

2024年06月03日
三只松鼠(300783.SZ)

SDIC

公司深度分析

证券研究报告

休闲食品

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

31.52元

股价(2024-05-31)

24.31元

交易数据

总市值(百万元)

9,748.31

流通市值(百万元)

6,769.98

总股本(百万股)

401.00

流通股本(百万股)

279.60

12个月价格区间

16.0/27.08元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.5	25.6	16.1
绝对收益	-5.2	28.8	9.5

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

王玲瑶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070003

wangly1@essence.com.cn

相关报告

双重股权激励发布, 迈向三年200亿	2024-05-05
成长效果兑现, 重回百亿可期	2024-04-17
高端性价比效果凸显, 全产品全渠道势能向上	2024-03-26
战略调整效果兑现, 营收增速企稳回升	2023-10-25

高端性价比战略为矛, 转型制造型自有品牌零售商

■ 核心观点: “高端性价比”成效初显, 长期成长可期

面对消费趋势更趋于性价比, 以及线上电商流量分散、线下量贩零食店双重挤压, 公司转型“高端性价比”战略, 以减少品牌溢价, 实现高品质叠加低价格的竞争优势, 并对供应链及渠道进行调整, 逐步转型制造型自有品牌零售商, 整体势能初现, 长期成长可期。

■ 供应链变革: 牵引全链路变革, 提质增效打造性价比基础

公司以“一品一链”模式打通内部采购、生产、代工、运营等各个环节, 实现“高端性价比”, 进而在线上线下各个渠道应用。

采购端: 与各大农场建立直采合作, 叠加树坚果国产替代, 原料端持续实现降本。

生产端: 由过去全 OEM 模式转换为“自产+联合建厂+OEM”复合生产模式, 其中自产覆盖核心坚果品类实现生产端利润空间, 联合建厂快速补充生产技术经验积累, OEM 覆盖产品多元、快速迭代的零食品类满足产品体系丰富度及快速推新需求。

交付端: 公司以“一品一链”模式跨部门整合, 在供应链各环节提质增效, 并推动单品包邮, 精简物流层级, 提升整体运营效率。

■ 渠道变革: 线上树品牌, 线下要利润

线上: 公司聚焦抖音渠道实现爆发式增长, 并以此构建“抖+N”全渠道战略赋能其他渠道。传统主流电商当前流量红利见顶, 公司以硬折扣模式实现终端性价比, 带动传统电商渠道自 23M6 恢复增长, 并延续增长趋势。

线下: 松鼠年节礼赠属性已打造清晰, 具备拓展日销的品牌及产品基础, 当前根据不同终端渠道构建差异化产品体系, 未来线下分销市场空间有望进一步打开。当前线下渠道持续演化, 量贩零食店接棒成长, 松鼠在性价比消费趋势下转型“国民零食店”并持续优化店型, 丰富门店产品体系与运营模式, 构建多元竞争优势。

■ 投资建议:

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 44.5%、31.1%、31.5%, 利润增速分别为 64.3%、49.7%、48.0%, 公司已验证“高端性价比”战略下全品类全渠道成长势能, 股权激励支撑下迈向“三年 200 亿”, 同时规模提升、生产端布局、组织效率提升有望稳步推动净利率上行。给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 31.52 元, 相当于 2024 年 35X 的动态市盈率。

■ 风险提示: 市场竞争加剧风险、新品拓展不及预期、盈利预测及假设不及预期、食品安全问题。

三只松鼠 (300783.SZ): 电 2023-08-29

商企稳回升, 零食店发力在即

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,293.2	7,114.6	10,279.3	13,481.0	17,724.6
净利润	129.1	219.8	361.2	540.7	800.3
每股收益(元)	0.32	0.55	0.90	1.35	2.00
每股净资产(元)	5.84	6.27	6.92	7.66	8.80

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	75.5	44.4	27.0	18.0	12.2
市净率(倍)	4.2	3.9	3.5	3.2	2.8
净利润率	1.8%	3.1%	3.5%	4.0%	4.5%
净资产收益率	5.5%	8.7%	13.0%	17.6%	22.7%
股息收益率	0.7%	1.0%	1.4%	2.5%	3.5%
ROIC	5.6%	9.3%	14.6%	22.5%	32.9%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测



目 录

1. 公司简介：转型蓄力，逆势突围	5
1.1. 零食品类电商龙头，战略转型开启新篇章	5
1.2. 坚果红利仍在，多品类助力拓渠道	7
1.3. 如何理解高端性价比战略？	8
2. 供应链变革：供应链牵引全链路变革，提质增效打造性价比基础	10
2.1. 采购端：全球直采合作，实现原料端降本	10
2.2. 生产端：开启自建工厂布局，全模式提质增效	10
2.3. 交付端：一品一链提升流通环节效率，产地直发精简物流层级	12
2.4. 产品体系：供应链快速响应，支撑前端恢复上新	13
3. 渠道变革：线上树品牌，线下要利润	14
3.1. 线上渠道：“高端性价比”成效显著，线上重回增长阶段	14
3.1.1. 电商行业：传统电商增速放缓，内容电商快速发展	14
3.1.2. 抖音：极致性价比叠加达人矩阵，实现爆发式增长	15
3.1.3. 传统电商：内源改革，企稳回升	17
3.2. 线下渠道：拥抱性价比消费趋势，全面拓展线下市场	19
3.2.1. 量贩零食行业：高速扩张正当时，空白市场贡献增量	19
3.2.2. 国民零食店：重构门店体系，线下市场大有可为	20
3.2.2.1. 门店定位：门店全面转型，拥抱性价比新趋势	20
3.2.2.2. 产品价格：高端性价比突出，线上线下价格一致	21
3.2.2.3. 装修设计：全链路自有品牌打造，IP 风格统一	22
3.2.3. 分销：品牌心智结合性价比需求，年货节分销渠道有力突破	22
3.2.4. 零食店供品：成熟供应链路，零食店供货想象空间释放	24
4. 盈利预测及估值	25
5. 风险提示	26

目 录

图 1. 三只松鼠历史沿革	5
图 2. 三只松鼠股权结构	6
图 3. 构建“坚果+零食”产品矩阵	7
图 4. 包装坚果市场规模增速跑赢其他品类	7
图 5. 2023 年三只松鼠渠道结构	8
图 6. 三只松鼠全渠道经营体系	8
图 7. 电商平台份额变化	8
图 8. 量贩零食店正加速发展	8
图 9. 三只松鼠经营模式	9
图 10. 三只松鼠全球原料直采	10
图 11. 云南夏威夷果产量显著增加	10
图 12. 三只松鼠每日坚果示范工厂	11
图 13. 三只松鼠每日坚果生产线	11
图 14. 2023 年三只松鼠供应商体系	11
图 15. 三只松鼠采购类别分布（亿元）	11
图 16. 三只松鼠物流链路变革	12
图 17. 主流电商平台获客成本持续走高（元/人）	14
图 18. 2023 年 6 月网购用户渗透率达 82%	14

图 19. 抖音零食品类月度销售额持续保持高增	14
图 20. 抖音零食品类月度销售量基本延续高增趋势	14
图 21. 直播电商产业链拆解	15
图 22. 直播电商份额持续提升	15
图 23. 2023 年 5 月不同价格带坚果类目佣金水平	15
图 24. 三只松鼠抖音渠道极致性价比单品	16
图 25. 抖音上新 SKU 及爆品表现亮眼	16
图 26. 三只松鼠合作超 30 万名达人	16
图 27. 线上为三只松鼠核心渠道	17
图 28. 2023 年线上渠道分布相对均衡	17
图 29. 三只松鼠春节礼盒实现爆量	18
图 30. 休闲食品行业稳步增长（亿元人民币）	19
图 31. 休闲食品渠道结构持续演化	19
图 32. 三只松鼠国民零食店装修设计均呈现松鼠 IP 形象	22
图 33. 三只松鼠主动调整注重经销商高质量发展	23
图 34. 同业经销体系对比	23
图 35. 2024 年春节期间三只松鼠礼盒价格带下移	23
图 36. 三只松鼠 2024 年年货节备货告知函	23
图 37. 零食很忙上架三只松鼠坚果	24
表 1: 三只松鼠 2024 年员工持股计划及股权激励计划方案	6
表 2: 三只松鼠布局坚果品类生产端情况	11
表 3: 三只松鼠线上零售价格与同业对比	13
表 4: 三只松鼠抖音自播及达播销售情况	17
表 5: 天猫旗舰店推行“高端性价比”战略	18
表 6: 量贩零食店门店数量已超 3 万家	19
表 7: 国民零食店与投食店、联盟小店对比	20
表 8: 国民零食店小包装产品较线上价格更低	21
表 9: 三只松鼠国民零食店相对同业竞品在坚果、大牌类产品具备较强竞争力	22
表 10: 三只松鼠收入预测及拆分	25
表 11: 三只松鼠利润预测	25
表 12: 三只松鼠及可比公司估值	26

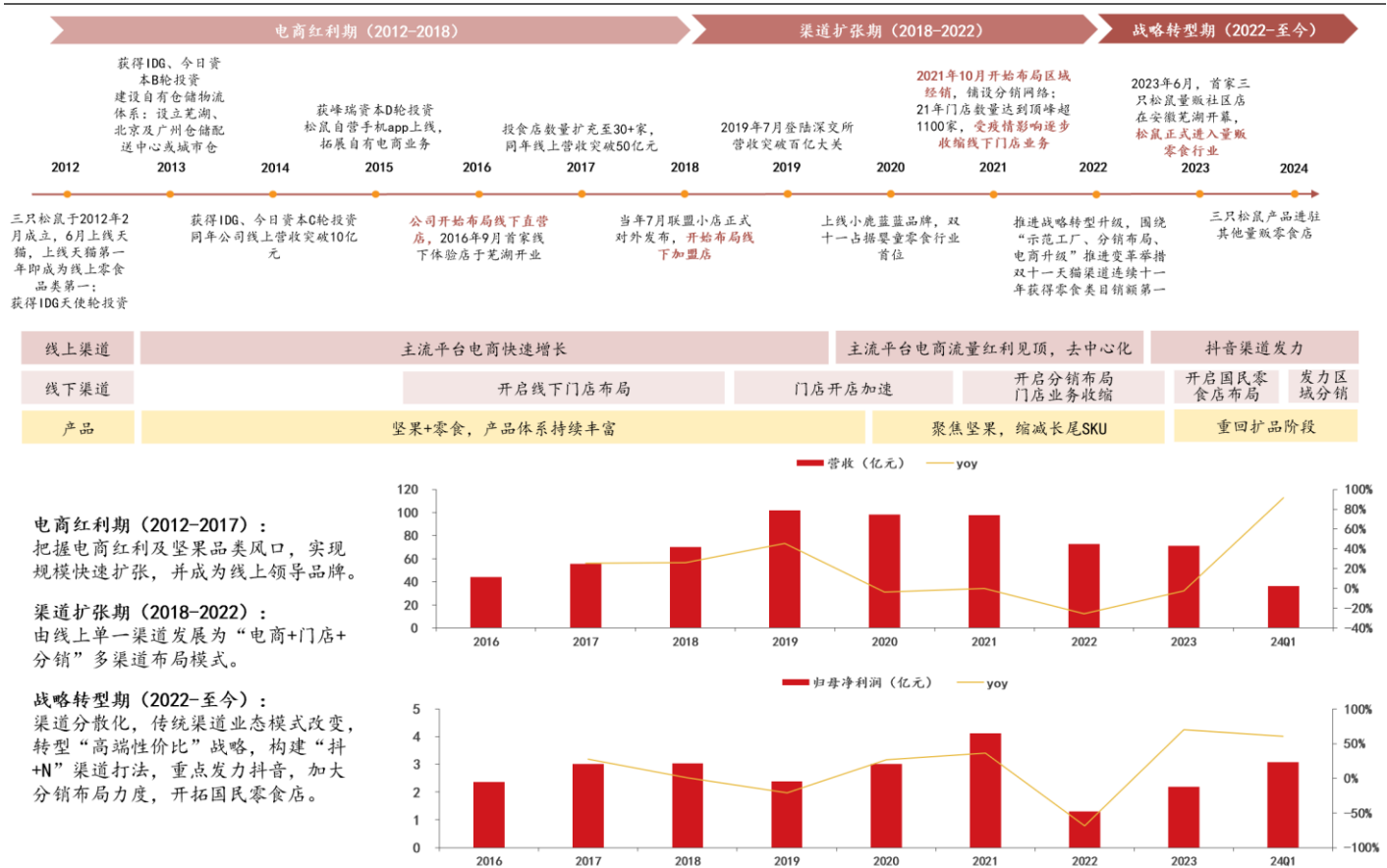
1. 公司简介：转型蓄力，逆势突围

1.1. 零食品类电商龙头，战略转型开启新篇章

线上零食龙头，拓展线下全渠道布局。三只松鼠创立于2012年，成长于互联网电商快速发展的时代，业务规模不断扩张，连续十一年位居天猫等主流平台零食类目销售额首位，2018年后逐步拓展门店、分销等业务，开启全渠道布局，2022年底转型“高端性价比”，对内提质增效，对外全渠道拓展性价比优势。回顾公司成长历程，可分为三个阶段：

