

中信证券研究部



薛缘
 首席食品饮料
 分析师
 S1010514080007



联系人：顾训丁

核心观点

公司为国内坚果炒货行业绝对龙头，品牌力&消费者服务&供应链垂直管控能力突出，考虑行业景气及公司领先优势，预计未来公司仍能维持较高增长。考虑到公司龙头优势及行业空间，给予目标价 28 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 创立七年，立足电商，打造坚果炒货第一品牌。公司为国内休闲食品领先品牌/坚果炒货龙头，成立仅七年便已连续五年位居天猫商城“零食/坚果/特产”类目第一。2018 年公司实现收入 70.01 亿元/净利润 3.04 亿元，四年 CAGR 分别为 66%/125%。从业务模式看，公司产品基本为 OEM 生产，渠道线上为主（占比 89%）/线下体验店&团购等渠道为辅，仓储物流通过自建及合作覆盖全国市场。

■ 万亿休闲食品市场，坚果景气格局清晰。休闲食品市场空间广阔，2019 年行业规模预计达 1.99 万亿。其中坚果炒货市场受益电商红利发展景气，2017 年坚果炒货产值 1214 亿元，五年 CAGR=14%。对比海外，目前国内人均消费量较小/散装占比高，未来包装坚果炒货市场望实现景气表现。从竞争格局看，伴随电商红利、树坚果需求增长，三只松鼠/百草味等电商坚果品牌迅速崛起，带动行业集中度逐步提升，2018 年包装坚果炒货 CR5 达 62.9%，其中龙头三只松鼠线上用户数&组合产品相比较多、节日表现尤为出众，2018 年市占率达 20.4%。

■ 立足“主人”文化，提供细致服务&高质产品。
 ①**品牌端**，享受电商红利迅速积累“三只松鼠”影响力，通过动画/绘本/周边等多元化渠道持续丰富品牌内涵。
 ②**服务端**，秉承“主人”文化注重服务细节，通过消费者数据积累叠加信息化技术支持精准把握消费者需求（累计购买用户超 9000 万人），并通过搭建产品经理管理制度&云体验销售中心，迅速反馈消费者需求&建议。
 ③**渠道端**，公司作为线上龙头流量优势突出，2018 年天猫商城独立访客超 4 万亿、销售 33.1 亿元，并打造自营 APP 积累粉丝。
 ④**供应链**，实现重度垂直模式，采购端搭建高质供应商团队（2018 年 420 个），产品全程质控（供应商考核/生产驻场监管/入库批批检测等），仓配搭建多层次仓储物流体系，日处理订单能力 220 万单。

■ 财务分析：盈利能力突出，营运表现稳健。盈利端，公司管理费用率处于行业较低水平（1.62%），使得公司净利润率处于行业领先地位（4.34%）。营运方面，整体能力处行业平均水平，2018 年存货周转 83 天/应收账款周转 11 天。

■ 风险因素：原材料价格波动；市场竞争加剧；电商增速放缓；产品质量风险。

■ 投资建议：预测 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88/1.04/1.24 元。根据 Wind 一致预期，好想你/洽洽食品对应 2020 年 23/22 倍 PE，考虑到公司龙头溢价及集中度持续提升，给予公司目标价 28 元，对应 2020 年 PE27 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

三只松鼠 300783

评级	买入（首次）
当前价	23.25 元
目标价	28 元
总股本	401 百万股
流通股本	41 百万股
52 周最高/最低价	23.25/21.14 元
近 1 月绝对涨幅	58.38%
近 6 月绝对涨幅	58.38%
近 12 月绝对涨幅	58.38%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554.19	7,001.17	8,757.98	10,596.71	12,690.30
营业收入增长率	26%	26%	25%	21%	20%
净利润(百万元)	302.02	303.86	352.01	416.74	495.98
净利润增长率	28%	1%	16%	18%	19%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.84	0.84	0.88	1.04	1.24
毛利率%	29%	28%	28%	28%	28%
PE (x)	28	28	26	22	19
PB (x)	10	8	5	4	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为年 7 月 15 日收盘价

目录

创立七年，立足电商，打造坚果炒货第一品牌	1
休闲食品领先企业，坚果炒货第一品牌	1
业务模式：OEM 生产为主，线上为主多渠道布局	2
股权结构：章燎源先生为公司实际控制人	3
万亿休闲食品市场，坚果景气格局清晰	4
休闲食品：万亿空间广阔，各品类竞争格局各异	4
坚果炒货：线上红利&消费升级拉动，竞争格局变革中逐步稳定	6
龙头经营对比：把握渠道变革&品类转换机遇	8
立足“主人”文化，提供细致服务&高质产品	13
品牌：尽享电商红利，沉淀品牌知名度，逐步丰富品牌形象	13
服务：秉持“客户至上”理念，搭建成熟客户服务体系	14
渠道：立足线上，实现多元渠道覆盖	15
供应链：深度垂直经营，实现全产业链追溯管理	16
财务分析：盈利能力突出，营运表现稳健	18
盈利能力：管理费用率较低，盈利能力突出	18
营运能力：存货管理逐步优化，应收账款周转稳定	20
募投项目：推进全产业链升级	21
风险因素	23
盈利预测	23
关键假设	23
盈利预测	23

插图目录

图 1：2014-2018 年公司营业收入及增速	1
图 2：2014-2018 年公司净利润	1
图 3：2014-2018 年公司主营收入产品结构	2
图 4：2018 年公司主营收入区域结构	2
图 5：公司销售体系	2
图 6：公司线上/线下模式收入	3
图 7：2018 年公司前五大客户销售规模	3
图 8：公司股权结构图	3
图 9：2004-2018 年中国包装零食行业规模及增速	4
图 10：2004-2018 年国内包装休闲零食规模	4
图 11：2018 年包装零食销售渠道结构	5
图 12：2012-2018 年包装零食分渠道零售增速	5
图 13：坚果炒货类别	6
图 14：2007-2017 年坚果炒货行业总产值及增速	6
图 15：2010-2018 年国内坚果行业零售规模	6
图 16：2004-2018 国内包装风味零食渠道结构	7
图 17：2004-2018 年国内包装风味零食零售增速	7
图 18：2016 年各国坚果人均消费量	7
图 19：2004-2018 年国内人均包装坚果消费额	7
图 20：2018 年国内包装坚果炒货市场前五大公司	8
图 21：2009-2018 年国内包装坚果炒货行业 CR5 变化	8
图 22：2018 年各公司主营收入构成对比	9
图 23：2014-2018 年三只松鼠坚果收入占比变动	9
图 24：2018 年三只松鼠及百草味线上收入主要构成	10
图 25：2018 年各家公司线上收入占比	10
图 26：2018 年龙头公司不同地区收入规模及占比	10
图 27：三家旗舰店关注用户数量	11
图 28：天猫旗舰店销售产品种类对比	11
图 29：201807-201906 天猫旗舰店月均销售额及单价对比	12
图 30：2019 年 6 月旗舰店销售额构成对比	12
图 31：2019 年 6 月成交产品价格结构（按照销售量统计）	12
图 32：2018.07-2019.06 天猫旗舰店月销量对比	13
图 33：2018.07-2019.06 天猫旗舰店月销售额对比	13
图 34：2012-2017 年中国网络购物市场交易规模	13
图 35：公司与第三方平台合作时间	13
图 36：公司品牌宣传途径	14
图 37：公司客服全程将消费者称为主人	14
图 38：公司随着包裹赠送的果壳袋、湿纸巾、封口夹等	14
图 39：人均消费频次及单次消费金额	15
图 40：各年均消费频次用户数	15
图 41：公司产品经理制度	15
图 42：云体验销售中心架构	15

图 43: 公司历年双十一表现	16
图 44: 公司线上交易用户数	16
图 45: 公司各类供应商数量	17
图 46: 公司分装产能	17
图 47: 三只松鼠质量控制流程.....	17
图 48: 2016-2018 年公司驻场人员驻场时间及费用支出.....	18
图 49: 2016-2018 年公司产品检测批次	18
图 50: 三只松鼠城市仓分部及货品流转示意图	18
图 51: 2014-2018 年同行业公司营业收入	19
图 52: 2014-2018 年同行业公司营业收入增速	19
图 53: 2014-2018 年同行业公司毛利率对比.....	19
图 54: 2014-2018 年同行业公司净利率对比.....	19
图 55: 2014-2018 年同行业公司销售费用率对比	20
图 56: 2014-2018 年同行业公司管理费用率对比	20
图 57: 2014-2018 年存货周转天数对比.....	21
图 58: 2014-2018 年应收账款周转天数对比.....	21
图 59: 公司 APP 项目模块功能.....	22
图 60: 公司规划物流配送体系.....	22

表格目录

表 1: 公司主要产品展示.....	1
表 2: 包装零食细分品类规模及竞争格局	5
表 3: 历年包装坚果炒货前五大公司主要业务及渠道	8
表 4: 行业内主要公司业务模式.....	9
表 5: 三家淘宝旗舰店近期经营情况.....	11
表 6: 2019 年 6 月相近产品均价对比, 标色的为相对低价的旗舰店.....	12
表 7: 公司前五大销售平台	16
表 8: 公司销售费用部分明细.....	20
表 9: 募集资金投资项目	21
表 10: 细分业务预测	23
表 11: 盈利预测表	24

■ 创立七年，立足电商，打造坚果炒货第一品牌

休闲食品领先企业，坚果炒货第一品牌

借力电商渠道发展，七年时间打造坚果龙头。公司是成立于 2012 年的一家休闲食品企业，公司主要通过互联网平台结合线下体验店的多元化渠道开展销售，产品覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食等多个休闲食品品类。成立仅七年，公司已经成为国内包装坚果炒货行业龙头，“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。2014 年起公司连续五年位列天猫商城“零食/坚果/特产”类目成交额第一名，2018 年公司在包装坚果炒货行业市占率达 20.40%，位居第一。

表 1：公司主要产品展示（百万元）

产品名称	坚果	零食	果干	干果	花茶	礼盒
产品内容	碧根果、夏威夷果、松子、开心果、巴旦木、腰果等	肉类即食品、糕点、烘焙类	芒果干、榴莲干	葡萄干及红枣制品	传统炒制茶叶以及菊花茶、大麦茶、柠檬片等泛植物类冲饮产品	精选组合热门坚果、干果、果干等单品组合
营业收入	3696	2499	493	98	4	187

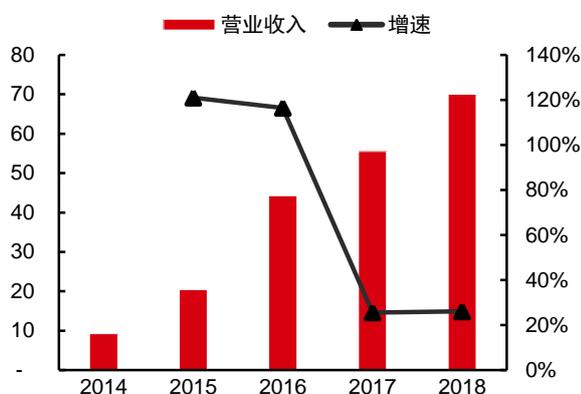
产品展示



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部 注：营业收入为 2018 年数据。

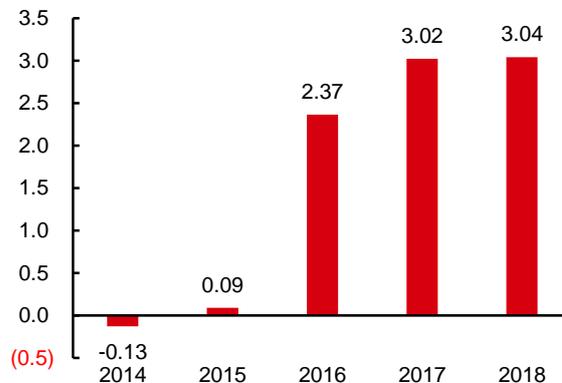
2018 年，公司实现营业收入 70.01 亿元、净利润 3.04 亿元。随着行业及市场的发展升级，公司的营业收入出现良好的增长势头，2014-2018 年公司营业收入和净利润的复合增长率分别为 66%和 125%。分品类看，2018 年公司的坚果系列、零食系列、果干系列产品的收入贡献占比分别为 52.97%、35.80%、7.06%；分地区看，公司销售以华东地区为主，2018 年华东销售占比 39.63%，华中和华南地区次之（分别占比 13.81%，13.71%）。

