

关于三只松鼠股份有限公司
首次公开发行股票并在创业板上市的

发行保荐书

保荐机构



(北京市朝阳区建国门外大街1号国贸大厦2座27层及28层)

关于三只松鼠股份有限公司

首次公开发行 A 股股票并在创业板上市的发行保荐书

中国证券监督管理委员会：

三只松鼠股份有限公司（以下简称“三只松鼠”、“公司”或“发行人”）拟申请首次公开发行 A 股股票并在创业板上市（以下简称“本次证券发行”或“本次发行”），并已聘请中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）作为首次公开发行 A 股股票并在创业板上市的保荐机构（以下简称“保荐机构”或“本机构”）。

根据《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）、《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）、《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（以下简称“《首发管理办法》”）、《证券发行上市保荐业务管理办法》等法律法规和中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）的有关规定，中金公司及其保荐代表人诚实守信，勤勉尽责，严格按照依法制订的业务规则、行业执业规范和道德准则出具本发行保荐书，并保证本发行保荐书的真实性、准确性和完整性。

（本发行保荐书中如无特别说明，相关用语具有与《三只松鼠股份有限公司首次公开发行 A 股股票招股说明书》（封卷稿）中相同的含义）

一、本次证券发行的基本情况

（一）保荐机构名称

中国国际金融股份有限公司

（二）具体负责本次推荐的保荐代表人

曹宇：于 2011 年取得保荐代表人资格，曾经担任浙能电力可转换债券发行

项目、国新能源非公开发行股票项目、温州意华接插件股份和科沃斯机器人股份首次公开发行并上市项目的保荐代表人，中海发展可转债发行项目主办人，目前担任优刻得科技股份有限公司项目科创板上市在审项目的保荐代表人，在保荐业务执业过程中严格遵守《证券发行上市保荐业务管理办法》等相关规定，执业记录良好。

岑江华：于 2015 年取得保荐代表人资格，曾经担任温州意华接插件股份首次公开发行股票并上市项目保荐代表人，在保荐业务执业过程中严格遵守《证券发行上市保荐业务管理办法》等相关规定，执业记录良好。

（三）项目协办人及其他项目组成员

项目协办人：赖天行，于 2011 年取得证券从业资格，曾经参与/执行浙江新澳纺织股份有限公司主板上市项目，浙江万安科技股份有限公司非公开发行股票项目，杭州初灵信息技术股份有限公司重大资产重组项目。

项目组其他成员：陆孝皓、邬彦超、毛新宇、林可、杨雅菲、布云志、张亦弛

（四）发行人基本情况

公司名称	三只松鼠股份有限公司
注册地址	安徽省芜湖市弋江区芜湖高新技术产业开发区久盛路 8 号
注册时间	2012 年 2 月 16 日
联系方式	0553-8783156
业务范围	食品生产；食品经营；日用百货、办公用品、塑料和金属制品、工艺礼品、电子产品、服装鞋帽批发、零售；出版物零售；带有三只松鼠标志的纪念品及工艺品零售；自有品牌、动漫形象产品销售及经营；以承接服务外包方式从事软件开发；仓储服务（不含危险品和违禁品）、场地出租、信息技术服务、废旧物资

(除危化品)销售(上述经营范围涉及国家限制类、禁止类项目除外,涉及前置许可的项目除外,涉及依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)。

本次证券发行类型 首次公开发行 A 股股票并在创业板上市

(五) 发行人与本机构之间不存在持股关系、控股关系或者其它重大关联关系

1、本机构自身及本机构下属子公司不存在持有发行人或其控股股东、实际控制人、重要关联方股份的情况;

2、发行人或其控股股东、实际控制人、重要关联方不存在持有本机构或本机构下属企业股份的情况;

3、本机构的保荐代表人及其配偶,董事、监事、高级管理人员不存在拥有发行人权益、在发行人任职等情况;

4、中金公司第一大股东为中央汇金投资有限责任公司(以下简称“中央汇金”或“上级股东单位”),截至2018年12月31日,中央汇金直接持有中金公司约55.74%的股权,同时,中央汇金的下属子公司中国建银投资有限责任公司、建投投资有限责任公司、中国投资咨询有限责任公司各持有中金公司约0.02%的股权。中央汇金为中国投资有限责任公司的全资子公司,中央汇金根据国务院授权,对国有重点金融企业进行股权投资,以出资额为限代表国家依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务,实现国有金融资产保值增值。中央汇金不开展其他任何商业性经营活动,不干预其控股的国有重点金融企业的日常经营活动。根据发行人提供的资料及公开信息资料显示,中金公司上级股东单位与发行人或其控股股东、实际控制人、重要关联方之间不存在相互持股的情况,中金公司上级股东单位与发行人控股股东、实际控制人、重要关联方之间不存在相互提供担保或融资的情况。

5、本机构与发行人之间不存在其他关联关系。

本机构依据相关法律法规和公司章程,独立公正地履行保荐职责。

（六）本机构的内部审核程序与内核意见

1、内部审核程序

根据《证券发行上市保荐业务管理办法》及中金公司质控和内核制度，本机构自项目立项后即由项目执行与质量控制委员会组建对应的质控小组，质控小组对项目风险实施过程管理和控制；内核部组建内核工作小组，与内核委员会共同负责实施内核工作，通过公司层面审核的形式对项目进行出口管理和终端风险控制，履行以公司名义对外提交、报送、出具或披露材料和文件的最终审批决策职责。

本机构内核程序如下：

（1）立项审核

项目组在申请项目立项时，项目执行与质量控制委员会就立项申请从项目执行风险角度提供立项审核意见，内核部从项目关键风险角度提供立项审核意见。

（2）辅导阶段的审核

辅导期间，项目组需向质控小组和内核工作小组汇报辅导进展情况，项目组向中国证监会派出机构报送的辅导备案申请、辅导报告、辅导验收申请等文件需提交质控小组和内核工作小组，经质控小组审核通过并获得内核工作小组确认后，方可对外报送。项目组在重点核查工作实施之前，应就具体核查计划与质控小组进行讨论并获得质控小组的确认；后续实际核查过程中如有重大事项导致核查计划的重大调整，也应及时与质控小组进行沟通。如有需重点讨论事项，可由项目组与质控小组、内核工作小组召开专题会议进行讨论。

（3）申报阶段的审核

项目组按照相关规定，将申报材料提交质控小组和内核工作小组，质控小组对申报材料、尽职调查情况及工作底稿进行全面审核，针对审核中的重点问题及工作底稿开展现场核查，对项目组的尽职调查工作底稿进行验收并出具验收意见。质控小组审核完毕后，由项目执行与质量控制委员会组织召开初审会审议并进行问核。初审会后，质控小组出具项目质量控制报告，并在内核委员会会议（以下简称“内核会议”）上就审核情况进行汇报。内核部组织召开内核会议就项目进

行充分讨论，就是否同意推荐申报进行表决并出具内核意见。

（4）申报后的审核

项目组将申报材料提交证券监管机构后，项目组须将证券监管机构的历次反馈意见答复及向证券监管机构出具的文件提交质控小组和内核工作小组，经质控小组和内核工作小组审核通过后方可对外报送。

（5）发行上市阶段审核

项目获得核准批文后，项目组须将发行上市期间所有由保荐机构出具的文件提交质控小组和内核工作小组，经质控小组和内核工作小组审核通过后方可对外报送。

（6）持续督导期间的内核

项目组须将持续督导期间以中金公司名义出具的文件提交质控小组和内核工作小组，经质控小组和内核工作小组审核通过后方可对外报送。

2、内核意见

经按内部审核程序对三只松鼠股份有限公司本次证券发行的申请文件进行严格审核，本机构对本次发行申请的内核意见如下：

三只松鼠股份有限公司符合首次公开发行股票并在创业板上市的基本条件，申报文件真实、准确、完整，同意上报中国证券监督管理委员会审核。

二、保荐机构承诺事项

（一）本机构已按照法律、行政法规和中国证监会的规定，对发行人及其发起人、控股股东、实际控制人进行了尽职调查和审慎核查，同意推荐发行人证券发行上市，并据此出具本发行保荐书。

（二）作为三只松鼠股份有限公司本次发行的保荐机构，本机构：

1、有充分理由确信发行人符合法律法规及中国证监会有关证券发行上市的相关规定；

2、有充分理由确信发行人申请文件和信息披露资料不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；

3、有充分理由确信发行人及其董事在申请文件和信息披露资料中表达意见的依据充分合理；

4、有充分理由确信申请文件和信息披露资料与证券服务机构发表的意见不存在实质性差异；

5、保证所指定的保荐代表人及本保荐机构的相关人员已勤勉尽责，对发行人申请文件和信息披露资料进行了尽职调查、审慎核查；

6、保证本发行保荐书与履行保荐职责有关的其他文件不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；

7、保证对发行人提供的专业服务和出具的专业意见符合法律、行政法规、中国证监会的规定和行业规范；

8、自愿接受中国证监会依照《证券发行上市保荐业务管理办法》采取的监管措施。

三、本机构对本次证券发行的推荐意见

（一）本机构对本次证券发行的推荐结论

本机构作为三只松鼠股份有限公司首次公开发行 A 股股票并在创业板上市的保荐机构，按照《公司法》、《证券法》、《首发管理办法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》、《保荐人尽职调查工作准则》等法律法规和中国证监会的有关规定，通过尽职调查和对申请文件的审慎核查，并与发行人、发行人律师及发行人审计师经过充分沟通后，认为三只松鼠股份有限公司具备首次公开发行 A 股股票并在创业板上市的基本条件。因此，本机构同意保荐三只松鼠股份有限公司首次公开发行 A 股股票并在创业板上市。

（二）发行人就本次证券发行履行的决策程序

经核查，发行人已就本次证券发行履行了《公司法》、《证券法》及中国证监

会规定的决策程序，具体如下：

1、2017年2月20日召开第一届董事会第十一次会议，审议通过了《关于公司申请首次公开发行股票并在创业板上市的议案》、《关于公司募集资金投资项目及募集资金投资项目可行性研究报告的议案》、《关于公司首次公开发行股票前滚存利润分配方案的议案》、《关于制定公司股票上市后三年内公司股价稳定预案的议案》、《关于授权董事会办理公司首次公开发行股票并在创业板上市有关具体事宜的议案》、《关于公司上市后前三年股东分红回报规划的议案》等与本次证券发行相关的议案，对本次股票发行的具体方案、本次募集资金使用的可行性以及其他必须明确的事项作出了决议，并提请股东大会审议。

2、2017年3月8日，发行人召开2017年第二次临时股东大会，对发行人第一届董事会第十一次会议审议并提交的与本次发行有关的议案进行审议，包括：《关于公司申请首次公开发行股票并在创业板上市的议案》、《关于公司募集资金投资项目及募集资金投资项目可行性研究报告的议案》、《关于公司首次公开发行股票前滚存利润分配方案的议案》、《关于制定公司股票上市后三年内公司股价稳定预案的议案》、《关于授权董事会办理公司首次公开发行股票并在创业板上市有关具体事宜的议案》、《关于制定公司股票上市后三年内公司股价稳定预案的议案》。上述议案经出席本次股东大会的股东以所持表决权的100%通过。

其中，《关于公司申请首次公开发行股票并在创业板上市的议案》具体内容如下：

1.发行股票的种类

本次发行的股票为人民币普通股（A股）。

2.发行股票的每股面值

本次发行股票每股面值为人民币1元。

3.发行股票的数量

本次发行不做股东公开发售股份的安排，公司本次发行前总股本36,000万股，本次发行的股票数量不低于4,000万股，且发行数量占公司发行后总股本的比例不低于10%，具体数量由公司董事会和主承销商根据本次发行定价情况以及

中国证监会的相关要求协商确定。

4.发行价格

由董事会与主承销商参考向询价对象询价情况或初步询价情况，并综合考虑公司的募集资金计划、公司业绩及市场情况等因素确定发行价格，或采用中国证监会认可的其他方式确定发行价格。

5.发行方式

包括但不限于采用网下询价对象配售与网上资金申购定价发行相结合的方式，如相关发行方式的法律、法规、政策性文件有所调整，亦随之调整。

6.发行对象

符合资格的询价对象和在深圳证券交易所开立（A股）股票账户的境内自然人、法人和证券投资基金等（国家法律法规禁止购买者除外）。

7.发行后增加注册资本

本次发行完成后，根据发行结果，相应增加公司注册资本。

8.上市地点

公司股票上市地点为深圳证券交易所创业板。

9.决议的有效期

自公司2017年第二次临时股东大会做出决议之日起36个月内有效。

3、经发行人第一届董事会第十六次会议及2017年第三次临时股东大会审议并通过，调整后的发行方案如下：

1.发行股票的种类

本次发行的股票为人民币普通股（A股）。

2.发行股票的每股面值

本次发行股票每股面值为人民币1元。

3.发行股票的数量

本次发行的股票数量为 4,100 万股,本次发行不做股东公开发售股份的安排。

4.发行价格

由董事会与主承销商参考向询价对象询价情况或初步询价情况,并综合考虑公司的募集资金计划、公司业绩及市场情况等因素确定发行价格,或采用中国证监会认可的其他方式确定发行价格。

5.发行方式

包括但不限于采用网下询价对象配售与网上资金申购定价发行相结合的方式,如相关发行方式的法律、法规、政策性文件有所调整,亦随之调整。

6.发行对象

符合资格的询价对象和在深圳证券交易所开立(A股)股票账户的境内自然人、法人和证券投资基金等(国家法律法规禁止购买者除外)。

7.发行后增加注册资本

本次发行完成后,根据发行结果,相应增加公司注册资本。

8.上市地点

公司股票上市地点为深圳证券交易所创业板。

9.决议的有效期

公司 2017 年第三次临时股东大会做出决议之日起 36 个月内有效。

综上,保荐机构认为,发行人已就本次证券发行履行了《公司法》、《证券法》以及中国证监会规定的决策程序。

(三) 本次证券发行符合《证券法》规定的发行条件

本机构对本次证券发行是否符合《证券法》规定的发行条件进行了尽职调查和审慎核查,核查结论如下:

1、发行人具备健全且运行良好的组织机构,符合《证券法》第十三条第(一)项的规定;

2、发行人具有持续盈利能力，财务状况良好，符合《证券法》第十三条第（二）项之规定；

3、发行人最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为，符合《证券法》第十三条第（三）项之规定；

4、发行人符合中国证监会规定的其他条件，符合《证券法》第十三条第（四）项之规定：中国证监会发布的《首发管理办法》对于首次公开发行股票并在创业板上市规定了相关具体发行条件，本机构对发行人符合该等发行条件的意见请见下文第（四）部分。

（四）本次证券发行符合《首发管理办法》规定的发行条件

1、保荐机构尽职调查情况

本机构按照《保荐人尽职调查工作准则》、《关于进一步提高首次公开发行股票公司财务信息披露质量有关问题的意见》（证监会公告[2012]14号）、《关于做好首次公开发行股票公司2012年度财务报告专项检查工作的通知》（发行监管函[2012]551号）、《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书中与盈利能力相关的信息披露指引》（证监会公告[2013]46号）等法规的要求对发行人的主体资格、规范运行、财务会计等方面进行了尽职调查，查证过程包括但不限于：

（1）本机构按照《保荐人尽职调查工作准则》的要求对发行人的主体资格进行了尽职调查，查证过程包括但不限于：核查了发行人设立至今相关的政府批准文件、营业执照、公司章程、发起人协议、创立大会文件、评估报告、审计报告、验资报告、工商设立及变更登记文件、股本变动涉及的增减资协议、股权变动涉及的股权转让协议、主要资产权属证明、相关董事会和股东大会决议文件、发起人和主要股东的营业执照（或身份证明文件）、发行人开展生产经营所需的业务许可证照或批准等文件资料；对发行人、主要股东和有关政府行政部门进行了访谈，并向发行人律师、审计师和评估师进行了专项咨询和会议讨论。

（2）本机构按照《保荐人尽职调查工作准则》的要求对发行人的规范运行进行了尽职调查，查证过程包括但不限于：查阅了发行人的公司章程、董事会、监事会和股东大会会议事规则和相关会议文件资料、董事会专门委员会会议事规则、独

立董事制度、董事会秘书制度、总经理工作制度；取得了发行人的书面声明和相关政府部门出具的证明，并走访了相关政府部门；查阅了发行人内部审计和内部控制制度及投资、对外担保、资金管理等内部规章制度；核查了发行人管理层对内控制度的自我评估意见和会计师的鉴证意见；向董事、监事、独立董事、董事会秘书、高管人员、内部审计人员进行了访谈；向发行人律师、审计师进行了专项咨询和会议讨论。

(3) 本机构按照《保荐人尽职调查工作准则》、《关于进一步提高首次公开发行股票公司财务信息披露质量有关问题的意见》（证监会公告[2012]14号）、《关于做好首次公开发行股票公司2012年度财务报告专项检查工作的通知》（发行监管函[2012]551号）、《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书中与盈利能力相关的信息披露指引》（证监会公告[2013]46号）等法规的要求对发行人的财务会计进行了尽职调查，查证过程包括但不限于：对经审计的财务报告及经审核的内部控制鉴证报告以及其他相关财务资料进行了审慎核查；就发行人报告期内收入构成变动、主要产品价格变动和销量变化、财务指标和比率变化，与同期相关行业、市场和可比公司情况进行了对比分析；查阅了报告期内重大购销合同、主要银行借款资料、股权投资相关资料、对外担保的相关资料、仲裁、诉讼相关资料、主要税种纳税资料以及税收优惠或财政补贴资料，并走访了银行、合资方、税务、海关等部门；就发行人财务会计问题，本机构与发行人财务人员和审计师进行密切沟通，并召开了多次专题会议。

针对发行人持续盈利能力，本机构通过查阅行业研究资料和统计资料、咨询行业分析师和行业专家意见、了解发行人竞争对手情况等途径进行了审慎的调查分析和独立判断，并就重点关注的问题和风险向发行人管理层、核心技术人员和业务骨干、主要客户和供应商进行了访谈。