- 1) 电商红利期（2012-2017）：**把握电商快速扩张机遇实现规模高速增长，以坚果为突破口切入休闲零食领域，以电商运营模式+OEM轻资产运作+IP化形象，快速成为线上零食领先品牌。
- 2) 渠道扩张期（2018-2022）：**伴随线下投食店及联盟小店打磨与分销业务拓展，公司逐步由线上单一渠道发展为“电商+门店+分销”多渠道布局模式。其中2019年以前在线上红利支撑之下，公司规模延续高速增长趋势，并于2019年突破百亿营收大关，2020年后逐步触及流量红利天花板，公司营收相对承压。
- 3) 战略转型期（2022-至今）：**在渠道分散化及性价比诉求快速发展背景下，公司确立“高端性价比”战略。在线上以抖音为切入点，构建“抖+N”渠道布局，线下加大分销拓展力度，精简调整原有门店体系，于2023年6月拓展具备松鼠特色的“国民零食店”。“高端性价比”战略落实以来，23Q2公司营收基本企稳，Q3进入加速成长阶段，24Q1在年货节带动下营收实现爆发式增长。松鼠的“高端性价比”来自于组织调整及供应链挖潜增效，在营收规模提升的同时也带动利润空间的释放。

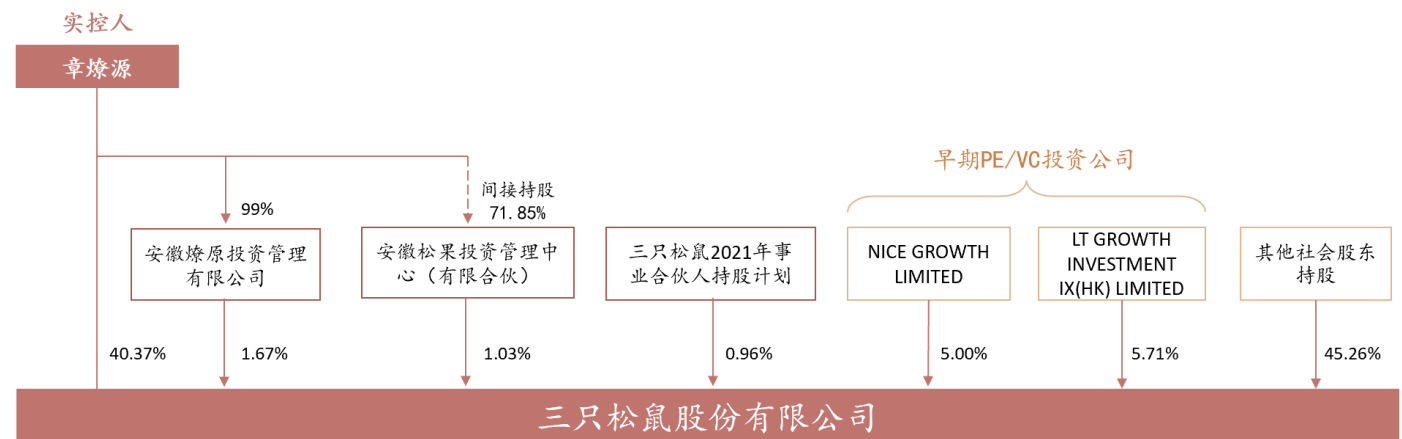
图1. 三只松鼠历史沿革



资料来源：公司公告、公司官网、国投证券研究中心

创始人持股比例高，话语权强。章燎源作为公司创始人、实控人、话语权强。截至 2023 年 6 月直接持有公司 40.37%股份，并通过安徽燎原投资管理有限公司、安徽松果投资管理中心间接持股三只松鼠 1.65%、0.74%股权，合计持股 42.76%。章总多年持续任职公司董事长及总经理，深入一线把握公司经营及战略导向，引领公司持续巩固线上龙头地位，拓展全渠道布局。

图2. 三只松鼠股权结构



资料来源：Wind、国投证券研究中心
注：持股数据截至 2024 年 4 月 26 日

持续推出股权激励计划，转型期给予员工信心。公司持续推动员工持股，让团队成员分享公司成长红利。公司于 2016 年 12 月成立安徽松果投资管理中心（有限合伙）作为员工持股平台，在公司高速成长阶段与员工共享成长红利。2021 年 7 月，公司出台事业合伙人计划，对 22 名合伙人以 0 元授予股票，深度绑定核心团队利益、进行长效激励；并对 208 名员工实行股权激励计划，虽因目标未达成而终止，但一系列员工持股计划印证了公司对团队积极开放的态度。

变革成长新阶段，双轮激励激发团队积极性。2024 年公司变革成效逐步兑现，进入新的成长阶段，4 月 29 日公司发布新的员工持股计划及股票期权激励计划，对 96 名核心骨干授予股票（占总股本 0.29%，购买价格为 12.01 元/股），对 93 名核心骨干给予期权（占总股本的 0.59%，行权价格为 24.02%）。公司当前成长起势，锚定高成长目标，业绩考核目标为 2024-2026 年含税营收分别达到 115/150/200 亿元，2024-2026 年利润目标达到 4 亿元，若收入目标达成则 100%解锁，若收入目标未达成但利润目标达成则 80%解锁。当前公司正处战略转型关键阶段，双重激励将持续给予员工信心，有助于激发团队积极性。

表1：三只松鼠 2024 年员工持股计划及股权激励计划方案

2024 年员工持股计划					
授予规模及价格		前期回购不超过 198.15 万股，占总股本 0.49%，以 12.01 元价格授予			
持有人	拟授予股份上限（万股）			占总股本比例	
	核心骨干（96 人）	179.08		0.45%	
	预留	19.07		0.05%	
	合计	198.15		0.49%	
解锁期及解锁比例		业绩考核目标 A（公司层面 100%解锁）		业绩考核目标 B（公司层面 80%解锁）	
首次认购的标的股票及 2024 年 9 月 30 日（含）前确定分配方案的预留份额对应的标的股票	第一个解锁期-40%	2024 年含税营业收入达到 115 亿元		2024 年净利润达到 4 亿元	
	第二个解锁期-30%	2025 年含税营业收入达到 150 亿元		2025 年净利润达到 4 亿元	
	第三个解锁期-30%	2026 年含税营业收入达到 200 亿元		2026 年净利润达到 4 亿元	
2024 年 9 月 30 日后确定分配方案的预留份额对应的标的股票	第一个解锁期-50%	2025 年含税营业收入达到 150 亿元		2025 年净利润达到 4 亿元	
	第二个解锁期-50%	2026 年含税营业收入达到 200 亿元		2026 年净利润达到 4 亿元	
需摊销总成本（万元）		2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
2165.08		703.65	974.28	378.89	108.25

2024 年股权激励计划

授予规模及价格

定向发行不超过 243.86 万份，占总股本 0.61%，行权价格为 24.02 元

激励对象	拟授予股份数量（万份）		占总股本比例	
	核心骨干（93 人）	214.46	0.53%	
	预留	22.00	0.05%	
	合计	236.46	0.59%	
行权期及行权比例		业绩考核目标 A（公司层面 100%解锁）	业绩考核目标 B（公司层面 80%解锁）	
首次授予的股票期权及 2024 年 9 月 30 日（含）前预留授予的股票期权	第一个解锁期-40%	2024 年含税营业收入达到 115 亿元	2024 年净利润达到 4 亿元	
	第二个解锁期-30%	2025 年含税营业收入达到 150 亿元	2025 年净利润达到 4 亿元	
	第三个解锁期-30%	2026 年含税营业收入达到 200 亿元	2026 年净利润达到 4 亿元	
2024 年 9 月 30 日后预留授予的股票期权	第一个解锁期-50%	2025 年含税营业收入达到 150 亿元	2025 年净利润达到 4 亿元	
	第二个解锁期-50%	2026 年含税营业收入达到 200 亿元	2026 年净利润达到 4 亿元	
需摊销总成本（万元）	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
943.71	326.92	386.81	179.78	50.20

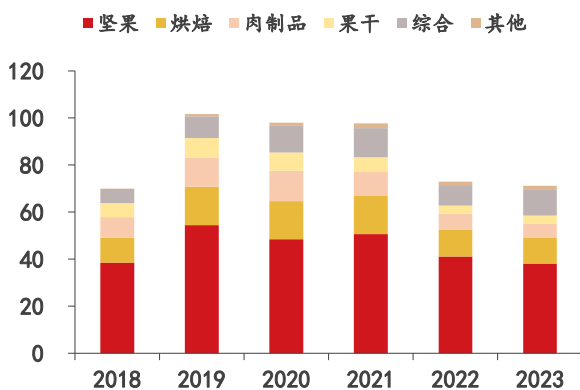
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.2. 坚果红利仍在，多品类助力拓渠道

产品端，把握坚果核心品类，构建多元产品矩阵。公司构建以坚果为核心品类，零食、果干、肉制品等品类多元发展的产品矩阵。公司的快速成长与坚果品类的快速增长密切相关，从欧睿数据来看，2009-2023 年期间包装坚果的复合增速达 7.69%，明显高于糖果、巧克力、饼干等品类增长，坚果品类更加具备营养健康化属性，且中国传统坚果消费习惯倾向于瓜子等籽坚果，树坚果的消费习惯正被逐步培育，市场空间正逐步被打开。

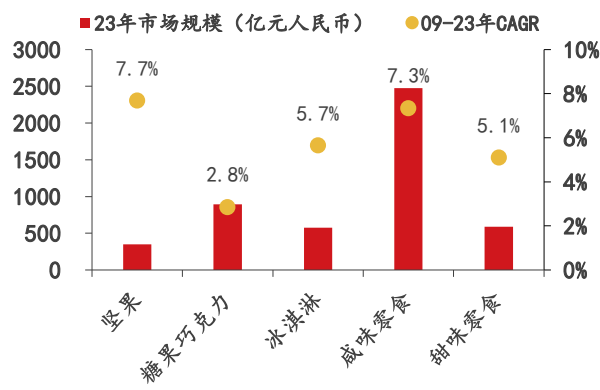
上游供应链布局延伸，坚果自产比例提升。过去松鼠以 OEM 模式生产运营，当前自建坚果生产线，向二产布局拓展。2021 年公司投产无为联盟工厂，坚果为公司最核心品类，且 SKU 相对固定，以浅加工为主，坚果工厂的开设能够支撑生产线满产释放规模效应，深挖供应链利润空间，实现降本增效。

图3. 构建“坚果+零食”产品矩阵



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图4. 包装坚果市场规模增速跑赢其他品类

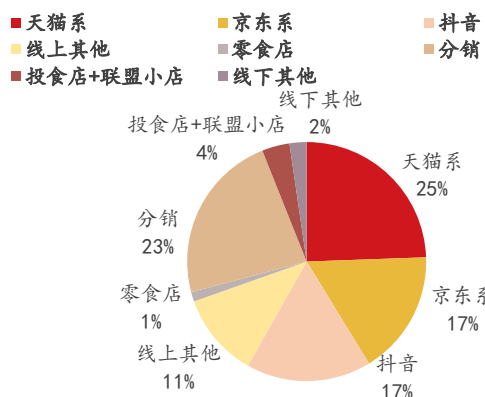


资料来源：欧睿，国投证券研究中心

注：咸味零食中已剔除坚果品类

渠道端，线上起家，线下拓展。公司以线上电商起家，已打造为线上领先品牌，2016 年开始布局线下，经过门店尝试，2023 年转型“国民零食店”，2021 年布局分销，并于 2024 年开启深度分销，整体渠道布局更加均衡。在渠道变革的同时，公司正转型“高端性价比”，适配当前消费市场变化，增强全渠道竞争力。