图 1：2014-2018 年公司营业收入及增速（亿元）



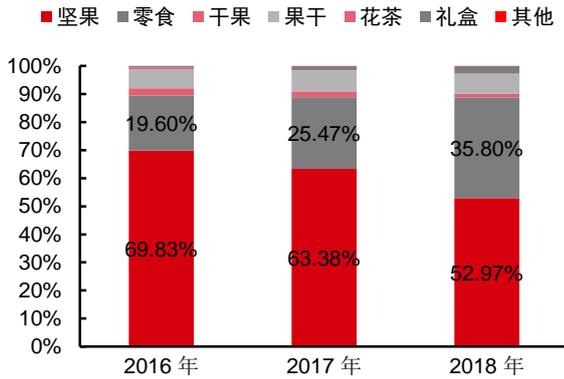
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 2：2014-2018 年公司净利润（亿元）



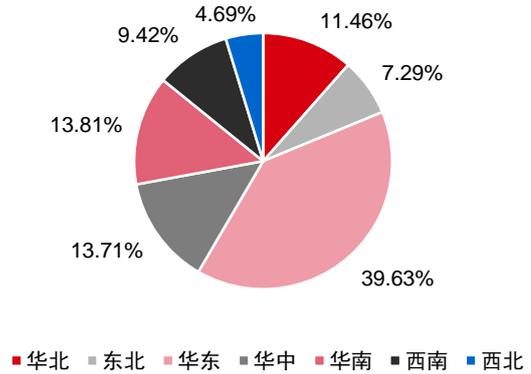
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 3：2014-2018 年公司主营收入产品结构



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 4：2018 年公司主营收入区域结构



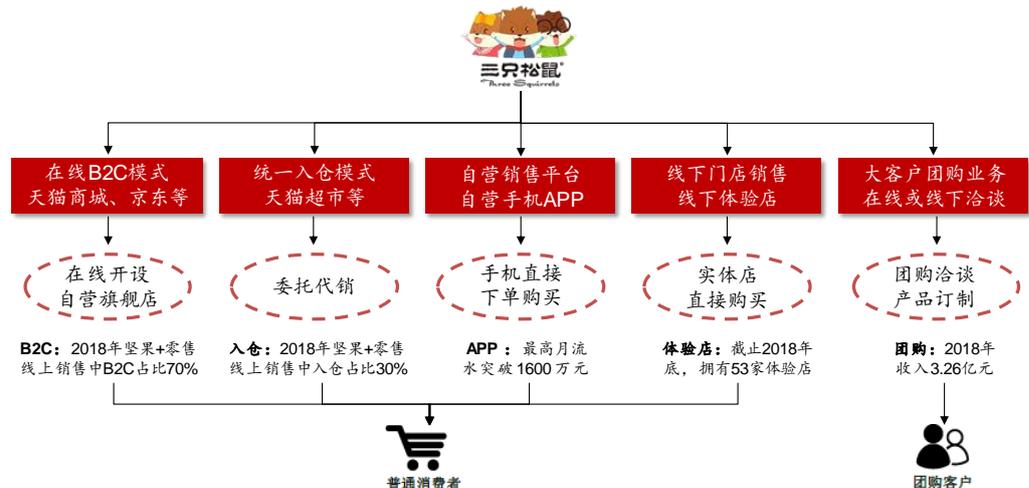
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

业务模式：OEM 生产为主，线上为主多渠道布局

生产加工主外包，质检分装严把控。对于坚果/干果类产品，公司主要通过委托第三方采购&加工，然后由公司进行质检分包，同时公司会直接在国外采购部分坚果原料。对于零食产品，公司直接委托第三方进行生产。截至 2018 年底，公司拥有分装产能 19.09 万吨，供应商 420 家。

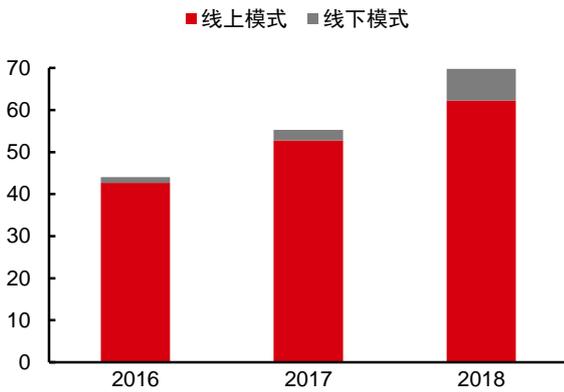
线上渠道为核心，团购及直营为辅。公司自线上渠道起家，后逐步开始拓展线下渠道。
 ①**线上渠道**，2018 年收入占比 89.24%，其中 B2C 模式，公司已经在天猫、京东等多个平台设立自营旗舰店，2018 年坚果+零售品类中 B2C 收入占比 59.41%；入仓模式，公司已经入驻天猫超市和京东自营等渠道，2018 年坚果+零售品类中入仓收入占比 27.72%。
 ②**线下渠道**，公司逐步拓展线下体验店、大客户团购渠道，从而实现线上线下联动的立体销售网络，2018 年线下销售占比 10.76%，截至 2018 年底，公司拥有 53 家线下体验店。

图 5：公司销售体系



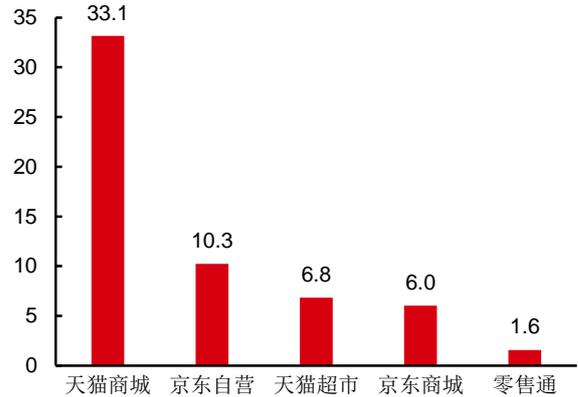
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 6：公司线上/线下模式收入（亿元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 7：2018 年公司前五大客户销售规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

配送实现全覆盖，物流系统提效率。截至 2018 年底，公司在芜湖、天津等地通过自有或租赁方式设有 9 个配送中心，在成都、广州等地通过与第三方仓配服务商合作建立了 16 个合作仓，并通过物流合作伙伴，实现了全国市场覆盖。在产品完成分装工序后，公司和第三方物流公司合作，向其他配送中心或城市仓进行货品运输调拨并入仓。对于无需公司进行分装的产成品，公司选择就近入仓，减少货品的在途时间及物流成本。

股权结构：章燎源先生为公司实际控制人

章燎源先生为公司控股股东及实际控制人。按照上市后股份计算，章燎源先生直接持有公司 39.97% 股份，同时通过燎原投资、松鼠投资中心间接控制公司 1.67%、1.76% 股份，合计控制公司 43.40% 股份。松果投资中心的股东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，合计持有松果投资中心 86.67% 股份。

图 8：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

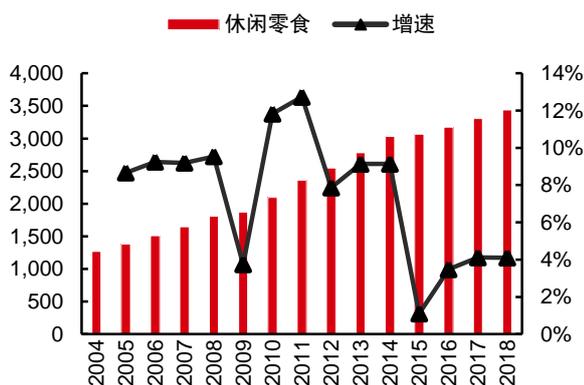
■ 万亿休闲食品市场，坚果景气格局清晰

休闲食品：万亿空间广阔，各品类竞争格局各异

休闲食品品类丰富，空间广阔。休闲食品行业包括的产品丰富、行业规模超万亿。根据中国食品工业协会的划分，休闲食品包括谷物休闲食品（烘焙类/膨化类/油炸类）、糖果巧克力、坚果炒货、熟制休闲豆制品、休闲素食蔬果、肉干肉脯、果冻、果脯蜜饯、西式甜点派及其他。根据中国食品工业协会统计，2019年预计休闲食品行业规模将达1.99万亿元，2015-2019年CAGR高达17%。

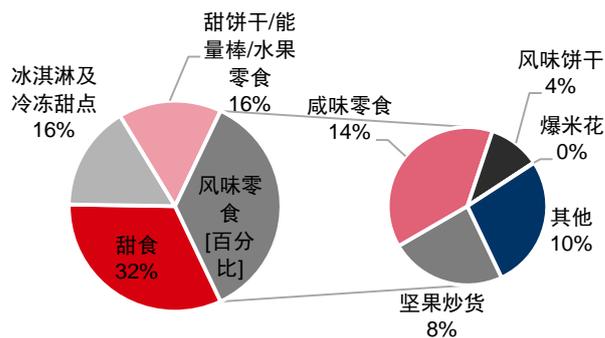
Euromonitor 主要将糖果巧克力、冰淇淋及冷冻甜点、风味零食、甜饼干/能量棒/休闲水果零食四大类归为休闲食品（零食）。根据 Euromonitor 统计，2018年国内包装零食行业规模达3441亿元，其中甜食、冰淇淋及冷冻甜点、风味零食、甜饼干/能量棒/水果零食分别占比32%、16%、36%、16%。从增长看，过去五年包装零食复合增速4.35%，四大品类CAGR分别2.04%、3.94%、7.02%、4.24%，风味零食成为过去五年包装零食的主要增长推动力，而风味零食中坚果炒货增速最高（10.7%）。

图 9：2004-2018 年中国包装零食行业规模及增速（亿元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

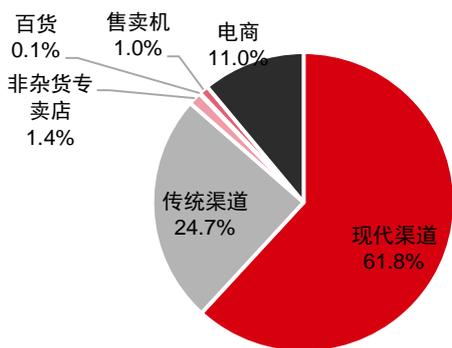
图 10：2004-2018 年国内包装休闲零食规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

