

2024 年三只松鼠研究报告：企业改革成效凸显_业绩拐点出现

1. 互联网坚果的领头羊

三只松鼠是国内休闲零食品牌龙头企业，依靠坚果起家，连续多年中国坚果销量第一并遥遥领先，尤其是在电商领域，公司更是多年领跑休闲及坚果品类粉丝榜和销量榜。公司淘系店铺粉丝数超 4,500 万，京东系店铺粉丝数超 8,000 万，粉丝数位列零食类目第一。公司由"松鼠老爹"章燎原创立于 2012 年，总部位于安徽芜湖，并于 2019 年 7 月在上交所主板 A 股上市，上市当天获誉"国民零食第一股"。从 5 人在民房创业到正式登陆资本市场，三只松鼠仅用了 7 年时间。2019 年公司营收破百亿，并于 2020 年成功孵化出“小鹿蓝蓝”这一互联网婴童食品专业品牌。

1.1 三只松鼠品牌发展历程

借电商红利飞速发展。2012 年公司品牌创立，4 月获得 150 万美元的 IDG 天使投资，6 月三只松鼠品牌在天猫商城上线。同年，公司为迎战双十一提前通过在淘宝上大量投放广告的方式吸引消费者的注意，这使得双十一当天三只松鼠的销量一直飙升，最后以 766

万的销量夺下了行业第一，打响了第一战。此后，三只松鼠飞速发展，2013年公司双11日销售额便达到了3562万元，创造了中国电商食品奇迹。2014年公司全网年销售额突破10亿元。在仅仅经历了7年的时间，公司便于2019年于创业板上市，当年公司年度销售额破百亿，成为国内率先且最快达到百亿规模的休闲零食企业。随着电商红利的衰退，公司开始开拓新的渠道和品牌。2016年，公司开始探索线下模式，首家以品牌和体验为目的的线下直营店——芜湖金鹰新城市店开业。2019年后电商红利逐步衰替，公司开始加速探索多渠道的发展模式。2020年，公司进一步探索品牌和产品多样化，开始进军婴童零食领域，6月推出小鹿蓝蓝品牌，当年双11便成为宝宝零食行业第一品牌。然而期间，公司线下门店遭受重创，公司于2021年开始进军线下分销领域，随后的几年，线下分销在公司营收中占比逐渐增加，成为业绩增长的主要抓手。

自建工厂，打造更宽护城河。在供应链方面公司也勇于变革，最早几年的三只松鼠为纯代工模式，公司把控产品的质量难度较大，导致产品多次出现质量问题，对品牌造成了负面影响。此外，公司供应商采购较集中，2019年公司向前3名坚果和非坚果类供应商采购金额占本类商品比例均达到了

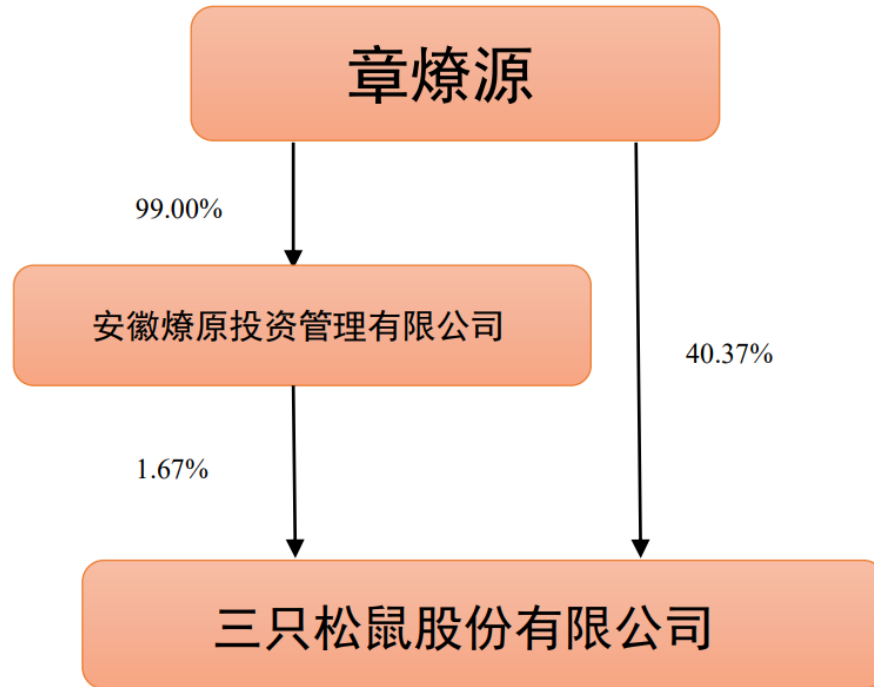
20%以上。综合考虑，公司自主生产部分产品具备较大意义和可实现性，因此 2019 年末公司宣布计划自建工厂，2022 年