图5. 2023 年三只松鼠渠道结构



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图6. 三只松鼠全渠道经营体系



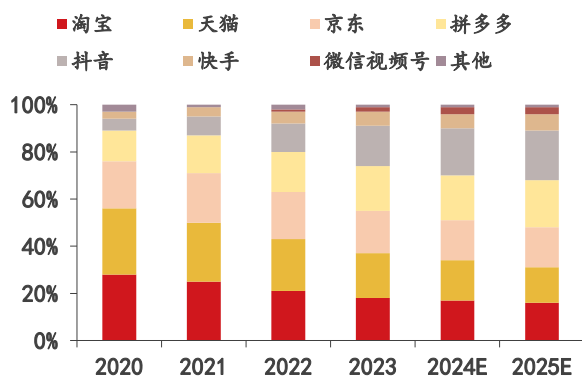
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

1.3. 如何理解高端性价比战略？

什么是“**高端性价比**”？高端主要是指品质，性价比主要是指价格，产品性价比的提升并非单一让利，而是通过减少流通环节费用、减少品牌溢价同时把这部分利润让渡给消费者，实现产品更高品质、更有差异化、价格更亲民的产品，让消费者重新感受到产品品质优、但同时产品具备高品牌调性。

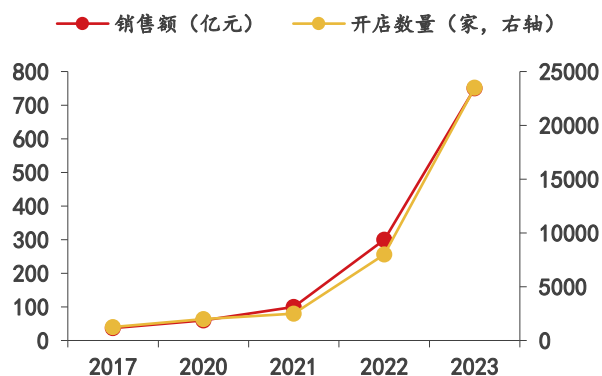
为什么要做“**高端性价比**”？零售的底层逻辑是多快好省，现在行业供需关系发生巨变，消费者不再执着于消费升级，更追求理性消费，公司过去产品价格与新兴渠道匹配度低，导致线上线下面临双重压力。1) 线上流量分流：公司过去聚焦于线上淘系、京东平台为主，而线上平台流量分流明显，以淘宝+天猫为代表的淘系平台为例过去3年市占率下滑20pct，而新兴的抖音及快手市占率逆势提升至20%以上。2) 线下量贩店、折扣店以低于传统零售渠道价格吸引到更多期待在合理的价格范围内购买到更高品质的产品的消费者。面对线上线下双重夹击，净利率处于低位，因此公司在2022年底提出“**高端性价比**”战略，2023年利润增速重回高速增长，24Q1公司实现归母净利润3.08亿元，同比+60.80%，实现扣非归母净利润2.63亿元，同比+92.84%，扣非净利率保持稳定，印证性价比战略下，依然能够保持利润水平稳定性，未来通过内部提效有望进一步释放利润空间。

图7. 电商平台份额变化



资料来源：company data，知乎“零售观察”，国投证券研究中心

图8. 量贩零食店正加速发展



资料来源：新经销，国投证券研究中心

如何实现“**高端性价比**”？公司从内部深化调整，在供应链端深入一产直采，布局坚果自有工厂，同时优化物流体系，从供应链端释放利润空间。在渠道端，线上拓展直播矩阵，以抖音牵引全渠道发展，线下聚焦分销，拓展日销货品体系，门店持续转型社区零食店，引入现制炒货等丰富门店店型。

图9. 三只松鼠经营模式



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2. 供应链变革：供应链牵引全链路变革，提质增效打造性价比基础

2.1. 采购端：全球直采合作，实现原料端降本

建立国内外直采合作，精简链路把控品质。在原料采购端，三只松鼠与全球各大农场建立直采合作，一方面松鼠自身坚果需求量高，直采精简供应链路实现成本优化，另一方面坚果为偏原料端消费，产地认知及品质保障具有重要意义。目前三只松鼠已与全球第一大蔓越莓农场 Ocean Spray 达成深度合作，与全球第一大开心果农场 Wonderful、全球第一大碧根果农场 Easterlin、知名夏威夷果农场 Golden 建立原料直采。并与供应商联合建立云南临沧等 6 个地区夏威夷果原料种植基地、安徽全椒等碧根果种植基地，与东北松子基地直采合作，以联合采购方式从新疆采购核桃等原料。

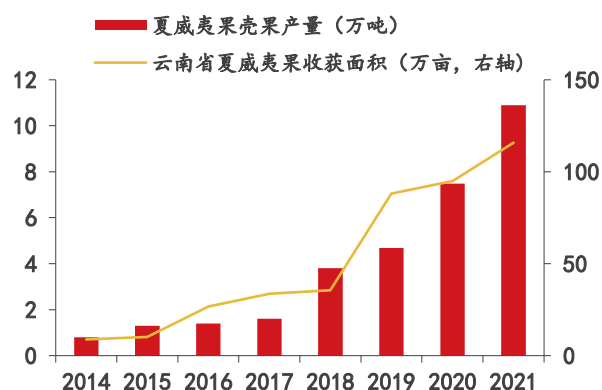
树坚果国产替代，原料端降本可期。过去由于种植基础、消费习惯等问题，中国树坚果核心来自于海外采购，但近年夏威夷果、碧根果逐步进入挂果采收期，推动树坚果国产替代。尤其是夏威夷果，根据云南省林业和草原局数据，2021 年末云南夏威夷果种植面积达 379 万亩，占全球种植面积的 54%，收获面积从 2014 年的 8.83 万亩增长至 2021 年的 115.79 万亩，产量由 2014 年的 0.8 万吨增长至 2021 年的 10.9 万吨。云南夏果产量的提升，也有力带动夏威夷果价格下降，根据海关统计数据平台，2023 年进口带壳夏威夷果均价同比-36.8%，从原料端实现三只松鼠坚果降本，支撑夏威夷果大单品性价比属性。

图10. 三只松鼠全球原料直采



资料来源：天猫官方旗舰店，国投证券研究中心

图11. 云南夏威夷果产量显著增加



资料来源：云南省林业和草原局，国投证券研究中心

2.2. 生产端：开启自建工厂布局，全模式提质增效

2022 年公司由过去全 OEM 模式转为自产+联合建厂+OEM 复合模式，调整生产模式的同时，也在各个生产环节提质增效，深挖供应链利润空间，构建“高端性价比”底层框架。

自建工厂：降本增效，保障品质。2022 年松鼠建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大工厂，松鼠的坚果品类需求量高、生产线标准化程度高、且已具备产品心智，布局自产工厂，能够基于全平台订单量实现规模效应，并进一步保障产品品质，深挖供应链运营优化空间。根据 2022 年年报，每日坚果投产后已实现单盒降本 8%，预计其他品类生产线经过打磨后，也将实现降本提效，达成终端性价比可行性。

图12. 三只松鼠每日坚果示范工厂



资料来源：红星资本局，国投证券研究中心

图13. 三只松鼠每日坚果生产线



资料来源：斑马消费，国投证券研究中心

联合建厂：补齐技术短板，实现共赢。松鼠已与国际知名食品贸易商翱兰联合建设手剥巴旦木工厂，对于体量相对较小的坚果及加工流程相对复杂的零食，以联合建厂的模式能够快速补齐技术工艺的经验积累，串联供应链及渠道运营，达成高效合作。

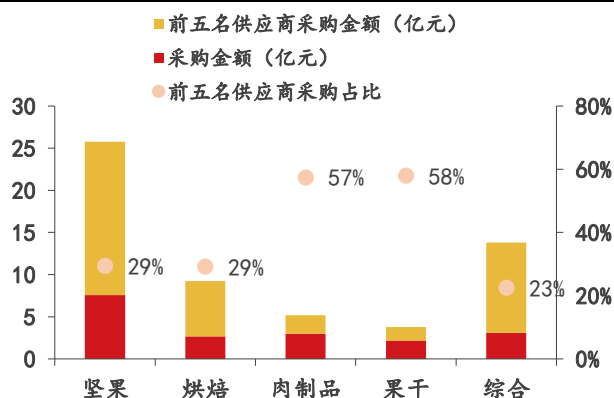
表2：三只松鼠布局坚果品类生产端情况

时间	品类	类型	工厂情况
2019-2021	每日坚果等	联盟工厂	2019年12月26日，公司与无为市人民政府签订了《三只松鼠联盟工厂项目框架协议》，首个联盟工厂将在2021年度投入运营。
2022.4	开心果	自主建厂	2022年自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂
2022.10	每日坚果	自主建厂	每日坚果示范工厂6条产线正式投产，采用30万级洁净车间，配备36套全自动自动化生产产线设备，是集生产与发货一体化的综合工厂
2022.12	夏威夷果	自主建厂	2022年12月初投产，采用行业领先的生产设备，具备从筛选、杀青、入味到分装的全链路深加工能力，实现产品竞争力的有效提升
2023.7	碧根果	自主建厂	公司碧根果产线已完成投产建设，后续将结合业务需求及基础设施配套情况进行投产
2023.7	腰果	合资建厂	与新加坡坚果巨头翱兰国际达成合作，2022年12月建立翱兰松鼠食品芜湖有限公司在坚果领域开拓国内业务。预计8月工厂正式投产。
2023.7	蔓越莓干	深度合作	全球最大的蔓越莓领导品牌优鲜沛与三只松鼠就十亿级大单品每日坚果生产达成深度合作。

资料来源：三只松鼠公众号、公司公告、国投证券研究中心

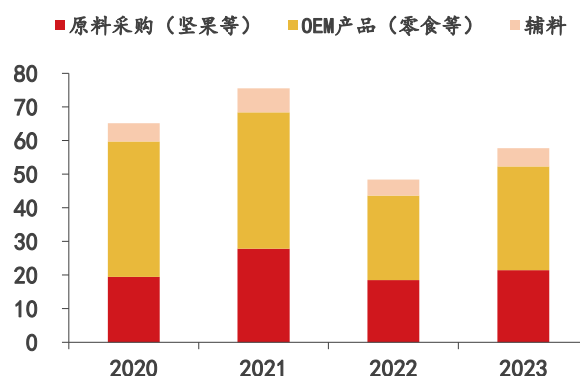
OEM代工：全品类覆盖，快速上新迭代。零食品类SKU众多且迭代速度快，松鼠与上游数百家供应商合作，完成对零食品类的全面覆盖，在当前品类精细化运营、加速上新、多渠道定制化规格包装背景下，OEM代工模式依然能够保障松鼠前端的灵活变化。经过10余年代工合作，松鼠已连接数百家上游供应商，同时坚果、烘焙等大品类对上游供应商依赖程度不高。

