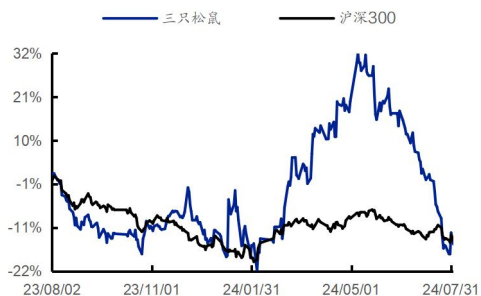


研究所:
 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师: 秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

深化供应链改革, “D+N”全渠道突围, 零食龙头征程再起

——三只松鼠(300783)公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/02

表现	1M	3M	12M
三只松鼠	-19.8%	-29.5%	-15.5%
沪深300	-2.5%	-6.1%	-14.7%

市场数据

2024/08/02

当前价格(元)	17.21
52周价格区间(元)	14.68-27.53
总市值(百万)	6,901.21
流通市值(百万)	4,811.85
总股本(万股)	40,100.00
流通股本(万股)	27,959.60
日均成交额(百万)	112.87
近一月换手(%)	2.37

相关报告

《三只松鼠(300783)股权激励及员工持股计划点评: 激励机制优化, 向挑战目标迈进(买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-05-04
 《三只松鼠(300783)2024年一季报点评: 一季度业绩高增, 改革成效持续验证(买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-04-18
 《三只松鼠(300783)2023年报点评报告: 改革成效显著, 2024营收有望重回百亿元(买入)*休闲食品*刘浩铭, 秦一方》——2024-03-28

投资要点:

- 深谙流量玩法, 从淘系品牌成长为国民零食品牌。**从2012年开始, 创始人章燎源先生精准把握淘宝和京东等货架电商发展红利, 以及坚果品类品牌缺失的战略机遇, 通过线上渠道的精耕细作, 逐步将公司从初代淘系品牌发展为国民零食品牌, 2019年公司营收突破百亿元, 其中线上占比超97%, 位列天猫品牌粉丝榜第一名。公司对线上流量的运作有着深刻的洞察和丰富的实战经验, 深谙用户获取和维护之道, 能够有效利用电商平台的算法和用户行为特征, 制定出精准的流量获取策略和平台运营策略, 逐步沉淀出品牌影响力和忠实客户, 也为后续抖音渠道的成功打下基础。
- 征程再起, 发力抖音, 收入重回增长。**2020年后淘系流量红利见顶, 公司传统电商渠道收入承压, 进入到调整阶段。同时近年来的消费形势也发生显著变化, 消费者决策愈加理性和审慎, 推动高性价比产品的需求增长。在零食行业, 线下零食量贩和线上抖音等以价格力为卖点的渠道取得了快速增长, 基于此, 2022年末公司重新调整策略, 提出“高端性价比”战略, 其本质是以需求为导向, 倒逼供应链形成价值溢出, 并让渡给消费者, 从而提升产品的质价比, 并于2023年正式发力抖音渠道, 伴随着抖音渠道发展的贝塔, 以及公司优秀的线上运营能力, 2023年公司抖音渠道收入同比+118.5%至12亿元, 2024年Q1抖音的外溢效应带动全渠道实现超90%的收入增长。
- 高端性价比战略指导下, 全链路提质增效。**我们认为相较于上一轮公司伴随淘系取得的快速成长, 本轮在“高端性价比”战略指导下的增长基础更为坚实, 主要系: **1) 生产端**, 通过供应链端的降本增效, 降低终端产品的售价。公司早期为零售品牌商, 采用轻资产代工模式, 成本控制能力较弱, 2022年起, 公司开始自建坚果工厂, 通过源头自采、核心品类自产的模式带动综合成本下降, 一方面带动终端售价下行, 另一方面也有利于公司通过产业链一体化取得更多上游生产端价值溢出; **2) 组织端**, 公司通过一品一链、品销合一等新兴组织模式, 带动整体管理流程的优化。**3) 渠道端**: 通过“D+N”赋能全渠道, 本轮的增长不是单一的抖音渠道的增长, 从去年三四季度表现来看, 公司传统电商渠道在新战略的带领下, 实现了恢复

《三只松鼠(300783)公司动态研究:破茧成蝶,打破流量困局,转型初显成效(买入)*休闲食品*刘洁铭,秦一方》——2024-03-10

《三只松鼠(300783)点评报告:明确“高端性价比”战略,试水自有品牌零食店(增持)*休闲食品*薛玉虎,刘洁铭》——2023-08-04

性增长,同时公司积极发力线下,未来有望演绎抖音赋能线下的发展逻辑。

■ **收入锚定三年两百亿元,利润率存在提升空间。**2024年4月30日,公司发布员工持股计划和激励方案,锚定2026年实现200亿元的含税收入目标,对应复合增长率在32%。关于我们怎么看公司未来收入和利润空间:1) **收入端:**零食万亿元赛道,坚果也是一个未来我国人均消费量有很大提升潜力的品类,据久谦数据,2019年公司在天猫坚果/零食/特产类目中市占率曾高达15%,当前通过“D+N”全渠道策略,未来2-3年公司有望进入一个线上市占率重新抬升的通道,若以2000亿元的线上零食规模,8%-10%的市占率进行假设,未来公司线上收入有望达到160-200亿元;线下方面,公司有望凭借较高的品牌知名度,在线下积极抢占坚果礼盒心智,当前规模仍较小,未来有较大的挖掘空间。2) **利润端:**公司的净利率起点较低,去年仅有3%的归母净利率。公司通过深入制造端,提升核心坚果品类的自产比例,盈利能力有望提升。此外,公司通过抖音渠道打造零食大单品,形成大规模订单,代工端仍有一定的生产链路优化和利润谈判空间。因此,公司同时具备零售和制造价值,理论上中长期净利率应该介于零售商和制造型零食生产商之间。

■ **盈利预测和投资评级:**目前公司改革成果已初步兑现,后续在“高端性价比”及“D+N”全渠道战略指引下,公司有望重回良性发展循环。我们调整对公司的盈利预测,预计公司2024-2026年实现营业收入103.06/132.54/160.37亿元,同比+45%/+29%/+21%;预计实现归母净利润4.02/5.57/7.06亿元,同比+83%/+39%/+27%;预计EPS分别为1.00/1.39/1.76元,对应PE分别为17/12/10x,并维持“买入”评级。

■ **风险提示:**1)新品推广不及预期;2)渠道拓展不及预期;3)原材料价格超预期上行;4)行业竞争加剧;5)食品安全问题等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7115	10306	13254	16037
增长率(%)	-2	45	29	21
归母净利润(百万元)	220	402	557	706
增长率(%)	70	83	39	27
摊薄每股收益(元)	0.55	1.00	1.39	1.76
ROE(%)	9	15	18	21
P/E	32.82	17.17	12.40	9.78
P/B	2.88	2.50	2.27	2.03
P/S	1.02	0.67	0.52	0.43
EV/EBITDA	22.37	11.13	8.30	6.54

资料来源:Wind资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 三只松鼠：线上零食龙头，坚定改革，重新启程	7
1.1、 渠道发展历程：从线上到全渠道发展	7
1.2、 产品发展历程：从淘品牌到国民品牌	9
1.3、 组织架构：管理层经营丰富，激励方案强化组织凝聚力	11
2、 如何理解公司的高端性价比战略？	14
2.1、 为什么要实施高端性价比战略？	14
2.1.1、 行业：大盘进入平稳增长阶段，高性价比渠道处于红利期	14
2.1.2、 公司：2020-2022 年，业务进入阶段性瓶颈期，收入利润承压	17
2.2、 什么是高端性价比战略？	19
2.3、 高端性价比战略落地进展？	20
2.3.1、 供应链：一品一链，形成坚果自主制造及零食供应链协同模式	20
2.3.2、 渠道端：“抖+N”全渠道协同，线上重回高增，线下积极探索	24
2.3.3、 产品端：坚果为超千亿元级赛道，我国人均树坚果消费量仍有较大的提升潜力	31
2.3.4、 组织端：“品销合一”为核心，做强新组织	35
3、 如何看待公司商业模式？	37
4、 盈利预测与评级	42
5、 风险提示	44

图表目录

图 1: 公司营业收入及增速	8
图 2: 公司归母净利润及增速	8
图 3: 公司分渠道收入占比 (%)	8
图 4: 公司分渠道收入及增速	8
图 5: 公司渠道扩张历程	9
图 6: 公司门店数的变化 (家)	9
图 7: 经销商数量的变化 (家)	9
图 8: 公司 IP 化和人格化的品牌策略	10
图 9: 从事品牌设计相关人员占研发人员比值超 1/3 (截至 2018 年末)	10
图 10: 公司分产品收入结构变化 (%)	10
图 11: 公司产品数量变化	11
图 12: 公司新品情况	11
图 13: 公司股权结构 (2019 年)	12
图 14: 公司股权结构 (2024 年 Q1)	12
图 15: 2023 年我国休闲食品行业已达万亿元	14
图 16: 零食行业渠道占比 (%)	14
图 17: 休闲零食产业链, 零食量贩渠道产业链效率高于传统商超	15
图 18: 零食量贩渠道市场规模及门店数	15
图 19: 零食量贩头部品牌门店数	15
图 20: 传统货架电商收入增速放缓	16
图 21: 抖音 GMV 及增速变化	16
图 22: 零食线上占比持续提升	16
图 23: 电商零食 GMV, 抖音占比不断提升	16
图 24: 公司天猫和京东收入 (亿元) 及增速	17
图 25: 公司在天猫和京东零食/坚果/特产的市占率变化 (%)	17
图 26: 抖音双十一零食/坚果/特产品牌排名	17
图 27: 公司线上获客成本逐渐增大	17
图 28: 公司线下门店拓展进度不及预期 (家)	18
图 29: 公司投食店&联盟小店	18
图 30: 公司分销业务仍在探索 (亿元)	19
图 31: 传统分销体系下, 经销商的作用	19
图 32: 公司“高端性价比战略”	20
图 33: 公司的供应链全链路	20
图 34: 公司与全球知名企业或农场及国内优质产区直接合作	21
图 35: 三只松鼠每日坚果工厂	22
图 36: 翱兰松鼠合资工厂	22
图 37: 各品类前五名供应商合计占比 (%), 果干类与肉制品占比提升	22
图 38: 零食企业物流费用率 (%)	23
图 39: 通过子公司仓鼠物流发往全国各地	23
图 40: 三只松鼠北区供应链集约基地	23
图 41: 三只松鼠目前已经布局两大供应链集约基地	23
图 42: 货架电商和直播电商	24
图 43: 夏威夷果的意外爆量	24
图 44: 2022 年抖音从兴趣电商升级为全域兴趣电商	24

图 45: 抖音电商重视价格力	24
图 46: 抖音达人分类	25
图 47: 年节期间贾乃亮直播带货“三只松鼠”	25
图 48: 达人分销流量外溢至品牌自播	26
图 49: 三只松鼠垂类直播间	26
图 50: 抖音的价值=闭环价值+外溢价值	26
图 51: 公司线上渠道收入及增速	26
图 52: 抖音和天猫具有相似的货架场景	27
图 53: 三只松鼠抖音粉丝数量领先	27
图 54: 三只松鼠的定价通常介于品牌和白牌之间 (元/克)	28
图 55: 三只松鼠在抖音销售额市占率不断提升 (%)	28
图 56: 头部零食企业在抖音销售额市占率不断提升 (%)	28
图 57: 三只松鼠的分销体系	29
图 58: 董事长亲自带队调研线下分销	29
图 59: 公司新分销体系	30
图 60: 公司 2024 全域生态大会	30
图 61: 公司社区零食店型新旧加盟政策对比	30
图 62: 三只松鼠最新门店店型	31
图 63: 2024 年 6 月 15 日, 首家“现制”门店开业	31
图 64: 门店现炒花生机器	31
图 65: 我国坚果人均消费量提升空间大 (克/年, 2021 年)	32
图 66: 我国人均坚果消费量逐年上涨	32
图 67: 三只松鼠坚果礼盒	32
图 68: 2022 年混合坚果市场规模达近百亿元	32
图 69: 三只松鼠为坚果行业市占率第一 (2022 年)	33
图 70: 2022 年混合坚果品牌集中度高于坚果行业	33
图 71: 产品形态由零食大礼包转向零食单品	33
图 72: 三只松鼠抖音店铺按商品销量排序情况	33
图 73: 公司分产品收入结构 (2023 年)	34
图 74: 公司分品牌收入结构 (2023 年)	34
图 75: 2012-2027 年中国婴幼儿零辅食行业市场规模 (亿元)	34
图 76: 2022 年中国家长购买辅食的因素 TOP10	34
图 77: 小鹿蓝蓝营业收入及增速	35
图 78: 小鹿蓝蓝致力找到喂养最优解	35
图 79: 公司员工结构及人数变化 (个)	35
图 80: 公司管理费用率的变化 (%)	35
图 81: 公司人均创收 (万元)	36
图 82: 公司人均创利 (万元)	36
图 83: 精打细算的理性消费成为我国消费市场的主流	37
图 84: 中国消费者省钱方式, 平均每位消费者会采用 3.7 个省钱策略	37
图 85: 零食公司分类 (单位: 2023 年营业收入/2023 年归母净利率)	38
图 86: 零食行业相较其他行业, 10 亿级以上即为大单品	39
图 87: 2023 年零售型企业收入大多高于制造型企业 (亿元)	39
图 88: 零售商归母净利率	39
图 89: 零食制造商归母净利率	39
图 90: 三只松鼠的股价复盘	41

表 1: 公司管理团队.....	12
表 2: 公司 2024 年股权激励计划&2024 年员工持股计划.....	13
表 3: 公司股权激励费用摊销情况 (万元)	13
表 4: 公司收入分拆及预测.....	43

1、三只松鼠：线上零食龙头，坚定改革，重新启程

三只松鼠于 2012 年在安徽芜湖成立，创始人章燎源先生精准把握淘宝、京东等货架电商发展红利，通过线上布局使其迅速发展为中国坚果及休闲食品的龙头品牌之一，打响了品牌知名度。2016 年 9 月，为增强与消费者互动及扩充渠道，首家线下体验店在芜湖开业，标志着公司正式进军线下市场。2018 年为加快线下渠道发展，公司门店业务推出加盟模式。2019 年，在线上业务高歌猛进的背景下，公司营业收入突破百亿元大关，其中线上收入占比超 97%，根据久谦数据，2019 年公司在天猫坚果/零食/特产类目中市占率达 15%。随后，在传统电商去中心化背景下，公司由于高度依赖该渠道，业绩承压，进入调整期。在这一阶段，公司逐步向上游延伸以及推进线下渠道布局，2020 年开始建设联盟工厂并提出新分销业务，2022 年开始建设自主制造产线。2022 年底，公司根据当前消费者更加重视性价比的消费趋势，提出“高端性价比”战略，并对内开启一系列涉及产品、渠道、供应链、组织架构的变革，近期业绩表现持续验证改革成果。

1.1、渠道发展历程：从线上到全渠道发展

公司渠道发展分为三个阶段：

阶段一：2012-2019 年，电商发展红利期。这一阶段，公司积极把握天猫和京东渠道发展红利，成为初代淘品牌之一，并在休闲食品类目中脱颖而出，其 2013 年/2014 年/2015 年/2016 年“双十一”当天天猫商城的成交额分别达到 3500 万元/1 亿元/2.51 亿元/4.35 亿元，均为休闲食品类目第一，实现业绩的快速爬坡。2016 年 9 月，公司开始进军线下渠道，早期开了几家线下体验店，在该阶段，线下更多定义为补充性渠道。2018 年，公司意识到传统电商渠道红利趋减，平台获客成本提升，因此开始推出门店加盟计划加快线下渠道拓展步伐，但线下收入占比仍较低。2019 年，公司积极提升线上平台的渗透率和回购率，整体收入突破百亿元，同比增长 45.30%，其中线上占比超 97%。据久谦数据，2019 年公司在天猫坚果/零食/特产类目中占比超 15%，为该类目第一。

阶段二：2020-2022 年，渠道拓展调整期。这一阶段，公司由于线上收入增势减退，公司调整线上渠道策略并开始积极探索线下渠道，发展进入调整期。2020 年，公司将天猫渠道定位从“贡献规模”到“聚焦利润”，减少低效推广并缩减 SKU，实现资源聚焦。此外，公司关注到新兴电商渠道快速发展，开始布局抖音、小红书、快手等，但此时公司对内容电商认知不足，更多定位为品牌宣传的阵地，并没有借渠道发展之势大力推进业务。