2、保荐机构的核查结论

经对发行人的尽职调查和审慎核查，核查结论如下：

(1) 发行人系由安徽三只松鼠电子商务有限公司（下称“松鼠有限”）整体变更设立。2015年12月14日，经公司董事会决议，公司以截至2015年9月30日经审计的净资产人民币331,343,745.07元中的300,000,000.00元折合为

300,000,000.00 股作为股份公司股本总额，每股面值 1.00 元，剩余 31,343,745.07 元净资产计入资本公积金。2015 年 12 月 25 日，安徽省商务厅出具了《安徽省商务厅关于同意变更设立安徽三只松鼠电子商务有限公司整体改制为股份有限公司的批复》（皖商办审函[2015]1002 号），批准松鼠有限变更为股份有限公司。2015 年 12 月 29 日，公司经芜湖市工商行政管理局核准变更登记为三只松鼠股份有限公司，《企业法人营业执照》统一社会信用代码为 91340200591406087P，注册资本为 30,000 万元。

综上，发行人系依法设立的股份有限公司，发行人自其前身松鼠有限 2012 年 2 月 16 日成立以来持续经营，发行人持续经营时间从松鼠有限成立之日起计算已超过三年，符合《首发管理办法》第十一条第一项的规定。

(2) 根据大华出具的《审计报告》（大华审字[2019]001163 号）以及发行人的确认，发行人 2016 年度、2017 年度以及 2018 年度收入分别为 442,269.62 万元、555,418.66 万元和 700,116.70 万元，净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）分别为 23,650.03 万元、27,824.48 万元和 25,610.48 万元，最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；截至 2018 年 12 月 31 日，发行人净资产为 111,177.91 万元，不少于两千万元且不存在未弥补的亏损；本次发行前发行人股本总额为 36,000 万元，本次发行股份数为 4,100 万股，发行后股本总额为 40,100 万股。

综上，发行人符合《创业板首发管理办法》第十一条第二、三、四项的规定。

(3) 发行人发起设立时注册资本为 30,000 万元，系以松鼠有限截至 2015 年 12 月 29 日经审计的净资产折股而来。根据大华会计师事务所于 2015 年 12 月 25 日出具的《验资报告》（大华验字[2015]001232 号），对松鼠有限整体变更为股份有限公司的出资情况进行验证。根据发行人的确认并经审慎核查，发行人的主要资产不存在重大权属纠纷，符合《创业板首发管理办法》第十二条的规定。

(4) 发行人的主营业务为自有品牌休闲食品的研发、检测、分装及销售，公司主要通过天猫商城、京东、自营手机 APP 等互联网平台以及团购、线下体验店等多元化渠道开展自有品牌休闲食品的销售，产品组合覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食等多个主要休闲食品品类，发行人自设立以来持续经营上述业务

且未发生重大变化；根据相关政府部门出具的证明并经审慎核查，发行人生产经营活动符合法律、行政法规和公司章程的规定。发行人主要经营一种业务，其生产经营活动符合法律、行政法规和《公司章程》的规定，符合国家产业政策以及环境保护政策，符合《创业板首发管理办法》第十三条之规定。

(5) 本次发行前，章燎源先生直接持有公司 44.52% 的股份，通过燎原投资间接控制公司 1.86% 的股份，通过松果投资中心间接控制公司 1.96%，合计控制公司 48.34% 的有表决权的股份，系发行人的控股股东及实际控制人。报告期内未发生变动。

最近两年，发行人董事、高级管理人员变化情况如下：

1) 董事的变动情况

1、2015 年 12 月，松鼠有限整体变更为三只松鼠股份有限公司。2015 年 12 月 14 日，发行人召开创立大会审议通过《关于选举三只松鼠股份有限公司第一届董事会成员的议案》，章燎源、李丰、徐新、郭广宇、魏本强、潘道伟当选为董事，其中苏军、孙卫东、王秀丽为独立董事。2015 年 12 月 14 日，发行人第一届董事会第一次会议选举章燎源为董事长。

2、2016 年 2 月 29 日，李丰辞去公司董事职务。

2016 年 3 月 16 日，发行人 2016 年第一次临时股东大会审议通过了《关于补选公司董事的议案》，补选吴颖为公司第一届董事会非独立董事，任期与公司第一届董事会一致。

2017 年 1 月 3 日，吴颖因个人原因辞去公司董事职务。

2017 年 2 月 3 日，发行人 2017 年第一次临时股东大会审议通过了《关于补选公司董事的议案》，补选闫极晟为公司第一届董事会非独立董事，任期与公司第一届董事会一致。

2) 高级管理人员的变动情况

1、2015 年 12 月 14 日，发行人第一届董事会第一次会议作出决议，聘任章燎源为公司总经理，聘任潘道伟为公司董事会秘书，该等任职自三只松鼠有限整

体变更为股份公司之日起生效。

2、2016年3月1日，发行人第一届董事会第三次会议作出决议，聘任周庭为公司财务负责人。

综上所述，公司上述人员变化事宜均符合有关法律、法规、规范性文件和《公司章程》的规定，并已履行了必要的法律程序，公司董事、监事及高级管理人员在最近两年未发生重大变动。实际控制人没有发生变更，符合《创业板首发管理办法》第十四条之规定。

(6) 发行人目前的股东共计8名，包括1名自然人、5名法人股东、2名合伙企业股东。章燎源为发行人的控股股东和实际控制人。发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份不存在重大权属纠纷，符合《创业板首发管理办法》第十五条的规定。

(7) 发行人的独立性

1) 资产独立完整

发行人系由松鼠有限整体变更而来，依法承继了松鼠有限的全部资产。发行人具备与经营有关的业务体系及主要相关资产，合法拥有与经营相关的房产、设备、土地以及商标、专利等资产的所有权或使用权，相关资产不存在权属纠纷。发行人的资产、资金独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，不存在被其控制或占用的情形。

2) 人员独立

发行人根据《公司法》及《公司章程》的规定选举产生董事、监事，由董事会聘任高级管理人员；发行人劳动、人事及人力资源管理均独立于控股股东、实际控制人；发行人的总经理、财务负责人和董事会秘书等高级管理人员均专职在发行人工作并领取报酬，不在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务，发行人的财务人员不在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中兼职。

3) 财务独立

发行人设置了独立的财务部门，配备专职财务管理人员，建立了独立、完整的财务核算体系，能够独立作出财务决策；发行人按照《企业会计准则》制定了规范的财务会计制度和对子公司、分公司的财务管理制度；公司开设了独立的银行账户，不存在与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户的情形；发行人办理了独立的税务登记，并依法独立纳税；发行人不存在货币资金及其他资产被股东单位或其他关联方占用的情形，亦不存在为股东或其他关联方违规提供担保的情形。

4) 机构独立

发行人已建立健全法人治理结构和内部组织机构，独立行使经营管理权。发行人设立了股东大会、董事会、监事会，聘任了总经理、财务负责人、董事会秘书，并根据经营需要设置了相关的职能部门，逐步完善了各项规章制度。发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业在机构设置、配置人员及办公场所等方面完全分开，不存在机构混同、混合经营、合署办公的情形。

5) 业务独立

发行人拥有从事业务经营所需的独立的经营场所及资产，拥有自主知识产权，各职能部门分别负责研发、采购、销售及配套服务等业务环节；发行人已建立完整的业务流程，具有直接面向市场独立经营的能力；发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业之间不存在同业竞争或显失公平的关联交易。

综上，发行人资产完整，业务及人员、财务、机构独立，具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争，以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易，符合《创业板首发管理办法》第十六条的规定。

(8) 发行人已经根据《公司法》、《公司章程》的规定和建立完善公司治理结构的要求，依法设立了股东大会、董事会、监事会等机构，确立了董事会领导下的总经理负责制，具备了健全的组织机构和有利于发行人稳定运营的法人治理结构：

股东大会是发行人的权力机构，由全体股东组成。发行人目前的股东共计 8

名，包括 1 名自然人、5 名法人股东、2 名合伙企业股东；

发行人设董事会，由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，均由股东大会选举产生。董事会设董事长 1 名，董事会设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会；

发行人设监事会，由 3 名监事组成。监事会应当包括股东代表和适当比例的公司职工代表，其中职工代表的比例不低于 1/3。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

发行人按照《公司法》及其他相关法律法规和《公司章程》规定，制定了《三只松鼠股份有限公司股东大会议事规则》、《三只松鼠股份有限公司股东大会累积投票制实施细则》、《三只松鼠股份有限公司董事会议事规则》、《三只松鼠股份有限公司监事会议事规则》、《三只松鼠股份有限公司独立董事制度》、《三只松鼠股份有限公司董事会秘书工作细则》、《三只松鼠股份有限公司对外担保管理办法》、《三只松鼠股份有限公司关联交易管理办法》、《三只松鼠股份有限公司内部审计制度》、《三只松鼠股份有限公司对外投资管理办法》、《三只松鼠股份有限公司募集资金管理制度》等相关议事规则。上述规则、制度均已生效，其内容符合法律、法规和规范性文件的规定。

1) 股东大会、董事会会议和监事会会议召开情况

发行人设立以来，能够按照《公司法》及其《公司章程》的规定召集和召开股东大会、董事会、监事会。报告期内，股份公司共召开过 13 次股东大会、23 次董事会、10 次监事会。历次股东大会、董事会、监事会的召开、决议内容及签署合法、合规、真实、有效。

2) 独立董事履行职责的情况

2015 年 12 月 14 日，发行人召开创立大会审议通过《关于选举三只松鼠股份有限公司第一届董事会成员的议案》，选举苏军、王秀丽、孙卫东可为独立董事。

发行人独立董事任职以来，能够严格按照《公司章程》、《独立董事工作制度》等相关文件的要求，认真履行职权，对需要独立董事发表意见的事项发表了意见，

对发行人的风险管理、内部控制以及公司发展提出了相关意见与建议，对公司的规范运作起到了积极的作用。

3) 董事会秘书履行职责的情况

发行人聘请的董事会秘书根据《公司章程》及相关工作制度，负责公司股东大会和董事会会议的筹备、文件保管以及公司股东资料管理，办理信息披露等事宜。为规范公司行为，保证公司董事会秘书能够依法行使职权，公司制定了《三只松鼠股份有限公司董事会秘书工作细则》，对董事会秘书的任职资格、职责、任免及工作细则进行了规定。发行人董事会秘书自任职以来严格按照《公司章程》、《三只松鼠股份有限公司董事会秘书工作细则》有关规定筹备董事会和股东大会会议，认真履行了各项职责，确保了发行人董事会和股东大会的依法召开，在发行人的运作中起到了积极的作用。

4) 董事会专门委员会的履行职责情况

经于 2015 年 12 月 14 日召开的创立大会会议决议通过，公司董事会下设审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会及提名委员会。根据相关制度安排，该等委员会在发行人日常经营过程中的公司制定长期发展战略、内控制度和重大关联交易审查、定期考核以及董事、经理及高级管理人员的薪酬计划或方案、规范公司董事、高级管理人员任命等方面提出相应建议，并监督发行人具体部门的执行情况。自成立以来，各个专门委员会严格按照相关规定履行职责，在公司治理、风险控制等方面发挥了积极作用。

5) 股东股票计票制度和股东之间多元化解解决纠纷机制

发行人建立了股东投票计票制度，建立了发行人与股东之间的多元化纠纷解决机制，切实保障投资者依法行使收益权、知情权、参与权、监督权、求偿权等股东权利。

综上，发行人具有完善的公司治理结构，并已依法建立健全股东大会、董事会、监事会以及独立董事、董事会秘书、审计委员会制度，相关机构和人员能够依法履行职责，符合《创业板首发管理办法》第十六条的规定。

(9) 根据大华出具的《审计报告》（大华审字[2019]001163 号）和发行人的

确认，并经审慎核查，发行人会计基础工作规范，财务报表的编制符合企业会计准则和相关信息披露规则之规定，在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量，注册会计师已出具了无保留意见的审计报告，符合《创业板首发管理办法》第十七条的规定。

(10) 发行人已建立了关于关联交易、对外担保、对外投资、内部审计等方面的内部控制制度。根据《公司内部控制自我评价报告》以及大华出具的《内部控制鉴证报告》(大华核字[2019]000426号)，并经审慎核查，发行人内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司财务报告的可靠性、生产经营的合法性、营运的效率与效果，注册会计师出具的内部控制鉴证报告无保留意见，符合《创业板首发管理办法》第十八条的规定。

(11) 根据发行人董事、监事、高级管理人员出具的承诺，并经审慎核查，发行人董事、监事、高级管理人员能够忠实、勤勉，具备法律、行政法规和规章规定的任职资格，且不存在下列情形：

- 1) 被中国证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期的；
- 2) 最近三年内受到中国证监会行政处罚，或者最近一年内受到证券交易所公开谴责的；
- 3) 因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见的。

发行人符合《创业板首发管理办法》第十九条的相关规定。

(12) 根据有关政府主管部门出具的证明和发行人及其控股股东、实际控制人的确认，并经审慎核查，发行人及其控股股东、实际控制人不存在下列情形：

- 1) 最近三年内存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为；
- 2) 最近三年内未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行过证券；或者有关违法行为虽然发生在三年前，但目前仍处于持续状态。

符合《创业板首发管理办法》第二十条之规定。

(13) 根据发行人 2017 年第二次临时股东大会审议通过的《关于公司申请

首次公开发行股票并在创业板上市的议案》、《关于公司募集资金投资项目及募集资金投资项目可行性研究报告的议案》、发行人 2017 年第三次临时股东大会审议通过的《关于调整公司首次公开发行股票并在创业板上市募集资金投资项目的议案》以及 2019 年第一次临时股东大会审议通过的《关于调整公司首次公开发行股票并在创业板上市募集资金投资项目的议案》，发行人本次募集资金具有明确的使用方向，拟投资于全渠道营销网络建设项目、供应链体系升级项目、物流及分装体系升级项目。上述项目与目前发行人主营业务密切相关，且上述项目的建设具有可行性和必要性，募集资金数额与发行人现有的生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应，符合《创业板首发管理办法》第二十一条的规定。

（五）关于发行人及其控股股东等责任主体做出的承诺及约束措施事项的核查意见

根据中国证监会于 2013 年 11 月 30 日发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》（证监会公告[2013]42 号，以下简称“《意见》”）等相关文件的要求，发行人、控股股东、持股 5% 以上股份的股东、全体董事、监事、高级管理人员做出的公开承诺内容合法、合理，失信补救措施及时有效，符合《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》等法规的规定。

（六）关于发行人落实《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》有关事项的核查意见

根据《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》的要求，发行人已召开 2017 年第一届董事会第十一次会议以及 2017 年第二次股东大会，审议通过了《关于公司首次公开发行股票摊薄即期回报及填补被摊薄即期回报措施的议案》。

发行人全体董事、高级管理人员已出具承诺：

1、本人承诺不无偿或以不公平条件向其他单位或者个人输送利益，也不采用其他方式损害本公司利益。

2、本人承诺对本人职务消费行为进行约束。

3、本人承诺不动用本公司资产从事与其履行职责无关的投资、消费活动。

4、本人承诺在自身职责和权限范围内，全力促使由董事会或薪酬委员会制定的薪酬制度与本公司填补被摊薄即期回报措施的执行情况相挂钩。

5、如本公司未来推出股权激励计划，本人承诺在自身职责和权限范围内，全力促使本公司拟公布的公司股权激励计划的行权条件与本公司填补被摊薄即期回报措施的执行情况相挂钩。

本人作为上述承诺的责任主体，如违反上述承诺，给本公司及投资者造成损失的，将依法承担赔偿责任。

发行人控股股东、实际控制人已出具承诺：

1、本人承诺不无偿或以不公平条件向其他单位或者个人输送利益，也不采用其他方式损害本公司利益。

2、本人承诺对本人职务消费行为进行约束。

3、本人承诺不动用本公司资产从事与其履行职责无关的投资、消费活动。

4、本人承诺在自身职责和权限范围内，全力促使由董事会或薪酬委员会制定的薪酬制度与本公司填补被摊薄即期回报措施的执行情况相挂钩。

5、如本公司未来推出股权激励计划，本人承诺在自身职责和权限范围内，全力促使本公司拟公布的公司股权激励计划的行权条件与本公司填补被摊薄即期回报措施的执行情况相挂钩。

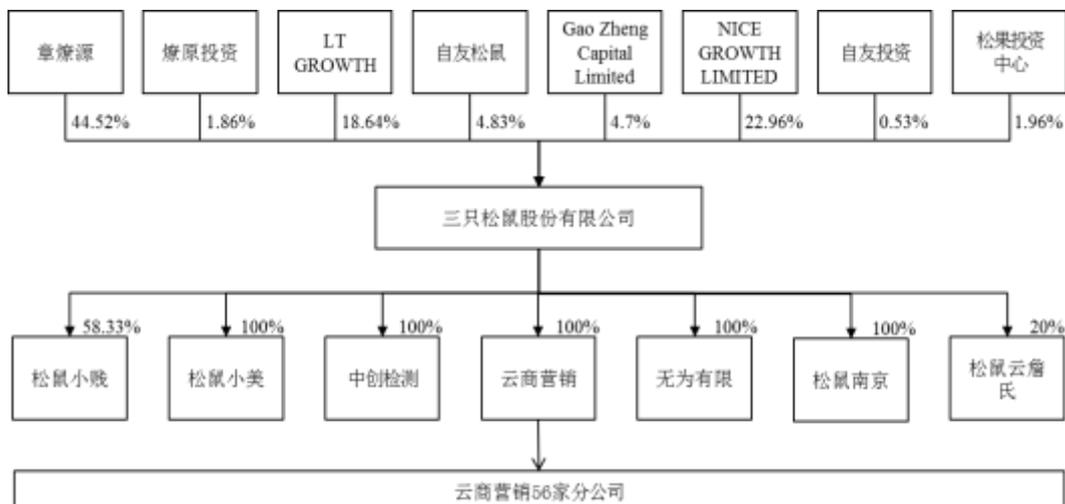
本人作为上述承诺的责任主体，如违反上述承诺，给本公司及投资者造成损失的，将依法承担赔偿责任。