图14. 2023年三只松鼠供应商体系



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图15. 三只松鼠采购类别分布（亿元）



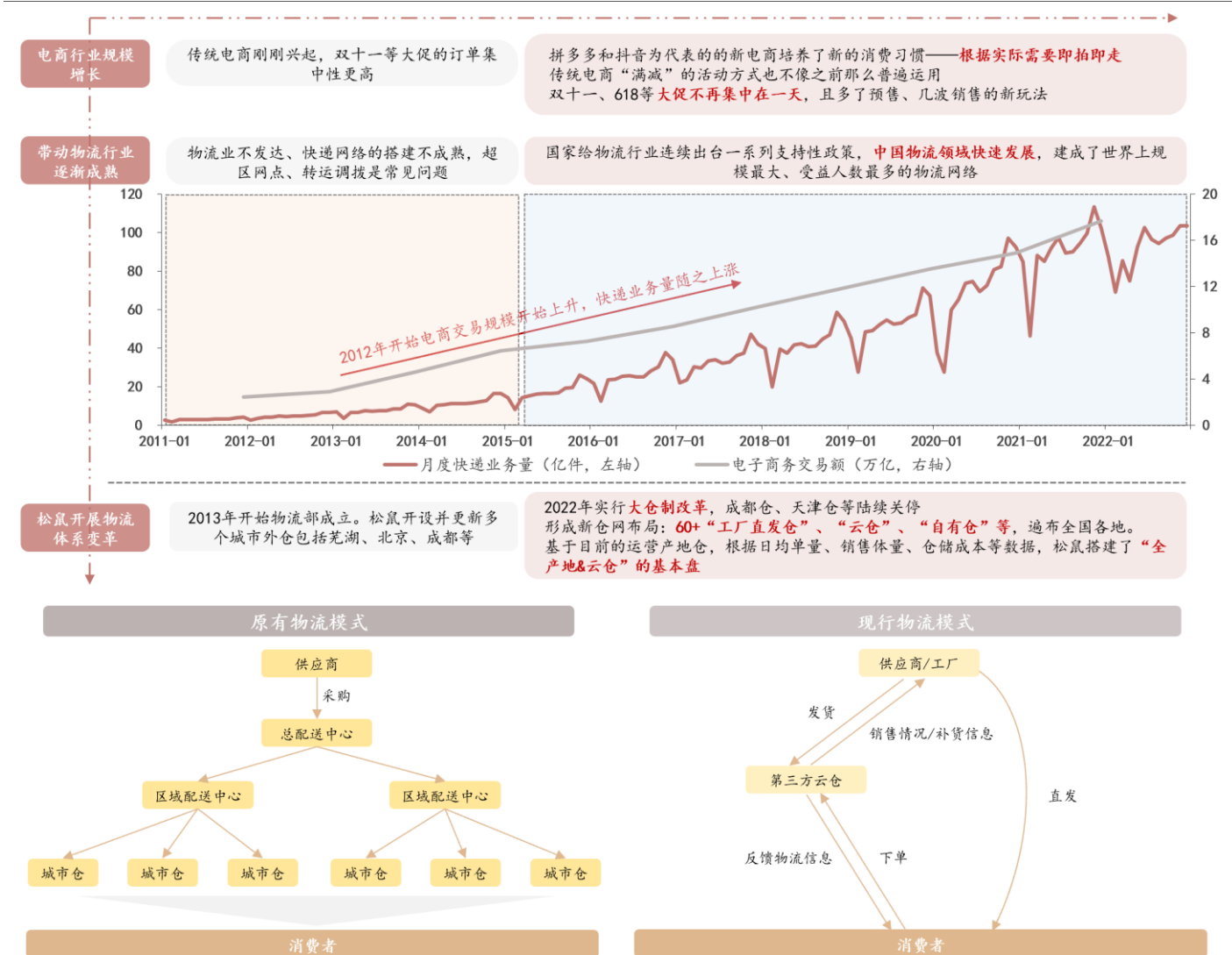
资料来源：公司公告，国投证券研究中心

2.3. 交付端：一品一链提升流通环节效率，产地直发精简物流层级

聚焦品类重构内部组织，一品一链精简中间流通环节。根据红星资本局对创始人章总的采访，三只松鼠以品类为聚焦点，对外推行“品销合一”，对内构建“一品一链”协同机制，跨部门整合采购、生产、运营等多环节人员，过去三只松鼠产品上新涉及17个流程，当前将产品从原料采购到终端上架全链路清晰呈现在一张表上，从各个环节提升效率、精简成本费用。过去流通环节成本占比并不低，经过公司细化中间流通环节后，以夏威夷果为例，今年的终端交付价格同比降低30%。

转向一件包邮，产地直发精简物流层级。在物流环节，将多层级物流体系逐步精简实现去中间化，使用产地直发、云仓来缩减物流层次，转向轻资产运营。过去松鼠电商运营模式为“满300减200”等大额满减，需要完成统一入仓发货，物流体系从供应商转入大仓、大仓转入中转仓、中转仓再转入消费者，用离消费者“近”的货仓保证发货及时性。当前三只松鼠洞察到市场消费习惯更趋谨慎，转向“一件包邮”，由供应商直发，精简中间运输、仓储、调拨等诸多环节。每日坚果示范工厂投产后，已实现“T+1+7”直发模式，从下单T日起，经过1天接单备货周期，保障消费者终端交付保质期在7天内。

图16. 三只松鼠物流链路变革



资料来源：三只松鼠官微，国投证券研究中心

2.4. 产品体系：供应链快速响应，支撑前端恢复上新

“高端性价比”效果突出，全品类价格带明确低于同业。经过采购、自产、交付等多环节供应链深层改革后，终端价格实现明显下降。坚果作为公司核心品类，且率先深入一产二产布局，价格体系较同业友商已实现明显降幅。肉类零食及烘焙等品类，松鼠完全以代工模式生产，且市场分散程度较高，竞争相对激烈，同类产品价格带相对宽幅，松鼠价格已基本低于同类品牌，具备性价比属性。

表3：三只松鼠线上零售价格与同业对比

产品	品牌	价格	规格	单价（元/100g）	松鼠较同业单价降幅	产品	品牌	价格	规格	单价（元/100g）	松鼠较同业单价降幅
每日坚果	三只松鼠	74.0	750g/30包	9.9		鹌鹑蛋	三只松鼠	18.5	400g/56颗	4.6	
	洽洽	128.0	750g/30包	17.1	42.2%	劲仔		26.9	420g/60颗	6.4	27.7%
	沃隆	104.0	800g/32包	13.0	24.1%	无穷		39.9	280g/48颗	14.3	67.5%
夏威夷果	三只松鼠	21.9	500g	4.4		盐津铺子		14.9	302g/45颗	4.9	6.2%
	百草味	30.9	500g	6.2	29.1%	蜀香牛肉	三只松鼠	18.8	100g*2袋	9.4	
	沃隆	89.9	780g	11.5	62.0%	来伊份		17.9	100g	17.9	47.5%
	良品铺子	41.4	480g	8.6	49.2%	百草味		14.9	100g*2袋	7.5	-26.2%
开心果	三只松鼠	35.9	500g	7.2		猪肉脯	三只松鼠	35.1	500g	7.0	
	沃隆	79.0	670g	11.8	39.1%	良品铺子		19.9	200g	10.0	29.5%
	盒马	54.9	420g	13.1	45.1%	比比赞		39.8	600g	6.6	-5.7%
芒果干	三只松鼠	19.9	116g*3袋	5.7		手撕面包	三只松鼠	19.9	1000g	2.0	
	良品铺子	8.5	108g	7.8	26.9%	比比赞		15.8	800g	2.0	-0.8%
	泰芒了	26.9	310g	8.7	34.1%	良品铺子		19.9	1000g	2.0	0%

资料来源：各品牌天猫旗舰店，国投证券研究中心

注：同业品牌以天猫销量为标准筛选，同品类多种SKU以相似内容及规格统计，价格为店铺折后价，不包含平台满减及消费券

注：统计时间为2024年5月23日

2020年聚焦坚果精简长尾SKU，进入品类缩量阶段。2019年后电商流量红利逐步见顶，平台去中心化程度持续加深，松鼠增速承压，叠加部分长尾零食SKU投入产出比不高，2020年公司开启转型“聚焦坚果”战略，主动缩减零食SKU、优化品类结构，提升坚果心智首选度，在高峰期超1000个SKU基础上，2020年淘汰300余款长尾SKU，显著提升货品周转率及供应链效率，但品类横向增长受限。

2023年品销合一理顺供应链体系，重回扩品阶段。公司聚焦“品销合一”战略，构建“丰富、新鲜、优质、低价”的产品矩阵，理顺供应链各环节后，市场销售人员洞察前端需求变化后，后端各环节能够快速响应，推动品类快速上新，并持续优化品质、打造爆品。从2022年末进行组织调整之后，逐步恢复上新，2023年3月以来三只松鼠主品牌累计上线超1000个SKU，小鹿蓝蓝上新超200款新品。其中多款新品成为爆款，三只松鼠辣卤礼包、鹌鹑蛋、沙琪玛等多项新品位列抖音对应品类TOP1，小鹿蓝蓝鳕鱼肠、功能软糖、果泥、山楂棒等爆款新品位列抖音对应品类TOP1。

3. 渠道变革：线上树品牌，线下要利润

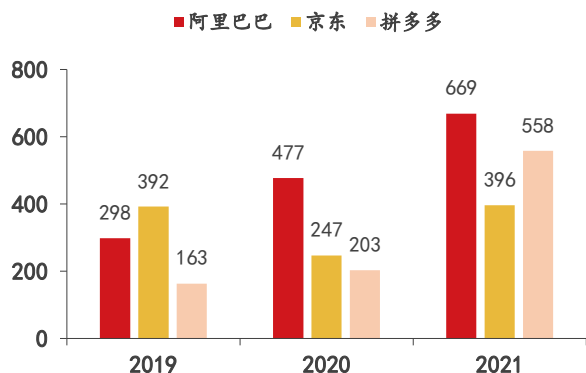
3.1. 线上渠道：“高端性价比”成效显著，线上重回增长阶段

三只松鼠成立于电商快速起势的 2012 年，在轻资产运作模式+全品类扩容+IP 化形象等多重创新优势下，持续保持天猫、京东零食类目销量第一。2019 年后伴随电商流量红利见顶，获客成本增加，松鼠线上渠道规模也进入缩量阶段，2022 年后公司着力对供应链全链路进行优化，以硬折扣方式实现终端性价比，有力带动公司传统电商逆势增长。2019 年抖音等直播电商在去中心化浪潮中快速崛起，公司基于自身品牌力及丰富产品矩阵，构建抖音达人矩阵，实现抖音渠道高速增长。

3.1.1. 电商行业：传统电商增速放缓，内容电商快速发展

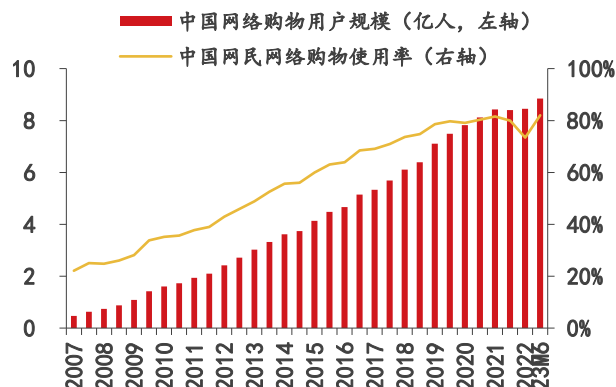
电商黄金十年后，流量红利逐步见顶。2010 年后，线上电商迎来黄金十年，根据网经社数据，2012-2018 年中国网络零售规模由 1.3 万亿增长至 8.6 万亿，CAGR 达 36.7%。2019 年后传统电商市场涨势乏力，逐渐演绎为存量竞争，获客成本大幅增加，根据艾瑞咨询数据，2019-2021 年阿里巴巴获客成本由 298 元/人增长至 669 元/人，拼多多获客成本由 163 元/人增长至 558 元/人。2021 年网络购物用户渗透率达 81.6%，逐渐触顶。

图17. 主流电商平台获客成本持续走高（元/人）



资料来源：艾瑞咨询，国投证券研究中心

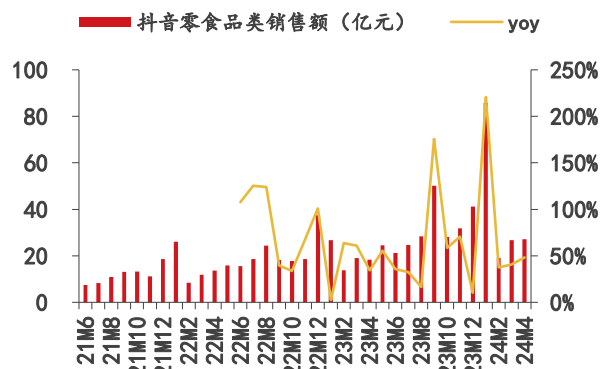
图18. 2023 年 6 月网购用户渗透率达 82%



资料来源：中国互联网络信息中心，国投证券研究中心
注：中国网民网络购物使用率=网络购物用户规模/网民规模

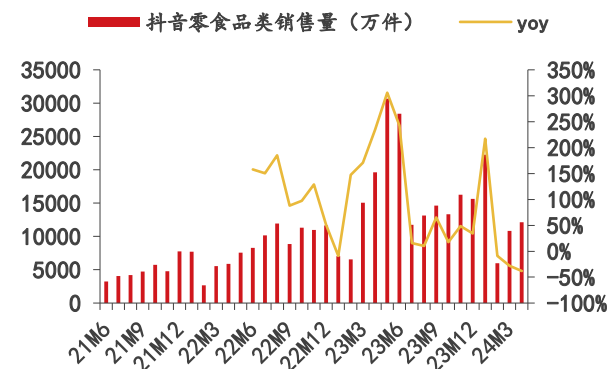
抖音接棒电商成长，高增趋势明确。过去电商以天猫京东等传统中心化电商为主，2019 年后抖音等“社交平台+电商”在去中心化风潮中快速发展，2023 年直播电商市场规模突破 4.9 万亿，达到电商市场规模的 31.8%。从抖音零食品类月度增长趋势来看，基本延续高增趋势，根据萝卜投资数据，24M4 抖音零食品类实现 48%同比增长，同时年节及大促放量趋势明确，年货节销量高增，旺季刚需消费结合抖音兴趣转化，整体势能及潜力清晰。