8月公司示范工厂正式投产，公司实现核心坚果品类自主生产。发布“高端性价比”战略。2023年，受导致购物中客流量下滑、消费力不足等因素影响，公司发布新的战略，即“高端性价比”。同年，公司进一步关闭部分线下老店，并于6月开设自有品牌零食专业店，做自有品牌的高质量的量贩零食店。

1.2 股权结构

章燎源为三只松鼠实际控制人，2003年至2011年，章总担任安徽詹氏食品有限公司区域经理、副总经理、营销总监、总经理、董事，具备多年食品公司的管理经验。截止2023年，章总直接及间接控制公司42%的股份。公司第二大股东为LT GROWTH INVESTMENT IX (HK)LIMITIED，其于公司上市时持有23.42%的股份，并于公司上市一年后陆续减持。截止2023年，该公司持有三只松鼠6.51%的股份。2024年3月21日，三只松鼠披露LT GROWTH INVESTMENT计划通过集中竞价交易或通过大宗交易方式减持公司股份合计不超过7,182,333股，即不超过公司当前总股本的1.8%，不超过其当前所持股份的27.53%。

图2：公司股权结构清晰，创始人绝对控股



1.3 坚果为主，多品类多品牌发展

一直以来公司产品以坚果类为主，23年公司坚果类产品销售额占比53.59%，综合和烘焙类产品分别占比15.32%/15.26%，其余产品占比相对较低。

坚果是公司的核心品类，线上市场份额稳居第一。2024年货节期间，“坚果礼”线上市场份额超35%。公司成功打造每日坚果、夏威夷果、巴旦木、碧根果、手撕面包、蜀香牛肉等亿级大单品。自2023年3月以来，公司在“高端性价比”牵引下，加速零食全品类产品上新，累计上线超1,000款SKU，其中辣卤礼包、鹌鹑蛋、沙琪玛、鳕鱼肠等多款新品位列抖音对应类目TOP1。

2. 业绩及财务分析：业绩波动较大，正逐步改善

2.1 历经波折，终有反转

过度依赖传统电商遭受重创。公司的营业总收入在 2019 年达到巅峰，20-21 年出现小幅回落，主要是由于公司当时以淘系渠道为主，而 20 年左右开始互联网红利逐步消失，传统电商获客成本逐步增加，为了提升获客，淘系开始去中心化战略，平台流量向中小品牌倾斜。此外，2020 年短视频平台、生活分享平台、直播平台的兴起，带来流量的重新分配，三只松鼠因过于依赖传统电商流量而受到较大的影响，其营业收入明显反映了电商环境的变化。再次对其线下门店重创。随着的持续发展，对公司的线下门店也带来了较大的冲击，尤其是对以开在购物中心为主的投食店影响最大。2020 年公司投食店收入 8.74 亿元，22 年下降至仅 4.57 亿元，几乎少了一半。流量分化和反复带来的持续影响，导致公司依赖的传统电商营收下滑和门店业务下滑。