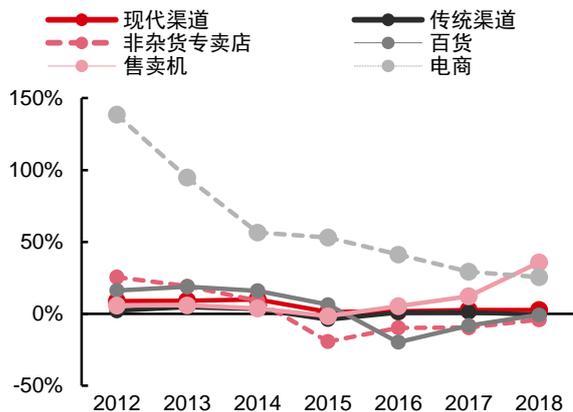
国内休闲食品行业主要以现代渠道（KA 等）为主，电商渠道增势迅猛。根据商务部《消费升级背景下的零食行业发展报告》显示，2018年休闲食品零售行业中超市卖场渠道占比57.4%、连锁专卖店占比19.6%、个体门店占比15%、电商平台占比8.0%，其中电商平台2011年占比仅0.3%，提升迅速。根据 Euromonitor 统计，2018年包装零食现代渠道占比62%、传统渠道占比25%、电商占比11%，2013-2018年电商渠道CAGR高达40.6%，成为包装零食增长的核心驱动力。

图 11：2018 年包装零食销售渠道结构



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 12：2012-2018 年包装零食分渠道零售增速



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

包装零食市场竞争分散，细分品类竞争格局各异。目前国内包装零食行业中部分细分行业竞争格局已较为集中，巧克力、口香糖、冷冻甜点、坚果炒货、爆米花、能量棒等品类龙头市占率均>20%、CR5>40%。目前相对较为分散的细分品类包括糖果、风味饼干、水果零食，龙头市占率<10%，CR5<25%。整体包装零食市场竞争格局分散，较少出现能够独占多品类龙头地位的企业，包装零食龙头玛氏也仅为巧克力和口香糖市场的龙头，占整体市场 4.8%，紧随其后的为旺旺 3.7%、雀巢 3.5%。

表 2：包装零食细分品类规模及竞争格局（单位：亿元、%）

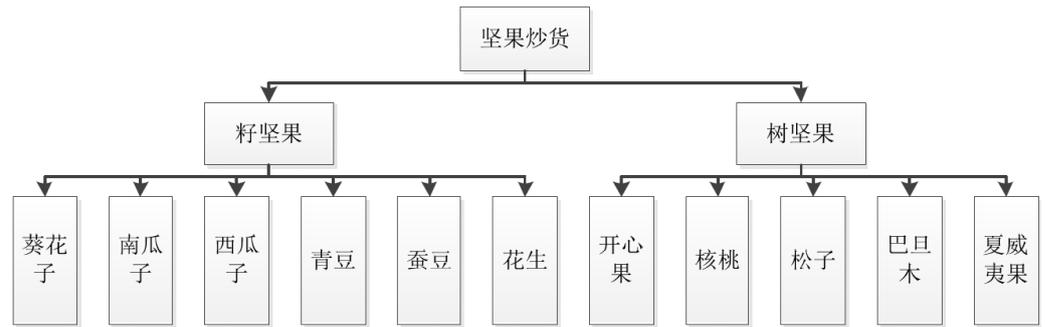
品类	规模		龙头		集中度
	2018 年	13-18 年 CAGR	公司	市占率	CR5
零食	3440.697	4.35%	玛氏	4.8	17.3
糖果巧克力	1,112	2.04%	玛氏	14.9	34.1
巧克力	214	3.58%	玛氏	35.0	73.4
口香糖	154	-1.98%	玛氏	45.4	71.6
糖果	744	2.57%	雀巢	7.4	24.3
冰淇淋及冷冻甜点	554	3.94%	伊利	13.9	35.6
冷冻甜点	119	6.07%	三全	20.7	44.7
冰淇淋	435	3.40%	伊利	17.6	42.0
风味食品	1,235	7.02%	亿滋	7.2	20.7
坚果炒货	292	10.66%	三只松鼠	20.4	62.9
咸味零食	475	5.47%	旺旺	19.1	53.6
风味饼干	131	3.56%	亿滋	7.2	20.7
爆米花	1	8.11%	Wuhan Ji Li	37.6	87.4
其他风味零食	335	7.95%	良品铺子	7.7	23.8
甜饼干/能量棒/水果零食	541	4.24%	亿滋	8.9	24.8
水果零食	219	6.19%	溜溜果园	8.6	24.4
能量棒	3	5.87%	大塚食品	70.1	99.9
甜饼干	319	3.00%	亿滋	15.1	41.8

资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

坚果炒货：线上红利&消费升级拉动，竞争格局变革中逐步稳定

坚果一般可分为籽坚果和树坚果两大类，其中籽坚果主要包括葵花籽、西瓜子、南瓜子、花生、蚕豆等，树坚果包括核桃、山核桃、碧根果、开心果、松子、巴旦木、夏威夷果等。坚果炒货因富含脂肪、糖类、蛋白质、多种维生素和矿物质，被列入《中国居民膳食指南 2016》日常膳食结构表，成为健康休闲食品的代表产品。

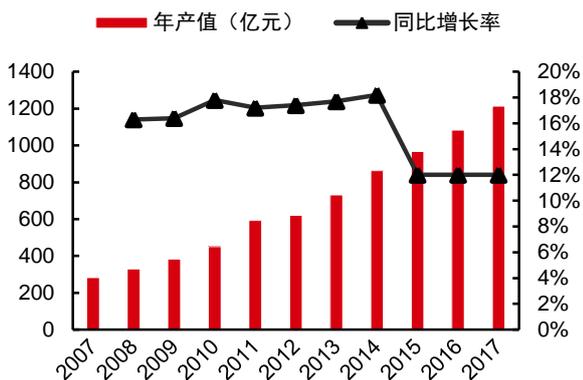
图 13：坚果炒货类别



资料来源：《甘源食品招股说明书（申报稿）》，中信证券研究部

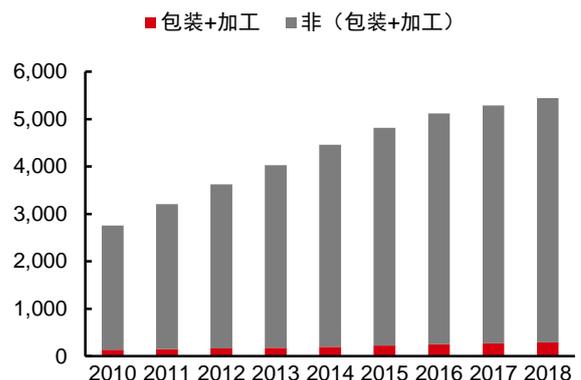
坚果消费行业规模超千亿，包装坚果炒货规模尚小。根据 Euromonitor 统计，2018 年国内包装坚果炒货行业规模 292 亿元。而国内散装坚果炒货市场规模较大，考虑散装市场，根据中国食品工业协会统计，2017 年国内坚果炒货行业产值达 1214 亿元。除此之外，日常坚果消费还包括购买后家庭自己加工的产品，若考虑未经加工的坚果，根据 Euromonitor 统计，2018 年国内坚果消费行业规模约 5446 亿元（不包括坚果饮料/坚果压榨的油类产品）。

图 14：2007-2017 年坚果炒货行业总产值及增速



资料来源：中国食品工业协会（转引自三只松鼠招股书），中信证券研究部

图 15：2010-2018 年国内坚果行业零售规模（亿元）

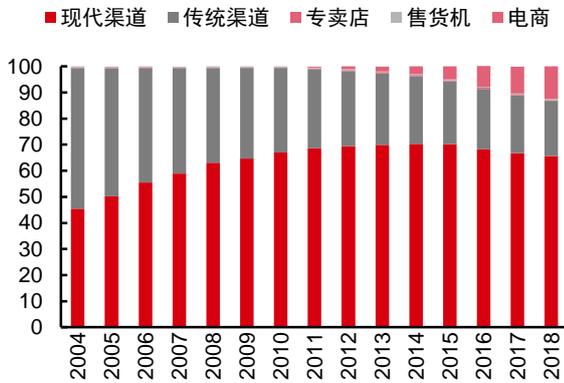


资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

线上渠道发展带动包装坚果市场快速增长。伴随着电商渠道的快速发展，国内线上包装坚果销售规模快速扩大，孵化出三只松鼠、百草味等线上坚果龙头企业。根据 Euromonitor 统计，2013-2018 年包装风味零食（包括坚果炒货）零售 CAGR=4.4%，其

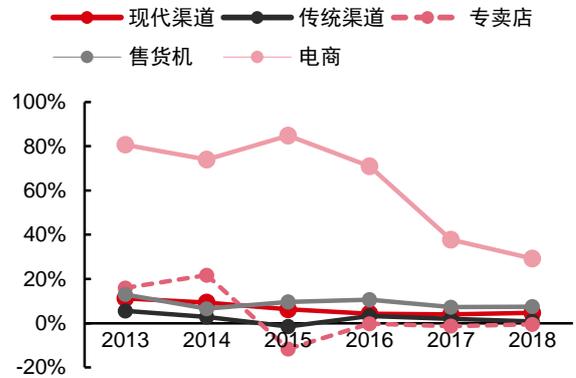
中电商渠道高达 40.6%，成为包装风味零食行业规模增长的重要推动力。2018 年包装风味零食电商渠道占比 12.5%。

图 16：2004-2018 国内包装风味零食渠道结构（%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

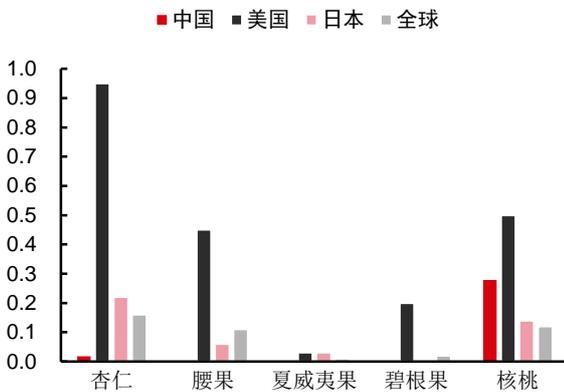
图 17：2004-2018 年国内包装风味零食零售增速



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

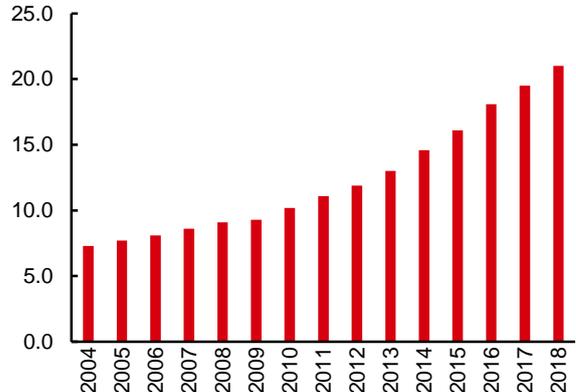
从国际对比看目前国内人均坚果消费量仍然较少，且未来包装坚果有望逐步替代散装坚果。根据 INC 统计，目前国内坚果人均消费量与其他国家相比较低，例如杏仁的中国人均消费为 0.02 千克每年，而美国/日本分别为 0.95/0.22 千克，差距明显。随着人们收入水平、对健康需求逐步提升，预计坚果消费需求仍将保持快速增长。同时，由于包装坚果易于携带保存同时兼具送礼属性，预计将逐步替代散装坚果，包装坚果市场有望进一步扩大。