图19. 抖音零食品类月度销售额持续保持高增



资料来源：萝卜投资，国投证券研究中心

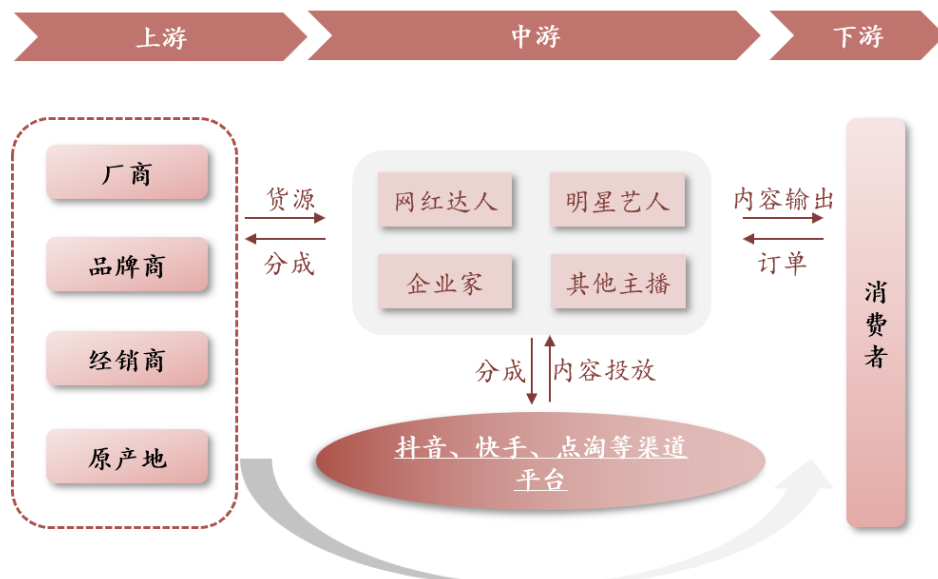
图20. 抖音零食品类月度销售量基本延续高增趋势



资料来源：萝卜投资，国投证券研究中心

直播电商快速发展，佣金率提升压制企业盈利能力。抖音渠道的快速放量，成为各家品牌线上渠道的重要突破口，但同时直播达人佣金率也持续走高，据灰豚数据显示，抖音电商零食类目的平均佣金率达到 16.8%，2023 年 5 月坚果类目平均佣金率达到 8.0%，对品牌盈利能力产生较大考验。

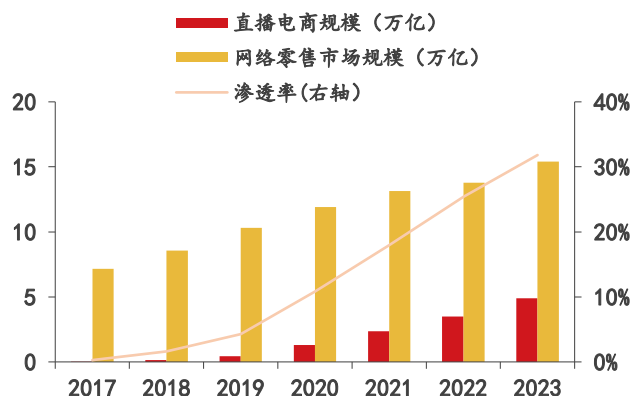
图21. 直播电商产业链拆解



渠道平台按照销售额收取技术服务费；
主播按照销售额收取佣金与坑位费

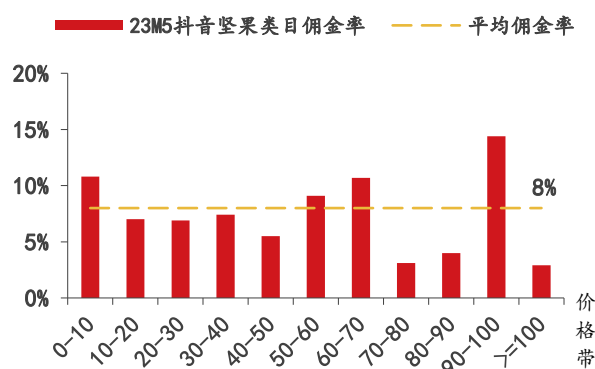
资料来源：前瞻产业研究院，国投证券研究中心

图22. 直播电商份额持续提升



资料来源：网经社，国投证券研究中心

图23. 2023 年 5 月不同价格带坚果类目佣金水平



资料来源：灰豚数据，国投证券研究中心

3.1.2. 抖音：极致性价比叠加达人矩阵，实现爆发式增长

极致性价比，打造抖音爆品基础。从 2020 年松鼠入驻抖音，到 2023 年在抖音渠道的爆发，这其中打法依然围绕“高端性价比”和达人矩阵展开。首先聚焦大单品，在内部调整赋能之下，以一品一链的方式，在后端构建极致供应链，压缩全链路生产及交付成本，给到终端极具性价比的产品体系，如三只松鼠夏威夷果随心袋做到 19.9 元/10 袋，在抖音累计销售额超 9500 万元，2023 年松鼠在抖音渠道培育了 12 个千万量级大单品，52 个百万量级大单品。

图24. 三只松鼠抖音渠道极致性价比单品



资料来源：公众号“倪叔的思考暗时间”，国投证券研究中心

图25. 抖音上新 SKU 及爆品表现亮眼



资料来源：公众号“倪叔的思考暗时间”，国投证券研究中心

构建庞大达人矩阵，实现渠道高度曝光。短视频带货的特点在于头部聚集现象非常明显，而头部主播的坑位费相对较高，且难以赋能品牌。因此松鼠的达播矩阵转向广大中小达人，全面提升品牌曝光度的同时保证佣金率可控，并以三只松鼠自身品牌力赋能中小达人，实现达人品牌合作优势，达成双赢。根据抖音官方数据显示，年销售额超50万的食物类达人共1.22万名，而三只松鼠独自渗透了6200余名。2023年4月起的8个月时间里，松鼠合作超30万名达人，贡献超4亿销售额。

图26. 三只松鼠合作超30万名达人



资料来源：三只松鼠官微，国投证券研究中心

自播细化运营，共同实现抖音高速增长。自播方面，三只松鼠除主账号全品类直播带货外更开设坚果、烘焙、肉类等品类，甚至细分到每日坚果、风干牛肉等细分产品直播间，细化投流运营直接触达细分消费客群，提升流量转化率。根据灰豚数据，三只松鼠自播体系细分多个垂类账号单独运营，月度销售额普遍处于高位，达播与广大中腰部达人构建庞大达播体系，整体销量规模与宣传广度明确领先。2023年5月开始，三只松鼠持续蝉联抖音食品类品牌销售额第一，半年内实现抖音渠道500%增长。根据公告，2023年松鼠在抖音渠道实现营收12.04亿元，同比+118.51%，向上势能充足。

表4：三只松鼠抖音自播及达播销售情况

品牌自播	近 30 天销售额	达人自播	近 30 天销售额
三只松鼠	100w-250w	广波	25w-50w
三只松鼠无骨凤爪专卖店	250w-500w	云舍花卉	25w-50w
三只松鼠风干牛肉专卖店	100w-250w	零食多多超市	25w-50w
三只松鼠每日坚果专卖店	75w-100w	外贸零食多多	10w-25w
三只松鼠甄选坚果店	75w-100w	小桔零食供应链	10w-25w
三只松鼠零食旗舰店	50w-75w	中国邮政集团有限公司漯河市分公司	10w-25w
三只松鼠滋补养生馆	50w-75w	小凡零食超市	10w-25w
三只松鼠年货团购直播间	25w-50w	阿卷饭桶	10w-25w
三只松鼠烘焙官方直播间	25w-50w	中国邮政集团有限公司浙江省常山县分公司	10w-25w
三只松鼠坚果旗舰店	25w-50w	小贝 gogogo	10w-25w
三只松鼠每日坚果专卖店直播间	10w-25w	秋寂零食食品店	10w-25w
三只松鼠手撕鸭脖专卖店	7.5w-10w	佳兴零食超市	10w-25w
三只松鼠紫皮腰果直播间	5w-7.5w	柴碧云	10w-25w
三只松鼠零食专营店	2.5w-5w	好物发现	7.5w-10w
三只松鼠坚果专卖店直播间	1w-2.5w	中国邮政集团有限公司武强分公司	7.5w-10w
三只松鼠坚果专卖店	7500-1w	中国邮政·合肥邮政	7.5w-10w
三只松鼠食品直播间	7500-1w	董先生（橱窗有好物）	7.5w-10w
三只松鼠零食好物直播间	7500-1w	晓愉哥哥	7.5w-10w
三只松鼠滋补直播间	5000-7500	有家小店叫童年	5w-7.5w
三只松鼠零食直播间	750-1000	小白鸽喜乐会（开封王婆）	5w-7.5w

资料来源：灰豚数据，国投证券研究中心

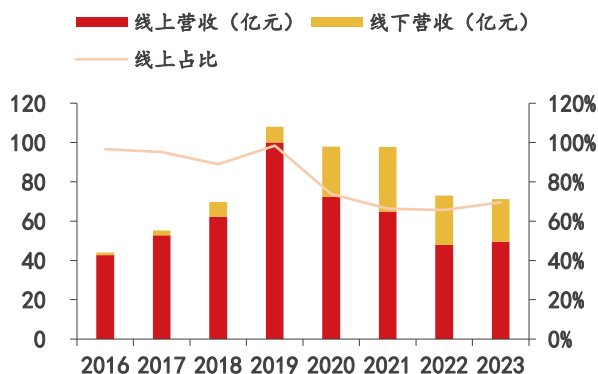
注：数据为 2024 年 2 月 15 日-3 月 15 日期间数据

“抖+N”战略推进，抖音兼具渠道+媒体属性，赋能全渠道协同增长。抖音不仅是销售渠道，更是广宣窗口，从不同电商平台的用户消费习惯来看，可能在抖音根据兴趣实现种草转化，而复购可能产生于天猫、京东等传统货架电商，实现抖音流量的天然“溢出”。

3.1.3. 传统电商：内源改革，企稳回升

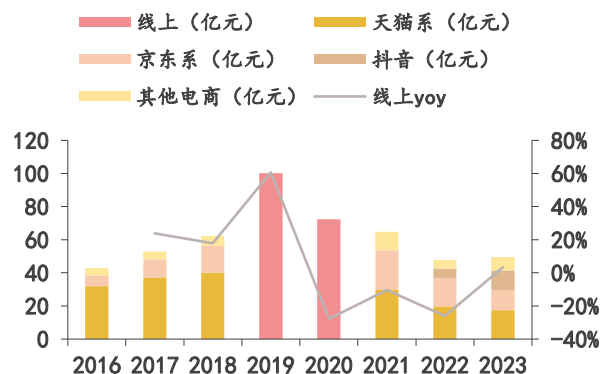
电商基因深厚，线上持续为核心业务。公司电商基因浓厚，创立之初即抓住互联网扩张红利，深耕电商渠道，以坚果为突破口迅速建立品牌知名度，电商渠道一直是公司最为核心的渠道，2018 年拓展联盟小店之前线上营收占比 95.59%，至 2023 年经历分销业务拓展及门店业务调整，线上营收占比 69.59%，依然处于高位。

图27. 线上为三只松鼠核心渠道



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图28. 2023 年线上渠道分布相对均衡



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

对内品销合一，对外高端性价比。复盘三只松鼠线上渠道营收，2019 年前电商快速发展时代，三只松鼠集合品牌力+全品类覆盖产品力+电商深度运营渠道力实现规模快速放量。2020-2022 年电商大盘增量有限、去中心化背景下，松鼠线上渠道营收承压。2022 年公司改革转型，对外提出“高端性价比”战略，以终端性价比及扩品带动电商渠道企稳回升，对内通过“品销合一”打通采购、供应链、产品、运营等前后端全链路，优化提升供应链运营效率，实现长期竞争实力。

转向品类运营，改革效果持续兑现。落实到传统电商前端运营，三只松鼠本身为多品类零食提供商，能够满足消费者一站式购物需求，但多品类运营存在仓储、调拨、物流交付等长链路管理困境及长尾产品效率问题。因此公司从“店铺运营”转向“品类运营”，从过去“满 300 减 200”大额促销转向硬折扣策略，基于“品销合一”实现一品一链，从每个单品的供应链入手，逐个深挖利润空间，在保障产品质量不变的基础上，实现终端降价及扩品，新上市产品价格带聚焦于 5-10 元价格带，同时消费分级背景下，销售费用更趋于理性，因此松鼠实现单品包邮。公司从 2022 年末开始推行线上战略调整，根据公司 2023 年半年报，传统电商平台 6 月恢复增长，7 月实现双位数增长。2024 年年货节期间，松鼠敏锐捕捉市场性价比消费诉求，结合自身极致成本优势，推出多款低价坚果礼盒，节前最低价格达到 49 元/1.5kg，整体价格带覆盖 40-250 元，在线上快速实现爆量。