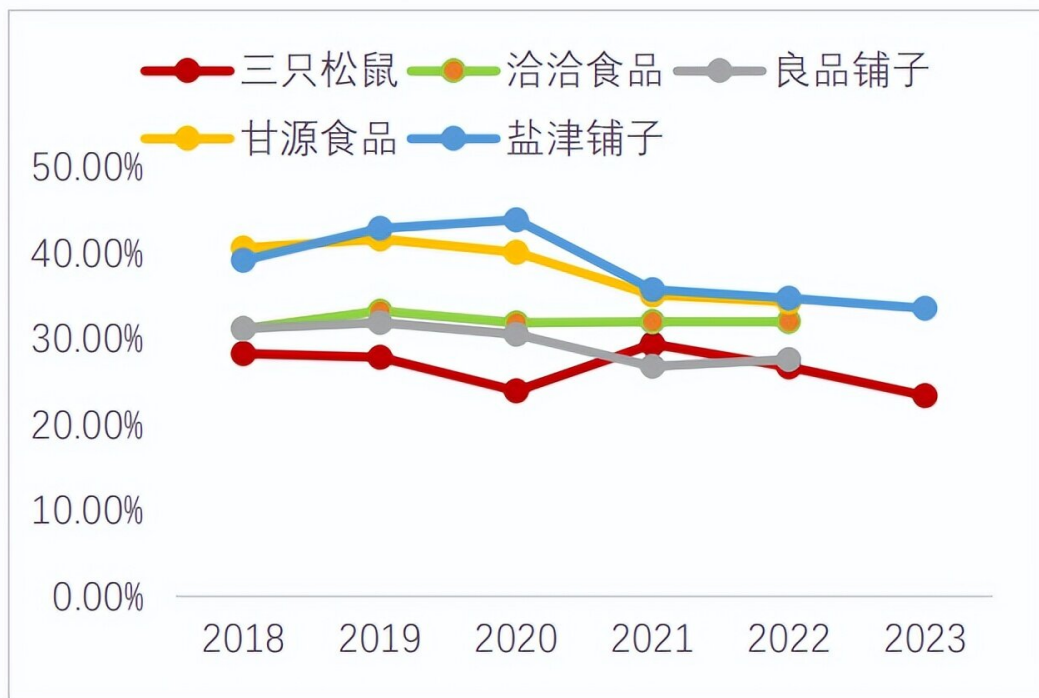
22 年业绩步入低谷。2022 年公司线上业务进一步下滑，同时公司开始大量关闭不符合长期发展的门店，关闭了大部分的投食店且关闭了约一半的联盟店。此外，公司推动 SKU 结构调整、加大品牌费用投入，叠加期间产生了很多临时的费用，公司 22 年业绩跌入谷底。23 年营收逐步企稳，利润拐点出现。23 年公司营收 71.15

亿元，同比-2.45%，营收开始平稳，利润同比更是大幅回升 69.85%。公司自 23 年下半年营收开始快速好转，23Q1 及 Q2 相比 21 年同期仍有两位数下滑，Q3 及 Q4 回落速度降至个位数，24Q1 营收同比+91.83%，归母净利润同比+60.8%，公司连续 3 个季度收入和利润同比增速转正，我们认为这是公司根本性战略调整后的成果，长期向好趋势确立。高端性价比战略实施。2022 年底，公司在行业内率先提出“高端性价比”战略，并历经一年时间，依托“高端性价比”新战略助力公司走出困境周期。我们认为，公司营收开始好转有几大原因：1、高端性价比策略契合当下市场需求，物美价廉产品受到消费者欢迎；2、高端性价比能够做好的本质是供应链和整体管理水平的优化，是从原料、制造到交付的一二三产深度融合下生产经营效率大幅提升的先进生产力所带来的成效；3、抖+N 的全渠道模型逐步清晰，抖音在提升公司整体销量的同时带动品牌势能的提升，推动了其他渠道的增长。一季度弹性较大，24 年 Q1 业绩回升明显。Q1 由于年货节、消费者购买年货等原因使得公司收入在一季度达到最高，Q4 受电商大促活动影响收入也较高，二三季度均为淡季，因此在历经了 23 年的战略调整和改革后公司业绩于 24Q1 得到明显的反馈。公司 24Q1 营收同比+91.89%，归母净利润同比+60.80%。

2.2 代工为主，毛利率波动大且相对较低

公司近几年的毛利率未能达到 30%，相对友商来说较低，主要是因为公司产品仍以代工为主，而洽洽、甘源、盐津铺子以自产为主，同样以代工为主的良品铺子毛利率水平与公司相当。公司的毛利率也存在季节性波动。每年 Q1 过年公司礼盒销售较多，毛利率也相对较高，而 Q4 由于电商大促的原因公司毛利率也较低。目前公司正逐步增加自产比例，我们认为，随着自产比例的提升，公司毛利率有望逐步提升。

图7：公司及友商毛利率



公司毛利率整体波动较大。2021 年公司的毛利率由 2020 年的 23.90% 上升至 29.38%，上涨 5.48%。在疫情反复和流量持续分化的环境下，公司持续聚焦坚果心智，主动缩减

SKU、优化品类结构，通过坚果的规模优势及战略统采策略，成本得以进一步优化，2021年坚果品类毛利率同比提升6.86%。此外，公司大力推动区域经销的拓展，该渠道毛利率相对其他渠道较高，也带动了毛利率的提升。2022年，公司调整线上运营举措，逐步取消“满300-200”等满减促销活动，致力于向消费者提供更加高质价优的硬折扣产品，对毛利率产生一定影响。此外，原材料及运输成本上涨导致毛利率降低。