图 18：2016 年各国坚果人均消费量（千克/年*人）



资料来源：INC（转引自三只松鼠招股书），中信证券研究部

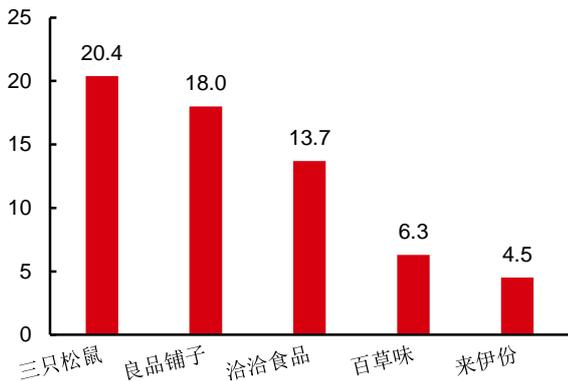
图 19：2004-2018 年国内人均包装坚果消费额（元/年*人）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

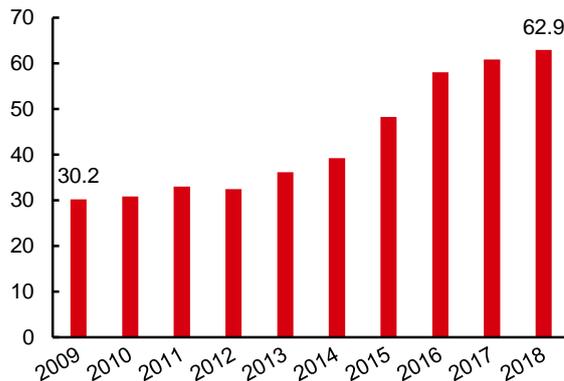
竞争格局：电商&树坚果迅速崛起塑造新格局。过去 10 年，坚果炒货龙头公司经历了从线下到线上、从籽坚果到树坚果到综合零食的转变。①2009 年，行业前五大公司业务多以瓜子为主，包括洽洽、民泽、恒康；2019 年，前五大公司多为综合零食业务布局，其中三只松鼠、百草味以树坚果起家。②2009 年，前五大公司多以线下渠道为主；2019 年三只松鼠、百草味以线上渠道为主，良品铺子线上线下并举。与此同时，行业集中度持续提升，2019 年行业 CR5 高达 62.9%，龙头三只松鼠占比 20.4%。

图 20：2018 年国内包装坚果炒货市场前五大公司（%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

图 21：2009-2018 年国内包装坚果炒货行业 CR5 变化（%）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

表 3：历年包装坚果炒货前五大公司主要业务及渠道（%）

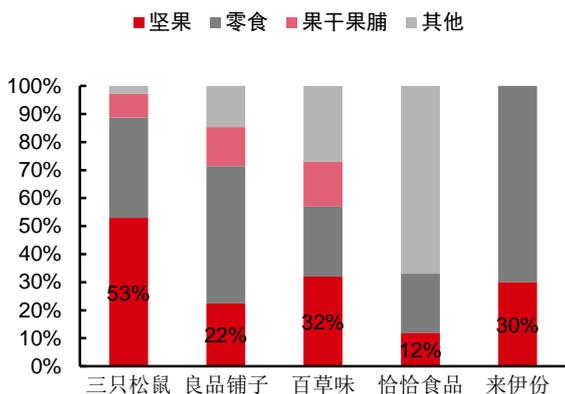
2009 年				2013 年				2018 年			
公司	市占率	产品	渠道	公司	市占率	产品	渠道	公司	市占率	产品	渠道
洽洽食品	17.6	瓜子为主	线下为主	洽洽食品	19.5	瓜子为主	线下为主	三只松鼠	20.4	零食综合	线上为主
来伊份	5.2	零食综合	线下为主	来伊份	5.6	零食综合	线下为主	良品铺子	18.0	零食综合	线下+线上
天喔	2.7	瓜子为主	线下为主	良品铺子	5.1	零食综合	线下为主	洽洽食品	13.7	瓜子为主	线下为主
民泽食品	2.4	瓜子为主	线下为主	天喔	3.3	瓜子为主	线下为主	百草味	6.3	零食综合	线上为主
恒康食品	2.3	瓜子为主	线下为主	三只松鼠	2.6	坚果为主	线上为主	来伊份	4.5	零食综合	线下为主

资料来源：Euromonitor，公司公告，中信证券研究部

龙头经营对比：把握渠道变革&品类转换机遇

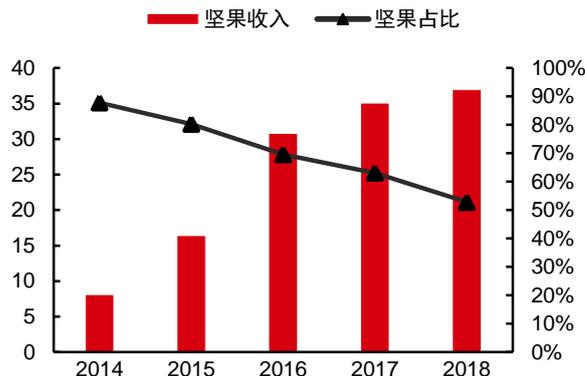
产品结构：品类丰富，坚果占比较高。目前行业前五大公司产品品类均较为丰富，坚果占比均较高。①线上起家的企业主要从坚果品类逐步拓展到其他零食品类，坚果占比最高，2018 年三只松鼠、百草味坚果收入分别占比 53%、32%；②线下专卖店起家的综合零食企业产品品类分散、逐步重视坚果品类布局，2017 年良品铺子坚果占比 22%，2018 年来伊份炒货及豆制品坚果销售占比 30%；③洽洽以葵花子起家，后逐步拓展至薯片等零食品类，2017 年推出小黄袋正式布局坚果品类，2018 年非葵花子坚果占比已达 12%。

图 22：2018 年各公司主营收入构成对比



资料来源：公司招股书，相关企业年报，中信证券研究部 注：①洽洽其他表示葵花子；②良品铺子为 2017 年数据。③来伊份坚果包括豆制品；④由于披露问题，其他品类中实际可能包含有零食类别产品。

图 23：2014-2018 年三只松鼠坚果收入占比变动（亿元）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

销售渠道：线上线下载渠道多元。目前行业销售渠道包括电商（自营、入仓等）、线下（专卖店、流通渠道等）等，行业五大龙头公司渠道结构可分为三类：

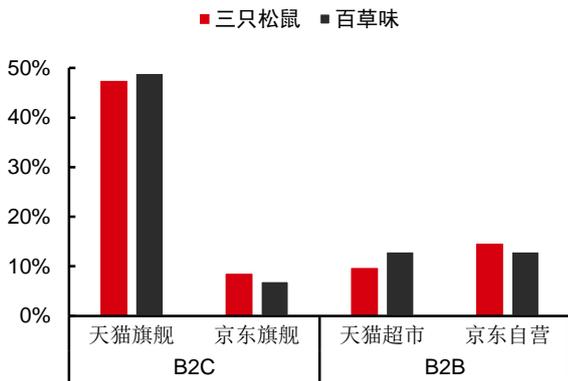
- **线上为主：**以三只松鼠、百草味为代表，重点于天猫和京东通过 B2B 和 B2C 模式销售，2018 年三只松鼠天猫/京东渠道收入占比 57%/23%，百草味天猫/京东收入占比 62%/20%。同时两家公司正积极布局线下门店和开拓新零售渠道，截至 2018 年底三只松鼠拥有 53 家线下体验店，百草味在阿里零售通平台全年累计动销店数达 73 万家。
- **线下专卖店为主：**以良品铺子、来伊份为代表，借助线下品牌专卖店起家，后逐步拓展至线上渠道。良品铺子截至 2018 年年中拥有 2092 家门店、2017 年线上渠道占比 42%；来伊份截至 2018 年底拥有门店 2697 家门店、2018 年线上收入占比 11%。
- **线下流通渠道为主：**以洽洽食品为代表，主要以 KA 等流通渠道为主，2018 年线下收入占比约 93%。

表 4：行业内主要公司业务模式

公司名称	业务模式
三只松鼠	线上（平台电商+社交电商+自营 APP）为主，线下渠道（团购、体验店）为辅
良品铺子	线上（平台电商+社交电商+自营渠道）、线下（加盟、直营店）均有布局
洽洽食品	以经销、KA 卖场等线下渠道为主的业务模式，线上电商平台（经销代销）为辅
百草味	线上（平台电商+社交电商）为主，线下（专卖店、商超）渠道为辅
来伊份	线下（直营+加盟+团购）为主，线上电商平台（经销代销）为辅

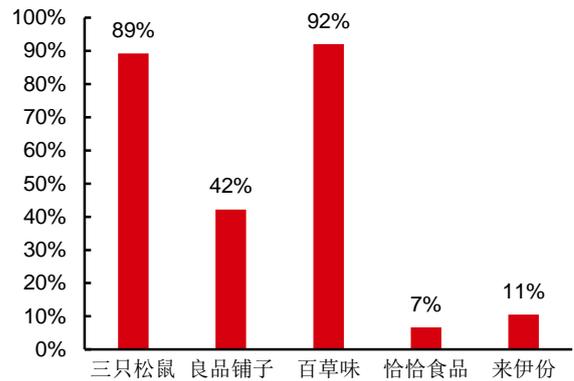
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 24：2018 年三只松鼠及百草味线上收入主要构成



资料来源：公司招股说明书、相关公司年报，中信证券研究部

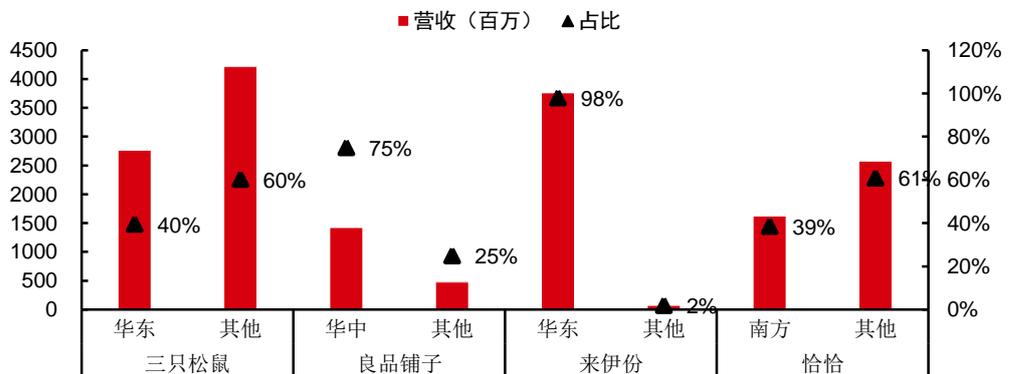
图 25：2018 年各家公司线上收入占比



资料来源：公司招股说明书、相关公司公告，中信证券研究部 注：良品铺子为 2017 年数据

销售区域：销售区域各有侧重。三只松鼠以华东地区为主，2018 年华东地区占比 40%；良品铺子线下渠道以华中地区为主，线下华东地区收入占比约 75%；来伊份以华东地区为主，2018 年线下华东地区占比 98%，其中上海地区占比 62%；恰恰食品以南方地区为主，2018 年南方地区收入占比近 39%。

图 26：2018 年龙头公司不同地区收入规模及占比



资料来源：公司招股说明书、相关公司公告，中信证券研究部

生产：OEM 轻资产模式为主。三只松鼠、百草味、良品铺子、来伊份均以 OEM 模式为主，部分拥有分装产能，截至 2018 年底三只松鼠拥有供应商 420 家，2018 年中良品铺子拥有供应商 506 家。恰恰食品则以自产为主。

天猫旗舰店对比：我们参考淘数据，对三只松鼠、良品铺子、百草味三家天猫旗舰店进行全面对比分析，我们发现从产品种类、定价上看各家差异并没有非常明显，但在用户数、销售规模上三只松鼠具有领先优势，尤其在销售旺季表现以及高价组合产品销售上三只松鼠相对突出。