经核查，保荐机构认为，发行人所预计的即期回报摊薄情况合理，填补即期回报措施及相关承诺主体的承诺事项符合《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》的相关规定，亦符合《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作意见》中关于保护中小投资者合法权益的精神。

（七）关于发行人私募投资基金股东登记备案情况的核查意见

1、发行人的股东构成情况

截至本发行保荐书出具之日，发行人的股权结构如下图所示：



2、发行人股东中的私募投资基金情况

保荐机构认为，发行人现有的7家机构股东中，5家机构股东不属于私募投资基金，无需进行相关登记及备案程序，具体情况如下：

发行人股东安徽燎原投资管理有限公司不存在以非公开方式向合格投资者募集资金的情形，也不存在担任私募投资基金管理人的情形和资产由基金管理人管理的情形。

发行人股东安徽松鼠投资管理中心（有限合伙）及其有限合伙人安徽松果一号投资管理中心（有限合伙）、安徽松果二号投资管理中心（有限合伙）、安徽松果三号投资管理中心（有限合伙）、安徽松果四号投资管理中心（有限合伙）、安徽松果五号投资管理中心（有限合伙）均为发行人员工持股平台，不存在以非公开方式向合格投资者募集资金的情形，也不存在担任私募投资基金管理人的情形和资产由基金管理人管理的情形。

因此，上述股东不属于《中华人民共和国证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》、《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》所规定的私募投资基金或私募投资基金管理人，无需依照相关规定办理私募投资基金备案或私募投资基金管理人登记手续。

发行人股东 NICE GROWTH LIMITED、LT GROWTH INVESTMENT IX (HK) LIMITED、Gao Zheng Capital Limited 为在香港注册成立的公司，不适用《私募投资基金监督管理暂行办法》和《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》的规定，不需办理私募投资基金备案，也不需办理私募投资基金管理人登记。

据此，上述 5 家机构股东均不属于《私募投资基金监督管理暂行办法》、《私募投资基金管理人登记和基金备案管理办法（试行）》（以下统称“《办法》”）所指的私募投资基金，无需履行相关备案登记程序。

发行人其余 2 家机构股东上海自友松鼠投资中心（有限合伙）（以下简称“自友松鼠”）、上海自友投资管理有限公司（以下简称“自友投资”）属于《办法》所指的私募投资基金，需要履行相关备案登记程序。

3、发行人私募投资基金股东及其管理人备案登记情况

保荐机构经核查认为，自友投资已于 2015 年 11 月 4 日登记为私募基金管理人，登记编号为 P1026342，自友松鼠投资作为自友投资所管理的私募投资基金，已于 2016 年 7 月 6 日办理了私募基金备案手续。

经保荐机构核查，截至本发行保荐书出具之日，自友松鼠及其管理人自友投资已根据《办法》规定，在中国证券投资基金业协会进行了私募基金备案和私募基金管理人登记。

4、核查意见

经核查，截至本发行保荐书出具之日，保荐机构认为，发行人的股东中的上海自友投资管理有限公司、上海自友松鼠投资中心（有限合伙）均已根据《办法》及相关规定完成私募基金备案和私募基金管理人登记手续。

（八）关于保荐机构和发行人为本次证券发行有偿聘请第三方行为的核查意见

根据《关于加强证券公司在投资银行类业务中聘请第三方等廉洁从业风险防控的意见》（[2018]22 号）的规定，本保荐机构对保荐机构和发行人为本次证券发行有偿聘请第三方机构或个人（以下简称“第三方”）的行为进行了核查。

1、本保荐机构有偿聘请第三方行为的核查

为控制项目法律风险，加强对项目法律事项开展的尽职调查工作，本机构已聘请上海澄明则正律师事务所担任本次证券发行的保荐机构/主承销商律师。保荐机构/主承销商律师持有编号为 313100005631004783 的《律师事务所执业许可证》，且具备从事证券法律业务资格。保荐机构/主承销商律师同意接受保荐机构/主承销商之委托，在该项目中向保荐机构/主承销商提供法律服务，服务内容包括：协助保荐机构/主承销商完成该项目的法律尽职调查工作，协助起草、修改、审阅保荐机构/主承销商就该项目出具的相关法律文件并就文件提出专业意见，协助保荐机构/主承销商收集、整理、编制该项目相关的工作底稿等。该项目聘请保荐机构/主承销商律师的费用由双方协商确定，并由中金公司以自有资金于公司股票挂牌上市之后的十个工作日内支付给保荐机构/主承销商律师。截至本发行保荐书出具之日，中金公司尚未支付法律服务费用。

2、发行人有偿聘请第三方行为的核查

在本项目中，发行人除依法为该项目聘请的证券服务机构之外，未聘请其他第三方服务机构。

（九）发行人存在的主要风险

1、原材料价格波动的风险

公司所销售休闲食品的原材料主要为各类农产品，而农产品易受自然条件、市场供求等因素影响从而导致价格存在一定的波动性。如果公司产品销售价格的调整无法同步于原材料价格的波动，则可能会对公司的经营业绩产生影响，尤其在原材料价格上涨的情况下，若公司继续保持恒定的产品售价，则公司产品的毛利水平将会下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

作为行业领先的休闲食品品牌电商，公司凭借规模化采购的优势形成了较强的议价能力，并通过采购价格提前锁定、产品多元化等一系列制度提高抗风险能力，但仍存在由于主要原材料价格发生大幅波动而导致的经营风险。

2、销售渠道集中度较高的风险

公司是行业领先的以休闲食品为核心的品牌电商。由于我国互联网电商行业市场集中度较高，互联网品牌商家往往选择在天猫、京东、唯品会等市场份额领先的电商平台开设旗舰店的方式或与其进行入仓模式，以较低的成本迅速覆盖互联网的主要流量入口，从而快速实现业务扩张。

因此，发行人在天猫、京东、唯品会等第三方平台的销售收入占比较高。2016年、2017年及2018年，公司与平台合作的B2C模式与入仓模式收入之和占主营业务收入比重分别为95.46%、93.92%以及86.67%，其中通过天猫平台（天猫商城与天猫超市合计）实现的销售收入占主营业务收入比例分别为72.44%、66.97%和57.26%，存在销售渠道集中度较高的风险。

如果合作平台自身经营的稳定性或业务模式、经营策略发生了重大变化，且公司不能及时作出调整，则可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

3、销售的季节性风险

本公司所处的休闲食品行业具有较为明显的季节性特征。从休闲食品的需求特性来看，消费者一般在气温较低的第一季度或第四季度对休闲食品有较高的消费需求，同时元旦、春节等传统节日作为坚果等休闲食品的销售旺季，也主要集中在第一和第四季度，导致第一季度和第四季度的销售规模普遍较第二季度和第三季度高。此外，受电商销售模式的影响，“双十一”、“双十二”、“年终大促”、“腊八年货节”等固定的线上打折促销时期休闲食品的销售规模存在大幅增加的情况，从而导致公司业绩在年内存在一定波动。

尽管消费者的消费习惯逐步改善，同时公司也不断丰富产品结构以应对行业销售淡旺季的波动。但是，如果在销售旺季或是特定促销时点，公司对市场需求的预计和实际情况存在较大偏差，或公司未能充分协调好采购、生产及仓储配送等各个产业链环节，则可能会对客户的消费体验以及公司的经营业绩产生不利影响。

4、食品质量控制的风险

食品质量问题关系到每一个消费者的切身利益和生命安全，而近年来，由于部分食品厂商的不规范生产经营，食品质量安全问题屡屡发生，成为社会各界的

关注热点，食品质量安全控制也成为了厂商、政府、行业协会等各方的工作重心，国家也相继出台了一系列加强食品质量安全的法律法规，并加大了对于违反食品安全相关规定的处罚力度。

公司作为行业领先的休闲食品品牌电商，始终将食品质量安全放在业务运营的重中之重，从制度管控、硬件投入及人员配备等各方面建立了全面的质量控制体系，保障食品安全和消费者利益。公司根据产业链中原料种植、生产加工和销售流通三大环节，制定了供应商开发管理流程等一系列质量管理流程制度和标准，从源头采购到销售的整个业务流程中加强了对产品质量控制和管理，并通过明确产品在原料甄选、生产加工、运输贮存、流通环节公司和合作伙伴各自的质量管控责任和措施，有效地防范和控制质量风险。同时，公司基于自身的互联网平台优势和信息化技术基础开发质量管理体系，实现质量全程可追溯，并建立了专业的检验机构实现产品全指标检验。公司于 2012 年成立之初便开始着手 ISO9001 的质量管理体系的建立，并于 2014 年通过 ISO9001 质量管理体系和 HACCP 认证。

尽管如此，在公司日常经营过程中，仍有可能因为上游供应商未能完全按照有关法规及发行人的要求进行生产，质量控制制度和标准未得到严格执行、生产和检测流程操作不当等原因导致食品质量安全问题的发生。在公司产品进入流通渠道之后，食品安全问题会受到一些不可控因素的影响，尽管公司应对风险的能力较强，但仍不能完全规避食品质量安全控制风险。

5、休闲食品市场需求变化的风险

休闲食品属于典型的快速消费品，下游直接面向广大终端消费者，消费者的偏好和购买力对休闲食品零售行业具有直接影响，因此公司需要及时了解不断变化的消费者需求，并在产品和服务策略上进行快速响应。截至本报告出具日，公司已形成了覆盖坚果、花茶、干果、零食、果干等品类超过 500 种单品的完善产品组合，能够较好满足消费者的多元化需求，并有效减少了单一品类需求变化的风险。同时，公司不断加强产品研发能力，并通过产品经理制度等方式，借助互联网渠道及 IT 系统优势，及时搜集市场需求信息和消费者反馈，及时对产品组合进行调整和改善，以确保公司能够最大程度地抓住市场增长的机遇。但是，如

果公司对消费者偏好的把握存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化，则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

6、市场竞争风险

近年来，我国在线购物市场发展迅猛，市场规模迅速提升，但同时市场参与者数量也在不断增加，休闲食品领域也涌现出越来越多的自有品牌或第三方品牌电商，而一些传统休闲食品生产及线下零售企业也开始拓展互联网销售渠道，进一步提升了市场竞争的激烈程度。虽然公司在休闲食品电商领域具备领先地位，且“三只松鼠”品牌具有较高的知名度和用户粘性，并不断在品牌文化、产品质量、服务水平等维度巩固自身的差异化竞争优势，但如果未来行业增速放缓，市场参与者数量不断增加，导致行业竞争进一步加剧，则对公司的市场占有率及经营业绩存在不利影响。

7、公司管理能力不能适应业务高速发展的风险

公司已建立起较为完善的公司治理体系及企业管理制度，有效保障了公司现阶段的健康有序发展，公司的营业收入也从 2016 年度的 442,269.62 万元迅速增长到 2018 年度的 700,116.70 万元。但是，未来随着公司业务规模的持续快速增长、销售渠道的不断拓展以及团队规模的日益扩大，公司在战略规划、品牌的建设、企业管理、团队构建等方面都可能面临进一步挑战，若公司的管理制度、管理人员和组织架构无法很好地适应公司内外部经营环境的变化，将可能对公司的经营业绩及未来的可持续发展造成不利影响。

8、募投项目无法实现预期收益的风险

公司拟将本次发行募集资金运用于全渠道营销网络建设项目、供应链体系升级项目及物流及分装体系升级项目，以加强自身在销售端及产业链各环节的核心竞争力。前期公司已结合市场需求、行业发展趋势及公司自身的经营特点对募投项目进行了全面论证，以确保募投项目具备充分的可行性和必要性，能够在战略及经营层面进一步巩固公司的竞争优势，并能够取得良好的预期收益。

尽管如此，本次募投项目建设完成后，公司的年度成本投入及固定资产规模在客观上将进一步增加，团队规模亦会有所提升，同时募投项目的实施也对公司

的项目管理能力和经营协调能力提出了较高要求。因此，若市场环境及行业格局发生重大变化，或是公司未能按既定计划完成募投项目实施，募投项目的预期收益可能无法完全实现，公司也可能存在因固定资产折旧费用或人员投入等增加而导致利润下降的风险。

9、主要产品占比过大的风险

公司的主营业务构成中，坚果产品的营业收入占比较大，2016年度及2017年度以及2018年度坚果产品的销售收入分别为307,824.01万元、350,545.22万元以及369,629.66万元，占主营业务收入的比重分别为69.83%、63.38%以及52.97%。坚果产品的经营情况将直接影响公司的经营业绩，报告期内公司已通过拓展其他产品来丰富产品线，但坚果产品的经营业绩情况对公司业绩仍具有较大影响，如果未来短期市场需求及消费者消费习惯出现较大变化导致对坚果产品的需求出现巨大波动，将对公司业绩造成较大影响。

10、采购周期过于集中导致的风险

行业的季节性波动导致公司的销售旺季集中于第一、四季度，因此其采购一般集中在每年9月至12月，采购周期较为集中，使得公司在采购季节对流动资金的需求量较大，在自有资金不能满足采购需要的情况下，公司近年来主要依靠短期银行借款来补充采购资金缺口，集中采购的风险可能会出现在以下几个方面：

（1）供货不足导致的业绩下滑风险：若公司在采购期内资金短缺，可能导致原材料供应不足，进而影响销售业绩。

（2）年末存货余额较高的风险：因为公司的采购特点，2016年末、2017年末、2018年末，公司的存货账面金额分别为116,800.08万元、108,754.53万元、123,971.60万元。尽管公司年末存货可通过次年春节期间销售逐步降低，但如果未来短期市场需求及消费者消费习惯出现较大变化，或公司销售面临其他不利因素影响，则将面临存货滞销的风险。

(3) 年末短期偿债能力较弱的风险：公司年末集中采购，导致存货余额较大而手头现金较少，因此年末流动比率较低。若公司年末有较大的偿债压力，则会对其资金周转及运营产生较大影响。

11、净资产收益率被摊薄的风险

2016 年度、2017 年度以及 2018 年度，公司扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率分别为 58.58%、38.02% 以及 26.68%。在募集资金到位后，净资产将大幅增加，而募集资金投资项目产生收益则需要一定的时间。因此，公司净资产收益率短期内可能会较以前年度有所下降。

12、房屋所有权的风险

公司尚有坐落于弋江区高新技术开发区久盛路 8 号 7#楼面积为 4,566.84 m²（面积以最终测绘为准）房产尚未取得产权证。依据芜湖高新技术产业开发区管委会规划建设部于 2017 年 2 月 6 日出具情况说明，确认公司及松鼠小贱上述房产履行了相关报建手续，产权证书正在办理过程中。2014 年 1 月 1 日至今，发行人不存在违反有关房产管理法律、法规的行为而受到其行政处罚的情形该建筑已完成质量、安全备案变更以及消防备案等审批程序，目前尚需完成的审批程序为房屋测绘。截至本发行保荐书签署日，子公司松鼠小贱位于弋江区白马街道白马村的 1 号厂房及 2 号倒班楼已完工，不动产权证正在办理中。

13、控股股东控制的风险

本公司的控股股东为章燎源先生。在本次发行前，章燎源直接持有本公司 44.52% 的股份。公司本次发行完成后，章燎源将持有 39.97% 的本公司股份，仍将保持相对控股地位。尽管本公司已经建立了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《关联交易管理办法》、《独立董事制度》等保护中小股东利益的相关制度，但是，公司控股股东仍可能会通过行使表决权对公司发展战略、资本支出、人事任免等重大事项施加影响，因而存在因控股股东的控制地位而导致公司决策偏离中小股东最佳利益目标的风险。

14、信息安全风险

公司主要业务的开展需要依赖电信运营商的网络基础设施，并高度依赖于信

息系统。

为了保证信息系统的安全性，公司已制定较为完善信息系统的管理规章、操作流程和风险控制制度，建立健全了信息系统的安全运行机制，并通过软硬件等多重措施保障相关个人消费者或企业客户信息。

自成立以来，公司未发生重大信息安全风险事件，但是信息系统和通信系统仍可能出现的故障、重大干扰或潜在的不完善因素，将使公司的正常业务受到干扰或导致数据丢失，客户信息甚至是核心的账户信息被泄露、倒卖。公司服务器所在地若发生地震、军事冲突或其他难以预料且防范的问题，或公司的电脑硬件、软件受到电脑病毒、黑客的恶意破坏或攻击等，或网络通讯的中断和系统的损毁、手机病毒或木马的侵袭，或者支付软件自身存在的漏洞，都可能造成支付隐患，并使得公司存在信息安全风险。

15、明股实债安排对松鼠小贱股权结构稳定性的风险

2016年5月，新马投资与松鼠小贱、发行人签署《注资协议书》，由新马投资向松鼠小贱注资2.5亿元人民币，注资完成后，松鼠小贱由发行人全资子公司变更为发行人控股子公司（发行人持有58.33%，新马投资持有41.67%）。新马投资对发行人子公司松鼠小贱的持股为明股实债安排，其交易实质是新马投资向松鼠小贱提供2.5亿元长期融资，发行人为松鼠小贱提供连带责任保证，融资到期后松鼠小贱或发行人清偿完款项后收回股权，新马投资系收取固定回报，而非收取股权投资收益，亦不参与松鼠小贱的经营管理。

如若发行人、松鼠小贱未能按照《注资协议书》的约定向新马投资支付年化回报及偿还本金，则存在融资到期后发行人无法收回新马投资所持有的松鼠小贱41.67%股权的风险。

16、线上销售模式导致的业绩波动风险

发行人所处的休闲食品电商行业竞争较为激烈，消费者拥有诸多品牌选择，因此休闲食品电商需要根据迅速变化的市场环境及消费者行为模式在营销推广策略上做出迅速的调整。商超等传统线下经营模式具有区域性销售、存在批发商等多层流通环节的特点，相比之下，线上销售具有全国性覆盖、去除中间环节、