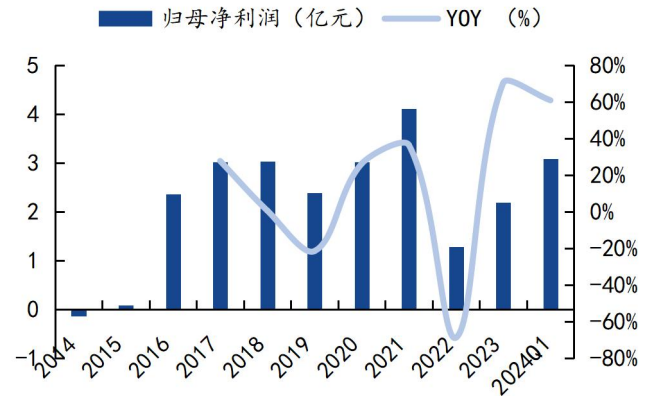
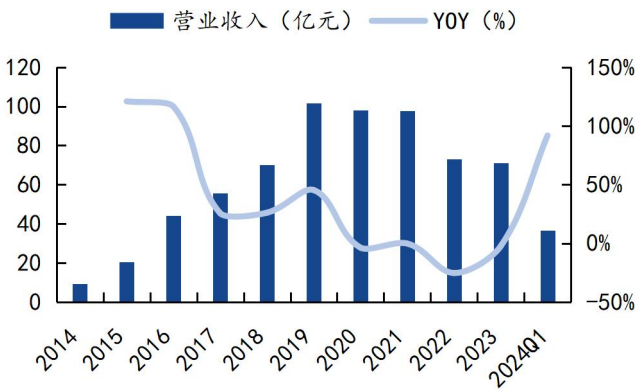
由于线上业务遇到瓶颈，公司开始大力推进线下门店及分销渠道。门店业务上，公司早期打法较为粗放，2019-2020 年疫情期间，在单店模型尚未完全跑通下大举扩张，以期实现密度化布局，门店数量由 386 家增长至 1043 家。随后 2021-2022 年在疫情人流下滑及零食量贩门店崛起的多重影响下，门店经营质量不佳，公司开始优化低效门店，2022 年底联盟小店接近减半至 538 家，投食店仅剩 23 家。分销业务上，公司一直不断摸索和迭代模式。2020 年，公司采用以零售通、新通路等线上分销为主的轻度分销模式，重点布局 KA/连锁便利店/

礼品店，初步搭建分销模式。2021年，公司转向以区域经销商为核心的中度分销模式，依据“一线及省会城市专业渠道经销商业+地级市/重点县域市场区域全渠道经销商”的思路进行经销商布局，同时发力线下团购集采+专业礼品商渠道。2022年，公司升级分销事业部组织架构，聚焦适应线下分销渠道场景的经销专供产品开发及以下沉市场为主的渗透布局，同时探索推进以独立小包装坚果为主的零食散称专柜等。

阶段三：2023年至今，“D+N”全渠道发展期。2023年上半年，19.9元10袋的夏威夷果随心装在抖音意外爆单后，公司意识到质高价低的产品才具备更强的竞争力，过去高定价使得公司失去了部分市场份额，因此开始坚定“高端性价比”战略，并通过抖音等短视频渠道实现快速爆量，从而牵引供应链改革。此外，受到零食量贩门店的启发，公司以“高端性价比”为导向，重新构建线下门店体系，向社区零食店转型，于2023年6月1日首家零食量贩门店开始试营业，截至2023年期末公司共开设149家该类型的门店。分销业务转向终端的精细化管理，区域经销业务从年节销售转向日销，注重与优质经销商合作，优化低效经销商。随着各项改革落地，业绩逐步回暖。

图 1：公司营业收入及增速

图 2：公司归母净利润及增速

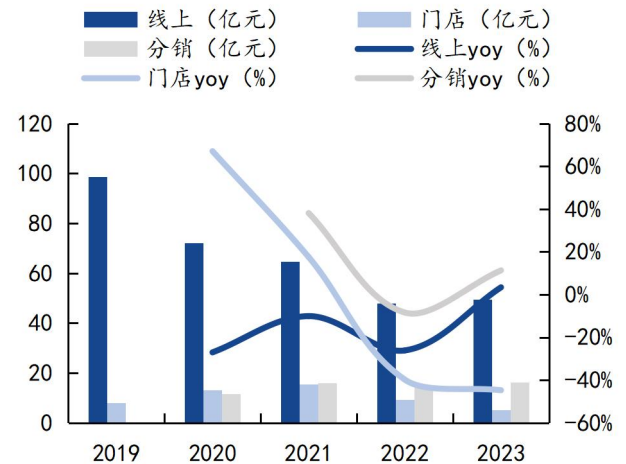
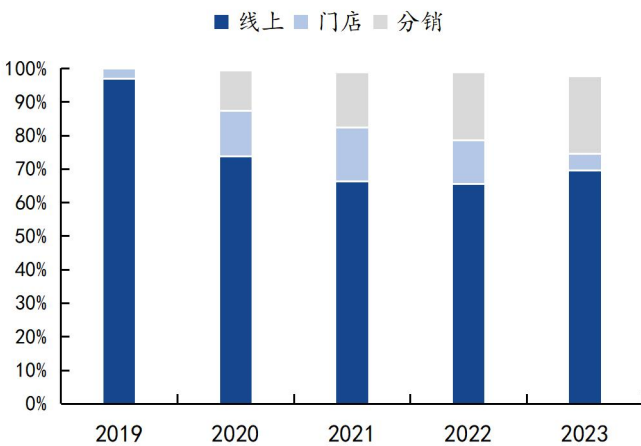


资料来源：iFind，国海证券研究所

资料来源：iFind，国海证券研究所

图 3：公司分渠道收入占比 (%)

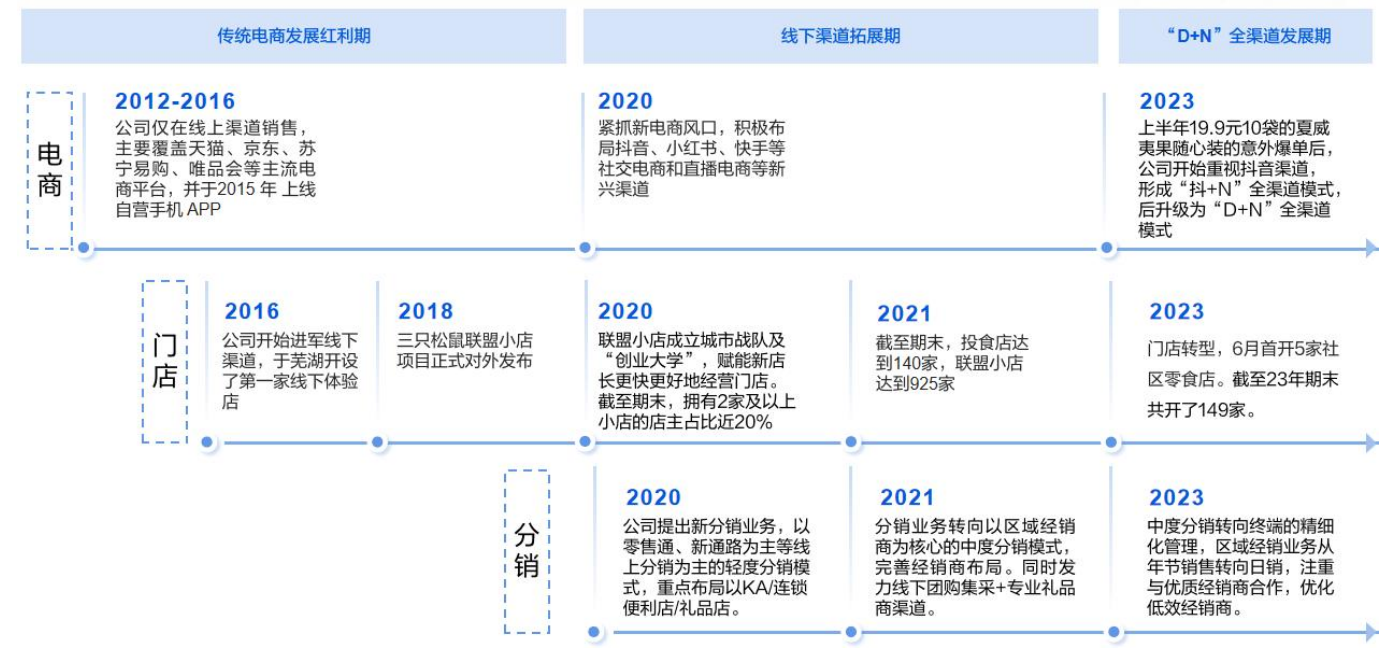
图 4：公司分渠道收入及增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所

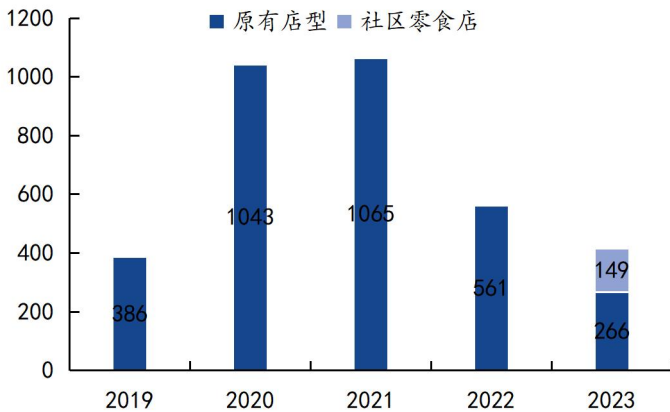
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 5: 公司渠道扩张历程



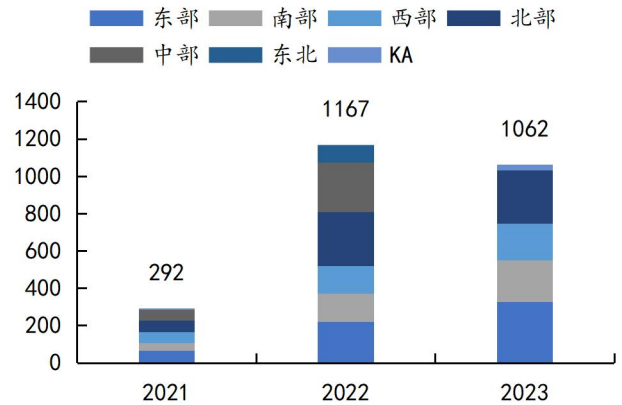
资料来源：公司公告，公司招股说明书，FBIF，21世纪经济报道，东方网，国海证券研究所

图 6: 公司门店数的变化 (家)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 7: 经销商数量的变化 (家)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

1.2、产品发展历程：从淘品牌到国民品牌

2020年以前，通过IP化人格化构建品牌认知，品类从坚果延伸至零食。公司创始人章燎源先生抓住了中国消费升级需求和坚果品类品牌缺失的战略机遇，通过松鼠爱吃坚果的自然联想，降低了三只松鼠作为坚果品类品牌的教育成本。品牌策略上，公司坚持品牌IP化和人格化，通过“萌文化”将品牌具象为“松鼠小

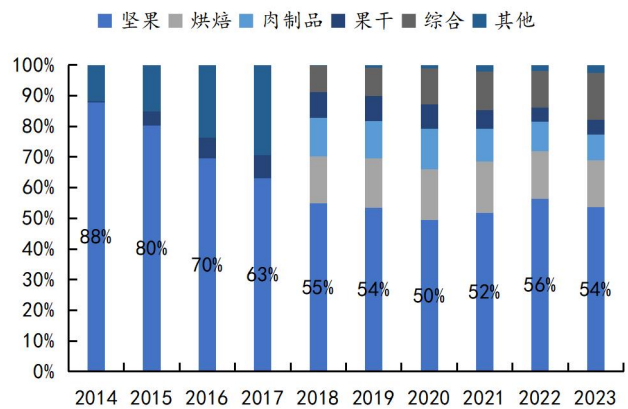
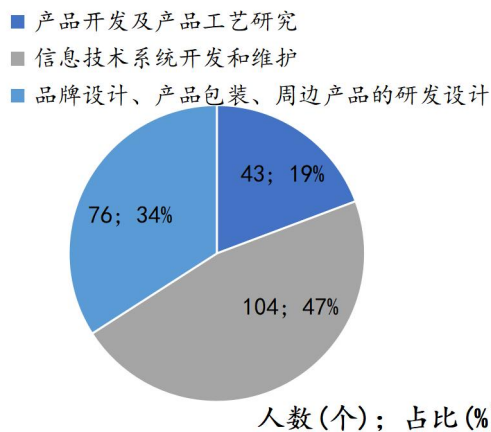
酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”三只性格鲜明的松鼠，拉近与消费者间的距离，并借助动画、绘本、周边等多元化的方式让消费者建立起三只松鼠品牌的立体印象。此外，2016年，公司开设线下体验店，着手打造与消费者“零距离”的品牌及产品体验中心，提升品牌粘性。凭借全方位多元化的创新营销模式，公司逐步从淘品牌成长为国民坚果零食品牌。品类上，公司创立初期以坚果零食为主，产品占比接近90%，但由于零食品类众多，单一品类在线上发展到一定程度后，短期品类渗透率进一步提升的难度和成本加大，因此公司借助早期品牌势能，逐步扩充品类至果干、烘焙、肉制品等零食，截至2019年，公司坚果品类占比下降至54.81%，全品类SKU数量达到近600款，品牌形象也逐步升级为多品类休闲食品品牌。

图 8：公司 IP 化和人格化的品牌策略



资料来源：公司招股说明书

图 9：从事品牌设计相关人员占研发人员比值超 1/3 图 10：公司分产品收入结构变化（%）
（截至 2018 年末）



资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

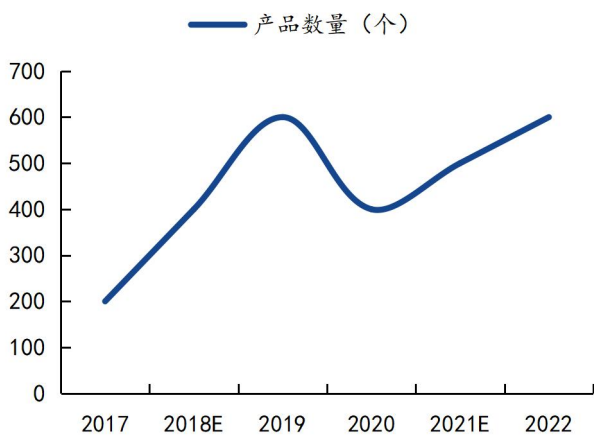
资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

2020-2022 年，聚焦坚果，缩减低效 SKU。2020 年，在传统电商流量红利见顶的背景下，公司收入遭遇瓶颈，获客成本不断攀升。在此背景下，公司将天猫渠道定位从“贡献规模”到“聚焦利润”，并调整产品策略为“坚果+精选零食”，缩减长尾低效 SKU，从而提升供应链和费用投放效率。2020 年，公司一共清理和淘汰 300 余款长尾 SKU，截至 2021 年，公司完成约 400 款低效 SKU 的缩减，缩减工作于 2022 年基本完成。品牌上，2020 年公司开始尝试孵化子品牌，分

别为：聚焦方便素食的铁功基、聚焦婴童食品的小鹿蓝蓝、聚焦宠物食品的养了个毛孩及聚焦喜礼的喜小雀，以期形成“1+N”多品牌矩阵协同效应，其中小鹿蓝蓝的孵化较为成功，一经上线稳居线上宝宝零食销量第一。

2023 年至今，加速全品类产品上新，适配多渠道发展。公司在“高端性价比”牵引下，产品策略调整为：以坚果为核心，向消费者提供具备“高端性价比”的全品类休闲食品。产品战略的调整主要基于：一方面抖音等高增渠道可带动新品实现快速爆量，另一方面全品类可打破线上单一品类流量的局限并适配线下门店及分销业务所需的品类丰富度。因此，公司开始加速全品类产品上新，自 2023 年 3 月以来，累计上线超 1000 款 SKU，其中辣卤礼包、鹤鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠等多款新品位列抖音对应类目 TOP1。2024 年公司提出规划的总体目标为“重回百亿，在全中做强”，坚守“全品类、全渠道”的经营方式，预计后续公司将持续通过品类拓展实现收入增长。

图 11：公司产品数量变化



资料来源：公司公告，国海证券研究所

备注：2018 年和 2021 年为预估值（取前后相邻两年平均值）

图 12：公司新品情况



资料来源：三只松鼠微信公众号，国海证券研究所

1.3、组织架构：管理层经营丰富，激励方案强化组织凝聚力

股权架构清晰，创始人为实际控制人。截至 2024 年 Q1，创始人章燎源董事长兼任总经理直接和间接持股合计约 42.02%（直接持有 40.37%，通过安徽燎原投资管理有限公司间接持股 1.65%），为第一大股东。一级投资基金今日资本和 IDG 合计持股从 2019 年的 37.34% 大幅缩减至 2024Q1 的 11.51%。2024 年 Q1，员工持股平台安徽松果和 2021 年事业合伙人持股计划合计持股 1.99%。其他投资者持股合计 44.46%。

图 13: 公司股权结构 (2019 年)

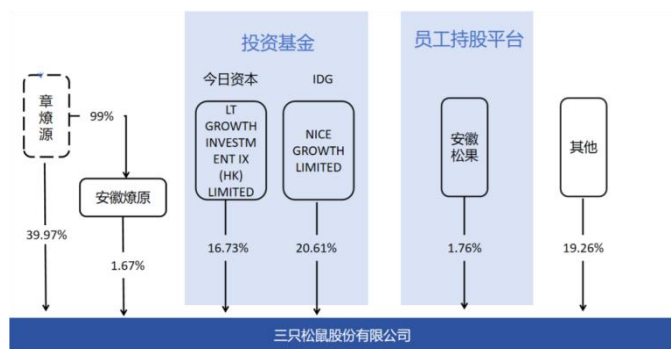
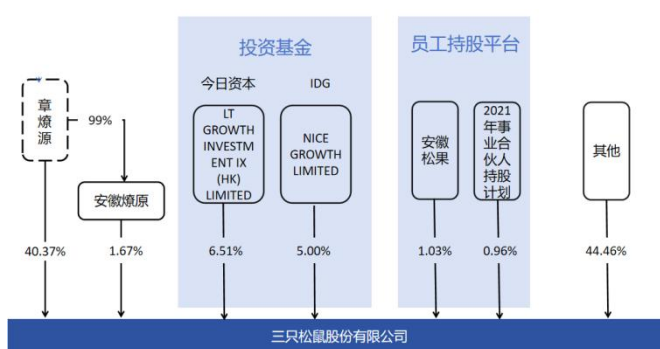