图29. 三只松鼠春节礼盒实现爆量



资料来源：三只松鼠官方旗舰店，国投证券研究中心

表5：天猫旗舰店推行“高端性价比”战略

品类	产品	价格（元）/规格	店铺销量
坚果	每日坚果	79/750g	100w+
	夏威夷果	24.9/500g	100w+
	开心果	44.9/500g	60w+
	巴旦木仁	26.9/500g	50w+
	紫皮腰果	29.9/500g	50w+
	碧根果	42.9/500g	30w+
零食	手撕面包	19.9/1000g	100w+
	黄金肉松饼	26.9/1000g	40w+
	芒果干	19.9/116g*3 袋	30w+
	豆干	9.9/300g	9w+
	坚果水果燕麦片	19.9/400g	8w+

肉食	鹌鹑蛋	6.9/100g	6w+
	猪肉脯	9.9/50g	30w+
	虎皮凤爪	19.9/200g	10w+
	蜀香牛肉	9.9/60g	30w+
	鳕鱼肠	18.9/425g	6w+

资料来源：三只松鼠天猫官方旗舰店，国投证券研究中心

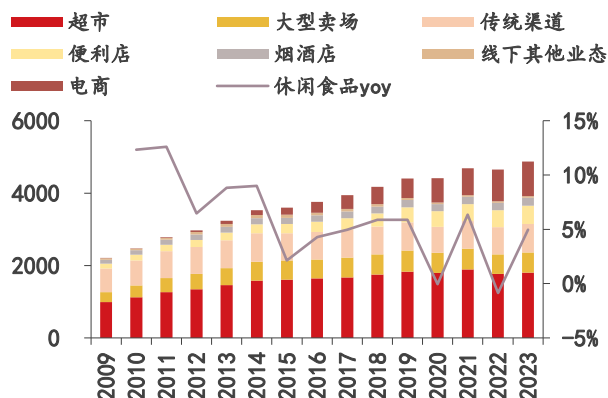
3.2. 线下渠道：拥抱性价比消费趋势，全面拓展线下市场

三只松鼠于 2016 年开启线下渠道布局，以直营门店率先开启线下模式探索，2018 年以联盟小店加速门店布局，至 2020 年投食店+联盟小店突破 1000 家门店，与之俱来面临线下客流缩减、商圈核心点位高额房租等现实压力，叠加性价比消费诉求快速发展，公司逐步收缩门店业务体量，转型具备性价比的“国民零食店”。并且 2021 年开始拓展分销业务，面向全国核心 KA，以三只松鼠全国化品牌认知及坚果心智，赋能线下年货节等礼赠场景，2024 年公司进一步拓展日销板块，面对广阔的传统零售渠道，基于供应链优势，梳理适配产品体系后，有望实现传统渠道日销业务的快速布局。对于三只松鼠自身而言，从传统电商出发不断丰富渠道布局，能够降低对单一渠道的依赖度，分享更多渠道成长红利，扩充成长天花板。

3.2.1. 量贩零食行业：高速扩张正当时，空白市场贡献增量

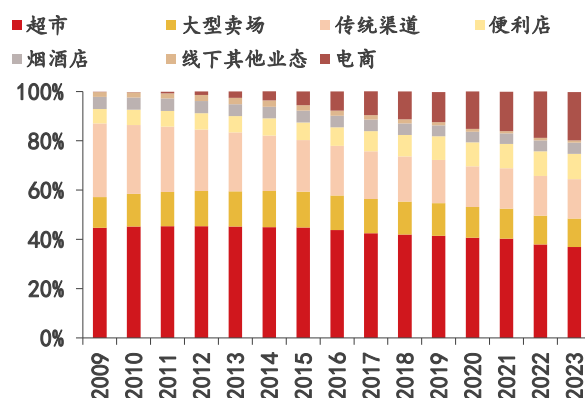
渠道变革方兴未艾，量贩零食接力渠道增长。从中国休闲食品渠道发展来看，每一轮渠道的发展和变革均带来不同机遇。2000 年后商超等渠道快速发展，带动部分具备品牌力、产品力的公司实现全国化铺市布局。2012 年后迎来互联网红利阶段，电商的快速发展带动三只松鼠等轻资产品牌实现对传统品牌的弯道超车。2020 年至今渠道更趋多样化，量贩零食店把握性价比优势快速扩店，成为近两年休闲食品渠道的新的增长极。

图30. 休闲食品行业稳步增长（亿元人民币）



资料来源：欧睿，国投证券研究中心

图31. 休闲食品渠道结构持续演化



资料来源：欧睿，国投证券研究中心

跑马圈地高速扩张，行业空间相对充足。量贩零食店自 21H1 开始跑马圈地快速扩店，我们收集量贩零食店官网、窄门餐眼、百度地图等数据，截至 2024 年 5 月前 40 家系统合计已超过 3 万家门店，行业正以高速开店趋势展开全国化布局。

表6：量贩零食店门店数量已超 3 万家

零食店系统	门店数量	零食店系统	门店数量	零食店系统	门店数量
零食很忙	4782	零食仓	450	零食满屋	103
赵一鸣	4477	座上客零食王国	429	乖乖零食	99
好想来	5200	一扫光零食家	278	三关六码头	92
老婆大人	1063	零食顽家	275	恐龙和泰迪	90

零食有鸣	2500	消闲果儿	234	有滋零食	83
糖巢量贩零食	1755	三只松鼠国民零食店	200	百姓量贩	82
零食优选	1500	快乐厨师	193	爱上零食屋	76
爱零食	1400	幸福松鼠	177	好丽华	71
戴永红	1000	小嘴零食	161	好幸福全球零食集合店	65
悠百佳	953	蓉一品	151	乐大嘴	54
零食站点	876	怡佳仁	148	网批码头	53
零食很嗨	623	嘴上零食	130	桔子花开	51
恰货铺子	458	锁味零食	113	德雅村	50
合计				30495	

资料来源：窄门餐眼、极海、百度地图，国投证券研究中心

注：数据截至 2024 年 5 月 15 日

3.2.2. 国民零食店：重构门店体系，线下市场大有可为

三只松鼠整合优化后端供应链后，在线下门店转型新方向国民零食店，门店整体价格带与量贩零食店接近，同时从货品、包装、陈列到门店装修均与三只松鼠 IP 形象相关，整体门店竞争力更强。

3.2.2.1. 门店定位：门店全面转型，拥抱性价比新趋势

国民零食店开店于性价比需求释放，量贩零食店加速扩店的 2023 年，参考量贩零食店运营模式，以三只松鼠产品体系为主，构建新的门店模型。对比 2019-2021 年加速开店的直营投食店及联盟小店，开店背景与运营模式完全不同。

1) 开店背景不同。联盟小店加速扩店于疫情时期，线下人流骤减，门店模型的跑通存在外部环境压力，国民零食店开设于疫情放开后，且零食量贩行业迅猛发展，社区经济得以验证。

2) 价格模式不同。联盟小店与线上电商产品矩阵没有明显区隔，线上活动期间价格较低，对门店客流形成分流。国民零食店拥有 1000 个以上 SKU，产品丰富度高于电商，且价格差异不大，保障线下需求不向电商转移。

3) 选址策略不同。投食店的选址集中于商圈、交通枢纽店，且门店面积普遍为 200 平以上大店，房租成本明显偏高，需要高销售额支撑门店模型，当前国民零食店基于社区经济运营，选址集中于社区及街边店，社区消费场景内容流及复购均相对稳定，房租相对偏低，模型相对稳定。根据创始人章总视频号，5-6 月即将开业的新店型针对不同消费场景打造 20-150 平不同面积大小和产品体系的店型，聚焦 1-3 个档口的社区消费场景，另有 1-2 个档口的购物中心店型，以及 20 平米档口店，门店店型的构建核心关注人群触达，同时缩减门店面积及长尾产品以保障门店模型稳定性。

表7：国民零食店与投食店、联盟小店对比

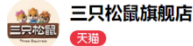
	国民零食店	投食店	联盟小店
发起时间	2023 年 6 月	2016 年 9 月	2018 年 7 月
开店背景	线下经济恢复活力，性价比消费需求凸显	2020-2021 年疫情反复，线下人流骤减，部分商圈门店租金昂贵	
开店计划	至 2023 年年底开店 149 家，并不断调整优化模型	2019-2020 年加速开店，2020 年末达到 171 家，2023 年 6 月末已精简至 1 家	2020 年加速扩店，2020 年末达到 872 家，2023 年末已精简至 265 家
选址策略	主要开设社区店	商圈、交通枢纽	沿街、社区
租金	社区店租金成本更低	商圈门店租金较高	
价格模式	线下与线上价格基本一致	产品体系与线上没有明显区隔，线下价格体系偏高	

资料来源：公开资料整理，国投证券研究中心

3.2.2.2. 产品价格：高端性价比突出，线上线下价格一致

对比天猫旗舰店：价格带基本一致，高端性价比赋能全渠道。根据我们草根调研发现，三只松鼠线上主要销售小包装（0-100g）及量贩大包装（500g 以上），线下国民零食店主要销售散装及袋装（100-300g）产品，对比两者价格带我们发现线上线下价格带基本一致，其中线下散称价格更低，满足消费者即时需求、灵活挑选的诉求，线上量贩大包装价格更低，满足囤货需求，能够与同业友商比价形成低价认知。

表8：国民零食店小包装产品较线上价格更低

天猫旗舰店-小包装				国民零食店-小包装				国民零食店-袋装				
												
	价格	产品规格	单价	价格	产品规格	单价	对比线上 价格	价格	产品规格	单价	对比线上 价格	
零食	每日坚果	69.00	25g*30 袋	9.20	2.00	25g*1 袋	8.00	-13.04%	69	750g 盒装	9.20	0.00%
	开心果	37.90	30g*10 袋	12.63	51.58	500g 散装	10.32	-18.35%	21.5	160g*1 袋	13.44	6.37%
	夏威夷果	24.90	36g*10 袋	6.92	27.45	500g 散装	5.49	-20.64%	9.9	160g*1 袋	6.19	-10.54%
	碧根果	29.90	36g*10 袋	9.97	37.41	500g 散装	7.48	-24.94%	12.8	120g*1 袋	10.67	7.02%
	紫皮腰果	21.90	30g*8 袋	9.13	40.34	500g 散装	8.07	-11.58%	15.5	160g*1 袋	9.69	6.16%
	山核桃仁	55.90	25g*10 袋	22.36	92.01	500g 散装	18.40	-17.70%	-	-	-	-
	巴旦木	23.90	25g*10 袋	9.56	27.12	500g 散装	5.42	-43.27%	10.9	160g*1 袋	6.81	-28.74%
肉食	蜀香牛肉	31.90	60g*5 袋	10.63	-	-	-	-	9.8	100g*1 袋	9.80	-7.84%
	虎皮凤爪	14.90	105g*1 袋	14.19	44.00	500g 散装	8.80	-37.99%	10	105g*1 袋	9.52	-32.89%
	猪肉脯	9.90	50g*1 袋	19.80	35.50	500g 散装	7.10	-64.14%	10.6	100g*1 袋	10.60	-46.46%
果干	草莓干	34.90	60g*5 袋	11.63	40.81	500g 散装	8.16	-29.84%	10	100g*1 袋	10.00	-14.04%
	芒果干	20.90	60g*5 袋	6.97	28.16	500g 散装	5.63	-19.16%	7.8	100g*1 袋	7.80	11.96%
烘焙	薄脆饼干	9.90	300g*1 袋	3.30	-	-	-	-	9	308g*1 袋	2.92	-11.45%
	纯奶手撕包	19.90	1000g*1 袋	1.99	-	-	-	-	14.9	750g*1 袋	1.99	-0.17%
	蔓越莓曲奇	7.00	100g*1 盒	7.00	-	-	-	-	5.5	100g*1 盒	5.50	-21.43%

资料来源：草根调研、三只松鼠天猫官方旗舰店、国投证券研究中心

注：价格对比为国民零食店价格相比天猫旗舰店相同产品价格差异幅度，底色部分为线下价格更低

对比同业零食店：坚果及大牌产品更具价格优势，白牌产品以质取胜。根据线下调研，以三只松鼠中央城门店为例，对比距离在 200m 以内的——赵一鸣、七货街、好想来三家量贩零食店产品价格，我们认为三只松鼠具备差异化价格优势，结合产品品质、选品体系、品牌认知等因素，综合优势更为突出：