直接面对消费者的特点，因此线上销售对于营销推广策略的调整，会对即期经营业绩产生显著的影响。

天猫、京东等电商平台在发展过程中，对线上购物者的消费行为进行影响与引导，塑造了“双十一”、“双十二”、“年终大促”、“腊八年货节”等固定的线上打折促销时期，在这些大型促销季，入驻商家会进行力度较大的促销活动，电商平台也会对入驻商家进行推广资源的支持，由于发行人销售收入主要通过天猫、京东等第三方平台实现，因此发行人产品销售规模在“双十一”、“双十二”等大型促销季会出现大幅增长；另外，在坚果等休闲食品的销售淡季第二季度与第三季度，发行人会选择在中秋节、“聚划算 99 周年庆”等设计差异化的营销推广活动进行促销，以提升销量。

因此，线上销售的特殊运营模式导致发行人的销售业绩出现暂时性的波动风险。

17、销售模式快速演变对公司运营及业绩的影响

电商销售模式正在发生快速变革，相较于中心化流量的淘宝、天猫及京东等销售平台，去中心化的社交电商亦在快速发展，涌现出了拼多多、云集等新一代社交电商。同时，线上赋能线下的新零售模式也成为电商平台及线上品牌快速进入线下市场的方式。公司及时抓住线上销售模式的变革方向与行业风口，先后布局了拼多多、云集等社交电商平台，同时通过线下投食店、阿里零售通平台、松鼠联盟小店等形式拓展线下零售市场。

由于社交电商、新零售等模式正在快速演变，公司必须在线上销售变革中不断总结自身经验、及时调整销售模式以顺应变革。若公司在后续发展中不能及时顺应行业的趋势与变革而错过发展窗口期，或者公司管理能力无法适应业务模式的快速演变，将会对公司业绩及未来可持续发展产生不利影响。

此外，随着公司线下营销网络的逐步扩大，公司线下销售的日常规范管理难度也逐步加大，公司严格遵循守法合规的经营原则，制定了一套标准化程度较高的门店经营管理体系，建立了较健全的内部控制制度。但是，公司仍不能完全排除所属门店因未严格遵守国家有关法律法规而被处罚的可能性，公司存在因违规经营受到行政处罚而导致经营遭受损失的风险。

18、中美贸易摩擦对公司原材料采购价格的影响

根据国务院关税税则委员会《对原产于美国的部分进口商品中止关税减让义务的通知》（税委会【2018】13号）、《关于对原产于美国的部分进口商品（第二批）加征关税的公告》（税委会公告【2018】6号）以及《关于对原产于美国约600亿美元进口商品实施加征关税的公告》（税委会公告【2018】8号），为应对美国对从中国进口的商品加征关税的措施，我国对原产于美国的坚果类产品先后三次加征关税，部分坚果品种进口关税将大幅上升。

此外，受中美贸易摩擦的影响，人民币对美元汇率大幅波动，对公司对外进口坚果原料的成本造成较大影响。

19、净利润季节性集中风险

由于公司销售的季节性波动，第一季度收入占比较大；同时，由于农历新年前为年货置备旺季，刚需的坚果炒货类产品单价往往处于一年中的高位，从而毛利率较高。此外，由于年货季客单价较高，运输费等相关费用率较低，从而导致第一季度净利润占全年净利润的比重较高。而第二至第四季度受电商大促及销售淡季影响，公司往往会通过促销等运营策略刺激消费需求、储备用户，因此毛利率及净利率较低。

尽管公司不断丰富产品结构以应对行业销售淡旺季的波动，但若在第一季度无法实现较高的毛利率及净利率，将对全年的整体盈利能力产生较大不利影响。

（十）对发行人发展前景的简要评价

1、发行人所处行业前景广阔

（1）网络购物市场概览

①网民规模和互联网普及率持续提升

近几年，我国互联网产业呈现蓬勃发展态势，网民数量不断增长，互联网与经济社会深度融合的基础更加坚实。根据CNNIC数据，截至2018年12月31日，我国网民数量规模已达8.29亿人，较2017年末增长7.4%，互联网普及率（互联网用户数除以总人口数）达到59.6%，较2017年底提升3.8个百分点，庞大的

用户基础为网络购物等网络消费的高速增长提供了强劲动力。

与此同时，移动互联网不断发展成熟，手机网民数量大幅提升，成为带动网民增长的核心因素。从绝对值来看，手机网民数量从 2007 年的 0.50 亿迅速增长至 2018 年的 8.17 亿，年均复合增长率达 28.8%；从网民结构来看，2018 年 12 月年末手机网民规模占比达到 98.60%，较 2017 年底提升 1.1 个百分点，移动端已经成为互联网接入的主流模式。相比于 PC 端，智能手机等移动设备提供了更便捷的互联网接入体验和更高效精准的信息传递服务，并不断推动消费场景的多元化以及线上线下的更好融合，对包括零售业在内的各个产业产生了深远影响。

从区域分布上看，互联网在我国二、三线城市及农村的渗透率仍有较大增长潜力。截至 2018 年 12 月 31 日，我国农村网民数为 2.22 亿人，占总网民数量的 26.7%，农村互联网普及率为 38.4%，相比城镇地区 74.6% 的普及率仍有较大差距，尤其是网络购物、在线支付等消费领域的应用普及率还处于较低水平。未来，随着互联网基础设施的持续建设、“互联网+”行动的推进以及城镇化率的提高，网民规模预期将进一步提升。同时，由于资源分布差异，低线城市及农村地区物资更加匮乏，对网络购物等在线消费存在客观需求，这将为电商等互联网产业带来新的增长机遇。

②网络购物已成为核心零售渠道之一

电商行业经过约 20 年的发展和成熟，目前已进入全面纵深发展阶段，随着多项电子商务支持政策的出台、物流以及在线支付等配套产业的发展、电商网站与应用的快速普及，越来越多的综合类、垂直类电商企业开始出现，而以休闲食品为代表的传统行业也纷纷涉足电商模式，规模持续提升，运营也日趋规范。

电子商务的快速发展在零售端不断驱动消费格局的重建，用户网络购物的消费习惯也已逐步形成。截至 2018 年底，我国网络购物用户规模已经达到 6.10 亿，较 2016 年底同比增长 14.4%。从市场规模来看，截至 2017 年底，我国网络购物市场的年交易规模达到 6.1 万亿元人民币，同比增长 29.80%，在社会消费品零售总额中的渗透率达到 16.40%，同比提升 2.2 个百分点，艾瑞咨询预计该渗透率到 2020 年将达到 21.9%，对应网络购物市场交易规模高达 10.8 万亿元，约为 2016 年的 2.3 倍。

同时，随着移动互联网的迅速普及及移动支付手段的逐步完善，电商模式能够为用户提供不受时间和空间限制的便捷消费体验，对社会生活服务各领域的渗透进一步加强，与日常消费的结合更加紧密。从用户数来看，截至 2018 年底，我国移动端网络购物用户规模已达到 5.92 亿，同比增长 17.0%，移动端网络购物的使用比例（占手机网民比例）由 2016 年的 63.4% 迅速提升至 72.5%。

从市场规模的分布来看，在 2017 年网络购物市场 6.1 万亿元人民币总交易规模中，移动端已达到 4.9 万亿元人民币，同比增长率高达 37.4%，占整体比重 80.3%，较 2015 年增长近 25.1 个百分点。

以网络购物为典型代表的电商模式对消费者和企业都产生了巨大影响。对于消费者来说，相较于传统销售渠道，电商模式能够提供不受时间和空间限制、更加便捷的购买体验，扩大了可供消费者选择的品类范围，便于消费者挑选出更物美价廉的产品。对于企业来说，电商模式能够有效减少商品流通环节，控制中间流通成本，此外，消费者行为还可通过互联网和信息技术实现数据化和可视化，帮助企业更好地分析和满足消费者需求。

（2）休闲食品行业市场分析

①我国休闲食品行业蓬勃发展

随着我国国民经济发展和居民消费水平的提高，休闲食品已成为人们日常食品消费中的重要组成部分。根据中国食品工业协会的统计数据，我国休闲食品行业年产值由 2004 年的 1,931.38 亿元增长至 2014 年的 9,050.18 亿元，年均复合增长率达到 16.7%，且预计 2015-2019 年仍将保持高速增长，由 2015 年的 10,589.62 亿元增长至 2019 年的 19,925.28 亿元，年均复合增长率超过 17%。

从品类结构来看，休闲食品包括糖果巧克力、坚果炒货、肉干肉脯、果脯蜜饯等，种类繁多，其中，受消费习惯变化的驱动，坚果、零食等休闲食品细分品类增长迅速，市场潜力巨大。以坚果炒货为例，根据中国食品工业协会数据，2007 至 2017 年间，坚果炒货行业年产值从 283.1 亿元迅速增长 1214.0 亿元，年均复合增长率达 15.7%。同时，和其他主要经济体对比来看，我国主要坚果品种的人均消费量显著低于美国、日本等国家以及全球平均水平，未来仍有较大增长潜力。

②消费升级驱动休闲食品行业变革

中国消费市场整体增长前景广阔，同时结构性变化也成为各消费产业发展的重要特征，其中，消费升级伴随着中国经济水平的增长和人们消费观念的变化，成为驱动行业变革的核心因素之一。对于休闲食品产业来说，消费升级同样带来了消费者产品诉求的多元化、品质及服务需求的提升以及消费渠道的变迁。

首先，随着消费模式逐渐从生存型向享受型转变，消费者对休闲食品的需求也从过去纯粹追求口感逐步向多元化方向发展，消费者开始更加关注个性化需求的表达，休闲食品的受众也逐渐从儿童和青少年向更广阔的群体发展，市场不断细分。例如，代餐型消费成为了白领人群休闲食品消费的常态，同时，健康饮食意识不断增强，营养价值高、符合当今消费习惯的休闲食品受到消费者的欢迎，其中坚果产品由于富含人体所需的各类营养元素，成为消费者购买休闲食品的热门选择。休闲食品行业的多元化趋势一方面极大地促进了行业创新，另一方面也使得市场变化的节奏不断加快，对企业的创新能力及市场应对能力提出了更高要求。

第二，消费者对产品品质和服务的重视程度日益提升。对注重健康、口感和便捷性的休闲食品消费者来说，更安全的食品质量、更优质的食品品质和更高效贴心的服务已经成为消费决策的重要考量因素。同时，品牌和口碑作为对产品品质及服务的重要背书，消费者对知名休闲食品品牌的认可度和忠诚度也不断提升，尤其是在休闲食品“互联网+”的大趋势下，网络购物的特殊性使消费者的评价相对公开透明，使用过该产品的消费者的评分和评价成为了其他消费者的重要决策依据之一。根据 CNNIC 数据显示，网络口碑、网站/商家信誉和产品品牌美誉度均是影响网购消费者决策的重要因素，分别占到统计样本的 77.5%、68.7% 和 65.8%。

第三，消费升级诉求同样体现在渠道端，由传统商超、便利店、专卖店以及电商等构成的零售渠道格局也在不断发生变化。根据贝恩公司统计数据，快速消费品零售的电商及便利店渠道占比在持续提升，而大卖场、杂货店等渠道则出现了负增长。线上消费由于突破了产品品类及地域的限制、便捷高效的配送体验，以及扁平化渠道结构带来的更具竞争力的价格优势，迎合了新一代消费人群的诉

求。此外，线上线下相融合等创新销售模式也在满足便捷购买需求的同时，进一步优化了消费体验，成为消费升级时代休闲食品零售创新的典型之一。

(3) 休闲食品零售与电商模式的融合

在电商行业蓬勃发展的大趋势下，随着政策和资本的支持力度不断增强、信息技术及物流基础设施的不断发展，食品产业与电商模式的融合不断深入。从发展历程来看，根据易观智库研究，我国食品电商行业的发展历经 2005-2009 年的探索期、2009-2012 年的启动期，目前正处于发展、成熟期。在这个过程中，消费者对电商模式逐渐认可并培养出新的在线消费习惯，一些具有代表性的食品电商企业也迅速崛起。

食品电商发展阶段	市场特点
探索期（2005-2009 年）	定位小众和本地市场的食品电商逐渐兴起，大型零售商也尝试进入，但受市场不成熟、消费者接受度低等因素影响，整体处于探索阶段
启动期（2009-2012 年）	食品电商快速发展，消费者对网购逐渐认可，一些具有代表性的平台迅速崛起，模式逐渐成熟
发展期（2012-2017 年）	伴随着三只松鼠等食品电商的崛起及快速发展，食品电商获得新的增长机会，大量资本流入，线上零售平台也开始大力发展食品电商板块
成熟期（2017 年以后）	食品电商商业模式、盈利模式逐渐成熟、品牌美誉度提高、资本实力进一步得到加强

就休闲食品而言，因其具有重复购买率高、方便物流配送、易分享和快速扩散等良好的互联网基因，预计将成为食品电商行业着力发展的重点，市场前景广阔。

产品种类	用户粘性	物流配送便捷度	品牌性
休闲食品	逐渐成为生活必需品之一，用户粘性高	由于其具备包装方便、对运输环节要求较低等特性，易于物流配送	因消费者对口味、品质、服务等因素的要求较高，在这些方面具备优势的企业易形成品牌效应，并被分享和扩散
乳制品	乳制品消费习惯逐渐成熟，用户粘性较高	大部分产品易于物流配送，但部分需要低温环境储存的乳制品在物流配送等环节存在较大难度	消费者对产品质量要求较高，因此口碑较好的品牌会在消费群体中互相推荐
水果蔬菜等生鲜产品	生活必需品，用户粘性高	保质期较短、对存储条件要求较高，物流配送难度很大	无加工环节或加工环节较简单，同质化程度高，难形成品牌效应
酒类	购买场景少（送礼等），用户粘性相对较低	对存储条件要求较高，物流配送难度较大	消费者对酒类产品的质量、口味、包装方式的需求较为多元化，因此专注

产品种类	用户粘性	物流配送便捷度	品牌性
			于某一细分种类或口味的企业容易形成品牌效应, 获得一部分粘性较高的客户群体, 各细分品类品牌格局稳定, 客户群体粘性较高

2、发行人竞争优势强、潜力巨大

(1) 品牌优势

1) 在休闲食品电商领域具备领先地位

公司成立之初主要为消费者提供代表健康生活方式的坚果产品, 凭借对消费者需求的准确把握以及优质的产品和服务, 迅速成为互联网坚果零售领域的代表性品牌之一。同时, 公司基于自身在坚果领域的品牌影响力和运营经验, 不断完善其他品类, 巩固在休闲食品电商领域的领先优势。目前, 三只松鼠已经从坚果这一优势领域迅速拓展至全品类休闲食品, 成为互联网休闲食品零售的旗舰品牌。以天猫渠道为例, 根据天猫商城统计数据显示, 公司 2016 年、2017 年及 2018 年在天猫商城渠道的成交额均位列“零食/坚果/特产”品类成交额的第 1 位。

公司在休闲食品电商领域所建立的品牌知名度将有助于吸引更多新老消费者, 进一步巩固和提升公司的市场份额。同时, 领先地位和品牌优势有助于公司和更优质的上下游伙伴达成合作, 共建“互联网新农业生态圈”, 提升“三只松鼠”品牌在行业中的竞争能力。

2) 通过全方位的品牌塑造提升品牌知名度

公司坚持 IP 化和人格化的品牌策略, 并通过全方位的品牌塑造措施丰富品牌内涵, 提高品牌知名度。公司以动漫化的“三只松鼠”作为品牌形象, 在外观设计方面具有很高的品牌辨识度, 给消费者留下积极、健康、快乐的直观印象, 迅速获得了消费者青睐。同时, 公司对品牌形象赋予丰富人格, 三只松鼠动漫角色“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”均被赋予了鲜明的性格特征, 使品牌整体传递的信息更加丰满。在品牌宣传方面, 公司通过动画、绘本、周边等多元化渠道不断丰富品牌内涵, 并通过广告投放、社交媒体宣传、产品包装、影视剧植入、

跨界合作、线上线下结合等方式与消费者进行高频次的充分互动，拉近和消费者之间的距离，使得消费者建立起对三只松鼠品牌的立体印象。

此外，公司还创新性地通过开设线下体验店等方式进行品牌宣传，包括为消费者营造与品牌形象高度相关的休闲娱乐氛围，进行品牌文化的展现，构筑更加精致的购物场景，提升消费者对三只松鼠品牌的感知度和忠诚度。

公司始终坚持以消费者为核心，通过塑造“传递爱与快乐”的生活文化品牌，和消费者之间建立起深厚的文化联系，将简单的产品销售关系拓展成为一种消费文化的阐述。三只松鼠所打造的品牌生态已成为公司的核心竞争力之一。

（2）产品优势

1) 完善的产品品类布局

公司拥有完善的产品品类布局，以充分抓住行业增长机遇，同时减少因为对单个产品门类依赖所带来的波动风险。截至本报告出具日，公司已形成覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食等门类共计超过 500 款单品的产品组合，打造一站式的购物体验，成为了消费者购买休闲食品的首要去处之一。此外，通过全面的品类布局，三只松鼠能够实现对单个消费者最大化的价值挖掘，实现不同产品间的协同效应，提升公司的销售规模和市场影响力。

凭借对消费者需求的准确把握，公司的产品布局与目前热门的休闲食品品类发展趋势具有良好的契合度。例如，坚果作为公司主打产品之一，自推出以来受到了市场的广泛好评，该等产品相对于葵花子、花生等传统炒货，能够给予消费者更多元化、更符合健康生活方式的选择，迅速掀起坚果在线零售的风潮；公司的干果及果干类产品将优质产地的红枣、芒果、草莓等水果制成包装食品，兼具休闲食品及新鲜水果的特点，满足消费者对于便携性、口味以及营养价值等不同维度的需求，受到消费者的喜爱；公司的花茶类产品紧紧抓住年轻消费者的时尚文化偏好，延续动漫形象的亲民风格，与市场上的传统茶叶产品形成良好互补。同时，公司根据市场需求特点积极探索产品形式，例如于农历春节期间以多种产品进行组合的年货大礼包已成为消费者走亲访友的热门选择，有效提升了公司的销售额以及品牌影响力。