表 5：三家淘宝旗舰店近期经营情况

	近 30 天销售额 (亿元)	近 30 天销量 (万件)	平均成交价 (元/件)	平均日销售额 (万元)	平均日销量 (万件)
三只松鼠	6.42	1864	34.48	2142	62.13
良品铺子	2.66	914	29.07	886	30.47
百草味	2.6	884	29.48	868	29.45

资料来源：淘数据，中信证券研究部

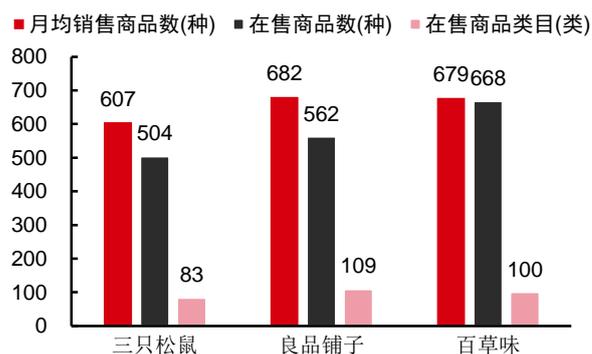
- **用户数量：三只松鼠>良品铺子>百草味。**截至 2019 年 7 月 13 日，三只松鼠旗舰店的关注用户数相对较多，达为 2725 万人，良品铺子次之（2273 万人），百草味相对较少（1989 万人）。
- **产品数量：良品铺子品种多元，百草味产品相对丰富。**截至 2019 年 7 月 13 日，良品铺子在售 109 类共 562 样产品，百草味在售 100 类共 668 样产品，三只松鼠在售 83 类共 504 样产品。过去一年（2018 年 7 月至 2019 年 6 月，下同），良品铺子、百草味、三只松鼠月均销售产品分别为 682 种、679 种、607 种。

图 27：三家旗舰店关注用户数量（万个）



资料来源：淘数据，中信证券研究部

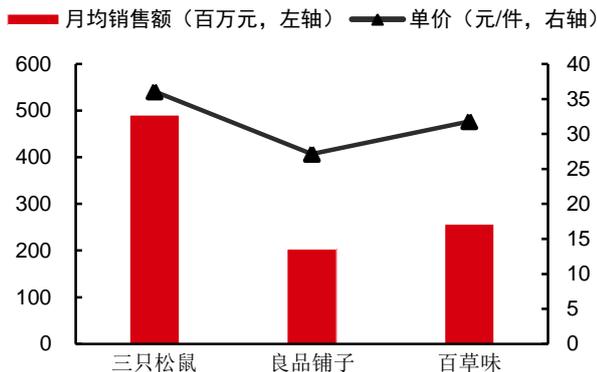
图 28：天猫旗舰店销售产品种类对比



资料来源：淘数据，中信证券研究部

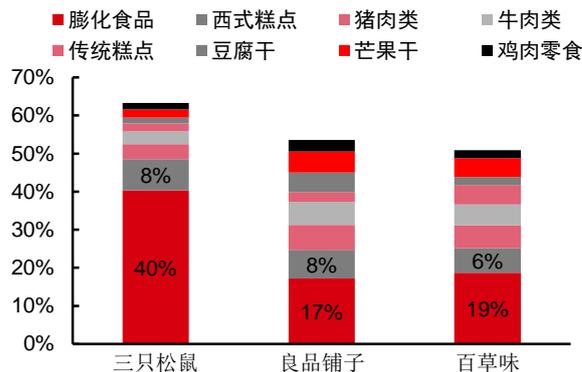
- **月均销售量&销售额：三只松鼠量/额/价全面领先。**过去一年，三只松鼠、良品铺子和百草味的平均月销售量分别 1361 万件、749 万件、807 万件；平均月销售额分别为 4.9 亿元、2.0 亿元、2.6 亿元；均价 36 元/件、27 元/件、32 元/件。
- **产品构成：组合坚果产品稳居首位。**以 2019 年 6 月销售为例，膨化食品（指多种坚果的售卖组合，包括礼盒装）成为各家的主要收入来源，三只松鼠/良品铺子/百草味分别占比 40%/17%/19%，西式糕点占比同样居前，分别占 8%/8%/6%。除此之外，三只松鼠旗舰店混合坚果占比约 11%，良品铺子鸭肉零食占比约 11%。

图 29：201807-201906 天猫旗舰店月均销售额及单价对比



资料来源：淘数据，中信证券研究部

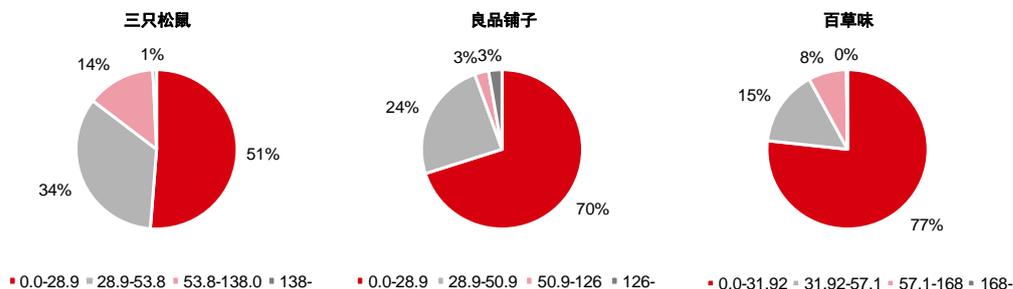
图 30：2019 年 6 月旗舰店销售额构成对比



资料来源：淘数据，中信证券研究部

- **产品价格区间对比：三只松鼠高价格带产品占比更多。**三家旗舰店不同产品定价略有差异，但是三只松鼠的高价组合装售卖占比更高。2019 年 6 月，三只松鼠售价 28.9 元以下的产品销量占比 51%，售价高于 53.8 元的产品占比达 15%；良品铺子售价 28.9 元以下的产品销量占比高达 70%，售价高于 50.9 元的仅占 6%；百草味定价 31.92 元以内的产品销量占比 77%，高于 57.1 元的仅占 8%。

图 31：2019 年 6 月成交产品价格结构（按照销售量统计）



资料来源：淘数据，中信证券研究部

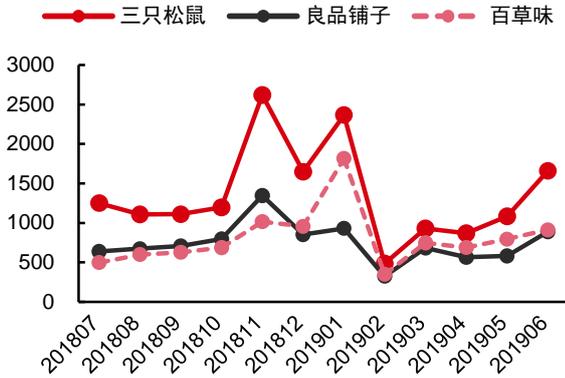
表 6：2019 年 6 月相近产品均价对比（单位：元/件、万件），标色的为相对低价的旗舰店

产品	规格	三只松鼠		百草味		良品铺子	
		单价	销量	单价	销量	单价	销量
碧根果	210g*2、218g*2、190g*2	38	10.97	43	2.49	49	0.39
夏威夷果	265g*2、278g*2、180g*2	43	18.67	49	7.26	43	0.39
每日坚果	30 天装	138	35.49	138	11.44	128	13.41
炭烧腰果	90g、100g、120g	34	15.07	31	6.83	19	1.90
猪肉铺	210g、200g、200g	17	45.28	19	32.90	19	43.03
芒果干	116g*3、120g*3、108*3g	24	28.22	30	21.36	30	15.62
鸭脖	154g、200g、190g	30	9.48	19	12.67	19	13.01
面包	1kg	23	68.71	25	24.94	30	23.72

资料来源：淘数据，中信证券研究部 注：由于部分产品没有完全相同规格，故以相近规格对比，具体规格在规格栏按照公司顺序标注。

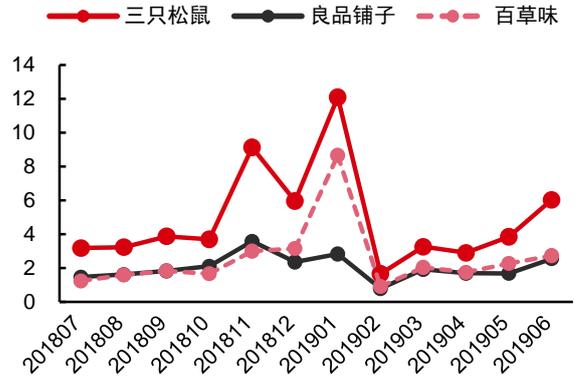
- **月度销售对比：波动趋势一致，三只松鼠旺季销售更为突出。**过去一年，从月度销售数据看，得益于双十一、双十二、618、春节等活动及节日，各家旗舰店在 11 月、12 月、1 月、6 月均销售较火爆。其中三只松鼠在各个活动及节日表现均较为突出，而百草味 1 月销售最突出、良品铺子 11 月销售最突出。

图 32：2018.07-2019.06 天猫旗舰店月销量对比（万件）



资料来源：淘数据，中信证券研究部

图 33：2018.07-2019.06 天猫旗舰店月销售额对比（亿元）



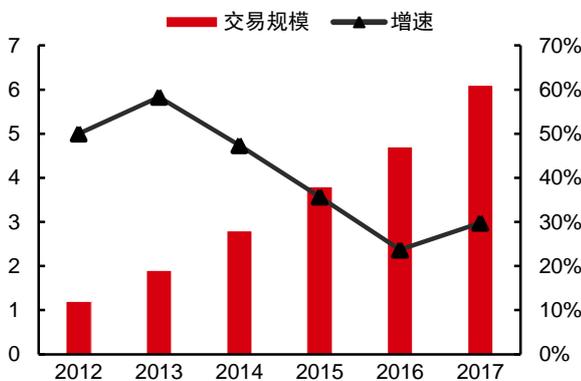
资料来源：淘数据，中信证券研究部

■ 立足“主人”文化，提供细致服务&高质产品

品牌：尽享电商红利，沉淀品牌知名度，逐步丰富品牌形象

在电商快速发展红利下，公司迅速建立线上品牌知名度。公司成立于 2012 年，充分享受电商快速增长红利，迅速打响品牌知名度。根据艾瑞咨询统计，2012-2017 年中国网络购物市场交易规模 CAGR 高达 38%；依据天猫数据魔方及生意参谋数据，2014-2016 年，天猫平台坚果销售额 CAGR=55.11%、零食产品 CAGR=61.43%、干果/果干产品 CAGR=36.76%。而公司在 2012 年就已进驻天猫商城和京东平台，2013 年入驻当当和唯品会，后又相继布局苏宁、京东超市、京东自营、拼多多等平台。

图 34：2012-2017 年中国网络购物市场交易规模（万亿）



资料来源：艾瑞咨询（转引自公司招股说明书），中信证券研究部

图 35：公司与第三方平台合作时间

平台	开始合作时间
天猫商城	2012 年 6 月
京东	2012 年 12 月
当当	2013 年 9 月
唯品会	2013 年 12 月
苏宁	2014 年 2 月
天猫超市	2015 年 6 月
京东自营	2016 年 3 月
拼多多	2017 年 12 月

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

多维度提升品牌宣传，塑造立体品牌形象。公司紧握 IP 营销，通过动画、绘本、周边等多元化渠道不断丰富品牌内涵，并通过广告、社交媒体、包装、影视剧植入、跨界合作等方式不断提升与消费者的互动，建立三只松鼠品牌的立体印象。同时，公司推出线下体验店，构筑更加精致的购物场景，突出品牌和产品体验，与消费者形成零距离互动。首家线下体验店于 2016 年在安徽芜湖开业，截至 2018 年底公司开设 53 家线下体验店。