2023年公司毛利率23.33%，同比-3.41pct。2023年公司战略转型，走高端性价比路线，公司走高端性价比策略降低产品销售价格对毛利率有一定影响。不过公司通过自主生产可以一部分抵消价格降低带来的损失，同时也保证了产品的品质。目前，公司自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类制造工厂并已正式投产，实现从原料到生产发货的供应链纵深。

2.3 净利润波动较大，但已连续三个季度明显好转

公司近几年净利润波动较大，2022年的归母净利润为1.29亿元，同比-68.61%，主要原因在于公司战略转型阶段性收入和毛利波动。公司22年加大分销改革和线下门店优化措施，同时加大坚果品类宣传力度增加销售费用导致22年净利

润严重受损，净利润率降低至 1.77%。2023 年公司净利润快速回升至 2.20 亿元，同比+69.85%；扣非归母净利润 1.02

亿元，同比+148.72%，2023 年公司净利率回升至 3.09%。公司净利润快速回升主要得益于费用率的降低，净利润率提升。23 年公司调整战略，大幅收缩线下门店，租金和销售人員有所减少，此外，公司调整线上推广策略，传统电商平台服务费和推广费减少较多，增加抖音等社交电商平台的投入，费效比相对较优。我们认为，目前渠道策略已经逐步成熟，公司未来销售费用率能够保持相对稳定。

主要得益于销售费用率的下降，公司自 23 年 Q3 开始连续三个季度归母净利润及同比增速均转正，公司业绩好转得到验证。

3. 我国休闲零食行业仍有较大增长潜力

3.1 对比发达国家，增长潜力大

2022 年我国休闲零食市场规模达到 1.5 万亿元，同比增长 11.6%。随着我国居民生活水平的提高，休闲零食市场容量持续增加。2022 年我国人均休闲零食消费量为 14kg/人，明显低于美国/日本和全球人均水平（70kg/42kg/27kg），美国人均休闲食品消费量为我国的 5 倍，全球人均休闲食品消费量也为我国的近 2 倍。我国年度人均休闲零食消费额分别仅 500 元/人，也明显低于美国/日本和全球人均水平（4908 元/2821 元/942 元）。与美国、日本等发达国家及全球平均水平相比，我国休闲零食消费仍有很大增长空间，未来随着人均

可支配收入的进一步提升、市场教育力度的加强、休闲食品适用场景的拓展，中国休闲食品的人均消费量和消费额均有望长期持续提升。

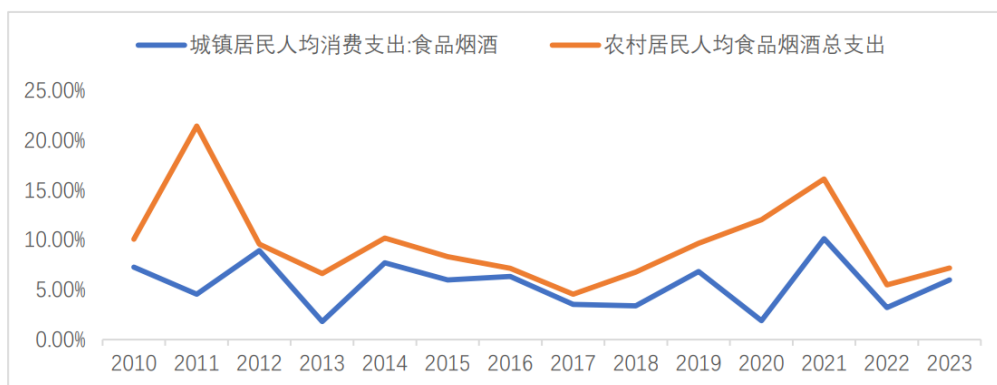
3.2 经济衰退期日本休闲零食的表现

我国经济处于增速降档期，加上受影响，近两年经济略显疲弱，虽然不能说我们的经济类似日本失落的 20 年，但在思考我们中短期的经济表现时仍可以借鉴日本当时的经验。1990 年日本经济泡沫破裂后，日本进入长达三十年之久的经济持续低增长，GDP 增速显著放缓，1991-2022 年日本 GDP 平均增速为 0.57%，股市和房市价格大幅下降，1997 年遭遇亚洲金融危机冲击，失业率上升，人均可支配收入急剧下降，居民消费意愿低迷，个体的节约意识增强，由过去的冲动消费转向理性消费，追求物品的实用性和成本效益，开始更多的考虑性价比，而不是盲目追求品牌或潮流。这种消费心态的转变导致了整体消费水平的降低，反映了社会整体对经济状况的适应和对未来的谨慎态度。在日本经济衰退前，日本家庭平均食品饮料支出增速就有所下降，在家庭总支出的占比也持续下降，但日本经济衰退后食品饮料占家庭总支出的比重下降速度反而减慢，证明了在经济衰退的过程中食品饮料的韧性和抗风险能力更强。