图 14: 公司股权结构 (2024 年 Q1)



资料来源: iFind, 鳌头财经, 国海证券研究所

资料来源: iFind, 鳌头财经, 国海证券研究所

管理层经验丰富, 核心人员稳定性高。公司创始人兼总经理章燎源先生自 2003 年起进入休闲食品行业, 曾先后担任安徽詹氏食品有限公司区域经理、营销总监、总经理, 具备销售管理才能; 2011 年正式进入电商领域并创立了子品牌“壳壳果”, 利用互联网销售坚果, 一经上线就赢得了不错的销售业绩; 2012 年创立“三只松鼠”互联网坚果品牌, 通过洞察网购人群的心理需求, 跳出了传统的商业模式, 不断强化消费者的购物体验和文化认同, 开创了电商行业的新标杆。而公司其他主要管理人员在公司刚上市的时候已经进入公司, 从基层逐步积累经验, 对公司的运营流程、业务模式、企业文化以及市场环境有着深刻的理解, 确保了其决策执行符合公司的长期利益与战略。

表 1: 公司管理团队

姓名	职务	年龄	个人履历
章燎源	创始人 董事长 总经理	48	2003 年, 进入坚果行业, 曾先后担任安徽詹氏食品有限公司区域经理、营销总监、总经理。 2011 年, 创建詹氏公司旗下坚果互联网子品牌“壳壳果”, 正式进入电商领域。 2012 年, 创立“三只松鼠”互联网坚果品牌并运营至今。
潘道伟	董事 董事会秘书	37	2008 年, 担任无锡健鼎电子有限公司客户服务代表。 2010 年, 担任安徽詹氏食品股份有限公司营销副总监, 于 2013 年开始担任安徽詹氏食品股份有限公司监事。 2014 年起, 先后担任公司助理总监、党委书记、行政总经理, 于 2015 年开始担任公司董事、董事会秘书。
魏本强	董事	37	2012 年, 担任公司采购总监。 2015 年, 担任公司董事、产品中心总经理兼三只松鼠廉署常务署长。
郭广宇	董事	35	2011 年, 担任深圳圣卡罗服饰有限公司电商运营负责人。 2012 年, 担任公司品牌总监。 2015 年, 担任公司董事、首席品牌官。
周庭	财务总监	42	2005 年, 担任南京中脉金华分公司财务经理。 2007 年, 担任安徽精诚铜业股份有限公司会计。 2010 年, 担任芜湖杰锋汽车动力有限公司会计。 2012 年起, 先后担任公司财务经理、财务总监。

资料来源: 公司招股说明书, Wind, 国海证券研究所 (截至时间 2024 年 7 月 30 日)

员工团队业务扎实, 年轻有活力。截至 2021 年 7 月, 三只松鼠现员工平均年龄为 26.9 岁, 是互联网主要覆盖的用户年龄段, 对新兴事物具有较高的接受力和

学习能力。“相信年轻人、善用年轻人”是创始人及公司认为能够实现可持续发展的重要因素之一。此外，公司设立了“松鼠大学”以统筹各核心业务部门和岗位的培训工 作，并与多家高校签订合作协议并作为校企合作实践实习基地。

两套激励方案，绑定核心骨干。2024 年 4 月 30 日，公司发布《2024 年员工持股计划（草案）》和《2024 年股票期权激励计划（草稿）》。其中，员工持股计划拟持有的标的股票数量不超过 198.15 万股，占员工持股计划草案公布日股本总额 0.49%（首次 0.45%，预留 0.05%），认购价格为 12.01 元/股，即 2024 年 4 月 29 日股票交易均价的一半。股票期权激励计划拟授予数量为 243.86 万份，占股票期权激励计划公布日股本总额 0.61%（首次 0.55%，预留 0.05%），行权价格为 24.02 元/份。激励计划的对象范围为核心骨干 96 人，占公司截至 2023 年 12 月 31 日员工总数的 4.18%。

提出三年含税 200 亿元收入目标，彰显公司后续发展的信心。两套激励方案解锁要求一致：1）目标 A：2024/2025/2026 年含增值税的营业收入分别为 115/150/200 亿元，对应复合增速约为 32%，我们预计还原到报表口径为 102/133/177 亿元（假设增值税率为 13%），同比+43.0%/30.4%/33.3%。2）目标 B：2024/2025/2026 年归母净利润（剔除股份支付费用）分别为 4/4/4 亿元，其中 2024 年归母净利润目标增速为同比+82%。达成目标 A 可解锁 100%，达成目标 B 可解锁 80%。整体激励费用合理，预计对净利润影响不大。我们认为公司 2025-2026 年归母净利润的绝对值要求与 2024 年一致，主要系公司希望更多员工能够共享公司高速成长的红利，以期达到更好的激励效果。

表 2：公司 2024 年股权激励计划&2024 年员工持股计划

	2024 年员工持股计划	2024 年股权激励计划
对象	核心骨干 96 人	核心骨干 96 人
授予股票数量合计	不超过 198.15 万股，占总股本 0.49%	不超过 243.86 万份，占总股本 0.61%
--首次授予	179.08 万股，占总股本 0.45%	221.86 万份，占总股本 0.55%
--预留	19.07 万股，占总股本 0.05%	22.00 万份，占总股本 0.05%
授予价格	认购价格为 12.01 元/股	行权价格为 24.02 元/份
共同的业绩考核目标		
目标	业绩考核目标 A	业绩考核目标 B
行权（解锁）比例	100%	80%
第一期解锁 40%	2024 年含税营业收入达到 115 亿元	2024 年归母净利润达到 4 亿元
第二期解锁 30%	2025 年含税营业收入达到 150 亿元	2025 年归母净利润达到 4 亿元
第三期解锁 30%	2026 年含税营业收入达到 200 亿元	2026 年归母净利润达到 4 亿元

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 3：公司股权激励费用摊销情况（万元）

费用摊销	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	合计
2024 年股权激励计划	190.6	287.26	142.85	46.19	666.9
2024 年员工持股计划	703.65	974.28	378.89	108.25	2165.07
合计	894.25	1261.54	521.74	154.44	2831.97

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2、如何理解公司的高端性价比战略？

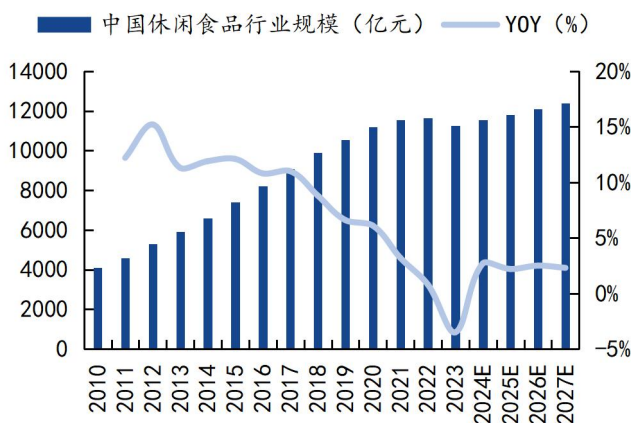
2.1、为什么要实施高端性价比战略？

2.1.1、行业：大盘进入平稳增长阶段，高性价比渠道处于红利期

零食行业供需两端分散，品牌的发展往往伴随着某一渠道红利的快速释放。零食行业供给端格局分散，原因主要为：1) 零食行业制造技术壁垒不高，进入门槛低；2) 产品间替代性强，难出主导大单品。需求端的特点为：1) 具有冲动消费属性，通过渠道触达消费者十分关键；2) 品类心智往往强于品牌，需要通过品类构建品牌心智；3) 中国幅员辽阔，每个地方的人口味、品类偏好差异较大。因此，出于行业供给端和需求端的特点，零食行业的集中度常年低位波动，品牌的发展十分依赖于品类和渠道，通过品类构建品牌记忆，通过渠道触达消费者引发购买行为。渠道的本质是承接流量，品牌拥抱渠道的本质是将渠道承接的流量转化为品牌购买人群。复盘行业过往，品牌的快速发展通常伴随着阶段性某一渠道红利的快速释放，例如洽洽食品的成长依托于传统商超渠道的发展；三只松鼠、百草味等品牌的发展伴随着传统电商渠道红利的释放。

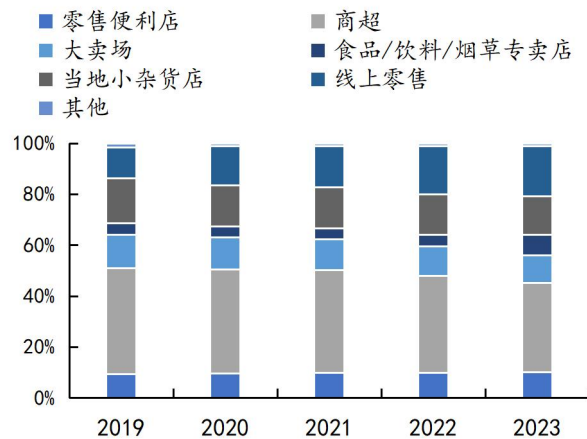
零食行业市场规模已达万亿元，渠道间表现有分化。据艾媒咨询，2023年我国休闲食品行业规模约为1.1万亿元，2027年有望达近1.2万亿元。目前渠道呈现多元化趋势，多种渠道共存，线下有夫妻老婆店、商超、会员店、零食量贩门店等；线上有货架电商如淘宝、京东、拼多多，内容电商如抖音和快手等。渠道的多元化意味着流量的分散化，擅长抓住高增渠道红利及多渠道发展的零食企业，将在目前的渠道分化的趋势下，拥有更强的收入增长弹性。

图 15：2023 年我国休闲食品行业已达万亿元



资料来源：艾媒咨询，国海证券研究所

图 16：零食行业渠道占比 (%)

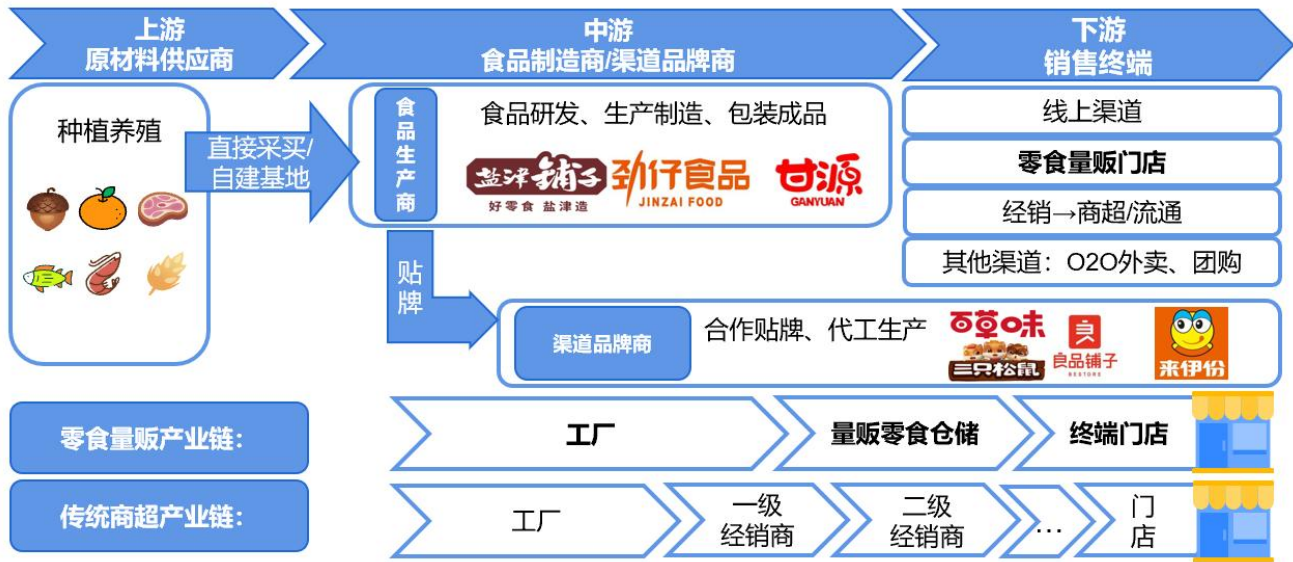


资料来源：《Snacks in China》Euromonitor，国海证券研究所

零食量贩在线下积极跑马圈地。零食量贩渠道指的是通过供应链管理降本增效，以薄利多销的高周转模式，销售各类低价零食的连锁业态。与传统线下零售模式

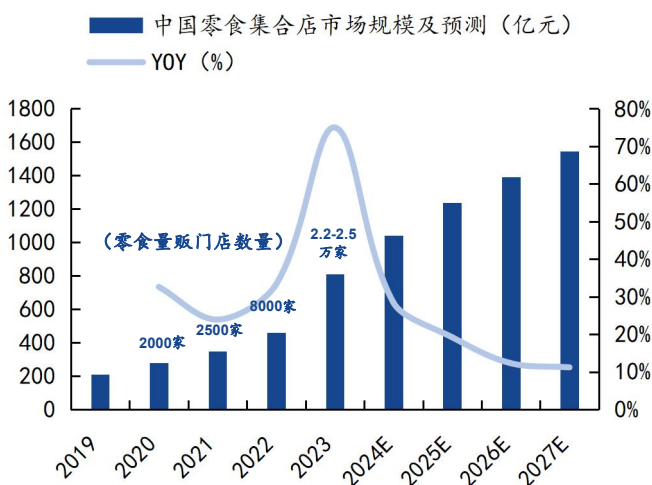
相比，零食量贩砍掉了中间的批发商和经销商，减少加价环节，直接对接零食生产商，并免掉了传统商超的进场费、货架费等，最终给消费者提供价质比更高的产品。根据艾媒咨询，2023 我国零食集合店市场规模达 809 亿元，预计 2024 年将突破千亿元规模。据新经销数据，零食量贩门店数量由 2022 年的 8000 家增长至 2023 年的 2.2-2.5 万家。截至 2024 年 6 月，头部品牌鸣鸣很忙已经突破一万家门店，年底有望突破 1.3 万家。

图 17：休闲零食产业链，零食量贩渠道产业链效率高于传统商超



资料来源：FoodTalks，中商产业研究院，国海证券研究所

图 18：零食量贩渠道市场规模及门店数



资料来源：艾媒咨询，新经销，中国副食流通协会营销总监专委会，国海证券研究所

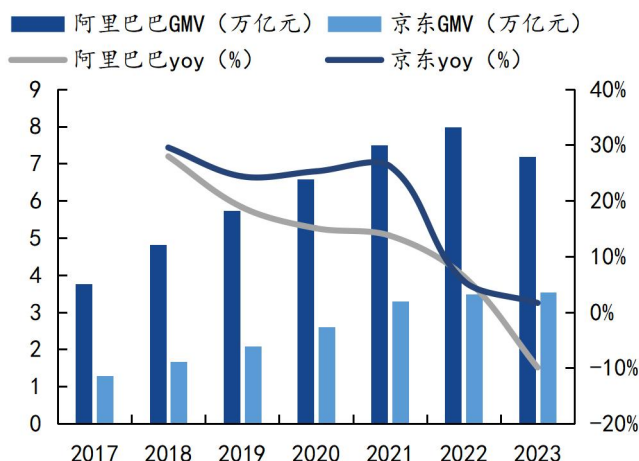
图 19：零食量贩头部品牌门店数

集团/公司	品牌	门店数(家)
鸣鸣很忙集团	零食很忙	5000
	赵一鸣零食	5000
万辰集团	好想来	5200
	老婆大人	500-1000
零食有鸣		2500
糖巢		1500

资料来源：零食很忙官网，赵一鸣零食官网，零食有鸣官网，飞梦雨花，FoodTalks，食品商，国海证券研究所
备注：零食很忙、赵一鸣零食、零食有鸣数据时间截至 2024 年 6 月；好想来数据时间截至 2024 年 4 月；老婆大人、糖巢数据时间截至 2023 年 10 月

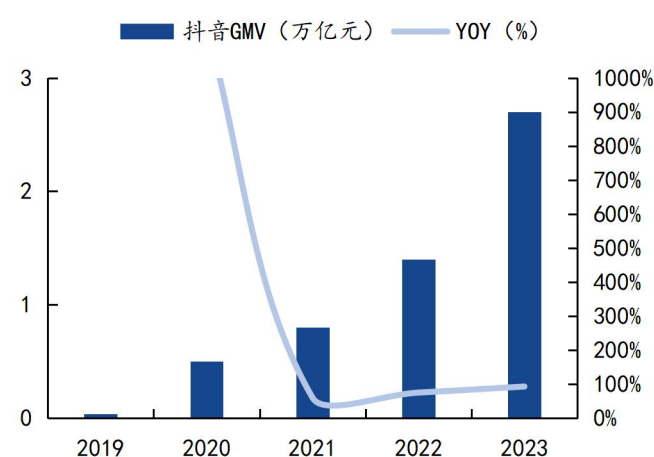
线上渠道，抖音等短视频电商势能强劲。近年来，随着新兴电商平台的崛起，传统货架电商的流量逐步被分化，阿里和京东平台整体 GMV 增速放缓。据 36 氪数据，2023 年抖音电商 GMV 约为 2.7 万亿元，同比增速远高于传统电商。伴随着传统电商及新兴电商的相继发展，据 Euromonitor 数据，2023 年零食线上占比逐步提升至约 20%，越来越多品牌开始重视线上渠道建设。受线上渠道分化发展影响，零食在线上各渠道的表现与大盘共振，据萝卜投研数据显示，2023 年阿里和京东的休闲食品 GMV 略有下滑，而抖音渠道的休闲食品增速较高，同比增长约 45%。