图 36：公司品牌宣传途径

平面动漫形象	3D 动漫形象	动画	绘本	周边产品
				

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

服务：秉持“客户至上”理念，搭建成熟客户服务体系

服务细节：开创电商客服场景化服务模式。随着互联网用户对于服务品质需求的逐步提升，公司结合品牌形象及定位，推行以客户为“主人”、以为“主人”提供最优质的服务为宗旨的企业文化，通过拟人化的沟通，拉近品牌与消费者的关系，增加品牌的趣味性、独特性和互动性，注重提升产品的服务价值与体验价值。同时公司还通过在发出货品中随包附送果壳袋、开箱器、湿纸巾等配套物品，全面提升消费者消费体验，在细节处让消费者感受到公司贴心地为“主人”提供优质服务的体验。

图 37：公司客服全程将消费者称为主人



资料来源：天猫旗舰店

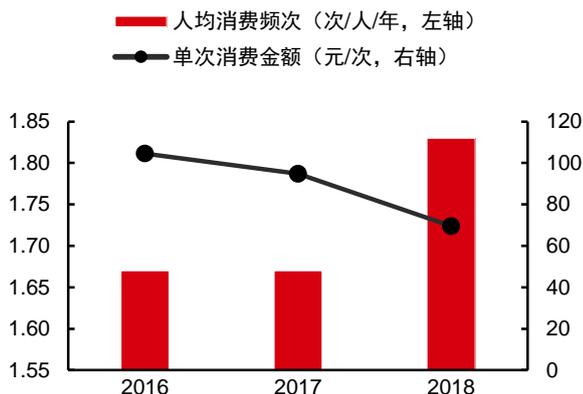
图 38：公司随着包裹赠送的果壳袋、湿纸巾、封口夹等



资料来源：天猫旗舰店

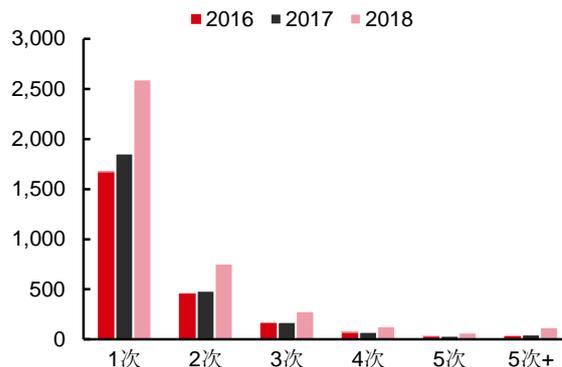
信息化支持：基于信息技术优势，把握消费者需求。在过去的 7 年发展过程中，公司通过自有 IT 系统及第三方平台积累了大量消费者数据，通过分析客流量、客单价、复购率、消费者反馈等，实现对消费群体的精确划分和消费者需求的准确把握，并进一步完善售前售后服务体系，从而持续增强消费者粘性。按用户购买 ID 计算，公司全渠道累计购买用户数超 9000 万人，2018 年线上交易用户达 3960 万个。2018 年各消费频次的用户数均同比 2017 年实现增长，其中全年购买 5 次以上的用户 124 万个。

图 39：人均消费频次及单次消费金额



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

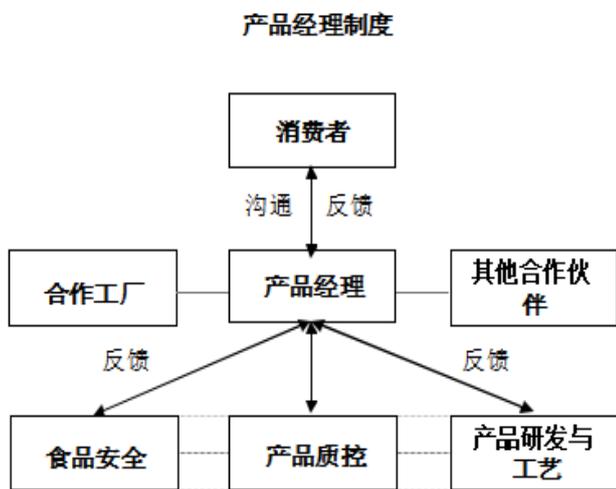
图 40：各年均消费频次用户数



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

快速反馈：客服制度完善，反馈机制高效。①**产品经理管理制度**：由产品经理针对其负责的产品质控、研发工艺以及安全问题与消费者进行直接沟通，通过持续的客户反馈来改进和优化产品。②**云体验销售中心**：下设综合办公室、呼叫中心、订单处理部、查件部、天猫客服部、渠道客服部、大客户管理部、售后处理部等，通过持续紧密搜集消费者的意见、建议以及投诉，形成了高效的反馈机制，提升公司整体的客户服务水平，截至 2018 年底，公司云体验销售中心拥有员工 260 人。

图 41：公司产品经理制度



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 42：云体验销售中心架构



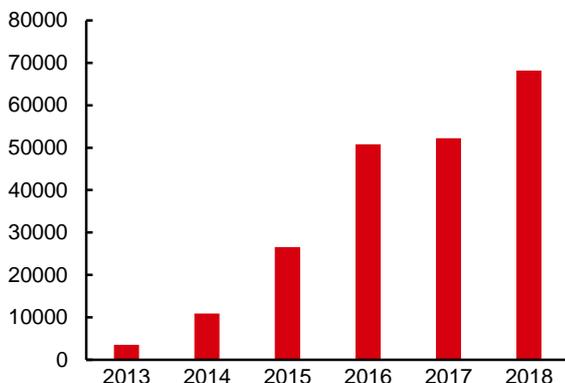
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

渠道：立足线上，实现多元渠道覆盖

线上渠道绝对龙头，流量优势突出。公司自成立以来相继布局各类线上平台，逐步积累领先优势，成为线上坚果炒货绝对龙头，线上领先优势突出。①**从客户看**，以天猫平台为例，2018 年公司天猫商城独立访客数超 4 亿人，购买用户 3960 万个。②**从销售额看**，2018 年公司前五大客户天猫商城、京东自营、天猫超市、京东商城、零售通分别实现收入 33.1 亿/10.3 亿/6.8 亿/6.0 亿/1.6 亿元，多渠道销售领先。③**从双十一看**，2018 年公司

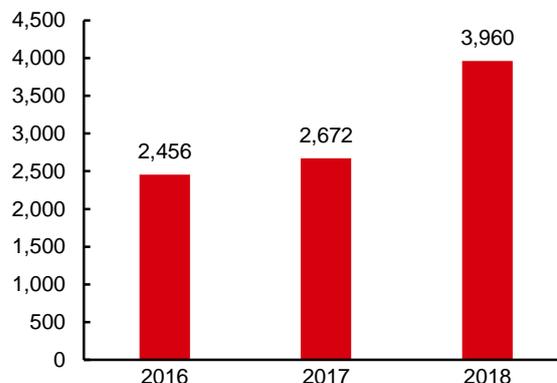
全网实现销售 6.82 亿元、2013-2018 年 CAGR=80%，2018 年双十一天猫旗舰店访问量 2200 万，成为天猫双十一流量第一品牌。此外，公司于 2015 年 7 月上线自营手机 APP，该 APP 渠道最高单月含税销售额已经突破 1400 万元，成为公司线上渠道的重要组成部分。

图 43：公司历年双十一表现（万元）



资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 44：公司线上交易用户数（万个）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 7：公司前五大销售平台（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018
天猫商城	7.26	15.47	28.2	29.3	33.1
京东商城	0.67	2.14	4.5	7.8	10.3
唯品会	0.47	0.81	3.8	6.5	6.8
1 号店	0.40	0.68	1.9	4.6	6.0
当当	0.12	0.33	1.4	2.1	1.6
合计	8.92	19.42	39.7	50.2	57.8

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

逐步拓展线下多元渠道：在持续布局不同线上平台的同时，公司逐步拓展线下多元渠道。2016-2018 年，公司线下收入占比逐年提高，从 2016 年 0.92% 提升至 7.61%。

- **线下体验店：**截至 2018 年年末，公司已在全国实际经营 53 家线下体验店，2018 年合计营业收入超过 2 亿元。线下体验店的设立是为线上导流，通过在网购不够普及的地区商圈设立体验店，提高品牌认知度，吸引消费拓展待开发市场。
- **大客户团购模式：**该模式旨在为客户提供定制化采购服务，以满足不同层次客户的需求，2018 年，团购模式下营业收入超过 3 亿元。
- **新零售模式：**通过阿里零售通平台，将产品铺向线下沿街商铺。

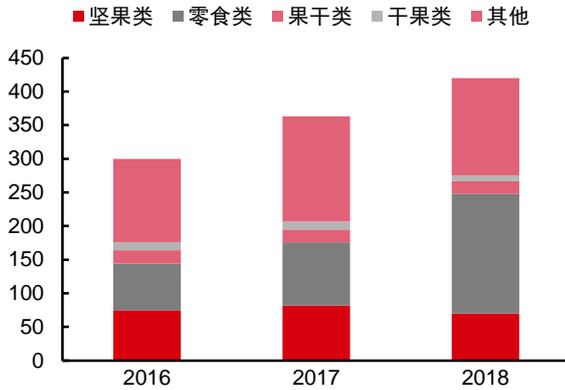
供应链：深度垂直经营，实现全产业链追溯管理

重度垂直模式，深度参与全产业链经营。公司已经通过建立完善的信息化系统实现对全产业链的追溯管理，保障产品品质及运营效率，夯实公司产业竞争力。

采购：搭建高质供应商团队。经过多年发展，公司已经积累了一批高质量的供应商团队，同时建立一套稳定的筛选考评机制，推动供应商队伍更替扩张。截至 2018 年底公司

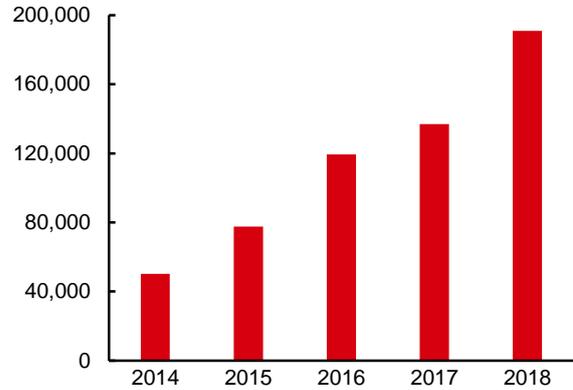
拥有供应商 420 个，其中坚果类、零食类、果干类、干果类分别 70 个、178 个、19 个、8 个。同时公司供应商相对分散，降低了供应风险，2018 年公司前五大供应商占比 19.58%，最大供应商占比 7.54%。此外，为匹配坚果产品销售规模增长，公司持续扩张分装产能，截至 2018 年底，公司产能达 19.09 万吨，较 2014 年增长 2.8 倍。

图 45：公司各类供应商数量（家）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 46：公司分装产能（吨）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