2) 突出的产品研发能力

突出的产品研发能力是三只松鼠成为互联网领先休闲食品品牌的重要基础。公司基于对消费者反馈及休闲食品市场发展态势的分析,积极探索产品品类、工艺及口味特点,推陈出新,并依靠三只松鼠的品牌优势和销售渠道优势迅速拓展市场。例如,公司于报告期内推出“新疆正品”系列干果、“超级水果干”多款创新产品,该等产品上市后获得了消费者的青睐,有效支撑了公司销售收入的增长。

在产品研发机构设置方面,公司成立了松鼠食品产业研究院,专职负责产品的开发与管理、产品工艺改进和品质标准化、产学研合作及产业化应用等工作。同时,公司建立了成熟的产品更新迭代机制,根据消费者的反馈不断完善公司产品品类,以保证公司的产品布局符合市场需求发展趋势,兼顾产品的多元化和精品化。

3) 可靠的产品品质保障

公司坚持核心环节自主控制,构建重度垂直的业务模式,通过供应商准入、入库严格质检、仓储库存自主管理等措施实现对产品质量的把控。同时,公司基于信息技术手段,借助云质量信息化平台对产业链各环节进行有效控制,实现质量全程可追溯。

公司充分相信对食品安全的投入是保证食品企业长远发展的核心要素,并于2014年5月成立了质量检测子公司——安徽中创食品检测有限公司,下设有精密仪器室、常规理化室、试剂室、天平室及微生物室等科室机构,专业从事食品质量安全检测。

公司还设置了产品经理管理制度,由产品经理对其所负责的产品门类进行直接管理,包括和消费者建立直接沟通渠道,通过持续的反馈和改进不断优化产品。同时公司还通过质量改善提案制度使公司员工积极主动地参与到公司的质量管理工作,通过群策群力降低产品质量风险。

此外,坚果、干果及果干等产品对于时效性具有较高要求,公司基于互联网销售的特点,减少中间流通环节,缩短产品从原料产地运送至终端消费者的周期,进一步保障了产品品质。

(3) 客户服务及客户管理优势

1) “客户至上”的企业文化及卓越的客户服务能力

作为和终端消费者保持密切联系的休闲食品品牌电商，三只松鼠自成立以来即专注于提升消费者购物体验，形成了客户至上的企业文化和卓越的客户服务能力。

以 80 后、90 后为代表的年轻一代互联网用户是线上购物的主力群体，该等消费者对优质的服务体验有较强的诉求。公司结合“三只松鼠”品牌定位，推行以客户为“主人”、以为“主人”提供最优质的服务为宗旨的企业文化，用情感品牌、情感产品和情感服务来打动消费者，提高客户满意度和忠诚度。公司将该等文化定位和业务运营充分融合，例如公司的客服人员以“主人”称谓称呼公司的消费者，并通过松鼠的可爱形象拉近和消费者的距离，公司还创新性地在发出货品中随包附送果壳袋、开箱器、湿纸巾等配套物品，通过每个细节让消费者充分感受到公司贴心地为“主人”提供优质服务的体验。

在经营过程中，公司不断完善客户服务制度，并对客户服务流程进行持续有效的监督。例如，公司的客服管理系统能够对客服人员的延迟回复进行提醒和警示，确保消费者的疑问或建议能够得到及时回复，此外公司管理层也会定期参与客户服务一线工作，以便更好地对客户服务流程进行总结和完善。

同时，公司设立了专职客户服务部门——云体验销售中心，以“客户满意”为部门核心宗旨，负责售前及售后管理等工作职责，与消费保持密切的沟通，搜集消费者的意见、建议以及投诉，形成了高效的反馈机制，提升了公司整体的客户服务水平。截至 2018 年 12 月 31 日，公司下设的云体验销售中心拥有员工 260 人

2) 成熟的客户管理机制

凭借成熟的客户管理机制、信息技术及互联网平台优势，公司能够实现对消费者购买行为及产品需求更准确的把握。

基于自有 IT 系统及第三方销售平台所提供的运营统计分析功能，公司对历史交易数据进行汇总整理，通过分析客流量、客单价、重复购买频率等指标，实

现消费群体和产品品类的细化管理，完善售前售后服务体系，增强消费者粘性，提高流量转化率和重复购买率。此外，公司还通过搜集和追踪开放性社交平台的关键字段，及时了解消费者反馈，与消费者形成良性互动。按用户购买 ID 计算，目前公司全渠道的累计购买用户数超过 9,000 万人。凭借高速增长的新购买消费者增量以及较高的用户粘性，公司的销售收入于报告期保持大幅增长趋势。

同时，公司建立了较为完善的会员制度体系。一方面，公司通过建立会员制度体系进一步提升了客户粘性，例如公司会员可通过消费积累积分兑换三只松鼠周边产品；另一方面，公司通过会员体系能够对客户需求、历史购买习惯等进行更深入的分析，形成更为立体的消费者画像，为公司未来产品研发、改善及营销推广打下了坚实基础。

（4）销售渠道优势

作为行业领先的休闲食品电商，公司在销售渠道方面具备突出优势，通过线上销售渠道布局及其他渠道的配合，实现了对各类消费者群体的深度覆盖。

首先，相比线下零售模式，公司能够通过在线渠道与消费者更近距离地接触，有效减少中间经销环节，更便捷地提供物美价廉的产品。其次，基于在线销售模式，公司能够迅速根据市场变化及客户需求做出响应，例如对口味进行调整、推出新的品类或口味等，从而保持了经营的高效性和灵活性。

在公司具备先发优势的电商渠道方面，公司充分抓住行业整体高速增长的发展机遇及第三方电商平台汇集的巨大用户流量，迅速进行渠道布局，发展成为休闲食品电商领先企业。如下图所示，以“双十一”购物节当天为例，三只松鼠在天猫平台的当日交易额从 2013 年 11 月 11 日的 0.36 亿元迅速增长至 2018 年 11 月 11 日的 4.51 亿元，年均复合增长率超过 65.80%。

截至本报告出具日，公司于第三方电商渠道方面已经覆盖天猫商城（及天猫超市）、京东（及京东自营）、苏宁易购、1 号店、唯品会、当当等主流电商平台，实现了对绝大多数网购消费者群体的覆盖。同时，得益于第三方平台的用户流量优势以及公司优质的产品服务，报告期内公司产品的受关注度迅速提升，以天猫平台为例，根据天猫商城及生意参谋数据统计，公司天猫商城渠道 2018 年的年独立访客数超过 4.0 亿人，而在 2018 年“双十一”购物节当天的访客数则超过了

1,404 万人次，充分显示了公司销售渠道的渗透能力。此外，公司在各第三方电商渠道主要以自营品牌旗舰店的形式运营，保障了体验的一致性，并且能够对消费者的反馈进行快速的响应。

公司不断完善多元化销售渠道，打造一站式的休闲食品购买平台。其中，公司于 2015 年 7 月上线自营手机 APP，方便消费者随时随地购买三只松鼠自有品牌产品，截至本报告出具日，该 APP 渠道最高单月含税销售额已经突破 1,400 万元，成为公司线上渠道的重要组成部分。同时，公司还针对批量采购或定制采购需求开设了团购通道，以满足不同层次客户的需求。此外，公司还于多地设立线下体验店，建立线上线下联动的立体销售网络，与传统线下自营/加盟门店不同，公司的线下体验店更加强调为消费者营造与“三只松鼠”品牌形象高度相关的休闲娱乐氛围，进行品牌文化的展现，提升消费者对三只松鼠品牌的感知度，同时通过价格联动、扫码下单等方式和公司线上渠道相配合，为消费者带来立体的购买体验。截至 2018 年 12 月 31 日，公司位于安徽省、江苏省、浙江省、湖北省、重庆市、江西省、山东省、福建省、河南省、辽宁省、深圳市等省或直辖市共计超过 50 家线下体验店已正式运营。

（5）流程管理优势

和传统的线上零售形式不同，三只松鼠致力于构建重度垂直的业务模式，深度参与到从原材料采购到终端配送的各个环节，以充分保障公司产品品质，并加强公司在休闲食品领域的话语权和核心竞争力。经过多年的探索和经营，公司在互联网休闲食品零售产业链的各个环节积累了丰富的经验，这成为公司区别于一般线上休闲食品零售商的核心竞争优势之一。

1) 采购环节

在采购环节，公司通过各类措施加强自身在供应端的布局，例如和农户、合作社等采购源头进行对接，与核心产区供应商建立长期合作等。通过这些措施，公司能够实现对原材料质量以及采购价格水平更充分的把控，巩固了公司构建休闲食品产业平台发展模式的上游基础。同时，公司基于自主开发的运营管理信息系统进行订单处理，通过更精确的销售预测将预估订单与上游供应商采购相结合，提升采购效率。

2) 仓储环节

公司坚持对仓储环节的自主把控，以对原材料、半成品及成品仓储实施更精细化的管理。公司充分借助信息化平台优势对库存数据及订单信息进行实时监控，精准掌握库存需求，以将公司的存货周转天数维持在较低水平。同时，在仓储设施方面，公司针对坚果、干果等产品特点，有效把控温度及湿度环境，最大程度保障产品品质和新鲜度。通过仓储环节的有效配合，公司形成了从消费者下单到成品出库的一整套高效协调机制。

3) 配送环节

截至 2018 年 12 月 31 日，公司已在芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州通过自有或租赁方式设有 9 个配送中心或城市仓，在芜湖、天津、成都、广州、武汉、郑州、嘉兴、金华、上海、沈阳、西安等地通过与第三方仓配服务商合作建立 16 个合作仓，并通过公司的物流合作伙伴，实现了全国市场覆盖。同时，公司凭借高效的订单汇集处理、分拣打包以及和第三方物流服务商的充分协同，有效提升配送时效，为消费者提供便捷的在线购物体验。

4) 配套 IT 系统架构

公司基于自身业务特点，通过自主研发构建了完善的 IT 业务支持系统，包括云质量信息化平台、北极光运营管理系统、绩效管理系统等，在确保公司整体运营高效的同时，为消费者提供更放心、更便捷的休闲食品产品及服务。

(6) 管理层及人才团队优势

1) 经验丰富、具有前瞻视野的管理层

公司管理层在互联网休闲食品行业具备丰富的经验和前瞻性的视野，带领公司不断实现产品及模式创新，奠定了公司成功的重要基础。公司创始人兼总经理章燎源先生自 2003 年起进入坚果行业，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，章燎源先生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，章燎源先生创立“三只松鼠”互联网坚果品牌并运营至今。章燎源先生在休闲食品行业拥有超过 14 年的销售和管理经验，并在担任职业经理人和创业历程中形成了对互联网休闲食品行业的深刻

理解。

2) 业务扎实、充满活力的员工团队

公司拥有一支业务扎实、充满活力的员工团队，成为了公司保持行业竞争优势及发展动力的重要因素。截至 2018 年 12 月 31 日，不考虑客服、生产、物流、后勤等劳动力密集部门，公司本科及以上学历人员占比超过 67%，员工平均年龄约 24.2 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。此外，公司通过内外部培训等机制充分挖掘员工潜力、因材施教进行人才培养，打造了一批和公司文化高度契合、具有较高忠诚度且业务技能扎实的员工团队。

3) 严格与开放并存的管理制度

公司建立了严格与开放并存的管理制度，例如公司在廉政方面对员工进行严格的规章制度要求，同时也建立了透明、简单、信任的“企业—员工”高效沟通机制，通过“CEO 信箱”沟通体系让员工来驱动企业各项制度、流程、管理的完善，充分发挥员工团队的主观能动性，为发展和创新带来源源不断的推动力。此外，公司以党组织为载体，通过红色旅游、军旅体验、松鼠先锋队等党建活动培养员工的敬业奉献精神和社会责任感，为企业发展注入新的活力。

3、发行人具有清晰的发展战略和发展规划

公司以成为“综合性、娱乐化的消费品牌”为发展目标，始终坚持为消费者带来“实惠且安全”的产品，打造给消费者“爱与快乐”的品牌。公司紧密围绕三只松鼠品牌 IP，持续拓展产业布局的深度和广度，致力于成为新商业时代最具代表性的综合性消费品牌。

公司将通过不断巩固和提升“三只松鼠”品牌的美誉度与知名度，强化公司的销售网络渠道建设，完善消费者服务体系，提升公司的供应链整合能力，充分保障产品质量及食品安全，实现信息化管理应用技术的价值提升，逐步打造“以品牌为连接，以企业为平台，以数据为支撑”、连接供应链端和消费者端的业务模式，依托娱乐化体验推动消费升级的市场机遇，形成以休闲食品电商为核心的消费生态体系。

具体而言，在销售端，公司计划通过不断完善产品组合，打造全品类休闲食品零售品牌，不断扩大消费者群体规模并提升重复购买率，驱动销售规模增长。公司将以电商模式为核心，逐步打造“电商渠道+无线自营 APP+线下体验店+城市仓储”的全渠道营销模式。同时，公司将进一步推进品牌综合化、娱乐化战略，延伸三只松鼠周边覆盖范围，丰富“三只松鼠”品牌内涵。在供应端，公司计划通过强化自身研发、分装、物流等供应链能力，为消费者提供更便捷、品质更高的休闲食品购买体验，尤其在质量控制环节，公司将不断加强技术积累及质控团队实力，并通过云质量信息化平台实现对产业链各环节的有效把控，为公司未来业务发展打下坚实基础。

4、募集资金投资项目符合发行人发展战略和行业发展方向

发行人本次向社会公开发行创业板股票募集资金拟投入以下项目：

单位：万元

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

本次募集资金投资项目已进行可行性分析并分别出具了可研报告，本次发行募集资金投资项目，均围绕发行人现有的核心业务或未来业务发展方向。

本次发行募集资金拟投资项目均已于2017年1月11日、2017年1月26日分别取得安徽省芜湖市弋江区发展与改革委员会项目备案通知书以及安徽省芜湖市环境保护局的环评批复，具体情况如下表所示：

项目	备案情况	环评情况
全渠道营销网络建设项目	弋发改[2017]5号	环内审[2017]34号
供应链体系升级项目	弋发改[2017]6号	环内审[2017]35号
物流及分装体系升级项目	弋发改[2017]7号	环内审[2017]36号

本次募集资金运用有助于发行人发展目标的达成，进一步提升发行人的综合实力和市场竞争力，为发行人长期持续发展营造良好的环境，对发行人未来发展规划的实现具有决定性意义。

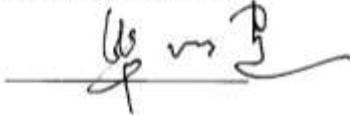
综合以上分析可见，发行人所处行业整体需求增长稳定且潜力巨大，发行人在行业内的竞争优势明显，发行人的发展战略清晰连贯且募集资金投资项目符合发行人发展战略和行业发展方向，发行人发展前景广阔。

附件一：《中国国际金融股份有限公司关于三只松鼠股份有限公司成长性的专项意见》

附件二：《中国国际金融股份有限公司保荐代表人专项授权书》

(此页无正文,为中国国际金融股份有限公司《关于三只松鼠股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市的发行保荐书》之签章页)

法定代表人签名



毕明建

2019年5月27日

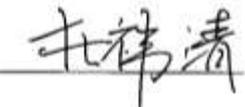
保荐业务负责人签名



孙男

2019年5月27日

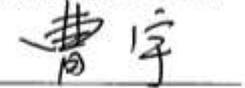
内核负责人签名



杜祎清

2019年5月27日

保荐代表人签名



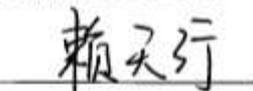
曹宇



岑江华

2019年5月27日

项目协办人签名



赖天行

2019年5月27日

保荐机构公章

中国国际金融股份有限公司



2019年5月27日

附件一：

中国国际金融股份有限公司

关于三只松鼠股份有限公司

成长性的专项意见

中国证券监督管理委员会：

三只松鼠股份有限公司（以下简称“三只松鼠”、“发行人”或“公司”）拟申请首次公开发行 A 股股票并在创业板上市（以下简称“本次证券发行”或“本次发行”），并已聘请中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）作为首次公开发行 A 股股票并在创业板上市的保荐人。

根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 29 号——首次公开发行股票并在创业板上市申请文件》的有关规定，中金公司及其保荐代表人诚实守信，勤勉尽责，现就发行人成长性出具专项意见，具体内容如下。

（本专项意见中如无特别说明，相关用语具有与《三只松鼠股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书（封卷稿）》中相同的含义）

一、发行人的发展目标

公司以成为“综合性、娱乐化的消费品牌”为发展目标，始终坚持为消费者带来“实惠且安全”的产品，打造给消费者“爱与快乐”的品牌。公司紧密围绕三只松鼠品牌 IP，持续拓展产业布局的深度和广度，致力于成为新商业时代最具代表性的综合性消费品牌。

公司将通过不断巩固和提升“三只松鼠”品牌的美誉度与知名度，强化公司的销售网络渠道建设，完善消费者服务体系，提升公司的供应链整合能力，充分保

障产品质量及食品安全，实现信息化管理应用技术的价值提升，逐步打造“以品牌为连接，以企业为平台，以数据为支撑”、连接供应链端和消费者端的业务模式，依托娱乐化体验推动消费升级的市场机遇，形成以休闲食品电商为核心的消费生态体系。