图 20：传统货架电商收入增速放缓



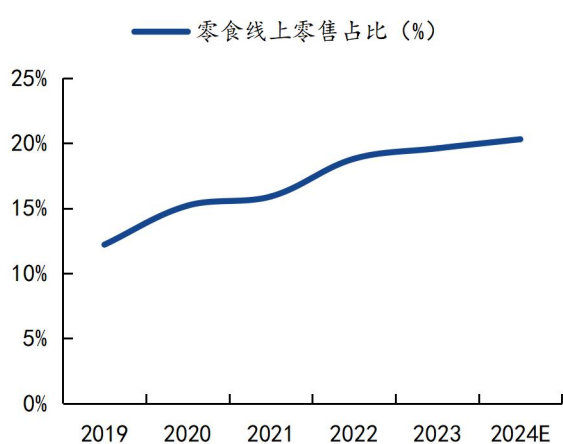
资料来源：Wind，网经社，国海证券研究所

图 21：抖音 GMV 及增速变化



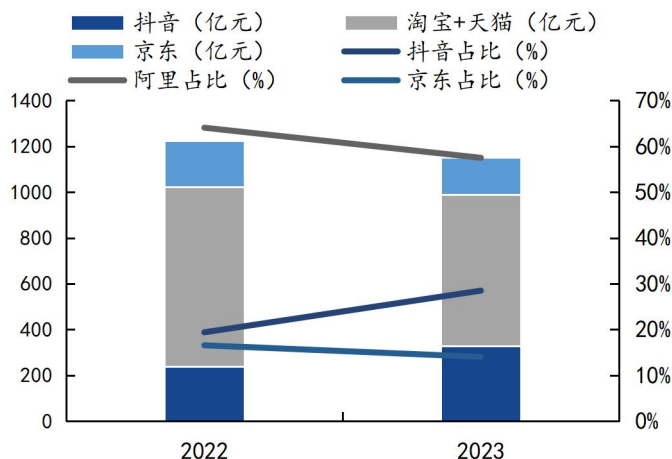
资料来源：36 氪，自象限，国海证券研究所

图 22：零食线上占比持续提升



资料来源：《Snacks in China》Euromonitor，国海证券研究所

图 23：电商零食 GMV，抖音占比不断提升



资料来源：萝卜投研，国海证券研究所

备注：抖音数据类目为零食/坚果/特产，淘宝+天猫数据类目为零食/坚果/特产，京东数据类目为休闲食品

在当前的宏观经济背景下，消费者在做出消费决策时表现得更加理性和审慎，在对产品品质有要求的情况下，价格敏感度也在增强。这种趋势不仅推动了高性价比产品的需求增长，也促进了如零食量贩和抖音等以价格优势为卖点的销售渠道的繁荣。面对这些渠道对利润空间的压缩，零食供应商要想在这些平台上获得

成功并实现可持续发展，就必须通过提高全链路效率形成价值溢出，从而转化为对消费者的价格优惠，在竞争中占据有利地位。

2.1.2、公司：2020-2022 年，业务进入阶段性瓶颈期，收入利润承压

2020 年至 2022 年间，公司传统电商基本盘收入下滑，进入调整期。自成立以来，公司积极把握淘宝、京东等传统电商平台的发展机遇，推动公司 2019 年实现百亿元营收。2019 年之后，由于淘系流量策略的变化，公司收入开始下滑，这一阶段，传统电商流量红利见顶，公司获客难度加大，获客成本成本提升。且公司于 2019 年上市后，开始更注盈利能力，核心渠道天猫定位从“贡献规模”到“聚焦利润”，为此公司缩减 SKU，该策略调整虽然短期改善了企业的利润，但却与新趋势下零食行业的发展背道而驰，并且公司也没有及时大力发展兴趣电商渠道，因此在这一阶段业绩表现不佳。反观众多零食白牌企业，积极抓住抖音、快手等内容电商兴起的红利，通过主播背书，切入零食赛道，实现了快速的增长。

图 24：公司天猫和京东收入（亿元）及增速

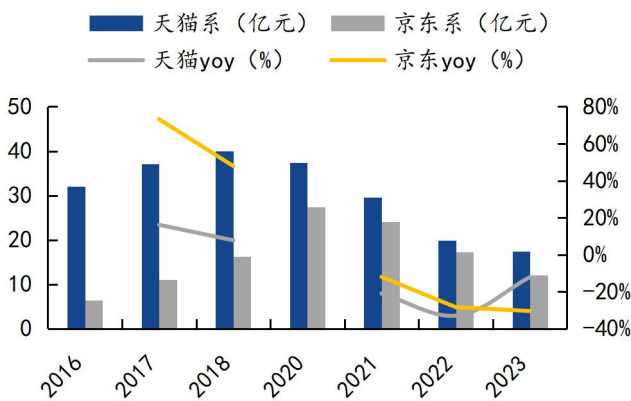
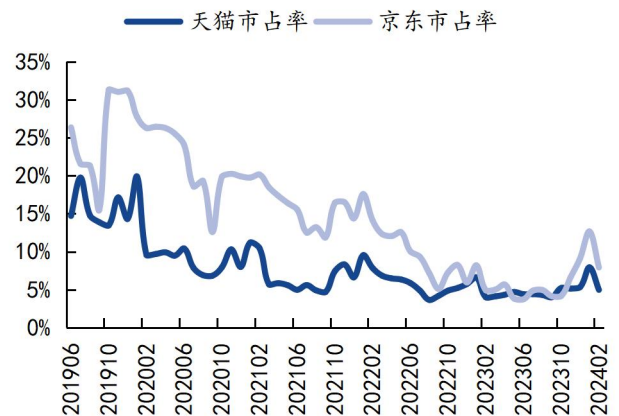


图 25：公司在天猫和京东零食/坚果/特产的市占率变化 (%)



资料来源：公司招股说明书，公司公告，国海证券研究所
备注：2019 年数据未披露

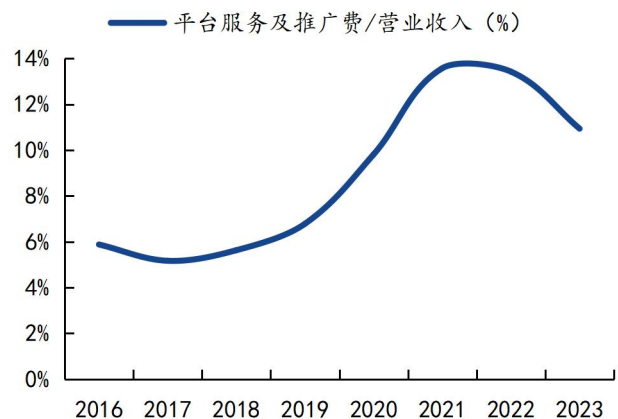
资料来源：久谦，国海证券研究所

图 26：抖音双十一零食/坚果/特产品牌排名

排名	2022 年	2023 年
1	东方甄选	三只松鼠
2	三只松鼠	甄磨坊
3	百草味	良品铺子
4	卡卡业	牛师兄
5	良品铺子	盐津铺子
6	回味一梦	东方甄选
7	尚恰	农香森
8	诺梵	卡卡业
9	福满棚	江中食疗
10	初吉	德芙

资料来源：蝉妈妈，南方都市报，亿邦动力，国海证券研究所

图 27：公司线上获客成本逐渐增大



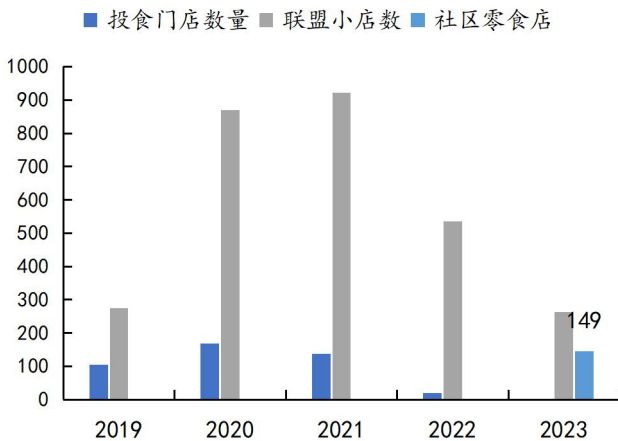
资料来源：公司公告，公司招股说明书，国海证券研究所

公司逐渐意识到高度依赖单一线上渠道存在风险，且线上流量费用有变贵趋势，因此公司开始进军线下。线下渠道主要分为 2 大类，一是自建门店，二是通过经销商或直营在已有的商超、流通等渠道触达消费者：

1) 门店业务：公司于 2016 年首开线下直营门店，而后开放加盟，主要分为直营投食店和加盟的联盟小店 2 种模式。投食店主要开在高线城市及核心商圈，平均店铺面积 200 平，店铺形象融合三只松鼠 IP 设计，更注重用户体验以及品牌形象输出。联盟小店多以社区店铺为选址主力，平均店铺面积 50-80 平。2020 年在线上流量增速放缓，获客难度加大背景下，公司希望通过线下门店拓展降低对电商平台的依赖度，为此加快拓店节奏，当年投食店/联盟小店门店数同比增长 58.3%/213.7%至 171/872 家。2021 年，公司原计划新开 800-1000 家联盟小店，但是 2021 年下半年起，公司开始暂缓开店速度并逐步优化门店，截至 2022 年年底联盟小店接近减半至 538 家，投食店仅剩 23 家。

我们认为门店业务的早期失败主要原因有：**1) 公司拓店时机不对。**2021-2022 年仍处于疫情期间，线下客流量下滑严重，在这一阶段大举扩店，失败的概率较高。**2) 公司产品策略不符合门店业务的发展。**2020 年公司开始缩减优化 SKU，该项工作延续到 2022 年，使得零食品类丰富度下降，影响购物体验。**3) 公司缺乏门店管理的成熟经验。**公司作为线上起家的零食品牌，线下经营经验不足，早期门店管理较为粗放，门店模型有待优化升级。

图 28：公司线下门店拓展进度不及预期（家）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 29：公司投食店&联盟小店

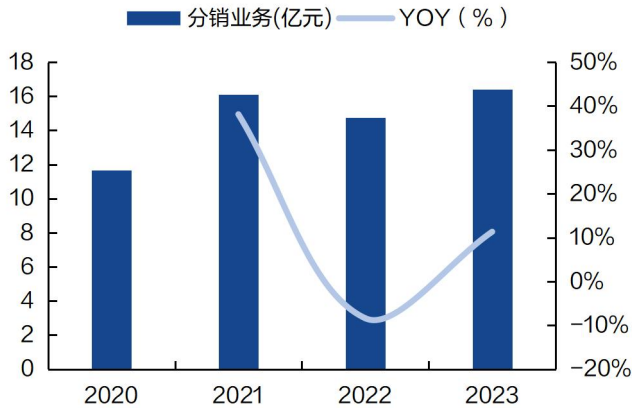


资料来源：公司公告，坚果果干网，FoodTalks，国海证券研究所

2) 分销业务：公司于 2020 年提出新分销业务，通过零售商、新通路等线上平台进行分销。线下零售庞大且分散，通过零售 B2B 电商，品牌可以更加高效触达零售小店，减少中间分销环节，因此公司分销业务很快起量，截至 2020 年期末，公司累计触达超 40 万零售终端，实现营收 11.65 亿元，同比增长 37.7%。但传统分销体系的价值除了完成商品从出厂到当地零售服务商之间的仓储和配送过程外，还提供产品营销、资金垫付、商品淡旺季蓄水、客情维护等服务，与许多线下零售渠道绑定较深，公司仅通过 B2B 电商难以实现线下的稳步扩张。此外，公司线下产品结构主要以礼盒为主，年节和日常收入波动较大。公司线下

分销一直处于探索阶段，尚未完全跑通，2022 年公司转向以区域经销商模式为核心的中度分销，2023 年通过日销货盘及礼盒矩阵高效链接线下各类型售点，线下分销业务走向更精细化。

图 30: 公司分销业务仍在探索 (亿元)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 31: 传统分销体系下，经销商的作用



资料来源：运联智库，国海证券研究所

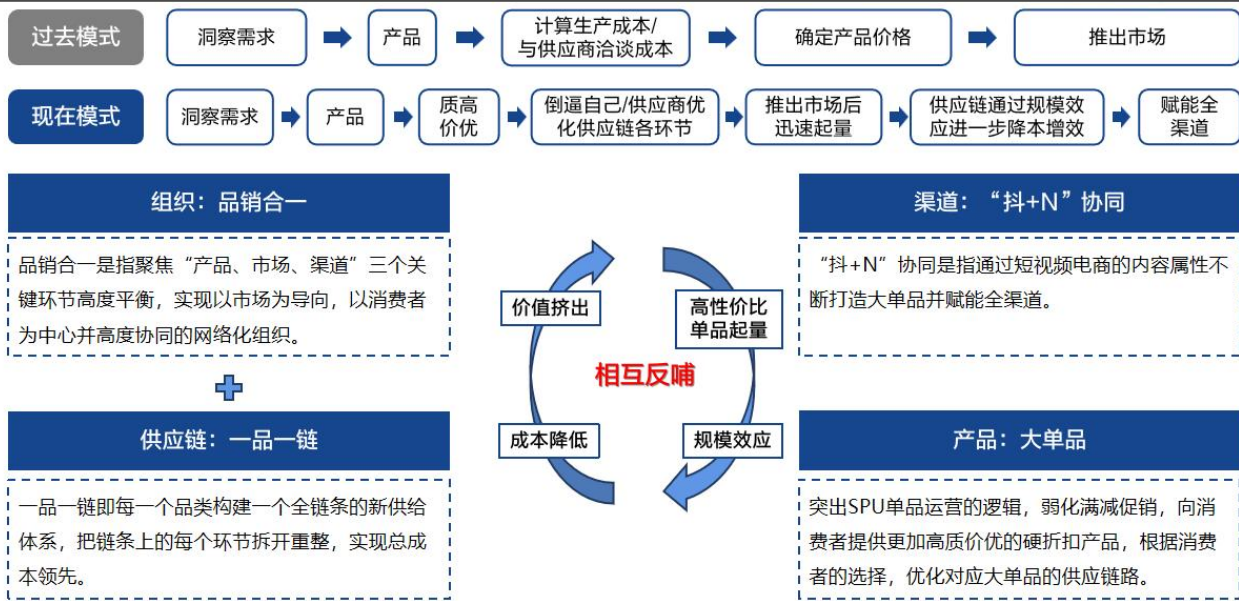
2.2、什么是高端性价比战略？

在行业渠道快速变革及公司发展遇到瓶颈的情况下，公司积极求变，不断探索，最终摸索出适合公司当下发展的新道路，于 2022 年底确立“高端性价比”战略，在新战略牵引下，公司开启“二次创业”。

高端性价比战略的本质是以需求为导向，倒逼供应链形成价值溢出，让渡给消费者。 高端性价比是指基于市场需求为导向，以消费者为中心，创新为主导，通过对全链路、全要素的整合重组，做到“链路更短、工具更先进、组织更协同”，实现全品类、全渠道在交易全链路总成本领先的基础条件下，实现产品更高品质，更有差异化、价格更亲民，同时叠加松鼠品牌力，让消费者重新感受到品牌新价值。简而言之，以始为终，反过来打，公司根据当前市场需求，通过供应链全链路的优化确保产品品质的同时实现利润的溢出，并将这部分利润让渡给消费者，从而实现高质的同时兼具性价比。

高端性价比的实现方式是通过抖音培育大单品，以期在规模优势下反哺供应链。 公司首先通过在抖音平台推出高性价比产品完成产品短期销量迅速增长，形成大单品。然后用大规模订单倒逼产品后端供应链通过“一品一链”和“品销合一”的方式进行降本增效，最终实现产品成本降低。再通过其他渠道如传统电商、线下渠道收割产品利润。

图 32：公司“高端性价比战略”



资料来源：公司公告，国海证券研究所

2.3、高端性价比战略落地进展？

2.3.1、供应链：一品一链，形成坚果自主制造及零食供应链协同模式

在“高端性价比”战略指引下，公司以优质渠道牵引供应链变革，构建“一品一链”的供应链管理新模式。公司作为品牌零售商，具备十余年供应链管理成熟经验，上游连接数百家原材料供应商及食品加工生产合作伙伴，具备研发、采购、生产、质检、仓储、物流交付的全链路管控能力。“一品一链”的供应链管理新模式指的是基于坚果自主制造及零食供应链协同模式，每一个品类构建一个全链条的新供给体系，全面梳理核心单品各环节价值链，实现成本、质量、效率的最优。