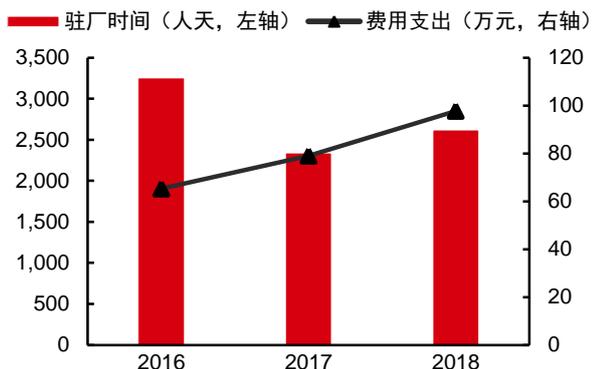
质控：全程质控体系全面保障产品品质。①**供应商质控**，公司建立了完善的供应商筛选及淘汰机制，公司可能淘汰评估不佳的供应商。②**生产质控**，公司委派质量控制人员驻场保障产品生产透明性，并借助远程视频监控等方式进行实时监督，2018 年公司驻场时间 2620 工时。③**入库检测**，公司设立子公司中创检测对每一批产品进行质量检测，并对库存进行定期及不定期抽检，2018 年公司到货 5.74 万批，中创检测检测 5.92 万批。

图 47：三只松鼠质量控制流程



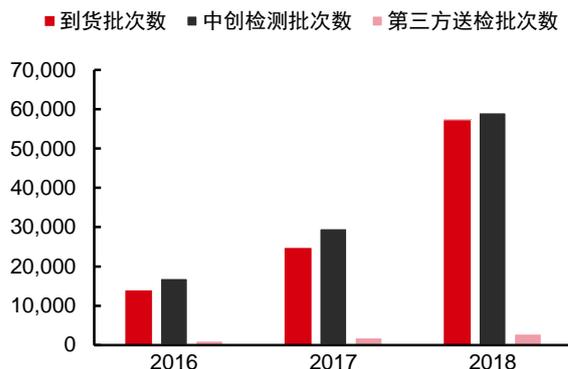
资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 48：2016-2018 年公司驻场人员驻场时间及费用支出



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

图 49：2016-2018 年公司产品检测批次



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

仓配：搭建多层次仓储物流体系，实现高效配送服务。截至 2018 年底，公司已在芜湖、天津、成都、广州等地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为消费者提供最为迅速的配送服务。目前，公司拥有日处理订单能力约 220 万单。

图 50：三只松鼠城市仓分部及货品流转示意图



资料来源：公司招股说明书

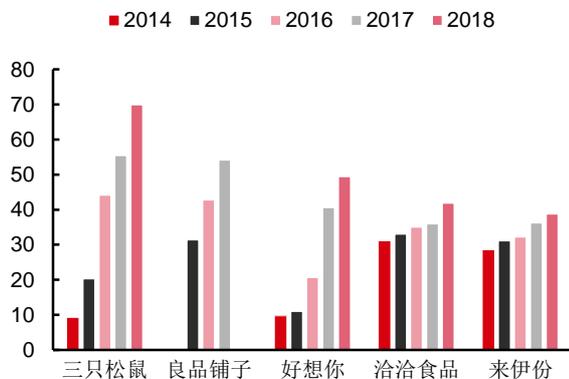
■ 财务分析：盈利能力突出，营运表现稳健

盈利能力：管理费用率较低，盈利能力突出

收入快速增长，规模行业领先。受益于消费升级和休闲食品行业的持续增长，消费者对坚果为代表的健康食品的需求逐步提高，公司借助电商渠道实现快速扩张，短短七年造

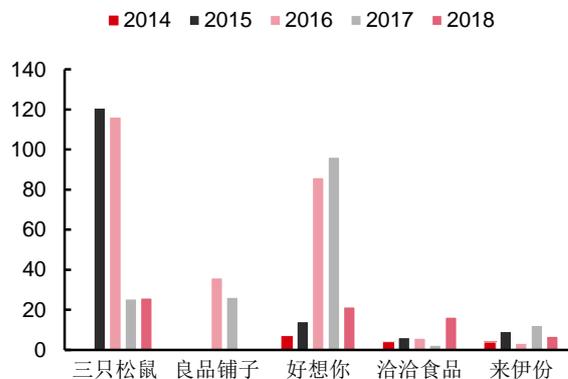
就行业龙头地位。2018 年公司实现收入 70.01 亿元，领先于同行业公司，2014-2018 年 CAGR 高达 66%，大幅领先于竞争对手。

图 51: 2014-2018 年同行业公司营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 52: 2014-2018 年同行业公司营业收入增速 (%)

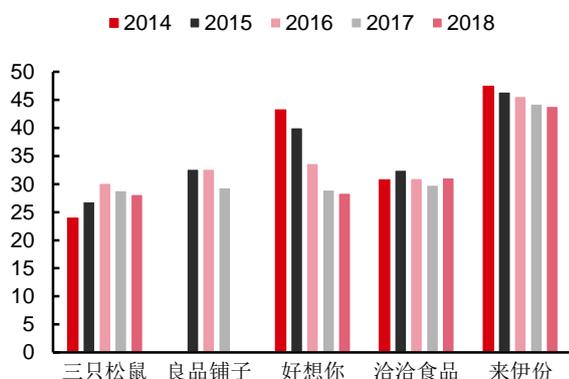


资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 好想你 2016-2017 年收入高速增长有并表因素影响

毛利率处于行业平均水平。近五年公司毛利率有所波动，2014-2016 年毛利率受益于采购效率提升，2016-2018 年由于产品&渠道结构变化、竞争加剧等原因，公司毛利率有所波动。2018 年公司综合毛利率 28.25% (线上毛利率 28.23%)，与好想你相近、略低于洽洽 (31.16%)，低于来伊份 (43.91%，线下渠道为主)。相较良品铺子，2017 年公司综合毛利率 28.92%，略低于良品铺子 (29.42%)，公司线上毛利率 26.74%，略高于良品铺子 (25.63%)。

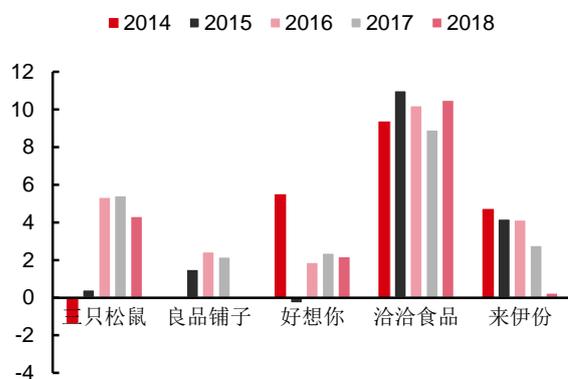
逐步扭亏为盈，净利率行业领先。2014-2016 年，公司规模逐步提升带动盈利能力改善，2015 年实现扭亏为盈，2016 年盈利能力大幅提升，2018 年公司净利率达 4.34%，处于行业领先水平，高于良品铺子 (2017 年 2.18%)、好想你 (2.20%，其中百草味 3.58%)、来伊份 (0.26%)，仅低于洽洽 (10.52%)。

图 53: 2014-2018 年同行业公司毛利率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 54: 2014-2018 年同行业公司净利率对比 (%)



资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

销售费用率稳中有降，处于行业平均水平。随着运输效率提升、无平台服务费的入仓模式占比提升、公司品牌效应增强，公司销售费用率逐年下降，2018 年天猫推广费用提高、运输费用率提升（主要系运输价格提升及每单收入下降所致）致公司销售费用率略有提升。2018 年公司销售费用率 20.86%，与良品铺子（以 2017 年对比）、好想你基本一致，低于线下专卖店为主的来伊份，高于线下分销为主的洽洽。

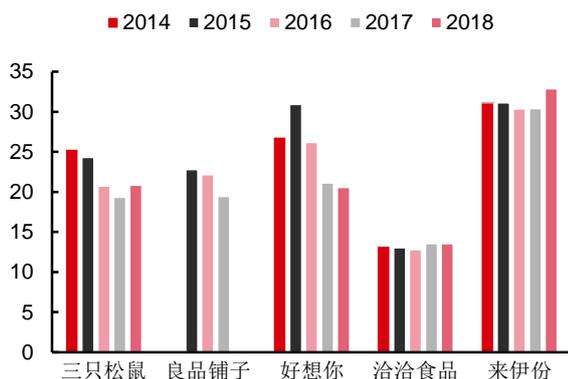
表 8：公司销售费用部分明细（万元）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
运输费	29,757	6.73%	32,399	5.83%	47,167	6.74%
推广费	12,427	2.81%	13,731	2.47%	14,450	2.06%
平台服务费	13,637	3.08%	14,977	2.70%	24,883	3.55%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

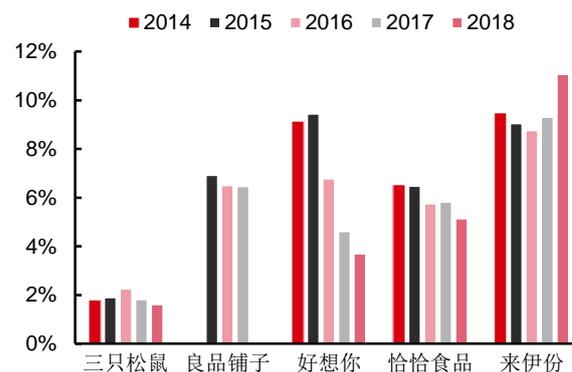
管理费用占比逐年下降，处行业较低水平。2014-2018 年，公司的管理费用率由 1.80% 降至 1.62%，2016 年管理费用率较高主要系当年计提了股份激励费用。2018 年公司管理费用率低于行业其他公司。

图 55：2014-2018 年同行业公司销售费用率对比（%）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 56：2014-2018 年同行业公司管理费用率对比



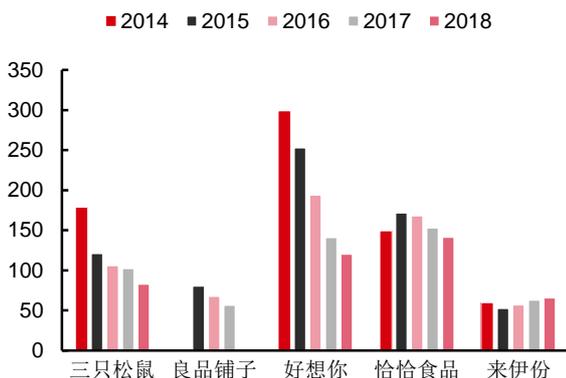
资料来源：公司公告，中信证券研究部

营运能力：存货管理逐步优化，应收账款周转稳定

存货周转天数逐步降低。2014-2018 年，产能及供应商提升缓解了公司旺季备货压力，公司存货周转天数由 179 天降至 83 天，存货周转能力逐步提升。春节前为公司重要的销售旺季，因此公司存货周转天数略高于良品铺子和来伊份，但低于好想你和洽洽。

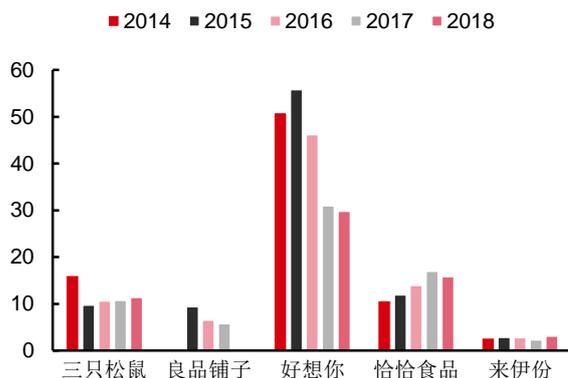
应收账款周转能力稳定，处于行业平均水平。公司的应收账款主要为应收第三方支付平台或电商平台的终端消费者已付货款，发生坏账的可能性小。由于互联网电商特性，其应收账款周转较快使得资金回笼较快。2018 年公司应收账款周转天数 11 天，处于行业平均水平，良品铺子、来伊份周转天数最低，洽洽、好想你相对较高。

