EV/EBITDA	52.0	51.4	58.1	46.7	37.9

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>