图 33：公司的供应链全链路

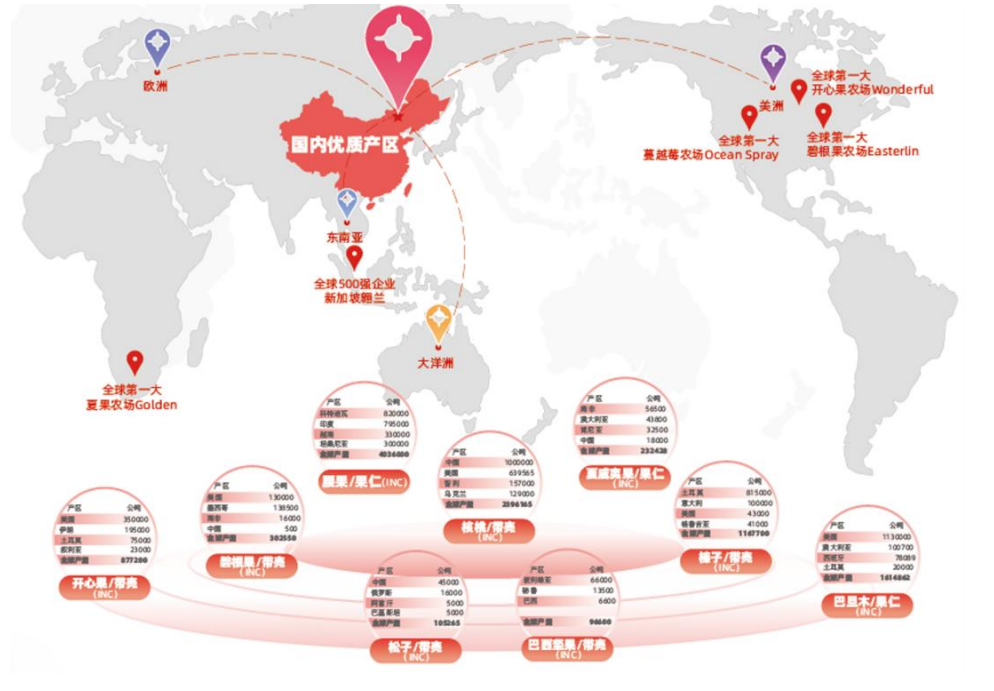


资料来源：公司公告

采购端：与农场直接合作，通过源头直采的形式降低采购成本。1) 对于核心坚果产品（以进口为主），目前公司已经与行业全球知名企业或农场直接合作，如与全球第一大夏果农场“金牌”坚果公司(Golden Macadamia)、全球第一大蔓

越莓农场 OceanSpray、全球第一大开心果农场 Wonderful、全球第一大碧根果农场 Easterlin 等开展了全面合作，并在广西、云南等国内地区设立采购点。通过原料集采，实现采购的规模效应。2) 对于其他坚果、果干等需要进行炒制、冻干等中间加工工艺的产品，由合作工厂收购标准化原材料，按公司要求进行中间工艺的生产加工，最后交由公司进行严格的质量检测、产品筛选及分装。

图 34: 公司与全球知名企业或农场及国内优质产区直接合作



资料来源：公司公告

制造端：核心坚果自主制造，代工产品深入供应链。

1) 坚果——自主建厂&合资建厂：公司建有全球规模领先的坚果分装工厂，设备自动化率高，规模领先。公司 2022 年 4 月开始涉足自主制造，着力延伸坚果产业链，推动一二三产深度融合，截至 2023 年末，公司已自主投资建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类示范工厂，并已正式投产。首条产线每日坚果产线于 2022 年 4 月开工建设，当年 8 月正式投产，一期工厂建筑面积达 6000 平方米，涵盖原辅料、分装车间、成本库全链路区域，产品下线直发消费者，是集生产与发货一体化的综合工厂，日峰值产能约 6 万盒，处于行业领先地位。夏威夷果、碧根果、开心果产线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，其中夏威夷果工厂为全球第一带壳夏威夷果大单品工厂，在加工制造费与行业基本持平的情况下，夏威夷果质量水平提升 36%，市场满意率相比行业水平提高 34% 以上。2023 年，公司与世界五百强企业翱兰国际合资建厂，截至 2023 年年底，3 条自动化生产线已投产，达产后，可年产巴旦木、果仁、炭烧腰果等坚果产品 2 万吨，实现年销售收入 10 亿元。后续，公司将进一步提升核心坚果自产率，不断打磨生产制造能力。

图 35: 三只松鼠每日坚果工厂

- 01 每日坚果工厂采用30万级洁净车间以及正压环境，相当于现在医药厂房的标准，洁净度更严格。
- 02 全线共计38条全自动化生产线，极大提升了行业自动化水平，同时减少了人与产品的接触，降低了质量风险。
- 03 通过质量标准、生产标准、GMP硬件标准的三标合一质量体系这三大项的升级，带来综合成本下降和质量显著提升。
- 04 高标准设备加持下，三只松鼠迅速推出了“7日鲜”每日坚果，实现“T+1+7”直发模式，从生产到发货时间控制在7日之内。



资料来源：公司公告

图 36: 翱兰松鼠合资工厂

2023年7月6日，翱兰松鼠食品（芜湖）有限公司在安徽无为正式揭牌，并于当年8月正式投产。该公司由世界500强、新加坡上市企业翱兰集团旗下的翱兰食品（上海）有限公司与坚果行业领军企业三只松鼠共同出资成立，致力于通过双方国际化运营及产品加工制造、全渠道经营优势的强强联合，践行“高端性价比”战略，为消费者提供更加优质的产品和服务，助力美好生活，共推坚果产业繁荣。

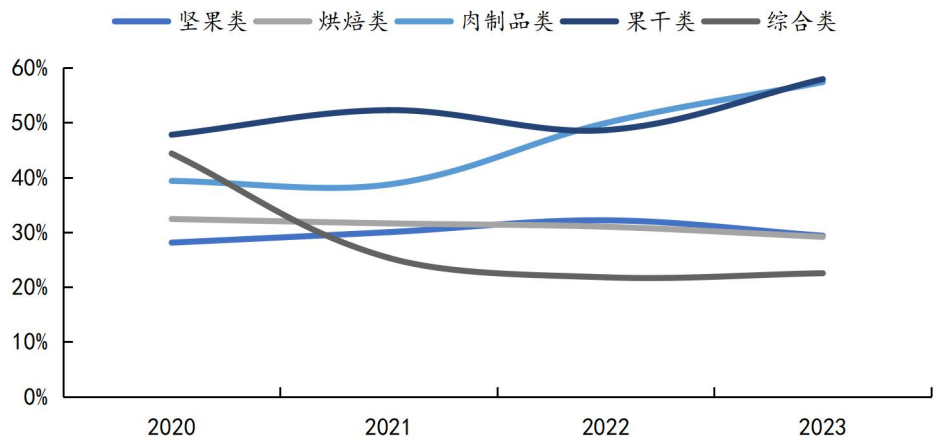
截至2023年底，翱兰松鼠食品3条自动化生产线已投产，达产后，可年产巴旦木、腰果等坚果产品2万吨。



资料来源：公司公告

2) 零食——合作工厂：公司与行业头部企业开展合作，制定严格的产品质量标准，确保产品符合公司的各项要求。先洞察消费者需求，然后反向根据需求联动供应商进行全链路的优化，深入参与供应链，打造高性价比的单品，通过订单聚合，形成规模效应。

图 37: 各品类前五名供应商合计占比（%），果干类与肉制品占比提升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

仓储物流：探索产地仓和云仓模式，工厂直发降低成本。公司仓储业务以自营为主，干线运输和配送业务以外包为主。公司在自有仓储业务基础上，积极探索产地仓和云仓模式，通过数字化系统连接上游食品生产企业，推动工厂直发，降本增效的同时，缩短从工厂到消费者的交付时间，最大化保证产品新鲜度。目前，公司在芜湖、武汉、天津、绍兴等中心城市，通过自有或租赁方式建设配送中心，覆盖 2C 及 2B 业务。根据各公司公告显示，2019 年及以前公司与其他零食企业

相比，在物流费用率上仍存在较大的优化空间，随着以上措施的落地，公司有望降低交付成本，增厚利润。

图 38: 零食企业物流费用率 (%)

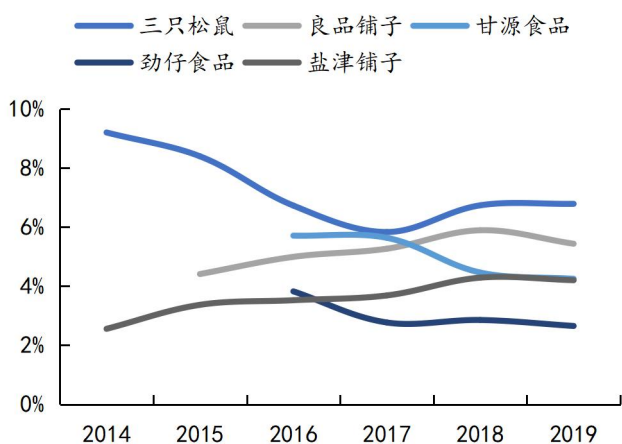


图 39: 通过子公司仓鼠物流发往全国各地



资料来源: 各公司公告, Wind, 国海证券研究所

资料来源: 三只松鼠微信公众号

备注: 良品铺子为运杂及仓储费用率

批量式的供应链全国化集约布局。2024 年 6 月 19 日，位于天津武清区的三只松鼠北区供应链集约基地正式宣布开工。该基地为占地 300 亩、7.56 万平方的园区，共有六座厂房，整合了坚果深加工、分装、礼包组装、物流配送以及门店的松鼠全链路业务。从规划之初，该基地便采用“从产到销”的全链路一体化思路，以实现坚果行业的全要素重组。该园区预计将于 2024 年 9 月 1 日实现物流的全面发货，11 月 1 日实现生产的投产。届时，生产端，投产的 6 条生产线，将覆盖夏威夷果、碧根果、手剥巴旦木、蟹黄瓜子仁、蒜香豌豆、多味花生等 10 大单品的自主加工，实现日产能 100 吨，年最大产能 20 亿元。分装端，该基地具有 25 条分装线、4 条一体化组装线，将实现日分装产能 150 万袋、礼包组装 20 万盒，日产值 1200 万元，年最大的设计产能近 40 亿元。物流端，投产的 20 条发货线以及 1.2 万个仓储位，将承接中国北部地区 2 市 7 省、3.72 亿客户的配送服务，以最快、最短、成本最优的方式交付给消费者，日产最大配送可达 3000 万。后续，公司还会大范围引进配套供应商，实现供应链创新。

图 40: 三只松鼠北区供应链集约基地

图 41: 三只松鼠目前已经布局两大供应链集约基地



资料来源: 三只松鼠微信公众号

资料来源: 三只松鼠微信公众号

2.3.2、渠道端：“抖+N”全渠道协同，线上重回高增，线下积极探索

1、线上：抖音牵引供应链改革，反哺其他渠道。

抖音电商增长势能足，平台属性利于爆品打造，反哺供应链。过去在传统电商模式下消费者决策路径一般是：自发需求→主动搜索→竞品比价→购买，决策周期较长。抖音等内容电商的消费者决策路径是：内容/主播刺激→直接种草→购买，相比传统电商互动性更强，产品种草更高效，决策路径更短，契合零食的冲动消费和尝鲜属性，容易在短时间内形成爆品。2023年初，在夏威夷果全球市场出现成本破价之际，公司顺势在抖音推出19.9元10包的360g夏威夷果，日销售量达上百万单，让公司充分认识到抖音渠道力以及高端性价比战略的正确性。

图 42：货架电商和直播电商

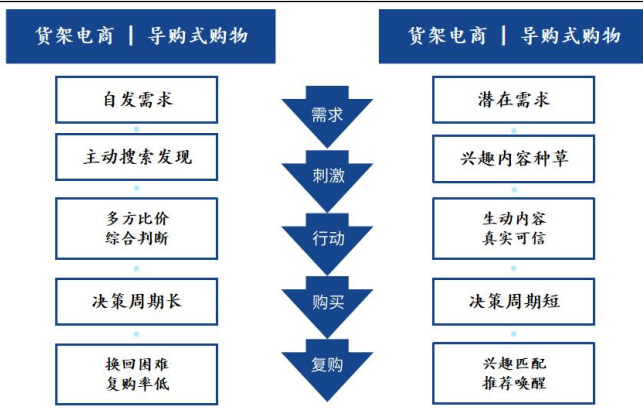


图 43：夏威夷果的意外爆量



资料来源：《2021 抖音电商生态发展报告》抖音电商&巨量算数，国海证券研究所
资料来源：金错刀

抖音升级为全域兴趣电商，通过价格力加速抢夺市场份额。2022 年以前，抖音电商基于短视频和直播的内容场基本完成了“货找人”的有效连接，实现商品找人的精准匹配。2022 年，抖音电商开始发力“人找货”，即基于用户主动搜索、橱窗陈列的货架建设。在“货找人”+“人找货”的结合下，完成了人与商品连接双向路径，形成流量闭环，开始逐步掠夺已经发展较为成熟的淘宝、京东等货架电商的市场份额。目前，抖音流量算法上更加重视 OPM 指标（千次曝光的成交量），相比 GPM（千次曝光的成交金额），更看重产品销量，流量向低价产品倾斜。抖音平台希望通过产品价格力，抢占更多用户。因此“高端性价比”战略牵引下的三只松鼠更加充分享受平台发展红利。

图 44：2022 年抖音从兴趣电商升级为全域兴趣电商

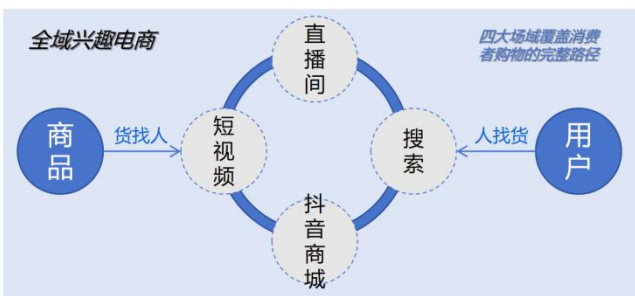


图 45：抖音电商重视价格力

	定义	价格力等级
全网低价	商品价格≤全网同款商品价格	高
同款低价	商品价格≤站内同款商品价格	中
同款高价	商品价格>站内同款商品价格	低
同款商品比价是比较普惠到手价，普惠到手价=原价/活动价-货品补贴-商品优惠-平台优惠+税费+运费（不含新人礼金、会员券等针对部分用户生效的优惠）		

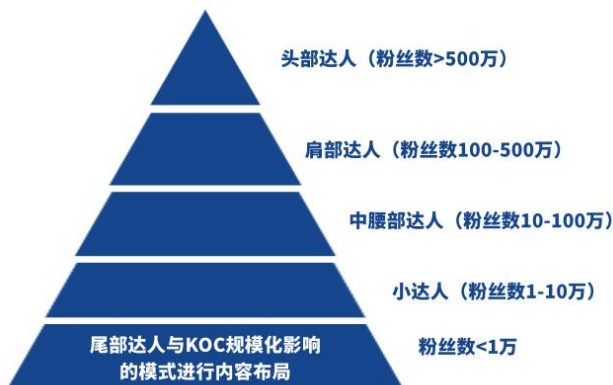
资料来源：抖音电商学习中心，国海证券研究所

资料来源：亿邦动力

公司已经构建抖音电商的闭环矩阵，具备达人分销、自直播与商城的经营能力。

1) 达人分销：达人数量快速增长，中小达人大范围触达客户，头部达人于年货实现爆发式收入。达人分销分为达人直播和短视频形式，其中达人直播是指达人通过直播与用户互动，实时展示产品并回答用户问题；短视频则是指达人通过创造有吸引力的短视频内容，利用抖音的分发机制吸引用户，实现产品宣传及下单转化。目前，公司的达人组合为金字塔型，尾部达人和小达人占比较高，头部达人占比较低。据剁椒数据显示，在零食销售淡季，KOC 中小达人分销能占到 80% 的销售额。该模型能够很好地适配公司在抖音的发展：①零食目标受众广泛，而抖音中小达人数量众多，可以大范围触达潜在消费人群，形成量增；②零食客单价低，中小达人相比头部达人投入费用更低，费效比可能更高；③公司本身品牌力强，不需要过多的头部达人进行背书。抖音官方数据显示，2023 年销售额超 50 万元的抖音食品类达人共有 1.22 万名，而三只松鼠独自就渗透了 6200 余名，渗透率高达 51%。在年货期间，公司会选择加大达播的比例，头部达人在年货期间的单场直播的销售额，往往有惊人的爆发力，如 2024 年 1 月 11 日，三只松鼠贾乃亮超品代言专场总销售额突破 1.1 亿元，打破抖音食品行业单日品牌专场记录。

图 46：抖音达人分类



资料来源：蝉妈妈《达人营销品牌案例》，国海证券研究所

图 47：年货期间贾乃亮直播带货“三只松鼠”



资料来源：市界，国海证券研究所

2) 自播：布局较早，自播能力不断提升。2020 年公司开始布局抖音，2021 年货节期间，公司抖音整体直播业务销售额达 1.82 亿元，其中自直播贡献近 1 亿元，稳居食品板块第一，但彼时对比传统天猫和京东，公司抖音渠道占比较小，更多定位为线上业务的补充。2023 年以来，随着公司高端性价比战略落地，公司积极调整抖音自播的运营策略，自播效益不断提升，例如 2024 年 1 月 6 日-12 日三只松鼠在抖音的超级品牌日活动期间自播销售额同比增长 70%，表现亮眼。**自播效益的不断提升，我们分析为：**①经过数年的打磨，公司自播所需要的主播、货品规划、投流、内容等全方位能力实现提升，同时针对单品孵化多个垂类直播间，精细化的讲解为消费者提供更加高效的消费体验；②达人营销矩阵拉升了品牌势能，且达人流量可外溢至品牌自播间；③公司在高端性价比战略下，产品性价比提升，更具有竞争力，下单转化难度降低。

图 48: 达人分销流量外溢至品牌自播



资料来源: 跟热度云学达人分销

图 49: 三只松鼠垂类直播间



资料来源: 抖音, 国海证券研究所

3) 商城: 低费渠道, 占比提升有望优化盈利结构。目前抖音重点发力货架场, 高效承接内容场的流量, 掌握内容场玩法的品牌往往短期实现 GMV 的快速增长, 但由于费比较高, 利润较薄, 而货架场费比较低, 损益模型更优, 因此擅长平衡内容和货架场的品牌能够有更优的利润结构。我们认为品牌在货架场的转化效率或更高, 因为抖音传统内容场之所以利于白牌, 是因为白牌获得了带货主播的背书, 而货架场更多依靠自身品牌力背书。公司作为零食头部品牌拥有较强的品牌知名度, 且拥有传统货架电商丰富的运营经验, 因此我们认为公司在抖音商城的销售占比有望不断提升, 并实现整体盈利能力的优化。