图 57：2014-2018 年存货周转天数对比（天）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 58：2014-2018 年应收账款周转天数对比（天）



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

募投项目：推进全产业链升级

公司本次公开发行 4100 万股股票，募集资金计划投资于以下三个项目。

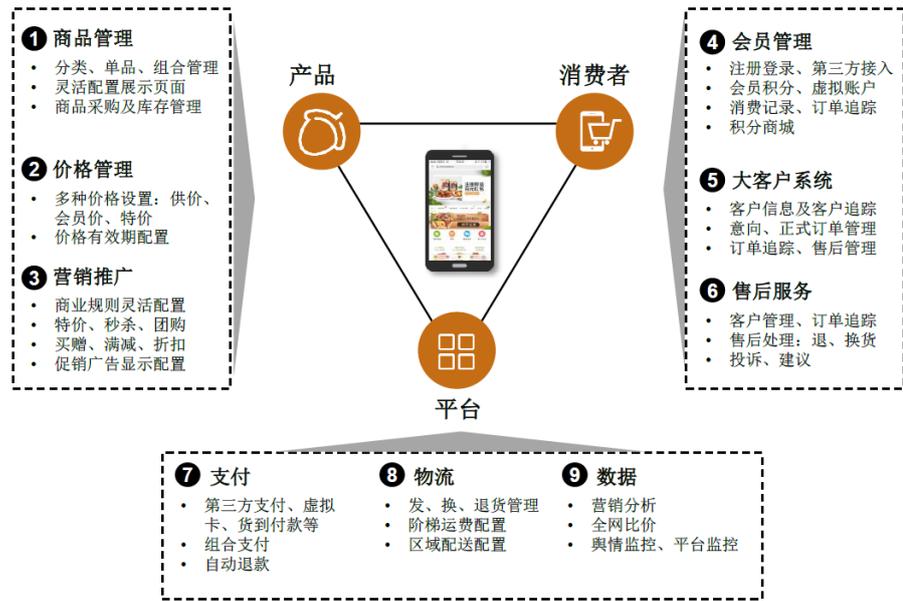
表 9：募集资金投资项目（万元）

序号	募集资金投向	总投资	利用募集资金金额	项目实施周期
1	全渠道营销网络建设项目	56,155.19	21,291.77	2 年
2	供应链体系升级项目	12,657.14	4,799.08	2 年
3	物流及分装体系升级项目	74,863.97	28,385.39	2 年
	总计	143,676.30	54,476.24	

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

全渠道营销网络建设项目。公司拟投资 5.62 亿元（募集资金 2.13 亿元），建设无线自营 APP、线下体验店和全渠道信息化系统三大模块，实现线上&线下优势充分协同。①APP：全面升级推广无线自营 APP，构建“电商平台+APP+线下体验店”的同步运营模式。②线下体验店，定位体验中心和推广中心，着眼二三线城市，计划 2 年建设期内完成 100 家门店布局。③全渠道信息化系统：实时收集并分析门店系统、会员管理系统、产品信息、配送数据等运营信息，驱动全渠道销售信息共享，为消费者提供针对性产品及服务。

图 59：公司 APP 项目模块功能

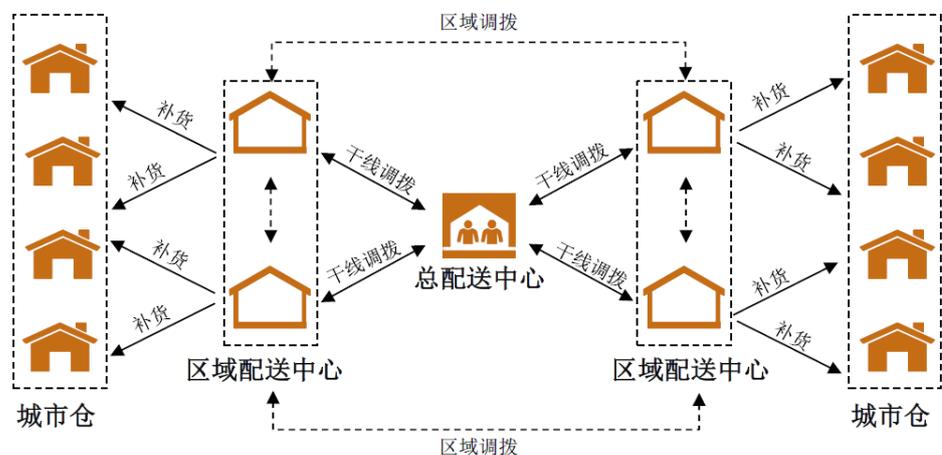


资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

供应链体系升级项目：公司拟投资 1.27 亿元（募集资金 4799 万元），主要用于建设食品研发中心、检测工厂及云质量信息化平台升级三个模块。借此，从研发、质检、质量管理信息平台等方面对公司供应端进行升级，将供应端建设成为集新产品研发、食品质量及安全检测、供应链信息化管理平台于一体的完善上游体系，保证公司在销售规模不断扩大、产品品类不断增加的过程中仍能保持高运营效率。

物流及分装体系升级项目：公司拟投资 7.49 亿元（募集资金 2.84 亿元），主要用于新建分装工厂、扩建升级配送中心及城市仓两个部门。借此，公司将围绕重度垂直业务模式，进一步扩产产能、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，打造专业化、信息化的产品供应体系，为公司未来业务增长打下坚实基础。

图 60：公司规划物流配送体系



资料来源：公司招股说明书

■ 风险因素

原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；电商渠道增速放缓风险；产品质量风险。

■ 盈利预测

关键假设

收入：随着坚果品类的稳定增长、零食产品快速扩张，预计 2019-2021 年公司收入分别同增 25.1%/21.0%/19.8%。

毛利率：考虑到产品&渠道结构变化，预计 2019-2021 年公司毛利率分别为 20.0%/27.9%/27.7%。

表 10：细分业务营业收入预测（万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	555,419	700,117	875,798	1,059,671	1,269,030
YOY	25.6%	26.1%	25.1%	21.0%	19.8%
坚果	350,545	369,630	391,807	411,398	427,854
YOY	13.9%	5.4%	6%	5%	4%
零食	140,854	249,858	374,787	505,962	657,751
YOY	63.0%	77.4%	50%	35%	30%
果干	41,508	49,276	59,131	69,774	80,938
YOY	41.6%	18.7%	20%	18%	16%
礼盒	7,515	18,720	37,439	59,903	89,854
YOY	202.1%	149.1%	100%	60%	50%
干果	11,330	9,811	9,811	9,811	9,811
YOY	-3.9%	-13.4%	0%	0%	0%
花茶	1,225	425	425	425	425
YOY	-59.4%	-65.3%	0%	0%	0%
其他	141	121	121	121	121
YOY	8012.4%	-14.2%	0%	0%	0%
其他业务	2,300	2,278	2,278	2,278	2,278
YOY	61.1%	-1.0%	0%	0%	0%
毛利率	28.9%	28.2%	28.0%	27.9%	27.7%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

盈利预测

公司为国内坚果炒货行业绝对龙头，品牌力&消费者服务&供应链垂直管控能力突出，考虑行业景气及公司领先优势，预计未来公司仍能维持较高增长。综合判断，我们预测公司 2019-2021 年净利润分别同增 16%/18%/19%，对应 EPS 分别为 0.88/1.04/1.24 元。根据 Wind 一致预期，好想你/洽洽食品现价对应 2020 年 23/22 倍 PE，考虑到公司的龙头溢价及集中度持续提升，我们给予公司目标价 28 元，对应 2020 年 PE27 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：盈利预测表

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,554.19	7,001.17	8,757.98	10,596.71	12,690.30
营业收入增长率	26%	26%	25%	21%	20%
净利润(百万元)	302.02	303.86	352.01	416.74	495.98
净利润增长率	28%	1%	16%	18%	19%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.84	0.84	0.88	1.04	1.24
PE (x)	28	28	26	22	19
PB (x)	10	8	5	4	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为年 7 月 15 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,554	7,001	8,758	10,597	12,690
营业成本	3,948	5,023	6,302	7,644	9,178
毛利率	28.92%	28.25%	28.04%	27.86%	27.68%
营业税金及附加	31	32	40	52	59
销售费用	1,075	1,461	1,852	2,231	2,652
营业费用率	19.36%	20.86%	21.15%	21.05%	20.90%
管理费用	102	113	131	148	165
管理费用率	1.83%	1.62%	1.50%	1.40%	1.30%
财务费用	(1)	(9)	(10)	(7)	(3)
财务费用率	-0.01%	-0.13%	-0.11%	-0.07%	-0.02%
投资收益	6	6	6	6	6
营业利润	407	398	467	553	659
营业利润率	7.33%	5.68%	5.34%	5.22%	5.19%
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	4	1	3	3	2
利润总额	406	402	469	556	661
所得税	104	98	117	139	165
所得税率	25.67%	24.38%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	302	304	352	417	496
净利率	5.44%	4.34%	4.02%	3.93%	3.91%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	406	402	469	556	661
所得税支出	-104	-98	-117	-139	-165
折旧和摊销	34	48	17	17	17
营运资金的变化	111	288	41	-13	-48
其他经营现金流	0	-3	-16	-13	-9
经营现金流合计	447	637	394	407	456
资本支出	-185	-244	-540	-840	-190
投资收益	6	6	6	6	6
其他投资现金流	-2	1	0	0	0
投资现金流合计	-182	-238	-534	-834	-184
发行股票	0	0	545	0	0
负债变化	218	336	0	203	12
股息支出	0	0	0	0	0
其他融资现金流	-484	-340	10	7	3
融资现金流合计	-266	-4	555	211	15
现金及现金等价物净增加额	0	395	415	-216	288

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	418	817	1,231	1,015	1,303
存货	1,088	1,240	1,513	1,835	2,203
应收账款	140	304	328	375	491
其他流动资产	143	118	162	187	204
流动资产	1,789	2,478	3,234	3,411	4,200
固定资产	266	255	338	821	1,304
长期股权投资	4	4	4	4	4
无形资产	64	114	154	194	234
其他长期资产	59	245	645	945	595
非流动资产	393	618	1,141	1,964	2,137
资产总计	2,182	3,096	4,375	5,375	6,338
短期借款	0	0	0	203	216
应付账款	897	1,339	1,733	2,102	2,524
其他流动负债	202	362	350	361	394
流动负债	1,099	1,702	2,083	2,667	3,133
长期借款	254	250	250	250	250
其他长期负债	21	33	33	33	33
非流动性负债	275	283	283	283	283
负债合计	1,374	1,985	2,366	2,950	3,416
股本	360	360	401	401	401
资本公积	50	50	554	554	554
归属于母公司所有者权益合计	808	1,112	2,009	2,425	2,921
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	808	1,112	2,009	2,425	2,921
负债股东权益总计	2,182	3,096	4,375	5,375	6,338

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	25.58%	26.05%	25.09%	20.99%	19.76%
营业利润增长率	28.84%	-2.31%	17.50%	18.40%	19.02%
净利润增长率	27.70%	0.61%	15.85%	18.39%	19.01%
毛利率	28.92%	28.25%	28.04%	27.86%	27.68%
EBITDA Margin	7.91%	6.36%	5.44%	5.34%	5.32%
净利率	5.44%	4.34%	4.02%	3.93%	3.91%
净资产收益率	37.38%	27.33%	17.52%	17.18%	16.98%
总资产收益率	13.84%	9.81%	8.05%	7.75%	7.83%
资产负债率	62.98%	64.10%	54.09%	54.88%	53.90%
所得税率	25.67%	24.38%	25.00%	25.00%	25.00%
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。