



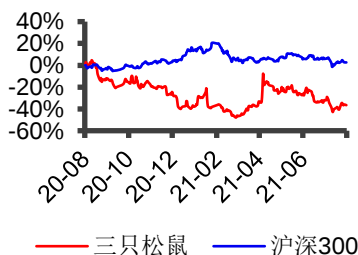
盈利大幅改善，子品牌建设良好

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-16

收盘价（元）	41.77
近 12 个月最高/最低（元）	69.54/34.08
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	227
流通股比例（%）	56.61
总市值（亿元）	167
流通市值（亿元）	95

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

邮箱：wenxian@hazq.com

分析师：余璇

执业证书号：S0010521080001

邮箱：yuxuan@hazq.com

相关报告

《三只松鼠首次覆盖：借力好风八年飞驰，迎挑战拼似锦前程》

《盈利大幅改善，线下布局稳步推进 20210421》

《利润增速高，关注营收可持续增长 20210715》

事件：

公司发布 2021 年半年报，上半年实现营业收入 52.61 亿元，同比增长 0.17%；实现归母净利润 3.52 亿元，同比增长 87.32%；基本每股收益 0.882 元，同比增长 88.3%。其中主品牌三只松鼠营收 50.32 亿元，子品牌小鹿蓝蓝营收 2.01 亿元。

主要观点：

线下分销快速发展，线上渠道进一步平衡。2021H1 三方电商平台营收 36.21 亿元，占主营营收的 70%，线下新分销实现营收 6.23 亿元，占总营收的 12%。各电商平台线上营收占比往均衡方向发展，天猫、京东、以及拼多多抖音新电商业务各自占比由 2020 年底的 52%、38%、10% 变化为 46%、44%、10%。618 期间，抖音自直播占比进一步提升至 60%。抖音直播超 60% 订单采用厂家直发模式，实现物流成本进一步下降。社区团购方面，公司已进驻美团优选、多多买菜、橙心优选等多个平台，有效覆盖 27 个省，超 70 座城市，实现营收同比增长超 300%。

公司调整线上运营策略，持续优化品类结构，客单价、毛利率和净利率有较好的提升。21H1 公司整体毛利率由同期的 25.74% 提升至 31.13%，销售费用率为 21.05%，同比增加 2.02pcts；管理费用率为 2.73%，基本持平；财务费用率为 0.15%，同比增加 0.31pct。净利率为 6.69%，同比增加 3.11pcts。其中线上毛利率由同期的 30.7% 提升至 35.5%，净利率由 2.0% 提升至 5.5%；线下分销业务毛利率 23.5%，同比增加 0.8pct。

线下开店+子品牌小鹿蓝蓝贡献营收新增量，渠道更健康、品牌更丰富。

线下。上半年投食店新开 8 家，截至期末累计 163 家，实现营业收入 5.73 亿元，yoy+21.7%，占总营收的 10.9%。投食店毛利率 37.8%，同比增长 4.5%。联盟店新开 191 家，截至期末累计 941 家，实现营业收入 3.63 亿元，yoy+131.7%，占总营收的 6.9%。其中，产品销售收入 3.45 亿元、加盟费收入 0.18 亿元。联盟店毛利率 19.3%，同比上升 2.2%。上半年小鹿蓝蓝实现全渠道营收 2.01 亿元，连续 11 个月稳居全网宝宝零食类目第一。小鹿蓝蓝抓住宝宝零食领域还处于空白阶段的机遇，借助公司线上运营能力快速实现线上主流渠道的覆盖，并逐步实现线下全渠道布局，通过微信等私域加强客户粘性，有望继续实现规模快速增长。

公司全渠道布局，天猫、京东以及抖音快手等线上电商平台占比逐步均衡化，线下通过加盟店+投食店+新分销业务快速布局，初步缓解了线上流量分化的冲击。子品牌小鹿蓝蓝抓住宝宝零食机遇，快速发展，有望成为公司重要增长极。公司落地股份回购及激励项目，助力长期战略目标达成。预计 2021-2023 年，三只松鼠营收分别为 104/110/115 亿元，同比增长

6%/6%/5%，净利润分别为 5.83/6.46/7.18 亿元，同比增长 93%/11%/11%，对应 PE 分别为 29/26/23，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动，食品安全，休闲食品市场需求变化。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,794	10,388	10,962	11,481
收入同比(%)	-4%	6%	6%	5%
归属母公司净利润	301	583	646	718
净利润同比(%)	26%	93%	11%	11%
毛利率(%)	23.9%	28.7%	29.6%	30.4%
ROE(%)	14.4%	21.8%	19.4%	17.8%
每股收益(元)	0.75	1.45	1.61	1.79
P/E	56	29	26	23
P/B	8	6	5	4
EV/EBITDA	35	20	17	15

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

[illegible]

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

联系人 余璇：华安证券食品饮料研究员，两年研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

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%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。