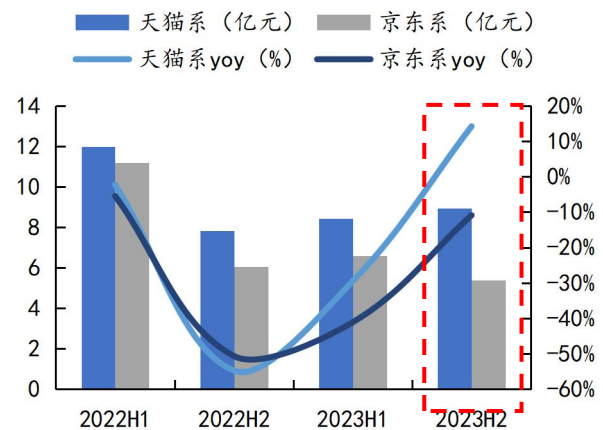
抖音具有流量溢出效益, 反哺公司其他渠道, 抖音的价值=闭环价值+外溢价值。据巨量引擎调研, 在不同商业场景下都存在显著的抖音外溢现象。比如消费品行业抖音外溢率为 20%-40% (即有 20%-40% 的消费发生在抖音电商外的渠道)。这种外溢价值是抖音独特的后链路价值, 即消费者在抖音前链路完成认知构建后, 既可能在抖音电商直接购买, 也可能在其它渠道完成购买。公司自 2023 年积极发力抖音渠道以来, 天猫和京东等传统渠道收入同比增速回暖, 逐步扭转下滑态势, 重回增长轨道, 一是高端性价比战略下公司产品更具竞争力, 二是抖音渠道的内容属性实现有一定的品宣作用, 流量外溢至传统线上渠道。

图 50: 抖音的价值=闭环价值+外溢价值



资料来源: 巨量引擎, 刀姐 doris, 国海证券研究所

图 51: 公司线上渠道收入及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

公司抖音渠道的成功原因解析:

1) **互联网起家, 深谙流量打法及线上运营。**公司作为一家从互联网起家的品牌, 对线上流量的运作有着深刻的洞察和丰富的实战经验, 深谙用户获取和维护之道, 能够有效利用抖音平台的算法和用户行为特征, 制定出精准的流量获取策略。通过内容创新、SEO 优化、用户互动等手段, 公司在抖音上吸引了大量用户关注, 形成了强大的品牌影响力和用户粘性。此外, 抖音大力发展货架电商, 公司可以更好地复用其原本在淘宝、京东积累的货架电商经营经验。因此, 公司抖音的成功实际是复刻过去淘宝的成功之路。

图 52: 抖音和天猫具有相似的货架场景



资料来源: 抖音, 淘宝, 国海证券研究所

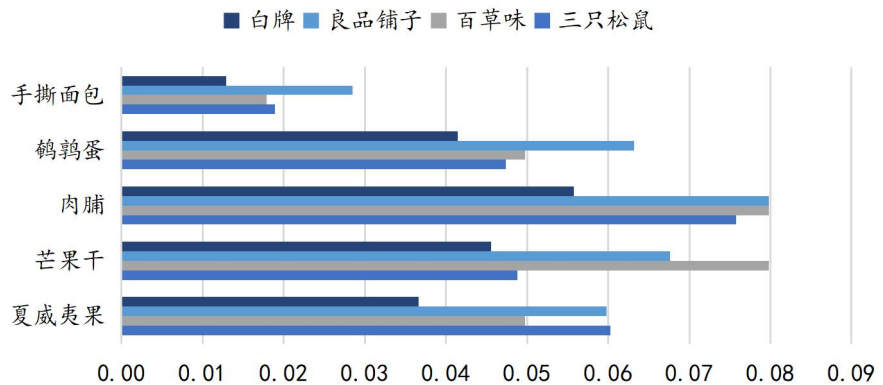
图 53: 三只松鼠抖音粉丝数量领先



资料来源: 抖音, 国海证券研究所

2) **品牌的背书+白牌的价格, 市占率稳步提升。**早期, 内容电商的崛起给白牌零食带来发展机遇, 一批白牌凭借更低的价格、主播达人的背书在抖音跑了出来, 抢占了一部分线上市场份额。2023 年, 随着公司积极进行战略转型, 在高端性价比战略指导下, 去掉品牌溢价, 以接近白牌的价格重新切入抖音市场。对比白牌, 公司作为发展数十年的知名零食品牌, 其品牌认可度远远高于普通白牌, 因此在消费者认知中公司理论上拥有更高的品牌溢价, 然而公司产品的价格却与白牌相近, 让公司产品的“高性价比”感更高, 从而刺激消费者下单。公司以价格力和品牌力快速收割白牌零食市场份额, 推动公司在抖音零食/坚果/特产类目中市占率不断爬坡。

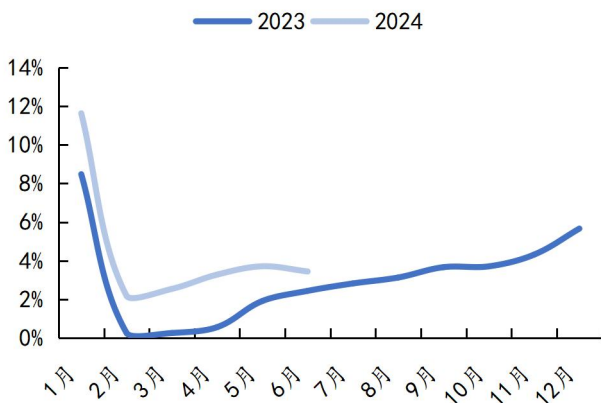
图 54: 三只松鼠的定价通常介于品牌和白牌之间 (元/克)



资料来源: 抖音, 国海证券研究所

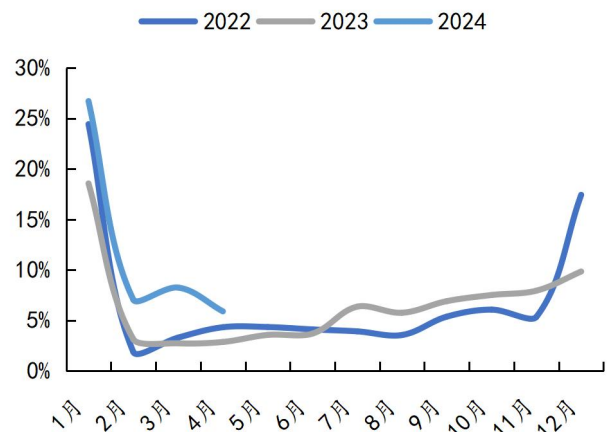
备注: 统计时间为 2024 年 6 月, 不同规格价格不同, 仅呈现最低平均价格

图 55: 三只松鼠在抖音销售额市占率不断提升 (%)



资料来源: 萝卜投研, 国海证券研究所

图 56: 头部零食企业在抖音销售额市占率不断提升 (%)



资料来源: 久谦, 国海证券研究所

备注: 头部零食企业包含三只松鼠、盐津铺子、洽洽、甘源、劲仔、卫龙、百草味、良品铺子、好想你

2、线下: 分销探索三级扁平化架构, 门店升级为多店型模式

分销: 董事长亲自带队, 积极探索区域深度分销新模式, 开发适配产品, 提升日销占比。根据 Euromonitor 数据, 2023 年我国线下零食市场份额占比约 80%, 其中线下约一半的销售额来自于便利店、夫妻老婆店等小店, 是零食销售的“毛细血管”, 这些终端网点大多依赖传统经销商进货, 渠道分散但庞大。2023 年年报公司提出以标杆市场为原点, 破除传统加价体系, 通过高性价比的产品矩阵

高效精准链接线下各类型售点，从而实现可持续动销的特色分销体系。此外，公司在构建三节礼品渠道矩阵的同时，逐步渗透日销品的区域分销。截至 2023 年上半年，公司区域经销新增日销专供品 32 款；截至 2023 年年底，公司已经覆盖超十万个有效优质终端，并与沃尔玛、华润、物美、联盛等超过 70 家连锁系统达成直营模式合作，线下经销商数量为 1062 个。

2024 年 3 月，公司创始人章燎源亲自带领公司高管进行线下调研，走访各地下场经销商，发现目前分销模式（品牌→厂商→经销商→小店→消费者）的链路不够通畅，中间环节臃肿，费用较高，效率优化空间较大，在这样的背景下，公司积极探索区域深度分销新模式。

图 57：三只松鼠的分销体系



资料来源：公司公告，上海证券报，国海证券研究所

图 58：董事长亲自带队调研线下分销



资料来源：抖音

锚定百亿元目标，分销升级为三级扁平化架构。2024 年 5 月，公司在 2024 全域生态大会上发布了新的区域分销模式，具体为：分销组织上划定省区关键经营单元，区域运营上引入区域合伙人机制，形成“总部赋能——省区关键经营单元效力——区域合伙人促成终端有效铺市”的三级扁平化架构。其中省区设置三个岗位，分别是省区拓展（发展经销商/区域合伙人）、品类运营（选品适配/货品交付）和终端运营（终端推广/培训督导）。区域合伙人负责按照标准动作把产品推广到终端并且收集、提炼动销信息，形成真实的市场情报逐级反馈到总部，再自上而下指导该区域的调整和优化，达到实现增量的目的。此外，公司还提出百万终端，百亿规模的“双百目标”，希望通过三年时间，将线下终端数量从 10 万向 100 万发展，分销规模从 20 亿元向 100 亿元发展，其中区域经销目标 60 亿元，KA 商超目标 20 亿元，礼品团购目标 20 亿元。三级扁平化分销架构与传统分销架构相比，层级更少，激励更明确。

图 59: 公司新分销体系



资料来源: 华糖财经

图 60: 公司 2024 全域生态大会



资料来源: 大江资讯

门店: 升级为多店型模式, 新增现制坚果炒货模块。2023 年公司重点打造社区零食店, 以“大牌不贵、好吃超值”为经营理念, 通过自有品牌及供应链升级去除品牌溢价, 从而为广大社区家庭提供丰富的质高价优好零食。截至 2023 年底, 公司已开设 149 家社区零食店。2024 年 5 月, 公司创始人章燎源在短视频平台宣布线下全新店型, 新增 5 种类型的门店, 面积覆盖 15 到 120 平米, 降低开店选址难度, 适配更多场景, 并计划于 6 月 30 日前新开 133 家新店型。初始投入由以前的约 50 万元, 降低至 10-30 万元, 降低开店资金门槛。产品品类上, 翻新率将达到 60%, 注重品类丰富性和性价比, 并新增现制坚果炒货模块。

图 61: 公司社区零食店型新旧加盟政策对比

	旧店型	新店型				
	社区零食店	档口店	精品店	MALL店	常规店	旗舰店
选址	社区街边店为主	商场中庭点位	商场或高端社区为主	社购物中心	社区街边店为主, 商场为辅	街边店为主
面积	≥120m ²	≥15m ²	≥40m ²	≥50m ²	≥80m ²	≥120m ²
初始投入 (不含租金)	50万元 品牌使用费5万元/3年/店 装修成本25-30万元 货品成本15-20万元 技术服务费600元/月/店	预估10-30万元 0加盟费(合同授权3年) 装修0利润 保证金5万元/店				

资料来源: 三只松鼠国民零食微信公众号, 国海证券研究所

图 62: 三只松鼠最新门店店型



资料来源: 三只松鼠国民零食微信公众号, 国海证券研究所

图 63: 2024 年 6 月 15 日, 首家“现制”门店开业



资料来源: 三只松鼠微信公众号

图 64: 门店现炒花生机器



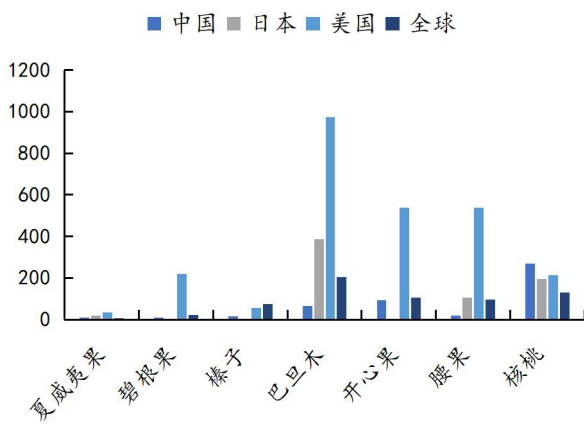
资料来源: 三只松鼠微信公众号

2.3.3、产品端: 坚果为超千亿元级赛道, 我国人均树坚果消费量仍有较大的提升潜力

坚果为超千亿元级别赛道, 我国树坚果人均消费量仍有较大提升潜力。据 Frost & Sullivan 数据, 2021 年我国坚果炒货休闲零食 (含包装和非包装散装) 零售额达 1512 亿元, 2026 年有望达到 2220 亿元的零售规模, 年复合增速约为 8%。坚果炒货分为籽坚果和树坚果, 其中籽坚果主要包括葵花子、南瓜子、青豆、蚕豆、花生等, 在国内发展较为成熟, 诞生了籽坚果大单品公司, 如葵花子龙头洽洽食品、青豆蚕豆龙头甘源食品。树坚果主要包括开心果、核桃、松子、巴旦木、

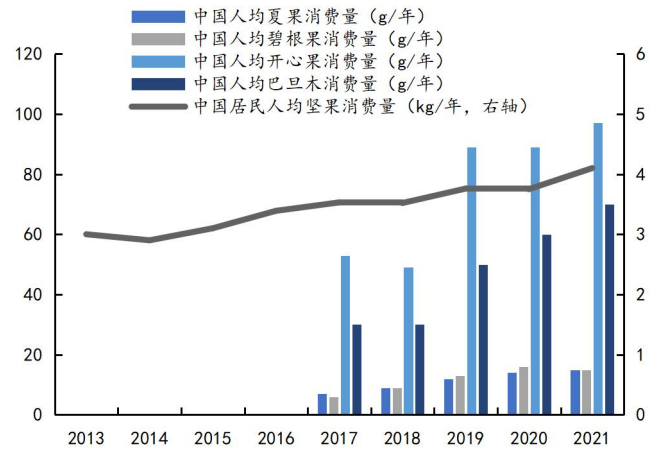
夏威夷果等，除了核桃以外，我国其他主流树坚果品类人均消费量与其他国家地区存在差距，仍有较大的提升空间，人均消费量呈现逐年提升的趋势。与籽坚果不同的是，混合树坚果比单一树坚果发展更快，龙头企业大单品一般为混合坚果（每日坚果），如三只松鼠、洽洽食品、沃隆等。此外，树坚果由于生长周期较长，且高度依赖进口，给人印象高端且健康，因此送礼属性强，礼盒类占比较高。

图 65：我国树坚果人均消费量提升空间大（克/年，2021 年）



资料来源：INC，国海证券研究所

图 66：我国人均坚果消费量逐年上涨



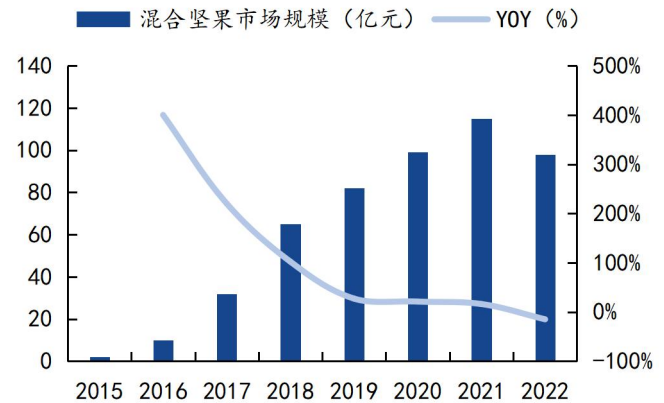
资料来源：INC，iFind，国海证券研究所

图 67：三只松鼠坚果礼盒



资料来源：淘宝

图 68：2022 年混合坚果市场规模达近百亿元

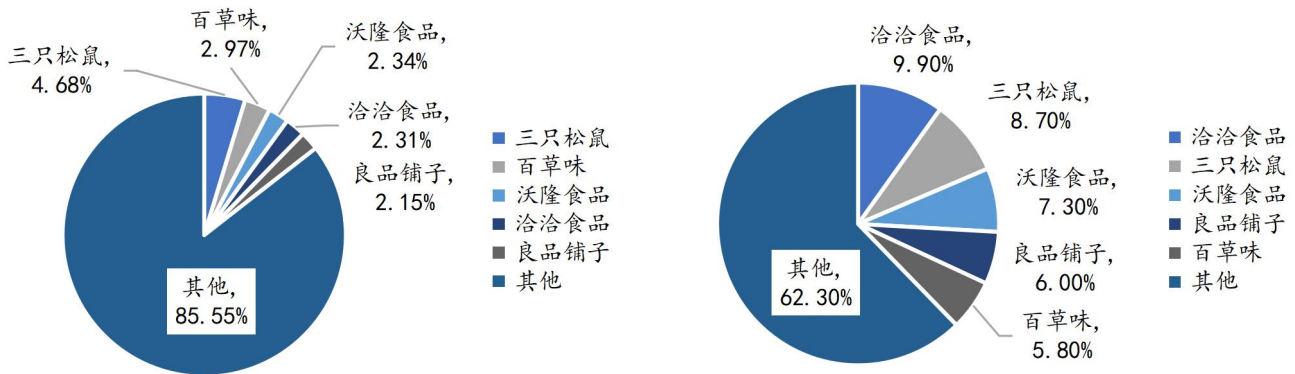


资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

公司已经在消费者心目中建立坚果品类心智，积极向上游延伸，增强品类壁垒。公司早期以坚果品类起家，坚果品类品牌心智强。根据前瞻产业研究院，2022 年三只松鼠坚果市占率为 4.68%，排名第一。公司目前已经成功打造了十亿元级产品每日坚果，亿元级产品夏威夷果、巴旦木、碧根果。此外，公司礼盒心智强，年货节爆发力高，荣获《2023 年中国最受欢迎新春坚果礼盒品牌 10 强榜单》第 1 名，2024 年货节期间“坚果礼”线上市场份额突破 35%。同时，公司积极向上游采购和制造环节延伸，直接和农场合作，并构建了以“礼包分装、每