- 1) **选品：**三只松鼠单店 SKU 为 1000+个，与同业量贩零食店 1200-1500 个 SKU 基本接近，均实现品类全覆盖。但各家量贩零食店选品思路有所不同，量贩零食店同品类零食差异化选择多个品牌给予消费者选择，普遍包含大牌及白牌产品。而三只松鼠国民零食店中多为三只松鼠自有品牌，已经过一轮筛选，单品类零食仅保留优质产品，此外引进水饮、德芙等已具备大单品认知的品牌，一方面作为零食供应商开源引进其他品牌，另一方面扩充自身品类边界。三只松鼠 5-6 月开业的新店型将进一步增加现制炒货，现制产品普遍具有高频消费特点，有助于提升消费者进店频次及复购率，带动客单数及连带消费的提升。
- 2) **性价比：**基于三只松鼠与同业零食店在选品方面的差异，我们认为应分类看待坚果、大牌、白牌等方面差异化竞争优势，1) 对比坚果类目，松鼠价格具备较强竞争力，普遍持平甚至略低 5-10%，但整体产品品质及包装设计维持较高水平。2) 对比零食店引流大单品，松鼠价格带更低。3) 对比零食店白牌产品，松鼠价格普遍略高，但质量水平明显更胜一筹，通过优选供应商，保障整体品质，建立品牌形象。

表9：三只松鼠国民零食店相对同业竞品在坚果、大牌类产品具备较强竞争力

		三只松鼠国民零食店			赵一鸣			七货街			好想来		
													
		对比赵一鸣单价	价格(元)	规格(g)	单价(元/100g)	价格(元)	规格(g)	单价(元/100g)	价格(元)	规格(g)	单价(元/100g)	价格(元)	规格(g)
坚果	每日坚果	0.50%	2.0	25	8.00	39.8	500	7.96	39.99	500	8.00	39.8	500
	开心果	3.57%	51.6	500	10.32	49.8	500	9.96	45.99	500	9.20	49.9	500
	夏威夷果	-6.96%	27.4	500	5.49	29.5	500	5.90	35.99	500	7.20	38	500
	碧根果	4.49%	37.4	500	7.48	35.8	500	7.16	69.99	500	14.00	42	500
	紫皮腰果	-11.92%	40.3	500	8.07	45.8	500	9.16	49.99	500	10.00	-	-
	山核桃仁	-28.12%	92.0	500	18.40	128	500	25.60	119.99	500	24.00	-	-
	巴旦木	-8.07%	27.1	500	5.42	29.5	500	5.90	32.99	500	6.60	-	-
白牌产品	芒果干	-5.50%	28.2	500	5.63	29.8	500	5.96	-	-	-	-	-
	薄脆饼干	124.78%	9.0	308	2.92	6.5	500	1.30	-	-	-	-	-
	草莓干	-9.30%	40.8	500	8.16	-	-	-	44.99	500	9.00	-	-
	盐焗鸭腿	63.27%	8.0	100	8.0	4.9	100	4.9	-	-	-	-	-
	泡椒凤爪	44.83%	6.0	100	6.0	2.9	70	4.1	-	-	-	-	-
大牌产品	原味吐司	31.12%	6.0	260	2.3	8.8	500	1.8	-	-	-	-	-
	洽洽瓜子	-24.36%	16.0	500	3.2	5.5	130	4.2	16.0	500	3.2	-	-
	王小卤凤爪	-32.00%	44.0	500	8.8	8.8	68	12.9	8.8	68	12.9	-	-
	甘源青豌豆	-36.41%	10.0	500	2.0	15.8	500	3.2	18.0	500	3.6	-	-
	甘源瓜子仁	-41.76%	23.3	1000	2.3	1.6	40	4.0	-	-	-	-	-

资料来源：草根调研，国投证券研究中心

注：价格对比为三只松鼠产品价格对比赵一鸣同类产品价格，底色部分为松鼠优势品类

3.2.2.3. 装修设计：全链路自有品牌打造，IP 风格统一

门店 IP 形象突出，风格更加鲜明。从前端购物体验来看，三只松鼠国民零食店与零食很忙、赵一鸣、好想来等门店均实现门店风格精简、色调统一、陈列规范。而三只松鼠从装修、陈列、包装等各方面均统一为松鼠 IP 形象，整体风格更加具备整体性，萌系风格也更加契合儿童和年轻人审美偏好。松鼠国民零食店门店装修采用明黄色色调，商品均为三只松鼠自有品牌，产品包装、货架陈列、手提袋、购物小票等均使用三只松鼠风格创意包装及设计，部分门店增设游乐区域，更能满足消费者茶余饭后逛街购物需求。

图32. 三只松鼠国民零食店装修设计均呈现松鼠 IP 形象



资料来源：“三只松鼠国民零食”官微，草根调研，国投证券研究中心

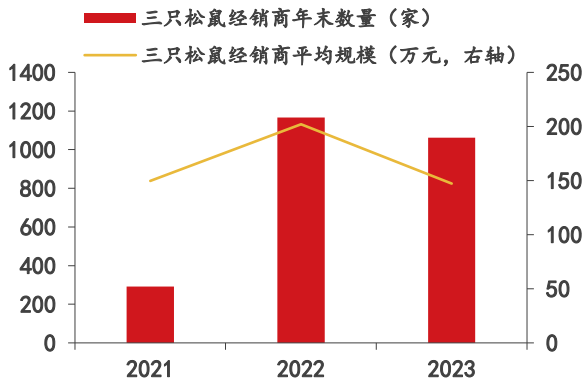
注：门头为宿迁泗阳金鼎城店，陈列图片拍摄于三只松鼠国民零食店安徽芜湖中央城店（社区店）、安徽芜湖金鹰店（购物中心形象店）

3.2.3. 分销：品牌心智结合性价比需求，年货节分销渠道有力突破

拓展线下经销体系，优选经销商势能充足。公司从 2021 年 10 月开始招商布局区域经销体系，得益于松鼠全国化的品牌认知，经销商数量快速增长，2021 年末经销商数量达 292 家，2022

年推进全域分销，至年末公司经销商数量突破 1167 家，2023 年末公司着眼长期发展，主动优化经销商数量至 1062 家，覆盖超 10 万家有效优质终端。横向对比 2023 年三只松鼠经销商平均规模 147.24 万元，高于盐津铺子、甘源食品等公司，但低于洽洽食品平均 445.8 万元规模，主因三只松鼠核心覆盖 KA 高势能渠道，聚焦春节礼赠消费，高于小商制聚焦流通渠道的公司，而低于大商制具备大单品心智认知的公司，未来发力日销有望带动经销商规模上行。

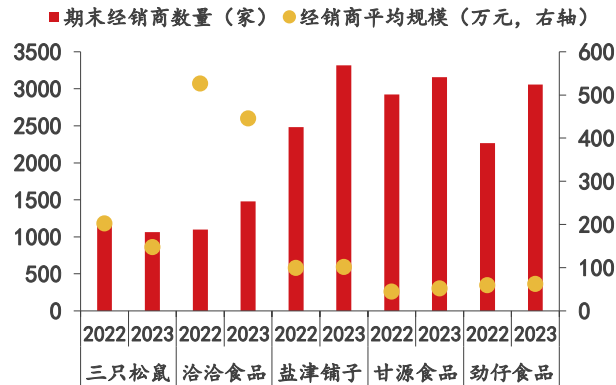
图33. 三只松鼠主动调整注重经销商高质量发展



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

注：三只松鼠 2021 年开始招商，2021 年经销商平均规模=区域分销营收/年末经销商数量，2022 及 2023 年经销商平均规模=区域分销营收/((年初数量+年末数量)/2)

图34. 同业经销体系对比



资料来源：各公司公告，国投证券研究中心

注：各公司经销商平均规模均以全年平均经销商数量测算，即经销商平均规模=经销模式营收/((年初经销商数量+年末经销商数量)/2)

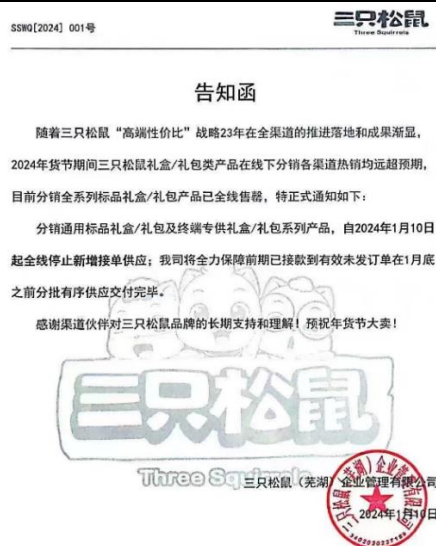
性价比需求释放，年货节快速爆量。2024 年春节，在供应链改革到位，以及顺应市场主动调整之下，三只松鼠将礼盒价格带进一步下降，覆盖百元以上价格带，在春节礼赠及性价比需求的双重带动下，三只松鼠礼盒快速爆量，1 月 10 日公司发布告知函线下礼盒售罄，再一次充分印证性价比变革趋势在各渠道的应用适配。

图35. 2024 年春节期间三只松鼠礼盒价格带下移



资料来源：草根调研（上海大润发），国投证券研究中心

图36. 三只松鼠 2024 年年货节备货告知函



资料来源：36 氪，国投证券研究中心

分销优势积累，日销有望补充淡季需求。三只松鼠本身已实现全品类覆盖，具备持续打造大单品的能力，通过日销板块的拓展有望平滑季节性波动。从 2021 年秋糖开始线下分销的布局至今，公司已积累一定的渠道基础，截至 2023 年 6 月末公司已打造超 1 万家线下标杆终端，2023 年末覆盖超 10 万家终端。

“高端性价比”支撑日销拓展，“双百”战略启动发力线下日销。过去坚果品类价格较高，难以渗透众多细密的夫妻老婆店，目前三只松鼠经过供应链重构达成终端性价比和品类精细化运营后，能够差异化打造产品体系及品规，适配不同渠道的消费习惯及主流价格带。当前公司在年货礼赠之外，积极拓展日销板块，2024年4月，松鼠召开分销“双百”战略启动会，即“百万终端、百亿规模”，在过去的分销基础上，重新设计产品、业务模式、组织体系、个人绩效。公司在2023年年报中提出2024年将发力“区域化深度分销”，加大招商力度，强化经销体系构建，推动产品铺市和渠道拓展。公司以积极开放的态度拥抱多元业态，将供应链及产品优势复刻到线下渠道，在广阔的线下市场中有望构建新的增长极。

3.2.4. 零食店供品：成熟供应链路，零食店供货想象空间释放

定位多渠道零食供应商，渠道触点进一步延伸。2024年初，零食很忙全国门店上架三只松鼠开心果、巴旦木、夏威夷果、碧根果。三只松鼠在自身建设线下渠道之际，也能够向其他零食店输送自有产品，是品牌价值的溢出，也是松鼠自身渠道定位的拓展，不仅建设渠道，更是多渠道零食供应商。在零食很忙打造样本市场后，也有望向其他零食店渠道拓展，并且松鼠在坚果以外还有诸多零食产品体系，不排除未来将引进其他零食品类合作。

零食店扩品第二阶段，深化供应链合作。我们认为对于零食店的选品而言，第一阶段是寻求性价比产品，建立终端性价比认知，具备一定规模后，第二阶段是持续深挖供应链，从上游供应链深化合作及自身精细化运营提升选品能力及利润空间。而三只松鼠经过多年的发展和供应链的打磨，已经具备成熟完备的供应体系、高效上新的推新能力，同时全国化品牌认知能达成引流效果，能够契合量贩零食店发展上游供应链的诉求，两者能够实现合作共赢。