休闲零食虽然短期受经济波动影响，但恢复速度快，长期增长趋势不变。根据日本统计局数据，从 1984-2019 年间，日本不同收入群体零食消费占食品支出的比重均受到经济波动的影响，且对中低收入群体的影响更为显著，但后期，在经济缓慢的恢复过程中休闲零食占食品支出中的比重逐步升高，且这一表现在绝大部分日本家庭（年收入 2000 万日元及以下）均较明显，证明休闲零食的消费虽然受经济影响较大，但其恢复的速度也较快，长期来看，趋势向好。参考日本，判断我国经济恢复期休闲零食有望获得较好的表现。2022 年以来，受复杂的国际环境以及国内冲击，我国经济下行压力加大，失业率升高，人均可支配收入增速降低一定程度上降低了普通消费者的购买力从而降低了对休闲零食的购买。参考日本经济下行时期休闲零食消费占比虽然下行，但后期逐步恢复且占比持续上升超越前期，我们判断我国经济恢复期休闲零食相对食品饮料整体有望获得更好的表现。

回归到对国内经济数据的研究，我们首先观察了城镇和农村居民人均食品烟酒支出情况，发现实际上看不到特别明显的趋势性变化，我们推断虽然总量上没有太大变化，但结构上可能会有所变化，因此我们进一步从不同收入的人群结构中寻找线索。

图19：我国人均消费支出同比：食品烟酒



资料来源：iFinD、东兴证券研究所

中等收入群体受经济影响较大，高性价比产品得到青睐。我们认为，因为食品饮料体现的是大众需求，因此主要影响食品饮料需求的是中低至中高等收入群体（下文概括为中等收入群体）。我们发现，自16年来这部分群体的人均可支配收入增速的波动性相对高收入群体更大，且平均增速较16年以前明显下降（14-16年平均增速9.91%，17-23年为6.63%），我们认为这可能影响了居民对未来收入的判断，一定程度上抑制了居民进行消费升级的意愿，反应到食品饮料行业，能够观察到高性价比和高质价比产品更加得到消费者的青睐。

高性价比产品得到青睐反应在数据上表现为，2021年以来，天猫系、京东系零食销售额逐步下滑，2021年7月至2023年12月的月均增长率分别为-0.64%和0.07%，抖音销售额则快速增长，2021年7月至2023年12月的月均增长率为

5.85%。虽然抖音、快手及拼多多属于近些年来的新晋消费平台，但这些平台的风格均为薄利多销，更注重下沉市场的培育，他们的高速发展也体现了消费者对高性价比的需求。

除了线上平台，线下也出现了主攻下沉市场、主打极致性价比的零食量贩店，目前这个模式依然处于快速“跑马圈地”阶段，截止 23 年 10 月，量贩零食店数量突破 2.2 万家。艾媒咨询数据显示，2023 年中国量贩零食店市场规模为 809 亿元，涨幅 75%，预计 2025 年有望达到 1239 亿元。2024 年零食量贩头部企业零食很忙和赵一鸣合并后，集团门店数据突破 7500 家，门店总营收超 200 亿。

总结：我国人均零食消费额及消费量均有较大提升空间，我们认为我国休闲零食总量仍会持续增长，短期虽然受经济扰动，但参考日本，后续恢复动能仍在，长期趋势向好。我国中等收入水平群体可支配收入增速的放缓使得居民消费升级的意愿被削弱，反应到食品饮料行业可能表现为人均消费的提升将主要来自于消费量的提升而非价格的提升，中短期来看，具备性价比的产品将更加受到青睐。

3.3 竞争格局分散

休闲零食行业由于食品技术含量和进入门槛相对较低，加上渠道的变迁，消费者口味的变化，休闲零食市场不断涌

入新的参与者，竞争愈发激烈。整体来看，休闲零食市场竞争格局分散，集中度相对偏低。根据 Frost & Sullivan

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/347021066135006115>