具体而言，在销售端，公司计划通过不断完善产品组合，打造全品类休闲食品零售品牌，不断扩大消费者群体规模并提升重复购买率，驱动销售规模增长。公司将以电商模式为核心，逐步打造“电商渠道+无线自营 APP+线下体验店+城市仓储”的全渠道营销模式。同时，公司将进一步推进品牌综合化、娱乐化战略，延伸三只松鼠周边覆盖范围，丰富“三只松鼠”品牌内涵。在供应端，公司计划通过强化自身研发、分装、物流等供应链能力，为消费者提供更便捷、品质更高的休闲食品购买体验，尤其在质量控制环节，公司将不断加强技术积累及质控团队实力，并通过云质量信息化平台实现对产业链各环节的有效把控，为公司未来业务发展打下坚实基础。

二、发行人所在行业的成长性

（一）行业基本情况

（1）网络购物市场概览

①网民规模和互联网普及率持续提升

近几年，我国互联网产业呈现蓬勃发展态势，网民数量不断增长，互联网与经济社会深度融合的基础更加坚实。根据 CNNIC 数据，截至 2018 年 12 月 31 日，我国网民数量规模已达 8.29 亿人，较 2017 年末增长 7.4%，互联网普及率（互联网用户数除以总人口数）达到 59.6%，较 2016 年底提升 3.8 个百分点，庞大的用户基础为网络购物等网络消费的高速增长提供了强劲动力。

与此同时，移动互联网不断发展成熟，手机网民数量大幅提升，成为带动网民增长的核心因素。从绝对值来看，手机网民数量从 2007 年的 0.50 亿迅速增长至 2018 年的 8.17 亿，年均复合增长率达 28.8%；从网民结构来看，2018 年 12 月末手机网民规模占比达到 98.6%，较 2017 年底提升 1.1 个百分点，移动端已经成为互联网接入的主流模式。相比于 PC 端，智能手机等移动设备提供了更便捷

的互联网接入体验和更高效精准的信息传递服务，并不断推动消费场景的多元化以及线上线下的更好融合，对包括零售业在内的各个产业产生了深远影响。

从区域分布上看，互联网在我国二、三线城市及农村的渗透率仍有较大增长潜力。截至 2018 年 12 月 31 日，我国农村网民数为 2.22 亿人，占总网民数量的 26.7%，农村互联网普及率为 38.4%，相比城镇地区 74.6% 的普及率仍有较大差距，尤其是网络购物、在线支付等消费领域的应用普及率还处于较低水平。未来，随着互联网基础设施的持续建设、“互联网+”行动的推进以及城镇化率的提高，网民规模预期将进一步提升。同时，由于资源分布差异，低线城市及农村地区物资更加匮乏，对网络购物等在线消费存在客观需求，这将为电商等互联网产业带来新的增长机遇。

②网络购物已成为核心零售渠道之一

电商行业经过约 20 年的发展和成熟，目前已进入全面纵深发展阶段，随着多项电子商务支持政策的出台、物流以及在线支付等配套产业的发展、电商网站与应用的快速普及，越来越多的综合类、垂直类电商企业开始出现，而以休闲食品为代表的传统行业也纷纷涉足电商模式，规模持续提升，运营也日趋规范。

电子商务的快速发展在零售端不断驱动消费格局的重建，用户网络购物的消费习惯也已逐步形成。截至 2018 年底，我国网络购物用户规模已经达到 6.10 亿，较 2016 年底同比增长 14.4%。从市场规模来看，截至 2017 年底，我国网络购物市场的年交易规模达到 6.1 万亿元人民币，同比增长 29.80%，在社会消费品零售总额中的渗透率达到 16.40%，同比提升 2.2 个百分点，艾瑞咨询预计该渗透率到 2020 年将达到 21.9%，对应网络购物市场交易规模高达 10.8 万亿元，约为 2016 年的 2.3 倍。

同时，随着移动互联网的迅速普及及移动支付手段的逐步完善，电商模式能够为用户提供不受时间和空间限制的便捷消费体验，对社会生活服务各领域的渗透进一步加强，与日常消费的结合更加紧密。从用户数来看，截至 2018 年底，我国移动端网络购物用户规模已达到 5.92 亿，同比增长 17.0%，移动端网络购物的使用比例（占手机网民比例）由 2017 年的 67.2% 迅速提升至 72.5%。

从市场规模的分布来看，在 2017 年网络购物市场 6.1 万亿元人民币总交易

规模中，移动端已达到 4.9 万亿元人民币，同比增长率高达 37.4%，占整体比重 80.3%，较 2015 年增长近 25.1 个百分点。

以网络购物为典型代表的电商模式对消费者和企业都产生了巨大影响。对于消费者来说，相较于传统销售渠道，电商模式能够提供不受时间和空间限制、更加便捷的购买体验，扩大了可供消费者选择的品类范围，便于消费者挑选出更物美价廉的产品。对于企业来说，电商模式能够有效减少商品流通环节，控制中间流通成本，此外，消费者行为还可通过互联网和信息技术实现数据化和可视化，帮助企业更好地分析和满足消费者需求。

（2）休闲食品行业市场分析

①我国休闲食品行业蓬勃发展

随着我国国民经济发展和居民消费水平的提高，休闲食品已成为人们日常食品消费中的重要组成部分。根据中国食品工业协会的统计数据，我国休闲食品行业年产值由 2004 年的 1,931.38 亿元增长至 2014 年的 9,050.18 亿元，年均复合增长率达到 16.7%，且预计 2015-2019 年仍将保持高速增长，由 2015 年的 10,589.62 亿元增长至 2019 年的 19,925.28 亿元，年均复合增长率超过 17%。

从品类结构来看，休闲食品包括糖果巧克力、坚果炒货、肉干肉脯、果脯蜜饯等，种类繁多，其中，受消费习惯变化的驱动，坚果、零食等休闲食品细分品类增长迅速，市场潜力巨大。以坚果炒货为例，根据中国食品工业协会数据，2007 至 2017 年间，坚果炒货行业年产值从 283.1 亿元迅速增长 1214.0 亿元，年均复合增长率达 15.7%。同时，和其他主要经济体对比来看，我国主要坚果品种的人均消费量显著低于美国、日本等国家以及全球平均水平，未来仍有较大增长潜力。

②消费升级驱动休闲食品行业变革

中国消费市场整体增长前景广阔，同时结构性变化也成为各消费产业发展的重要特征，其中，消费升级伴随着中国经济水平的增长和人们消费观念的变化，成为驱动行业变革的核心因素之一。对于休闲食品产业来说，消费升级同样带来了消费者产品诉求的多元化、品质及服务需求的提升以及消费渠道的变迁。

首先，随着消费模式逐渐从生存型向享受型转变，消费者对休闲食品的需求

也从过去纯粹追求口感逐步向多元化方向发展，消费者开始更加关注个性化需求的表达，休闲食品的受众也逐渐从儿童和青少年向更广阔的群体发展，市场不断细分。例如，代餐型消费成为了白领人群休闲食品消费的常态，同时，健康饮食意识不断增强，营养价值高、符合当今消费习惯的休闲食品受到消费者的欢迎，其中坚果产品由于富含人体所需的各类营养元素，成为消费者购买休闲食品的热门选择。休闲食品行业的多元化趋势一方面极大地促进了行业创新，另一方面也使得市场变化的节奏不断加快，对企业的创新能力及市场应对能力提出了更高要求。

第二，消费者对产品品质和服务的重视程度日益提升。对注重健康、口感和便捷性的休闲食品消费者来说，更安全的食品质量、更优质的食品品质和更高效贴心的服务已经成为消费决策的重要考量因素。同时，品牌和口碑作为对产品品质及服务的重要背书，消费者对知名休闲食品品牌的认可度和忠诚度也不断提升，尤其是在休闲食品“互联网+”的大趋势下，网络购物的特殊性使消费者的评价相对公开透明，使用过该产品的消费者的评分和评价成为了其他消费者的重要决策依据之一。根据 CNNIC 数据显示，网络口碑、网站/商家信誉和产品品牌美誉度均是影响网购消费者决策的重要因素，分别占到统计样本的 77.5%、68.7% 和 65.8%。

第三，消费升级诉求同样体现在渠道端，由传统商超、便利店、专卖店以及电商等构成的零售渠道格局也在不断发生变化。根据贝恩公司统计数据，快速消费品零售的电商及便利店渠道占比在持续提升，而大卖场、杂货店等渠道则出现了负增长。线上消费由于突破了产品品类及地域的限制、便捷高效的配送体验，以及扁平化渠道结构带来的更具竞争力的价格优势，迎合了新一代消费人群的诉求。此外，线上线下相融合等创新销售模式也在满足便捷购买需求的同时，进一步优化了消费体验，成为消费升级时代休闲食品零售创新的典型之一。

（3）休闲食品零售与电商模式的融合

在电商行业蓬勃发展的大趋势下，随着政策和资本的支持力度不断增强、信息技术及物流基础设施的不断发展，食品产业与电商模式的融合不断深入。从发展历程来看，根据易观智库研究，我国食品电商行业的发展历经 2005-2009 年的

探索期、2009-2012 年的启动期，目前正处于发展、成熟期。在这个过程中，消费者对电商模式逐渐认可并培养出新的在线消费习惯，一些具有代表性的食品电商企业也迅速崛起。

食品电商发展阶段	市场特点
探索期（2005-2009 年）	定位小众和本地市场的食品电商逐渐兴起，大型零售商也尝试进入，但受市场不成熟、消费者接受度低等因素影响，整体处于探索阶段
启动期（2009-2012 年）	食品电商快速发展，消费者对网购逐渐认可，一些具有代表性的平台迅速崛起，模式逐渐成熟
发展期（2012-2017 年）	伴随着三只松鼠等食品电商的崛起及快速发展，食品电商获得新的增长机会，大量资本流入，线上零售平台也开始大力发展食品电商板块
成熟期（2017 年以后）	食品电商商业模式、盈利模式逐渐成熟、品牌美誉度提高、资本实力进一步得到加强

就休闲食品而言，因其具有重复购买率高、方便物流配送、易分享和快速扩散等良好的互联网基因，预计将成为食品电商行业着力发展的重点，市场前景广阔。

产品种类	用户粘性	物流配送便捷度	品牌性
休闲食品	逐渐成为生活必需品之一，用户粘性高	由于其具备包装方便、对运输环节要求较低等特性，易于物流配送	因消费者对口味、品质、服务等因素的要求较高，在这些方面具备优势的企业易形成品牌效应，并被分享和扩散
乳制品	乳制品消费习惯逐渐成熟，用户粘性较高	大部分产品易于物流配送，但部分需要低温环境储存的乳制品在物流配送等环节存在较大难度	消费者对产品质量要求较高，因此口碑较好的品牌会在消费群体中互相推荐
水果蔬菜等生鲜产品	生活必需品，用户粘性高	保质期较短、对存储条件要求较高，物流配送难度很大	无加工环节或加工环节较简单，同质化程度高，难形成品牌效应
酒类	购买场景少（送礼等），用户粘性相对较低	对存储条件要求较高，物流配送难度较大	消费者对酒类产品的质量、口味、包装方式的需求较为多元化，因此专注于某一细分种类或口味的企业容易形成品牌效应，获得一部分粘性较高的客户群体，各细分品类品牌格局稳定，客户群体粘性较高

（二）行业发展趋势

从地域层面来看，“沉下来”与“走出去”的发展趋势将继续保持。国内市场方面，线上渗透率不断提升，市场融合加速，线上线下结合等新零售模式也在不断

驱动销售渠道结构的变化，同时，二、三线城市以及农村市场仍有显著的发展潜力，在未来发展过程中，休闲食品电商将不断通过区域拓展及模式创新实现渠道下沉；海外市场方面，由于电商模式不受时间和地域限制，休闲食品的地域界限逐渐模糊，海外采销预计将成为休闲食品电商企业竞争的另一焦点。

从产业链层面来看，休闲食品电商企业预期将不断通过产业链整合获取更多的价值点，构筑竞争壁垒，电商企业不断进入生产、物流、金融等产业链各环节。与此同时，企业规模、品牌知名度及市场地位的提升也使电商企业在整个休闲食品产业链中的话语权不断增强。

从产品层面来看，坚果、零食等休闲食品品类迎来发展机遇。以坚果产品为例，其具有客单价较高、加工环节较少、方便运输、易于存储的特点，成为休闲食品零售的重要品类，而零食产品由于品类众多，能够满足消费者的多元化需求，市场潜力巨大。

从技术层面来看，信息技术以及大数据技术应用不断深化，休闲食品电商行业经过多年发展，历史交易数据、客单价、购买频次、重复购买率等指标已经过大量累积，数据分析处理在精准营销、客户管理方面的应用价值逐渐凸显。因此，对IT技术以及数据资产的应用将是下一阶段休闲食品电商行业创新的重点之一。

（三）行业市场规模

在购买力水平不断提升、国家产业政策及法律规范逐步完善、信息技术及物流配套体系逐渐健全、消费结构加速升级、产品种类持续创新等因素的共同推动下，我国休闲食品行业增速迅猛、市场前景广阔。根据中国食品工业协会预计，2015年-2019年，我国休闲食品行业将继续保持较高速度的增长，年均复合增长率超过17%，行业产值预计到2019年将达到约2万亿元。与此同时，电商模式兴起，网络购物渗透率快速提升，休闲食品电商销售模式将成为行业未来发展的主要方向之一。从中国网络购物市场整体来看，艾瑞咨询预计交易规模到2020年将达到10.8万亿元，占社会消费品零售总额的比例将达到21.9%，其中食品饮料等细分领域预计将会进一步向电商渠道渗透。

三、发行人在报告期内及未来的成长性

三只松鼠是行业领先的以休闲食品为核心的品牌电商，公司主要通过天猫商城、京东、自营手机 APP 等互联网平台以及团购、线下体验店等多元化渠道开展自有品牌休闲食品的销售，产品组合覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食等多个主要休闲食品品类。公司的核心品牌“三只松鼠”及三个松鼠形象“松鼠小酷”、“松鼠小美”、“松鼠小贱”在消费者群体中享有较高的知名度。

（一）发行人报告期内的营业收入呈现较快增长

1、公司的主营业务为以互联网渠道为核心的开展自有品牌休闲食品的研发、检测、分装及销售。2016 年度、2017 年度及 2018 年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为 99.68%、99.59%、99.67%，保持稳定趋势，主营业务突出。公司 2017 年公司营业收入为 555,418.66 万元，同比增长 25.58%；公司 2018 年营业收入为 700,116.70 万元，增长 26.05%。

2016-2018 年，公司营业收入的年复合增长率为 25.82%，呈现出良好的增长势头，主要受以下方面驱动：

（1）行业发展，推动产业发展升级

1) 电子商务行业蓬勃发展，改变传统消费习惯

伴随着科技的不断进步，4G 网络、便捷支付、移动终端、物流配套的发展标志着电子商务行业的逐步发展成熟，根据 CNNIC 所发布的《第 41 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，2013 年至 2018 年，中国网购用户规模由 3.02 亿增长至 6.10 亿。此外，2013 年至 2018 年，手机网购网民数量由 1.44 亿增长至 5.92 亿，呈现快速增长势头。从渗透率的角度来看，艾瑞咨询预计电子商务在社会消费品零售总额中的渗透率到 2020 年将达到 21.9%，可见网购已经逐步成为一种日常消费方式。

2) 休闲食品市场呈现良好增长势头

随着我国国民经济发展和居民消费水平的提高，人们消费方式日益呈现多元化、休闲化的特点，休闲食品已成为人们日常食品消费中的重要组成部分。根据

中国食品工业协会统计的数据，我国休闲食品行业年产值由 2004 年的 1,931.38 亿元增长至 2014 年的 9,050.18 亿元，年均复合增长率达到 16.7%，且预计 2015-2019 年仍将保持高速增长，由 2015 年的 10,589.62 亿元增长至 2019 年的 19,925.28 亿元，年均复合增长率超过 17%。

（2）公司战略准确，围绕消费者打造体验式服务

公司专注于互联网品牌塑造，凭借在品牌、服务、供应链管理、产品质量管控的累积，形成独特的竞争优势，从而提高了营业收入。

1) 立体丰满的动漫形象提高品牌辨识度、拉近与消费者之间的距离

公司以动漫化的“三只松鼠”作为其品牌形象，通过三个不同定位的松鼠形象的塑造来赋予品牌立体的性格，并设计不同的故事来让消费者认识品牌形象；公司目标消费群体为 80、90 后等年轻一代的互联网用户，这类消费者是线上购物的主力群体，追求优质的服务体验和便捷的生活方式。公司凭借动漫化的“三只松鼠”品牌形象迅速获得了消费者的青睐，并用极具辨识度的服务方式改善消费者的购物体验，迅速成为互联网坚果领域的领先品牌。

2) 充分利用情感营销方式，实现与消费者的互动

公司从消费者的需求出发，在全公司内推行将消费者视为“主人”，以为“主人”提供最优质的服务为宗旨的企业文化，并在品牌定位、生活方式倡导、目标消费者选定等三方面把握住了目前互联网消费主力群体追求时尚和消费体验的消费偏好，通过情感品牌、情感产品、情感服务来打动消费者，提高消费者忠诚度和重复购买率。

3) 全产业链管理，确保品质安全

互联网休闲食品电商的产业链由种植、生产加工、分装存储、物流配送等四个环节组成，公司开创性地采用“核心环节自主控制，非核心环节外包”的模式，缩短供应链流程、减少产品从原产地运送至终端消费者的时间，并采用从源头入手向上管理、初加工外包化、仓储库存自主管理、全程质量监控、产品及服务流程追溯手段实现对产品质量的严格把控。

4) 不断完善物流体系，确保配送效率

截至 2018 年 12 月 31 日，公司已在芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州通过自有或租赁方式设有 9 个配送中心或城市仓，在芜湖、天津、成都、广州、武汉、郑州、嘉兴、金华、上海、沈阳、西安通过与第三仓配服务商合作建立 16 个合作仓，并通过公司的物流合作伙伴，实现全国市场的覆盖。

5) 产品种类不断完善，为消费者提供更全面的选择

报告期内，公司通过研发扩充自己的产品线，完善了公司在休闲食品行业的产品布局。截至本报告出具日，公司产品线已覆盖坚果、零食、干果、果干、花茶，共推出超过 500 个产品进行销售。公司通过扩充产品线来满足消费者的不同需求。