日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果”等品类的自动化产线，进一步增强公司在坚果品类上的壁垒。

图 69：三只松鼠为树坚果行业市占率第一（2022 年） 图 70：2022 年混合坚果品牌集中度高于坚果行业



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

适配渠道特性，打造零食大单品，推动其日销发展。在高端性价比牵引下，公司充分挖掘新兴品类在新兴渠道的机会，通过全链路优化等方式，打造适配该渠道特点的产品。过去，公司收入高度依赖于坚果礼盒，造成业绩季节性波动较大。在新战略下，公司可以通过抖音渠道快速培育非坚果的零食大单品，小规格低价的零食产品不仅适配于抖音渠道，同样适配于零食门店与分销渠道，有助于公司进一步扩大市场份额，改善收入季节性波动。自 2023 年 3 月以来，公司加速零食全品类产品上新，截至 2023 年底，累计上线超 1000 款 SKU，成功打造超 10 个过亿元单品，其中辣卤礼包、鹤鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠等多款新品位列抖音对应类目 TOP1。据最新（2024 年 7 月）公司抖音旗舰店销量排序，芒果干、魔芋等非礼包类的日销品销量位居前列。此外，为适配抖音渠道，公司积极调整产品策略和价格带，由原来客单价较高的零食大礼包转向小规格低价的零食单品，如 19.9 元 10 袋的夏威夷果、19.9 元 63 颗的鹤鹑蛋、19.9 元 80 根沙琪玛等。

图 71：产品形态由零食大礼包转向零食单品

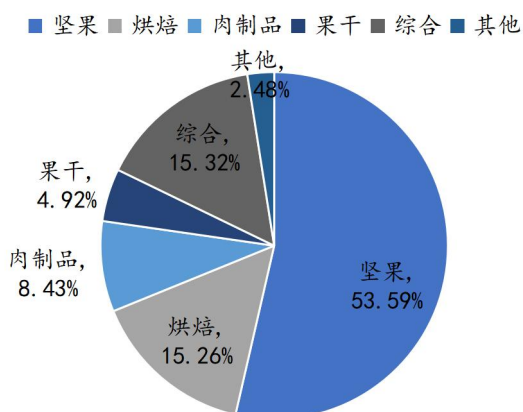
图 72：三只松鼠抖音店铺按商品销量排序情况



资料来源：抖音（截至 2024 年 7 月）

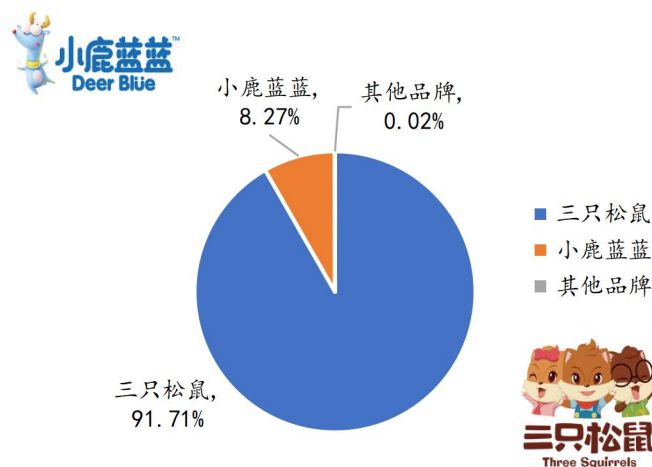
资料来源：抖音（截至 2024 年 7 月）

图 73: 公司分产品收入结构 (2023 年)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

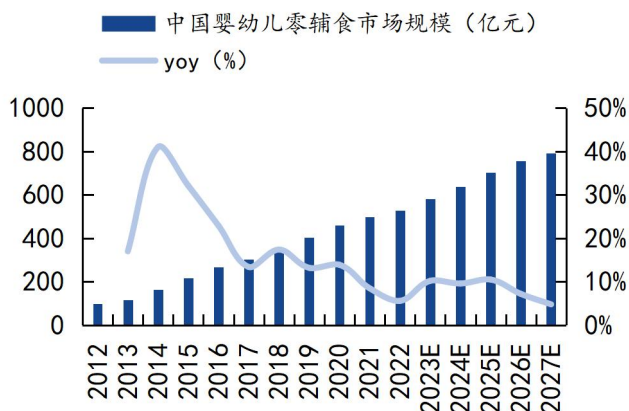
图 74: 公司分品牌收入结构 (2023 年)



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

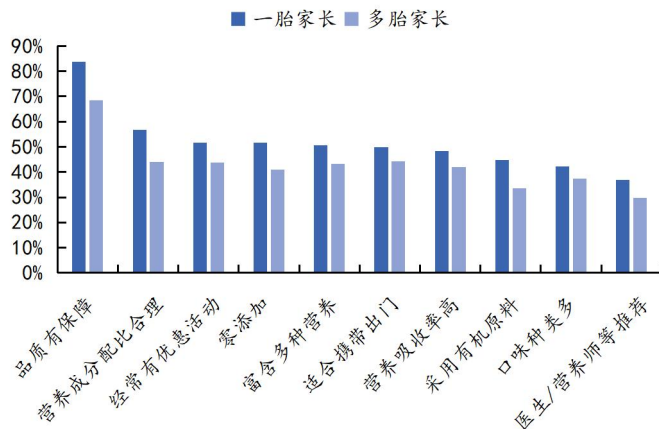
布局健康儿童零食细分赛道, 子品牌小鹿蓝蓝全网类目第一。公司孵化的儿童零食品牌小鹿蓝蓝于 2020 年 6 月上线, 上线 22 天便夺得宝宝零食行业销量第一。小鹿蓝蓝 2020 年双十一实现销售超 1811 万元; 2021 双十一期间全渠道销售额超 4000 万元, 位居宝宝零食全网销量第一。2022 年, 小鹿蓝蓝调整经营战略, 由原来的要速度、要规模转向要盈利, 品牌定位升级为“儿童高端健康零食”。渠道上, 小鹿蓝蓝与母品牌三只松鼠一样重点布局抖音渠道; 品类上, 小鹿蓝蓝逐步搭建“零食、辅食、营养品”三大品类矩阵, 自 2023 年 3 月以来, 上线超 200 款新品, 并取得亮眼成绩, 其中鳕鱼肠、功能软糖、果泥、山楂棒等爆款新品位列抖音对应品类 TOP1。在产品优化及渠道拓展牵引下, 2023 年小鹿蓝蓝营收同比增长 19.76%至 5.88 亿元, 并在第四季度实现扭亏为盈。

图 75: 2012-2027 年中国婴幼儿零辅食行业市场规模 (亿元)



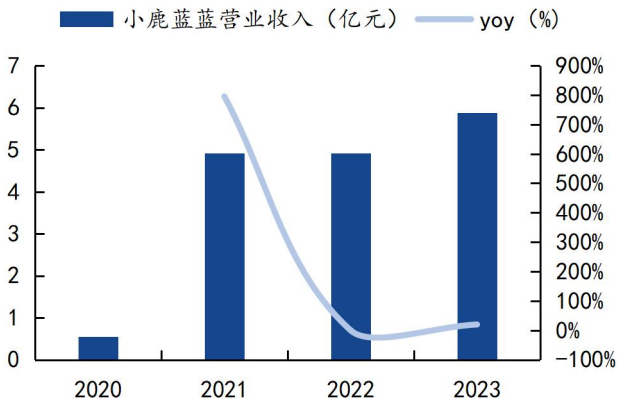
资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

图 76: 2022 年中国家长购买辅食的因素 TOP10



资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

图 77: 小鹿蓝蓝营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 78: 小鹿蓝蓝致力找到喂养最优解

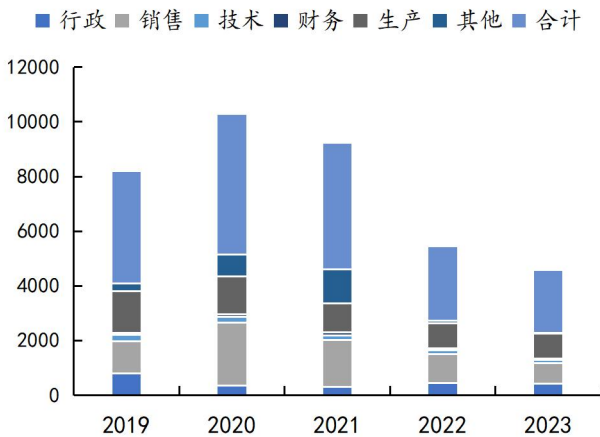


资料来源: 小鹿蓝蓝官微

2.3.4、组织端：“品销合一”为核心，做强新组织

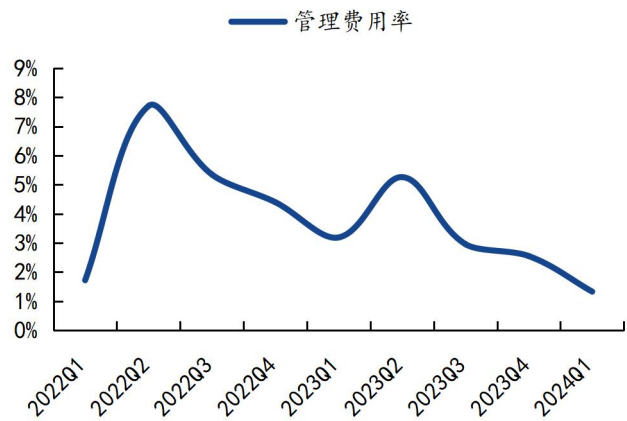
组织端践行品销合一，协同适配新战略落地，提升运行效率。过去，公司曾学习国际快消公司的管理模式，产销分离，组织分工强调流程，通过流程的标准化来实现效率的最大化。然而这种模式缺乏灵活性，且容易产生产品和渠道部门相互推诿责任的情况，难以适配以消费者需求为导向的产销模式。为此，公司提出“品销合一”的协同组织。所谓品销合一是指聚焦“产品、市场、渠道”三个关键环节高度平衡，实现以市场为导向，以消费者为中心并高度协同的网络化组织，摆脱了过去电商时代的组织惯性，以德鲁克、戴明管理理念为指导，实现精益化管理。该组织模型将原有的产品团队和销售团队进行合并，共同对产品的全周期负责，形成高效协同，从而提升整体效率。从人员效率来看，2023年公司员工人数进一步缩减至2294人，相比公司人数高峰期的2020年人数减半，带动管理费用率的优化，人均创收和人均创利上均有较大幅度的提升。

图 79: 公司员工结构及人数变化 (个)



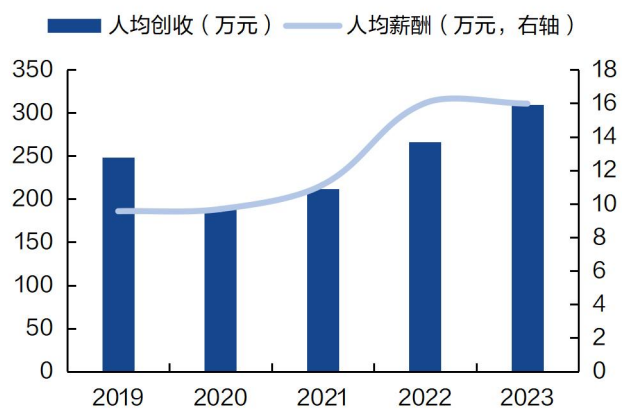
资料来源: iFind, 国海证券研究所

图 80: 公司管理费用率的变化 (%)



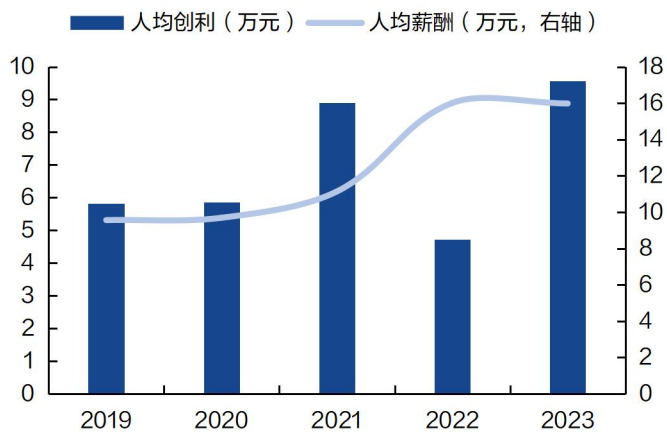
资料来源: iFind, 国海证券研究所

图 81: 公司人均创收 (万元)



资料来源: iFind, 国海证券研究所

图 82: 公司人均创利 (万元)

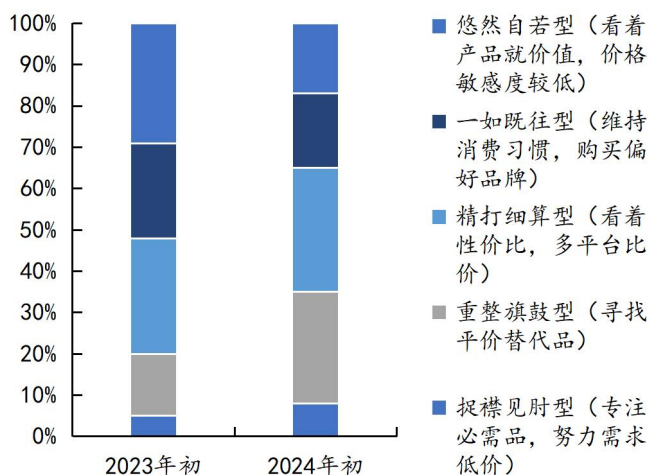


资料来源: iFind, 国海证券研究所

3、如何看待公司商业模式？

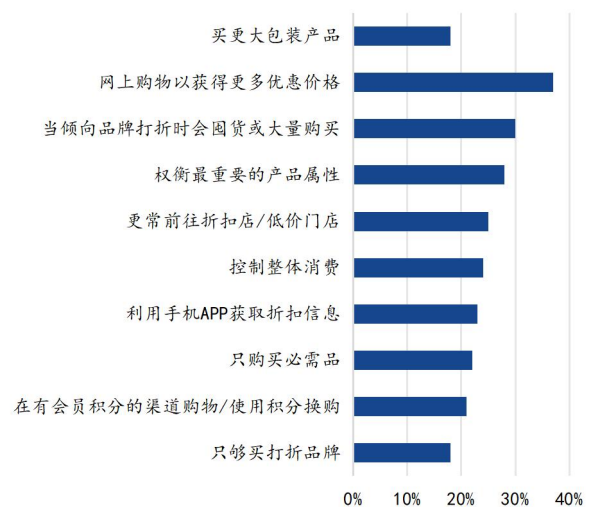
精打细算式的理性消费成为主流，高性价比消费品获得青睐，公司新战略具备韧性。NIQ 按照经济处境和财务认知将消费者分为五个类别，据 NIQ 调研来看，在对未来 12 个月的消费决策展望中，2024 年相比 2023 年，在意低价的“重振旗鼓型”和“捉襟见肘型”的整体占比从 20% 上升至 35%，看重性价比、多平台比价的“精打细算型”消费者占比从 28% 上升为 30%，消费者决策更加理性，整体价格敏感度变高，因此高性价比消费品更加符合主流消费趋势，消费回归货真价实的时代。此外，在购买方式上，86% 的中国消费者改变了购买快消品的方式以控制支出，其中 37% 的中国消费者选择在网上购物以获得更多优惠，30% 的受访者会在商品打折时会大量囤货，25% 的受访者会更多的前往折扣店和低价门店购物。我们认为，站在当下节点来看，公司的高端性价比战略是一个正确的选择：1) 对外，产品竞争力提升，符合当下主流消费趋势，收入逆势重回增长；2) 对内，倒逼公司从采购到最后交付的全链路深度改革，挖掘供应链价值，提质增效。公司在这个过程中，修炼内功，核心竞争力不断提升，逐步塑造穿越周期和应对外部环境变化的能力。

图 83：精打细算的理性消费成为我国消费市场的主流



资料来源：NIQ，国海证券研究所

图 84：中国消费者省钱方式，平均每位消费者会采用 3.7 个省钱策略



资料来源：NIQ，国海证券研究所

公司定位制造型自有品牌零售商，拥有零售+制造的价值。目前零食行业中的主要玩家分为零售型零食企业和制造型零食企业。零售型零食企业主要代表为良品铺子、来伊份、零食很忙等，该类企业的主要优势为：1) 品类丰富度高，由于该类企业往往采用代工模式，可以根据市场需求实现快速扩充品类。2) 把握流量入口，良品铺子、来伊份都有线下门店，可直接对接消费者。制造型企业主要代表为洽洽食品、劲仔食品、盐津铺子等，该类企业的主要优势为：1) 大单品品牌心智，该类企业一般拥有消费者认可的核心大单品，品类品牌心智强，并在