图37. 零食很忙上架三只松鼠坚果



资料来源：小红书，国投证券研究中心

4. 盈利预测及估值

三只松鼠由内生改革，调整战略打法，深挖供应链利润空间，正处历史变革底部向上阶段，从公司各渠道战略拆解，我们给到如下盈利预测：

- 线上渠道**，抖音作为当前全渠道突破点，以大单品战略结合达播矩阵实现爆发式增长，2023 年抖音渠道实现同比 118.51% 增长，运营势能跑通，我们预计成长势能有望延续，预计 2024-2026 年抖音渠道营收分别同比+100%、+35%、+35%。天猫京东等传统电商以品类精细化运营实现高端性价比，货品丰富度提升也带动横向增长，2023 年传统电商运营效果逐月体现，降幅已明确收窄，预计 2024 年重回增长阶段。其他电商逐步展开拼多多及私域等全渠道拓展，有望实现一定增量。预计 2024-2026 年线上整体营收分别同比+33.88%、+20.56%、+24.47%。
- 线下渠道**，预计分销业务在春节错期年节消费拉动，以及转型日销带动下有望实现快速拓展，接棒成长，预计 2024-2026 年增速分别为 50%、40%、38%。公司当前坚定改革转型，预计原有投食店及联盟小店将在 2023 年末 266 家基础上进一步精简，当前全面转型拓展国民零食店，2023 年经过半年门店前期探索阶段调整店型，年末实现 149 家门店，预计 2024 年将加速开店，2024-2026 年分别达到 500、800、1200 家店。预计 2024-2026 年线下整体营收分别同比+68.75%、50.38%、41.68%。

表10：三只松鼠收入预测及拆分

三只松鼠	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	72.9	71.1	102.8	134.8	177.2
yoy	-25.4%	-2.4%	44.5%	31.1%	31.5%
线上渠道	47.9	49.5	66.3	79.9	99.5
yoy	-26.1%	3.4%	33.9%	20.6%	24.5%
天猫	19.8	17.4	19.6	21.2	23.3
京东	17.2	12.0	12.6	13.2	14.3
抖音	5.5	12.0	24.1	32.5	43.9
其他电商	5.3	8.1	10.0	13.0	18.0
线下渠道	25.0	21.6	36.5	54.9	77.8
yoy	-23.9%	-13.6%	68.7%	50.4%	41.7%
零食店		0.9	9.0	18.0	27.7
年末门店数量（家）		149	500	800	1,200
分销	14.7	16.4	24.6	34.5	47.6
原有店型	9.4	2.7	0.9	0.2	
线下其余业务	0.9	1.6	2.0	2.2	2.5

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

利润端，2023 年公司转型性价比战略，缩减毛利率水平，但伴随坚果生产端布局、全供应链效率优化，预计毛利率将逐步提升。销售费用率方面，公司过去货架电商费用投放较高，2023 年聚焦品类精细化运营后，推行硬折扣模式，降低流量费用投放，整体费用率下行趋势在 2023 年已得以验证，预计伴随规模的增长，费用率有望进一步下行。在重构运营模式之后，公司净利率提升趋势也清晰明确，在保障收入端快速增长的同时，预计净利率将稳步提升。

表11：三只松鼠利润预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收（亿元）	72.9	71.1	102.8	134.8	177.2
yoy	-25.4%	-2.4%	44.5%	31.1%	31.5%
归母净利润（亿元）	1.3	2.2	3.6	5.4	8.0

	yoy	-68.6%	70.3%	64.3%	49.7%	48.0%
毛利率		26.7%	23.3%	24.5%	25.2%	25.6%
销售费用率		21.0%	17.4%	16.4%	16.2%	15.9%
净利率		1.8%	3.1%	3.5%	4.0%	4.5%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

估值角度看，公司当前估值为 27x PE，高于产品型公司盐津铺子、甘源食品、劲仔食品平均 19x PE，主因公司核心布局渠道端，净利率水平偏低，但公司当前已由流量驱动转为自身产品力驱动，伴随供应链提质增效、生产端布局和产业链纵深，利润释放路径清晰。参考盐津铺子、甘源食品、劲仔食品 2023 年变革向上阶段，估值提升至 1x PEG（G 为收入增速），即 30-35x PE。当前三只松鼠正处底部变革阶段，有望参考 2024 年 44.5%收入端增速，给到 35x PE，即 126 亿市值，31.52 元目标价。公司当前正处成长新阶段，同时净利率也持续提升，长期成长势能充足。

表12：三只松鼠及可比公司估值

	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PS		PE	
		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
三只松鼠	97.56	71.15	102.79	134.81	2.20	3.61	5.41	0.95	0.72	27.01	18.04
良品铺子	56.82	80.46	83.05	90.04	1.80	1.95	2.33	0.68	0.63	29.14	24.43
万辰集团	44.98	92.94	227.17	317.82	-0.83	1.67	3.56	0.20	0.14	26.91	12.65
盐津铺子	132.94	41.15	52.71	64.61	5.06	6.85	8.67	2.52	2.06	19.40	15.34
甘源食品	68.90	18.48	24.11	29.87	3.29	4.07	5.10	2.86	2.31	16.92	13.50
劲仔食品	61.12	20.65	26.44	33.21	2.10	3.14	4.05	2.31	1.84	19.46	15.08
洽洽食品	167.61	68.06	76.31	84.63	8.03	10.45	12.38	2.20	1.98	16.04	13.54
可比公司平均估值								1.80	1.49	21.31	15.76

资料来源：公司公告，Wind，国投证券研究中心

注：市值数据截至 2024 年 5 月 27 日，万辰集团盈利预测为 Wind 一致预期，其余公司盈利预测均为国投证券预测

5. 风险提示

- 1) 线上市场竞争加剧风险：线上仍为公司主要营收来源，当前天猫京东等传统货架电商流量成本不断提升，抖音渠道竞争日趋激烈，若线上渠道竞争进一步加剧，将对公司营收确定性形成一定挑战。
- 2) 线下市场竞争加剧风险：公司在线下市场核心发力点在于国民零食店开店拓张，当前各家量贩零食店均跑马圈地快速发展，若开店过密竞争加剧，将对公司国民零食店开店形成一定阻力。
- 3) 新品拓展不及预期：中国休闲食品种类丰富，迭代速度较快，三只松鼠以 OEM 模式覆盖广泛零食品类，具备快速推新可行性，但三只松鼠 SKU 体系庞大，且品牌心智集中于坚果，新品培育具备一定不确定性。
- 4) 盈利预测及假设不及预期：公司当前正处变革向上、加速发展阶段，线下分销业务拓展情况及门店的运营模式存在一定不确定性，可能会存在不及假设预期的情况。
- 5) 食品安全问题：休闲食品加工链条较长，且部分品类存在非标加工环节，公司生产加工方式仍然以 OEM 为主，若品质把控不严格，出现食品安全问题将对公司品牌力造成负面影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,293.2	7,114.6	10,279.3	13,481.0	17,724.6	成长性					
减:营业成本	5,342.8	5,454.9	7,762.5	10,082.7	13,181.4	营业收入增长率	-25.4%	-2.4%	44.5%	31.1%	31.5%
营业税费	47.8	45.4	61.0	84.8	109.9	营业利润增长率	-62.1%	56.7%	72.2%	53.5%	50.4%
销售费用	1,532.8	1,237.5	1,680.7	2,182.6	2,814.7	净利润增长率	-68.6%	70.3%	64.3%	49.7%	48.0%
管理费用	283.5	227.5	296.8	383.3	483.8	EBITDA 增长率	-69.1%	52.4%	120.2%	47.0%	46.0%
研发费用	38.4	24.9	51.4	67.4	88.6	EBIT 增长率	-77.2%	78.7%	153.5%	52.3%	49.4%
财务费用	8.2	5.7	9.0	7.5	3.8	NOPLAT 增长率	-67.0%	66.3%	71.8%	52.3%	49.4%
资产减值损失	-3.2	-14.3	-7.2	-8.2	-9.9	投资资本增长率	-1.1%	9.8%	-1.1%	2.1%	5.4%
加:公允价值变动收益	0.5	0.1	-	-	-	净资产增长率	3.8%	7.3%	10.4%	10.8%	14.8%
投资和汇兑收益	56.2	53.8	53.8	54.6	54.1						
营业利润	177.5	278.1	479.0	735.5	1,106.4	利润率					
加:营业外净收支	23.0	35.5	36.9	36.9	36.9	毛利率	26.7%	23.3%	24.5%	25.2%	25.6%
利润总额	200.5	313.6	516.0	772.5	1,143.3	营业利润率	2.4%	3.9%	4.7%	5.5%	6.2%
减:所得税	71.4	93.8	154.8	231.7	343.0	净利润率	1.8%	3.1%	3.5%	4.0%	4.5%
净利润	129.1	219.8	361.2	540.7	800.3	EBITDA/营业收入	2.2%	3.5%	5.3%	5.9%	6.6%
						EBIT/营业收入	1.5%	2.7%	4.7%	5.5%	6.3%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	26	26	17	12	8
货币资金	171.2	327.7	822.3	1,078.5	1,418.0	流动营业资本周转天数	69	75	56	45	37
交易性金融资产	20.2	19.6	19.6	19.6	19.6	流动资产周转天数	178	193	167	159	148
应收帐款	416.0	611.5	359.3	1,110.1	945.2	应收帐款周转天数	16	26	17	20	21
应收票据	-	-	6.1	2.6	3.2	存货周转天数	68	62	64	64	62
预付帐款	81.0	116.5	109.4	211.4	215.4	总资产周转天数	236	255	208	188	169
存货	1,071.0	1,387.6	2,255.0	2,562.4	3,579.1	投资资本周转天数	106	113	81	62	49
其他流动资产	1,557.6	1,864.3	1,640.7	1,687.5	1,730.8						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.5%	8.7%	13.0%	17.6%	22.7%
长期股权投资	6.4	21.2	21.2	21.2	21.2	ROA	2.8%	4.0%	5.7%	7.0%	9.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	5.6%	9.3%	14.6%	22.5%	32.9%
固定资产	521.5	506.8	458.7	410.7	362.6	费用率					
在建工程	274.9	252.4	252.4	252.4	252.4	销售费用率	21.0%	17.4%	16.4%	16.2%	15.9%
无形资产	109.3	113.3	106.6	99.9	93.2	管理费用率	3.9%	3.2%	2.9%	2.8%	2.7%
其他非流动资产	306.7	322.0	303.3	288.8	265.1	研发费用率	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
资产总额	4,535.8	5,543.1	6,354.8	7,745.2	8,905.8	财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
短期债务	50.0	300.0	456.8	619.9	602.2	四费/营业收入	25.5%	21.0%	19.8%	19.6%	19.1%
应付帐款	1,362.6	1,913.9	2,321.5	3,416.1	4,120.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	48.3%	54.6%	56.3%	60.3%	60.4%
其他流动负债	433.2	546.4	495.1	491.6	511.0	负债权益比	93.6%	120.5%	129.1%	152.0%	152.4%
长期借款	199.0	125.0	164.6	-	-	流动比率	1.80	1.57	1.59	1.47	1.51
其他非流动负债	147.6	143.9	142.5	144.7	143.7	速动比率	1.22	1.07	0.90	0.91	0.83
负债总额	2,192.4	3,029.2	3,580.4	4,672.3	5,377.5	利息保障倍数	13.07	33.90	54.51	99.05	295.82
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	401.0	401.0	401.0	401.0	401.0	DPS(元)	0.16	0.25	0.35	0.60	0.86
留存收益	1,952.4	2,152.9	2,373.4	2,671.9	3,127.3	分红比率	49.8%	45.6%	39.0%	44.8%	43.1%
股东权益	2,343.4	2,513.9	2,774.4	3,072.9	3,528.3	股息收益率	0.7%	1.0%	1.4%	2.5%	3.5%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	129.1	219.8	361.2	540.7	800.3	EPS(元)	0.32	0.55	0.90	1.35	2.00
加:折旧和摊销	76.1	68.7	54.8	54.8	54.8	BVPS(元)	5.84	6.27	6.92	7.66	8.80
资产减值准备	7.3	9.2	-	-	-	PE(X)	75.5	44.4	27.0	18.0	12.2
公允价值变动损失	-0.5	-0.1	-	-	-	PB(X)	4.2	3.9	3.5	3.2	2.8
财务费用	13.5	10.9	9.0	7.5	3.8	P/FCF	-69.3	44.2	16.9	20.1	14.8
投资收益	-56.2	-53.8	-53.8	-54.6	-54.1	P/S	1.3	1.4	0.9	0.7	0.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	51.9	28.7	17.1	11.3	7.5
营运资金的变动	-313.5	-174.2	-9.5	-89.6	-159.5	CAGR(%)	61.2%	53.8%	-4.2%	61.2%	53.8%
经营活动产生现金流量	73.3	334.2	361.6	458.8	645.3	PEG	1.2	0.8	-6.4	0.3	0.2
投资活动产生现金流量	-185.5	-279.8	53.8	54.6	54.1	ROIC/WACC	0.6	0.9	1.5	2.3	3.3
融资活动产生现金流量	-134.4	99.9	79.2	-257.2	-359.9	REP	7.1	3.2	2.7	1.7	1.1

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034