(1) 2016-2018 年盈利原因分析

2016-2018 年，公司营业收入的年复合增长率为 25.82%。从产品的收入构成看，毛利较高的零食产品收入占比由 19.60% 提升至 35.80%。

(2) 整体毛利率稳定及产品线趋于丰富

1) 整体毛利率稳定

2016 年起，互联网坚果市场的竞争格局趋于稳定，根据天猫商城提供的统计数据显示，报告期内公司在天猫商城的市场占有率为行业第一。另根据流量数据显示，公司的产品已被消费者所认可，品牌形象深入人心，用户粘性不断提升。此外，随着公司议价能力的逐步提升，公司坚果产品的售价稳步提升，有效抵御了原材料价格波动的影响。虽然入仓模式占比的上升导致公司毛利率略有下降，但其如物流、推广等相关销售费用支出较少，亦保证了公司在该渠道的盈利水平。

2) 公司产品线逐渐丰富

从公司的发展看，2014 年起，公司开始采取休闲食品全品类策略，打造以坚果产品为主，覆盖其他休闲零食的产品策略。2016-2018 年，公司的零食产品的收入占比分别为 19.60%、25.47%、35.80%，营业收入占比有明显提高。多品类均衡发展使得公司受单品类毛利率波动的影响减弱，实现整体盈利水平稳步增长。

(3) 规模效应逐步体现，降低公司费用占比

报告期内，公司主要销售费用占营业收入的比重呈逐年下降趋势，其中主要费用为运输费、推广费、平台服务费、包装费。

从运输费的角度，公司不断在全国范围内进行自有及外包分仓的开设，缩短了全国配送距离，并提升了物流效率，是 2017 年运输费占营业收入比重较 2016 年低的主要原因。同时，由于零食产品单价较低、单品包邮增多导致 2018 年平均客单价下降较大，因此每订单物流成本占比提升，从而导致运输费占比回升。

从推广费的角度，公司目前已经确定了自己的行业地位，得到消费者的认可，此外，公司入仓模式收入占比的提高，也降低销售费用。2016-2018 年度，推广费占营业收入的比重由 2.81% 降至 2.06%，可见公司业绩增长对推广的依赖度逐年降低。从整体销售费用的角度，销售费用占营业收入的比重总体保持平稳，未来随着公司未来销售规模的进一步扩大，公司的规模效应将进一步体现，对期间费用的控制将进一步加强。

(二) 发行人未来具有较高成长性

在可预见的未来，在国家对互联网休闲食品电商行业支持鼓励、以及购买力的提升带给行业广阔的市场空间和新的发展模式以及消费结构的升级带给本行业新的市场机会的大背景下，公司产品市场需求有望继续呈稳步增长趋势。公司所在的行业具有较高的成长性。

四、发行人的核心竞争优势

(一) 品牌优势

1、在休闲食品电商领域具备领先地位

公司成立之初主要为消费者提供代表健康生活方式的坚果产品，凭借对消费者需求的准确把握以及优质的产品和服务，迅速成为互联网坚果零售领域的代表性品牌之一。同时，公司基于自身在坚果领域的品牌影响力和运营经验，不断完善其他品类，巩固在休闲食品电商领域的领先优势。目前，三只松鼠已经从坚果这一优势领域迅速拓展至全品类休闲食品，成为互联网休闲食品零售的旗舰品

牌。以天猫渠道为例，根据天猫商城统计数据显示，公司 2016 年、2017 年及 2018 年在天猫商城渠道的成交额均位列“零食/坚果/特产”品类成交额的第 1 位。

公司在休闲食品电商领域所建立的品牌知名度将有助于吸引更多新老消费者，进一步巩固和提升公司的市场份额。同时，领先地位和品牌优势有助于公司和更优质的上下游伙伴达成合作，共建“互联网新农业生态圈”，提升“三只松鼠”品牌在行业中的竞争能力。

2、通过全方位的品牌塑造提升品牌知名度

公司坚持 IP 化和人格化的品牌策略，并通过全方位的品牌塑造措施丰富品牌内涵，提高品牌知名度。公司以动漫化的“三只松鼠”作为品牌形象，在外观设计方面具有很高的品牌辨识度，给消费者留下积极、健康、快乐的直观印象，迅速获得了消费者青睐。同时，公司对品牌形象赋予丰富人格，三只松鼠动漫角色“松鼠小酷”、“松鼠小贱”及“松鼠小美”均被赋予了鲜明的性格特征，使品牌整体传递的信息更加丰满。在品牌宣传方面，公司通过动画、绘本、周边等多元化渠道不断丰富品牌内涵，并通过广告投放、社交媒体宣传、产品包装、影视剧植入、跨界合作、线上线下结合等方式与消费者进行高频次的充分互动，拉近和消费者之间的距离，使得消费者建立起对三只松鼠品牌的立体印象。

此外，公司还创新性地通过开设线下体验店等方式进行品牌宣传，包括为消费者营造与品牌形象高度相关的休闲娱乐氛围，进行品牌文化的展现，构筑更加精致的购物场景，提升消费者对三只松鼠品牌的感知度和忠诚度。

公司始终坚持以消费者为核心，通过塑造“传递爱与快乐”的生活文化品牌，和消费者之间建立起深厚的文化联系，将简单的产品销售关系拓展成为一种消费文化的阐述。三只松鼠所打造的品牌生态已成为公司的核心竞争力之一。

（二）产品优势

1、完善的产品品类布局

公司拥有完善的产品品类布局，以充分抓住行业增长机遇，同时减少因为对单个产品门类依赖所带来的波动风险。截至本报告出具日，公司已形成覆盖坚果、干果、果干、花茶及零食等门类共计超过 500 款单品的产品组合，打造一站式的

购物体验，成为了消费者购买休闲食品的首要去处之一。此外，通过全面的品类布局，三只松鼠能够实现单个消费者最大化的价值挖掘，实现不同产品间的协同效应，提升公司的销售规模和市场影响力。

凭借对消费者需求的准确把握，公司的产品布局与目前热门的休闲食品品类发展趋势具有良好的契合度。例如，坚果作为公司主打产品之一，自推出以来受到了市场的广泛好评，该等产品相对于葵花子、花生等传统炒货，能够给予消费者更多元化、更符合健康生活方式的选择，迅速掀起坚果在线零售的风潮；公司的干果及果干类产品将优质产地的红枣、芒果、草莓等水果制成包装食品，兼具休闲食品及新鲜水果的特点，满足消费者对于便携性、口味以及营养价值等不同维度的需求，受到消费者的喜爱；公司的花茶类产品紧紧抓住年轻消费者的时尚文化偏好，延续动漫形象的亲民风格，与市场上的传统茶叶产品形成良好互补。同时，公司根据市场需求特点积极探索产品形式，例如于农历春节期间以多种产品进行组合的年货大礼包已成为消费者走亲访友的热门选择，有效提升了公司的销售额以及品牌影响力。

2、突出的产品研发能力

突出的产品研发能力是三只松鼠成为互联网领先休闲食品品牌的重要基础。公司基于对消费者反馈及休闲食品市场发展态势的分析，积极探索产品品类、工艺及口味特点，推陈出新，并依靠三只松鼠的品牌优势和销售渠道优势迅速拓展市场。例如，公司于报告期内推出“新疆正品”系列干果、“超级水果干”多款创新产品，该等产品上市后获得了消费者的青睐，有效支撑了公司销售收入的增长。

在产品研发机构设置方面，公司成立了松鼠食品产业研究院，专职负责产品的开发与管理、产品工艺改进和品质标准化、产学研合作及产业化应用等工作。同时，公司建立了成熟的产品更新迭代机制，根据消费者的反馈不断完善公司产品品类，以保证公司的产品布局符合市场需求发展趋势，兼顾产品的多元化和精品化。

3、可靠的产品品质保障

公司坚持核心环节自主控制，构建重度垂直的业务模式，通过供应商准入、入库严格质检、仓储库存自主管理等措施实现对产品质量的把控。同时，公司基

于信息技术手段，借助云质量信息化平台对产业链各环节进行有效控制，实现质量全程可追溯。

公司充分相信对食品安全的投入是保证食品企业长远发展的核心要素，并于2014年5月成立了质量检测子公司——安徽中创食品检测有限公司，下设有精密仪器室、常规理化室、试剂室、天平室及微生物室等科室机构，专业从事食品质量安全检测。

公司还设置了产品经理管理制度，由产品经理对其所负责的产品门类进行直接管理，包括和消费者建立直接沟通渠道，通过持续的反馈和改进不断优化产品。同时公司还通过质量改善提案制度使公司员工积极主动地参与到公司的质量管理工作，通过群策群力降低产品质量风险。

此外，坚果、干果及果干等产品对于时效性具有较高要求，公司基于互联网销售的特点，减少中间流通环节，缩短产品从原料产地运送至终端消费者的周期，进一步保障了产品品质。

（三）客户服务及客户管理优势

1、“客户至上”的企业文化及卓越的客户服务能力

作为和终端消费者保持密切联系的休闲食品品牌电商，三只松鼠自成立以来即专注于提升消费者购物体验，形成了客户至上的企业文化和卓越的客户服务能力。

以80后、90后为代表的年轻一代互联网用户是线上购物的主力群体，该等消费者对优质的服务体验有较强的诉求。公司结合“三只松鼠”品牌定位，推行以客户为“主人”、以为“主人”提供最优质的服务为宗旨的企业文化，用情感品牌、情感产品和情感服务来打动消费者，提高客户满意度和忠诚度。公司将该等文化定位和业务运营充分融合，例如公司的客服人员以“主人”称谓称呼公司的消费者，并通过松鼠的可爱形象拉近和消费者的距离，公司还创新性地发出货品中随包附送果壳袋、开箱器、湿纸巾等配套物品，通过每个细节让消费者充分感受到公司贴心地为“主人”提供优质服务的体验。

在经营过程中，公司不断完善客户服务制度，并对客户服务流程进行持续有

效的监督。例如，公司的客服管理系统能够对客服人员的延迟回复进行提醒和警示，确保消费者的疑问或建议能够得到及时回复，此外公司管理层也会定期参与客户服务一线工作，以便更好地对客户服务流程进行总结和完善的。

同时，公司设立了专职客户服务部门——云体验销售中心，以“客户满意”为部门核心宗旨，负责售前及售后管理等工作职责，与消费保持密切的沟通，搜集消费者的意见、建议以及投诉，形成了高效的反馈机制，提升了公司整体的客户服务水平。截至 2018 年 12 月 31 日，公司下设的云体验销售中心拥有员工 260 人，并形成了成熟的组织架构。

2、成熟的客户管理机制

凭借成熟的客户管理机制、信息技术及互联网平台优势，公司能够实现对消费者购买行为及产品需求更准确的把握。

基于自有 IT 系统及第三方销售平台所提供的运营统计分析功能，公司对历史交易数据进行汇总整理，通过分析客流量、客单价、重复购买频率等指标，实现消费群体和产品品类的细化管理，完善售前售后服务体系，增强消费者粘性，提高流量转化率和重复购买率。此外，公司还通过搜集和追踪开放性社交平台的关键字段，及时了解消费者反馈，与消费者形成良性互动。按用户购买 ID 计算，目前公司全渠道的累计购买用户数超过 9,000 万人。凭借高速增长的新购买消费者增量以及较高的用户粘性，公司的销售收入于报告期保持大幅增长趋势。

同时，公司建立了较为完善的会员制度体系。一方面，公司通过建立会员制度体系进一步提升了客户粘性，例如公司会员可通过消费积累积分兑换三只松鼠周边产品；另一方面，公司通过会员体系能够对客户需求、历史购买习惯等进行更深入的分析，形成更为立体的消费者画像，为公司未来产品研发、改善及营销推广打下了坚实基础。

（四）销售渠道优势

作为行业领先的休闲食品电商，公司在销售渠道方面具备突出优势，通过线上销售渠道布局及其他渠道的配合，实现了对各类消费者群体的深度覆盖。

首先，相比线下零售模式，公司能够通过在线渠道与消费者更近距离地接触，

有效减少中间经销环节，更便捷地提供物美价廉的产品。其次，基于在线销售模式，公司能够迅速根据市场变化及客户需求做出响应，例如对口味进行调整、推出新的品类或口味等，从而保持了经营的高效性和灵活性。

在公司具备先发优势的电商渠道方面，公司充分抓住行业整体高速增长的发展机遇及第三方电商平台汇集的巨大用户流量，迅速进行渠道布局，发展成为休闲食品电商领先企业。如下图所示，以“双十一”购物节当天为例，三只松鼠在天猫平台的当日交易额从2013年11月11日的0.36亿元迅速增长至2018年11月11日的4.51亿元，年均复合增长率达65.80%。截至本报告出具日，公司于第三方电商渠道方面已经覆盖天猫商城（及天猫超市）、京东（及京东自营）、苏宁易购、1号店、唯品会、当当等主流电商平台，实现了对绝大多数网购消费者群体的覆盖。同时，得益于第三方平台的用户流量优势以及公司优质的产品服务，报告期内公司产品的受关注度迅速提升，以天猫平台为例，根据天猫商城及生意参谋数据统计，公司天猫商城渠道2018年的年独立访客数超过4.0亿人，而在2018年“双十一”购物节当天的访客数则超过了1,404万人次，充分显示了公司销售渠道的渗透能力。此外，公司在各第三方电商渠道主要以自营品牌旗舰店的形式运营，保障了体验的一致性，并且能够对消费者的反馈进行快速的响应。

公司不断完善多元化销售渠道，打造一站式的休闲食品购买平台。其中，公司于2015年7月上线自营手机APP，方便消费者随时随地购买三只松鼠自有品牌产品，截至本报告出具日，该APP渠道最高单月含税销售额已经突破已经突破1,400万元，成为公司线上渠道的重要组成部分。同时，公司还针对批量采购或定制采购需求开设了团购通道，以满足不同层次客户的需求。此外，公司还于多地设立线下体验店，建立线上线下联动的立体销售网络，与传统线下自营/加盟门店不同，公司的线下体验店更加强调为消费者营造与“三只松鼠”品牌形象高度相关的休闲娱乐氛围，进行品牌文化的展现，提升消费者对三只松鼠品牌的感知度，同时通过价格联动、扫码下单等方式和公司线上渠道相配合，为消费者带来立体的购买体验。截至2018年12月31日，公司位于安徽省、江苏省、浙江省、湖北省、重庆市、江西省、山东省、福建省、河南省、辽宁省、深圳市、四川省、云南省、陕西省、天津市等省或直辖市共计超过50家线下体验店已正式运营。

（五）流程管理优势

和传统的线上零售形式不同，三只松鼠致力于构建重度垂直的业务模式，深度参与到从原材料采购到终端配送的各个环节，以充分保障公司产品品质，并加强公司在休闲食品领域的话语权和核心竞争力。经过多年的探索和经营，公司在互联网休闲食品零售产业链的各个环节积累了丰富的经验，这成为公司区别于一般线上休闲食品零售商的核心竞争优势之一。

1、采购环节

在采购环节，公司通过各类措施加强自身在供应端的布局，例如和农户、合作社等采购源头进行对接，与核心产区供应商建立长期合作等。通过这些措施，公司能够实现对原材料质量以及采购价格水平更充分的把控，巩固了公司构建休闲食品产业平台发展模式的上游基础。同时，公司基于自主开发的运营管理信息系统进行订单处理，通过更精确的销售预测将预估订单与上游供应商采购相结合，提升采购效率。

2、仓储环节

公司坚持对仓储环节的自主把控，以对原材料、半成品及成品仓储实施更精细化的管理。公司充分借助信息化平台优势对库存数据及订单信息进行实时监控，精准掌握库存需求，以将公司的存货周转天数维持在较低水平。同时，在仓储设施方面，公司针对坚果、干果等产品特点，有效把控温度及湿度环境，最大程度保障产品品质和新鲜度。通过仓储环节的有效配合，公司形成了从消费者下单到成品出库的一整套高效协调机制。

3、配送环节

截至 2018 年 12 月 31 日，公司已在芜湖、天津、成都、广州、济南、鄂州、泉州、郑州通过自有或租赁方式设有 9 个配送中心或城市仓，在芜湖、天津、成都、广州、武汉、郑州、嘉兴、金华、上海、沈阳、西安等地通过与第三方仓配服务商合作建立 16 个合作仓，并通过公司的物流合作伙伴，实现了全国市场覆盖。同时，公司凭借高效的订单汇集处理、分拣打包以及和第三方物流服务商的充分协同，有效提升配送时效，为消费者提供便捷的在线购物体验。

4、配套 IT 系统架构

公司基于自身业务特点，通过自主研发构建了完善的 IT 业务支持系统，包括云质量信息化平台、北极光运营管理系统、绩效管理系统等，在确保公司整体运营高效的同时，为消费者提供更放心、更便捷的休闲食品产品及服务。

（六）管理层及人才团队优势

1、经验丰富、具有前瞻视野的管理层

公司管理层在互联网休闲食品行业具备丰富的经验和前瞻性的视野，带领公司不断实现产品及模式创新，奠定了公司成功的重要基础。公司创始人兼总经理章燎源先生自 2003 年起进入坚果行业，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，章燎源先生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，章燎源先生创立“三只松鼠”互联网坚果品牌并运营至今。章燎源先生在休闲食品行业拥有超过 14 年的销售和管理经验，并在担任职业经理人和创业历程中形成了对互联网休闲食品行业的深刻理解。

2、业务扎实、充满活力的员工团队

公司拥有一支业务扎实、充满活力的员工团队，成为了公司保持行业竞争优势及发展动力的重要因素。截至 2018 年 12 月 31 日，不考虑客服、生产、物流、后勤等劳动力密集部门，公司本科及以上学历人员占比超过 67%，员工平均年龄约 24.2 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。此外，公司通过内外部培训等机制充分挖掘员工潜力、因材施教进行人才培养，打造了一批和公司文化高度契合、具有较高忠诚度且业务技能扎实的员工团队。