传统渠道深耕多年，地位稳定，如洽洽的瓜子、劲仔的小鱼等。2) 自有供应链，该类企业可以直接升级自身供应链并获得供应链降本增效带来的价值溢出；此外部分产品存在核心技术，有一定的壁垒。三只松鼠早期为零售品牌商，品牌旗下拥有丰富的品类，擅长把握线上电商流量，拥有坚果品类心智，2022 年开始深入制造端，自建坚果示范工厂，同时具备零售和制造的价值。

图 85：零食公司分类（单位：2023 年营业收入/2023 年归母净利润率）

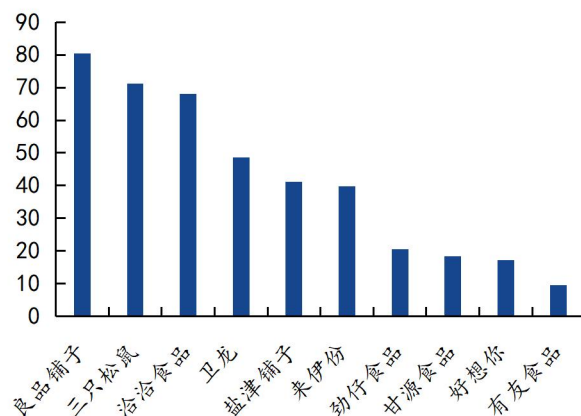


资料来源：Wind，各公司公告，国海证券研究所

如何看待公司中长期收入天花板？ 零食品类间替代性强，单一零食品类天花板较低且品牌心智较弱，行业发展多年以来，百亿元以上的零食单品暂未出现，目前破 10 亿元的单品有洽洽瓜子、卫龙辣条、劲仔小鱼、三只松鼠每日坚果等，其余大多属于长尾品类。公司作为多品类零售型企业，相比大单品制造型企业，可以通过代工方式快速扩充品类，提升收入天花板。我们可以将公司类比为线上的“零食很忙”，零食很忙集团 2023 年收入超 200 亿元，2024 年将重点布局北方区域，随着门店数量的增长，预计收入仍有较大提升空间；万辰集团 2023 年收入 93 亿元，零食业务占比接近 95%，2024 年激励计划目标营收为 200 亿元。

目前公司线上收入增长势头较猛，未来 2-3 年公司有望进入一个线上市占率重新抬升的通道，若以 2000 亿元的线上零食规模，8%-10% 的市占率进行假设，未来公司线上收入有望达到 160-200 亿元。公司线下业务积极调整优化，有望凭借较高的品牌知名度，在线下积极抢占坚果礼盒心智，当前规模仍小，未来有较大的挖潜空间。我们认为从 3 年维度上来看，在“高端性价比战略”牵引下，若线上线下模型全面跑通，公司收入规模有望达到含税收入 200 亿元以上。

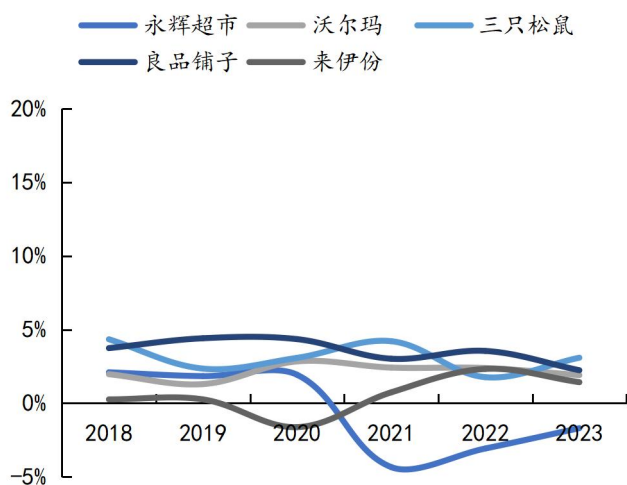
图 86: 零食行业相较其他行业, 10 亿级以上即为大单品 图 87: 2023 年零售型企业收入大多高于制造型企业 (亿元)



资料来源: FoodTalks, 读懂财经, 各公司官网, 淘宝, 国海证券研究所 资料来源: iFind, 国海证券研究所

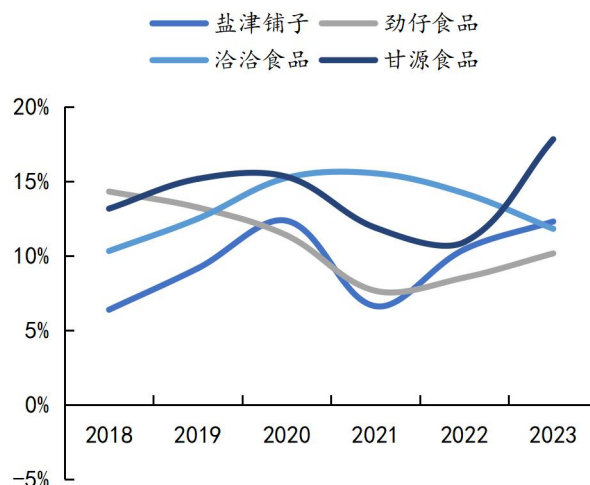
如何看待公司中长期净利率水平? 公司将自己定位为制造型自有品牌零售商, 相比其他零售型企业, 其核心坚果品类主要为自主制造, 且公司计划不断提升自产率, 自 2022 年涉足自产以来, 公司在生产制造端的经验积累才短短两年, 制造效益预计仍有提升空间。对于非自主生产的产品, 公司通过抖音逐步打造了如沙琪玛、鹤鹑蛋、辣卤礼包、鳕鱼肠等大单品, 在收入规模体量够大的前提下, 通过聚合订单, 代工端仍有一定的生产链路优化和利润谈判空间。我们认为理论上, 公司中长期的净利率应该介于零售商和制造型零食厂商之间。

图 88: 零售商归母净利率



资料来源: iFind, 国海证券研究所

图 89: 零食制造商归母净利率



资料来源: iFind, 国海证券研究所

复盘公司股价，历史上几轮上涨与下跌主要和公司的营业收入同比增速相关，而渠道本身的发展速度则对公司营收产生较大影响。

1) 股价的第一轮上涨 (2019年7月12日-2020年5月19日)：公司股价由21元上涨至90元，股价约翻了三倍，对应的PE-FY1从24x抬升至114x。该阶段公司股价的大涨主要受益于业绩及估值的双重增长。业绩端，公司作为线上零食龙头，充分享受传统淘宝、京东货架电商发展红利，这一阶段2019Q3-2020Q1的收入同比增速在+19%~+54%之间，且公司电商运营+OEM轻资产模式届时获得资本市场认可。估值端，消费板块在2020年迎来牛市，行业整体估值较高。因此，业绩叠加估值共同抬升下，公司上市即很快迎来股价高点。

2) 股价的第二轮上涨 (2021年3月15日-2021年4月22日)：公司股价由34元上涨至61元，涨幅约为77%，PE-FY1从51x抬升至62x。该阶段公司加快线下渠道的建设，由于早期公司线下基数较小，空白区域较多，较容易形成正向贡献，收入同比增速短期回正，且在“聚焦利润”的策略下，归母净利润增速较高，带动股价上行，而后线下发展不及预期叠加线上渠道的进一步承压，收入同比增速转负，股价下行。

3) 股价的第三轮上涨 (2022年10月10日-2022年12月14日)：公司股价由17元上涨至24元，涨幅约为39%，对应PE-FY1从25x抬升至56x。该阶段公司开始战略转型，向上游延伸，自建工厂，由原本的“零售型企业”转变为“零售+制造型企业”，该战略转型对公司长期发展影响深远，使得公司从单一的依靠高周转的零售型企业，转变为掌握自有供应链，有望通过全链路一体化模式，获取更多制造环节利润的制造型零售商，因此对未来的利润率预期在这一阶段有所抬升。

4) 股价的第四轮上涨 (2024年2月5日-2024年5月7日)：公司股价由16元上涨至27元，涨幅约为70%，对应PE-FY1由30x至31x，在此阶段，公司“高端性价比”改革成果在报表端兑现，抖音高增渠道驱动整体收入增长，收入同比增速回正，规模效应下利润改善，带动股价回升。后续，公司提出2024年重回百亿元和三年（2026年）含税200亿元收入的激励目标，以及2024年归母净利润（剔除股份支付费用）到4亿元的利润目标。我们认为此轮公司股价上涨但估值涨幅不大的原因主要系盈利预测的显著上修，相比较于前几轮的变化，公司此次的改革更加彻底，无论是在产品、渠道、供应链端都发生了深刻的变革，从2023Q3起，公司业绩已经持续改善3个季度，但由于当前市场对消费板块整体估值的下杀，导致公司股价变化的幅度弱于业绩改善的幅度，但我们预计此轮改革带动的业绩改善是可持续的，未来有望逐季验证，带动盈利和估值的双向修复。

图 90: 三只松鼠的股价复盘



资料来源: Wind, 公司公告, 投资者网, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

公司深刻意识到目前我国零售行业呈现“总供给过剩且供给方式多元与总需求相对不足之间的不平衡”的特征，零食行业迎来结构性的变化，大众消费更加注重性价比。因此，质高价优的产品在这种消费环境下存在结构性的机会。公司积极拥抱变化，顺应趋势，积极变革，以“高端性价比”为总战略，坚守“全品类、全渠道”经营方式，坚定“制造型自有品牌零售商”的商业模式，向上深挖供应链价值，让利给消费者。2023年三季度以来，公司收入同比增速回正，正处于底部向上的进程中。公司2024年的整体目标为“重回百亿，在全中做强”，并通过两套激励方案锚定2026年含税200亿元收入目标，发展信心足。我们的盈利预测如下：

收入端：

1) **线上渠道：**抖音作为公司新战略下的收入引擎，2023年营收同比+118.5%，2024年公司仍然重点发力该渠道，我们预计抖音渠道依旧保持较高的增长势能，预计2024-2026年抖音收入同比增速分别为+149%/+36%/+25%。公司积极调整综合电商的品类结构和损益模型，2023年下半年营收情况开始回暖，我们预计2024-2026年天猫收入同比增速分别为+12%/+10%/+8%，2024-2026年京东增速假设与天猫一致。其他电商如拼多多、快手等收入体量仍较小，有较高的增长弹性，我们预计2024-2026年其他电商的收入同比增速分别为+40%/+36%/+25%。

2) **线下渠道：**分销目前采用公司新设的三级扁平化架构，引入区域合伙人机制，相比传统分销结构，层级更少，激励更明确，预计有助于公司分销业务的持续拓展。过去公司分销主要以年节礼包为主，后续随着公司逐步填补日销品空白市场，分销业务规模将有望持续扩大，我们预计2024-2026年分销渠道收入同比增速分别为+35%/+42%/+25%。门店业务公司目前采用多店型模式，相比过去的门店模型更加灵活，准入门槛更低，我们预计2024-2026年门店渠道收入同比增速分别为+35%/+30%/+35%。

利润端：

1) **毛利率：**核心坚果品类上，原材料成本在国产化替代的趋势下有望走低，制造成本随着自产率和供应链效率的提升仍存在优化空间。零食品类上，随着单一产品订单规模的扩大，与供应商仍存在利润谈判空间。因此综合来看，我们预计公司毛利率将稳步提升，预计2024-2026年公司毛利率分别为23.5%/23.6%/23.7%。

2) **总费用率：**我们预计随着收入体量的快速增长，公司各项费用有望持续摊薄，我们预计2024-2026年公司费用率分别为20.4%/20.1%/20.0%。

3) **归母净利率：**随着公司后续毛利率和总费用率的不断优化，公司归母净利率也同比提升。我们预计2024-2026年公司归母净利率分别为3.9%/4.2%/4.4%。

表 4: 公司收入分拆及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7293.16	7114.58	10305.69	13254.23	16036.58
营业收入 YOY		-2.4%	44.85%	28.61%	20.99%
线上渠道收入 (百万元)	4788.46	4951.24	7424.34	9242.43	10938.34
线上渠道收入 YOY		3.4%	49.9%	24.5%	18.4%
天猫 (百万元)	1980.00	1738.00	1946.56	2141.22	2312.51
天猫 YOY		-12.2%	12.0%	10.0%	8.0%
京东 (百万元)	1723.00	1197.00	1340.64	1474.70	1592.68
京东 YOY		-30.5%	12.0%	10.0%	8.0%
抖音 (百万元)	551.00	1204.00	3000.00	4080.00	5100.00
抖音 YOY		118.5%	149.0%	36.0%	25.0%
其他电商 (百万元)	534.46	812.24	1137.14	1546.51	1933.14
其他电商 YOY		52.0%	40.0%	36.0%	25.0%
线下渠道收入 (百万元)	2504.70	2163.33	2881.35	4011.80	5098.25
线下渠道收入 YOY		-13.6%	33.2%	39.2%	27.1%
分销 (百万元)	1474.00	1641.00	2215.35	3145.80	3932.25
分销 YOY		11.3%	35.0%	42.0%	25.0%
门店 (百万元)	944.00	522.33	666.00	866.00	1166.00
门店 YOY		-44.7%	35.0%	30.0%	34.6%
归母净利润 (百万元)	129.06	219.79	401.92	556.72	705.51
归母净利润 YOY		-68.6%	70.3%	82.9%	26.7%
毛利率	26.7%	23.3%	23.5%	23.6%	23.7%
总费用率 (%)	26.2%	21.7%	20.4%	20.1%	20.0%
归母净利率 (%)	1.8%	3.1%	3.9%	4.2%	4.4%

资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所

综合来看, 我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 103.06/132.54/160.37 亿元, 同比+45%/+29%/+21%; 预计实现归母净利润 4.02/5.57/7.06 亿元, 同比+83%/+39%/+27%, 对应 PE 分别为 17/12/10x。目前公司改革落地后, 业绩表现优异, 后续在“D+N”协同下, 公司通过短视频电商的内容属性打造大单品并赋能全渠道, 推动日销品区域化深度分销的打造, 加快社区零食店的布局, 收入有望重回百亿元。因此, 我们对该公司维持“买入”评级。

5、风险提示

- 1) **新品推广不及预期:** 疫后消费者偏好出现诸多变化,对消费品的综合竞争力提出更高要求,若市场竞争激烈,且公司推出的新品没有迎合消费者需求,有一定新品销售推广不及预期的风险;
- 2) **渠道拓展不及预期:** 目前公司正在积极发力线下渠道,不断探索新的模式,渠道拓展存在一定的不确定性的;
- 3) **原材料价格超预期上行:** 成本端变化具有一定的不确定性,若主要原材料价格上涨,将对公司盈利端造成压力;
- 4) **行业竞争加剧:** 我国零食行业竞争较为激烈,若行业竞争加剧,有可能对公司销售端形成压力;
- 5) **食品安全问题等:** 食品安全是全行业共同面临的问题。

附表：三只松鼠盈利预测表

证券代码:	300783				股价:	17.21				投资评级:	买入				日期:	2024/08/02			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	9%	15%	18%	21%	EPS	0.55	1.00	1.39	1.76										
毛利率	23%	24%	24%	24%	BVPS	6.27	6.89	7.59	8.47										
期间费率	21%	19%	19%	19%	估值														
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	32.82	17.17	12.40	9.78										
成长能力					P/B	2.88	2.50	2.27	2.03										
收入增长率	-2%	45%	29%	21%	P/S	1.02	0.67	0.52	0.43										
利润增长率	70%	83%	39%	27%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	1.41	1.73	1.88	1.92	营业收入	7115	10306	13254	16037										
应收账款周转率	14.40	16.57	17.04	15.92	营业成本	5455	7881	10123	12232										
存货周转率	4.44	4.87	4.79	4.62	营业税金及附加	45	66	85	103										
偿债能力					销售费用	1238	1721	2174	2614										
资产负债率	55%	57%	61%	62%	管理费用	227	273	349	417										
流动比	1.57	1.52	1.43	1.40	财务费用	6	8	9	10										
速动比	0.35	0.30	0.30	0.32	其他费用/(-收入)	25	41	53	64										
					营业利润	278	553	782	1000										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	36	28	12	11										
现金及现金等价物	347	321	391	569	利润总额	314	581	794	1011										
应收款项	594	650	906	1108	所得税费用	94	179	237	305										
存货净额	1388	1847	2383	2914	净利润	220	402	557	706										
其他流动资产	1998	2282	2613	2909	少数股东损益	0	0	0	0										
流动资产合计	4327	5100	6292	7501	归属于母公司净利润	220	402	557	706										
固定资产	507	496	516	531															
在建工程	252	260	271	284	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	435	506	589	669	经营活动现金流	334	152	348	480										
长期股权投资	21	29	38	47	净利润	220	402	557	706										
资产总计	5543	6391	7705	9032	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	300	392	479	595	折旧摊销	95	57	64	71										
应付款项	1548	1891	2508	3072	公允价值变动	0	0	0	0										
合同负债	295	380	507	615	营运资金变动	80	-227	-172	-171										
其他流动负债	616	698	905	1092	投资活动现金流	-280	-39	-72	-49										
流动负债合计	2760	3361	4399	5374	资本支出	-68	-110	-164	-168										
长期借款及应付债券	125	125	125	125	长期投资	-265	-8	-9	-9										
其他长期负债	144	141	139	138	其他	54	78	101	128										
长期负债合计	269	266	264	263	筹资活动现金流	100	-138	-206	-253										
负债合计	3029	3626	4662	5636	债务融资	227	24	86	115										
股本	401	401	401	401	权益融资	0	6	0	0										
股东权益	2514	2764	3043	3395	其它	-127	-167	-292	-368										
负债和股东权益总计	5543	6391	7705	9032	现金净增加额	153	-26	70	178										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。