3、严格与开放并存的管理制度

公司建立了严格与开放并存的管理制度，例如公司在廉政方面对员工进行严格的规章制度要求，同时也建立了透明、简单、信任的“企业—员工”高效沟通机制，通过“CEO 信箱”沟通体系让员工来驱动企业各项制度、流程、管理的完善，充分发挥员工团队的主观能动性，为发展和创新带来源源不断的推动力。此外，

公司以党组织为载体，通过红色旅游、军旅体验、松鼠雷锋队等党建活动培养员工的敬业奉献精神和责任感，为企业发展注入新的活力。

五、发行人所处行业的竞争壁垒

（一）品牌及客户粘性壁垒

品牌效应及客户粘性是进入休闲食品电商行业的主要壁垒之一。通常来说，有较高品牌知名度的企业在食品安全、品质等方面投入了大量的资本和人力，对于产品服务的质量和价值有较强的背书效应，这对于关系到消费者切身利益的休闲食品行业来说至关重要。同时，品牌的塑造需要企业的长期投入，新进入者将面临较大的资源及时间成本，对其市场竞争力形成制约。

尤其在线上零售渠道方面，良莠不齐的产品及服务质量让消费者在享受网络购物便捷性的同时需要花费较多的时间对商家进行鉴别和筛选，因此，在同等情况下，消费者一般会选择具有较好品牌口碑的商品。此外，休闲食品电商受众主要为年轻的白领阶层，该部分人群的品牌认可度和忠诚度较高。稳定的客户群体和较强的客户粘性将会成为休闲食品电商的核心竞争力之一。

（二）规模化经营壁垒

休闲食品行业规模效应明显。从供应端来看，规模化运作的企业一般与供应商有着长期紧密的合作关系且议价能力更强，能以更有竞争力的价格获取更优质的产品，有效控制采购成本；从销售端来看，已实现规模化的企业拥有更加成熟的销售渠道布局以及更优化的渠道成本结构；从公司管理体系来看，业务规模较大的企业有着相对严谨完善的管理体系，有助于公司长期可持续发展，并能有效抵御行业波动及经营风险。此外，对电商业务模式来说，规模化运营的休闲食品电商企业在仓储物流建设方面布局完善、市场推广及客户管理模式成熟，运营费用规模化效应更加明显，并拥有定价权更强、新产品推广成本更低等比较优势。

（三）技术壁垒

在休闲食品企业纷纷向互联网化转型的大背景下，频繁的在线交易与大量的后台数据处理对企业在管理信息技术方面的投入和经验积累提出了新的要求和挑战，具有较完善的信息技术能力（例如大数据分析技术、ERP、CRM系统开发

技术)的企业将能实现更高效的运营,并能更准确地把握行业发展的趋势。在产品研发方面,由于消费者的需求正在不断多元化,若企业无法在产品研发方面积累扎实的技术能力、研发经验和适应市场快速变化的研发机制,则难以在激烈的市场竞争环节中取得优势。

(四) 人才壁垒

随着休闲食品产业和电商模式的不断融合,企业既需要专业的人才团队对产品采购、加工运营、质量控制、仓储物流配送等各个运营环节进行精细化管理和全程把控,也需要具备在竞争更加激烈的线上零售市场根据市场变化迅速做出反馈、调整的能力。这些在休闲食品零售及电商运营等领域的能力及经验需要企业的长期积累,这也对新进入者参与市场竞争提出了挑战。

六、发行人的技术水平、自主创新能力及其对发行人成长性的影响

(一) 发行人主导产品的核心技术及技术水平程度

公司致力于为消费者提供健康安全、品类丰富的休闲食品,以及更加便捷周到的服务体验,因此十分重视产品开发、供应链管理、质量控制及信息系统技术的研发和积累。

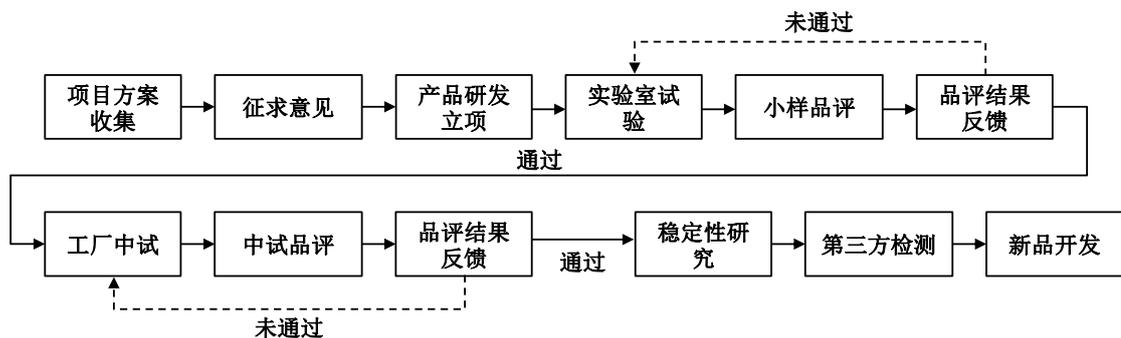
1、产品开发技术

公司在产品开发和创新方面方向明确、规划合理,力求为消费者提供更新鲜、口感更好、种类更多的休闲食品。公司的部分产品开发方向如下表所示:

品类	产品开发方向	产品开发技术示例
坚果	从产业链各个环节提升产品品质	<ul style="list-style-type: none"> 坚果品种调查及差异化研究,包括外形、生长环境、果肉品质、营养成分、活性物质等 原料贮存期关键影响因素研究 混合果仁类坚果的研究与开发
花茶	茶产品创新及茶品类消费方向研究	<ul style="list-style-type: none"> 茶叶品质稳定性研究 基于年轻化的休闲茶产品的开发研究 茶叶包装形式的创新研究 茶类微创新产品的开发
零食	品类和产品快速拓展研究	<ul style="list-style-type: none"> 国内外休闲食品的分类调研 地方特色美食调研及具有家乡味道的休闲食品开发 健康、平衡膳食的功能性休闲食品的开发

品类	产品开发方向	产品开发技术示例
		<ul style="list-style-type: none"> • 天然、健康休闲产品的研究开发 • 基于现有休闲产品的加工方法、食用方法、产品造型或包装概念的创新性研究

公司制定了完善的新品开发流程，从开发立项、实验室试制、内部测试、市场投放等各个阶段提升产品开发效率和产出质量。公司通过《新品研发管理流程》、《新品开发管理流程》、《产品配方管理规定》等制度文件对新产品研发进行规范，具体产品开发流程如下图所示：



2、供应链管理技术

公司建立了全面的供应商开发管理流程体系，并将供应商纳入云质量信息化平台，实现采购流程可追溯。同时，公司不断完善货品仓储技术，执行严格的货品管理制度，以缩短库存周转期，并根据产品属性需求设计仓储温度及湿度等条件，保证库存周转期内的产品品质。

3、质量检测及管理技术

现代化的食品质量控制及管理技术是休闲食品产业健康长远发展的基石。公司一贯重视质量控制方面的技术投入，以保证产品品质能够实现全程透明化管理，确保将食品安全事故的概率降到最低。公司还成立了专业的检测子公司，对每一批次产品进行严格的检验和分拣挑选，积累了丰富的质量控制管理经验和扎实的技术基础。

4、信息技术系统

报告期内，公司自主研发了包括云质量信息化平台、北极光运营管理系统、绩效管理系统等在内的一整套信息技术系统。

序号	技术名称	具体内容	来源
1	擎天柱信息化平台（原名为云质量信息化平台）	公司在供应商、采购、生产等产业链各环节设置可追溯系统，记录农产品从生产到最终消费各个环节的流向和状态等信息、形成产品跟踪体系，提升公司对产品质量向上溯源、向下跟踪的能力，确保精细化管控和责任落实，将产品质量风险降到最低	原始创新
2	北极光运营管理系统	由 WMS 模块、OMS 模块及 TMS 模块构成。其中，WMS 模块以货品流转为主，实现从货品供应到货品出库整个链条的调控；OMS 模块以订单流为主，客户下单后，通过系统后台逻辑匹配最优发货仓库，处理订单。TMS 模块则整合物流资源，打通公司与第三方合作物流公司的信息链条，通过系统对干线及快递公司进行调控，实现最优时效及最优成本	原始创新
3	云绩效管理系统	建立客户服务等部门的 KPI 评价体系，有效提升公司内部绩效管理的针对性	原始创新
4	唯蜜系统	公司客户服务人员操作平台，解决客服在服务过程中跨部门信息不对称问题（如库存信息、快递信息等）以及客服订单处理问题，同时对售后问题进行记录并提供解决方案，实现操作信息可追溯	原始创新
5	DB 系统（原名为运营云）	涵盖松鼠数据魔方、预算发布、产品库、会员中心、运营中台五大板块，实现运维、监测、反馈、信息公开、普惠分享于一体	原始创新
6	生产管理系统	对原辅料验收入库、加工、成品验收入库、运输至全国范围内各分仓进行全程管控，通过可追溯编码实现产品全流程追溯功能	原始创新
7	评价系统	通过对消费者反馈的记录、存储、分析，对产品质量、物流、客户服务等方面进行完善和改进	原始创新
8	松鼠魔方	汇集公司所有平台的业务数据，并以数据报表形式展现。	原始创新
9	投食店	线下体验店数据系统，协助线下体验店进行更加准确地交易结算、库存管理等	原始创新
10	松鼠团购	团购系统解决了下单锁定库存、发票系统化、发货流程简化、定制产品入库上架、外部产品添加、团购 POS 收银等业务痛点	原始创新
11	松鼠小店	线上 2B 系统，基于基于供应链的 APP 系统，协助和赋能商家更好的进行对商品、营销、导购进行管控，目前包括 APP 前端、小程序、POS 系统，是一个面对 S2B2C 系统	原始创新

（二）产品研究开发情况

1、核心技术储备情况

公司根据实际运营需求和外部市场环境的发展变化，不断投入研发支撑公司快速发展的信息系统。公司的核心技术储备主要包括“云质量信息化平台升级”和“全渠道信息化系统”，目前均处于预研阶段。

序号	项目名称	具体内容	拟达到目标	所处阶段
1	云质量信息化平台升级项目	从供应链管理、产品质量管理、产品可追溯化和客户关系管理等角度出发，将公司现有产品质量可追溯系统延伸至供应链前端（即主要原料采购环节）和销售终端，建立针对“供应商→三只松鼠→消费者”三方的透明化信息平台。公司通过该平台可以第一时间将消费者评价、产品质量问题及服务质量问题等反馈到公司内外部的各个产业链环节	实现从原料采购到消费者终端全流程质量管理的实时、透明、可追溯	预研阶段
2	全渠道信息化系统项目	实现对各个销售渠道的销售信息、库存信息、会员信息、产品信息等资料的实时收集与分析，并在此基础上进行物流配送等安排，同时通过交易数据对消费者的购买行为特征进行分析，对公司的产品及服务进行不断的优化	为构建线上线下全渠道联动的零售平台奠定扎实基础	预研阶段

2、研发投入情况

报告期内公司研发投入情况见下表：

单位：万元

项目	2018年度	2017年度	2016年度
研发支出	3,411.80	1,676.67	1,184.34
营业收入	700,116.70	555,418.66	442,269.62
研发投入占营业收入比例	0.48%	0.30%	0.27%

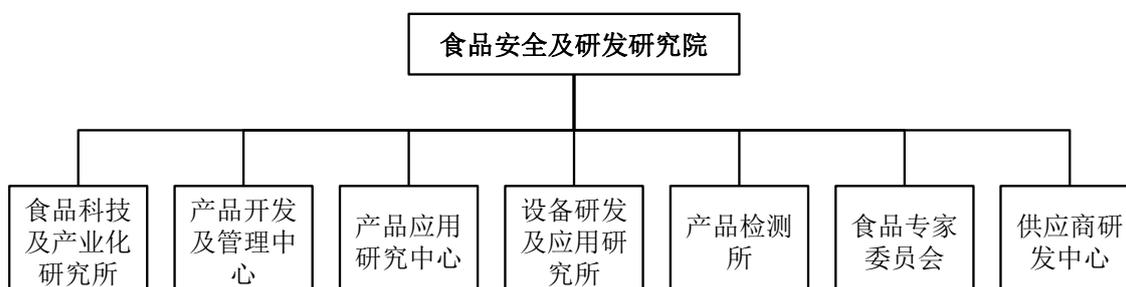
公司不断加大研发投入，报告期内公司研发支出持续提升。同时，公司通过产学研合作研发、供应商联合研发平台等方式充分利用外部资源，不断提升公司的研发能力。

3、公司研发人员情况

公司具有专业性较强且运作高效的产品开发及 IT 技术研发团队。截至 2018 年 12 月 31 日，公司专职从事上述工作的研发人员数量为 223 人，其中专职从事产品开发及产品工艺研究等相关的员工为 43 人，专职从事信息技术系统开发和维护的员工 104 人、从事品牌设计、产品包装、抱枕、零食罐、服装等周边产品的研发设计的员工 76 人。团队成员拥有扎实的专业技能和丰富的从业经验，多人具备食品安全师、高级公共营养师、H3C 认证网络工程师等认证。同时公司通过建立完善的人才政策及激励机制，加强核心技术人员的稳定性，报告期内公司核心技术团队无重大变动。

(1) 产品研发人员

公司的产品开发完善工作主要由公司下设的食品安全及食品研发研究院负责，该部门的主要职责包括：建设并推进公司的质量管理标准、促进供应商规范和完善生产工艺流程、优化工艺技术水平、开展与外部机构合作、专利撰写和情报收集等。目前该研究院下设食品科技及产业化研究所（负责产品的公众推广以及和行业协会的对接）、产品开发与管理中心（主要负责产品的开发与管理工作）、产品应用研发中心（主要负责产品工艺改进和品质标准化及推广应用）、设备研发及应用研究所（主要负责食品机械设备研发、开发及引进工作）、产品检测（主要负责产品的品质管控）、食品专家委员会（整合政府、行业协会、科研院校的研发能力）以及供应商研发中心（整合供应商研发能力）等模块。



(2) 信息技术研发人员

完善的信息化系统是保障公司业务高效运营、支撑未来持续增长的重要基础。公司十分重视信息化建设，已建立起一支成熟的信息技术团队，负责云质量信息化平台、极光运营管理系统等运营信息系统的开发和维护工作。截至2018

年12月31日，公司技术中心员工104人，划分为无线技术部、ERP技术部、硬件网络部、应用支持部、软件测试部、产品部等子部门，根据公司不同的运营需求进行供应商管理、采购管理、质量管理、销售服务管理等系统功能的开发维护。

（3）创意设计传播平台

报告期内，公司成立创意设计研究院，紧密围绕三只松鼠品牌IP，持续拓展产业布局的深度和广度，进一步强化品牌建设，通过周边开发、跨界合作等多元化形式构建立体的“三只松鼠”休闲食品文化。截至2018年12月31日，创意设计研究院中的研发人员76名，主要负责抱枕、零食罐、服装等周边产品的研发设计，丰富品牌内涵，塑造“传递爱与快乐”的生活文化。

七、对发行人成长不利的风险

（一）原材料价格波动的风险

公司所销售休闲食品的原材料主要为各类农产品，而农产品易受自然条件、市场供求等因素影响从而导致价格存在一定的波动性。如果公司产品销售价格的调整无法同步于原材料价格的波动，则可能会对公司的经营业绩产生影响，尤其在原材料价格上涨的情况下，若公司继续保持恒定的产品售价，则公司产品的毛利水平将会下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

作为行业领先的休闲食品品牌电商，公司凭借规模化采购的优势形成了较强的议价能力，并通过采购价格提前锁定、产品多元化等一系列制度提高抗风险能力，但仍存在由于主要原材料价格发生大幅波动而导致的经营风险。

（二）销售渠道集中度较高的风险

公司是行业领先的以休闲食品为核心的品牌电商。由于我国互联网电商行业市场集中度较高，互联网品牌商家往往选择在天猫、京东、唯品会等市场份额领先的电商平台开设旗舰店的方式或与其进行入仓模式，以较低的成本迅速覆盖互联网的主要流量入口，从而快速实现业务扩张。

因此，发行人在天猫、京东、唯品会等第三方平台的销售收入占比较高。2016年、2017年及2018年，公司与平台合作的B2C模式与入仓模式收入之和占主营

业务收入比重分别为 95.46%、93.92% 以及 86.67%，其中通过天猫平台（天猫商城与天猫超市合计）实现的销售收入占主营业务收入比例分别为 72.44%、66.97% 和 57.26%，存在销售渠道集中度较高的风险。如果合作平台自身经营的稳定性或业务模式、经营策略发生了重大变化，且公司不能及时作出调整，则可能会对公司的经营业绩产生不利影响。

（三）销售的季节性风险

本公司所处的休闲食品行业具有较为明显的季节性特征。从休闲食品的需求特性来看，消费者一般在气温较低的第一季度或第四季度对休闲食品有较高的消费需求，同时元旦、春节等传统节日作为坚果等休闲食品的销售旺季，也主要集中在第一和第四季度，导致第一季度和第四季度的销售规模普遍较第二季度和第三季度高。此外，受电商销售模式的影响，“双十一”、“双十二”、“年终大促”、“腊八年货节”等固定的线上打折促销时期休闲食品的销售规模存在大幅增加的情况，从而导致公司业绩在年内存在一定波动。

尽管消费者的消费习惯逐步改善，同时公司也不断丰富产品结构以应对行业销售淡旺季的波动。但是，如果在销售旺季或是特定促销时点，公司对市场需求的预计和实际情况存在较大偏差，或公司未能充分协调好采购、生产及仓储配送等各个产业链环节，则可能会对客户的消费体验以及公司的经营业绩产生不利影响。

（四）食品质量控制的风险

食品质量问题关系到每一个消费者的切身利益和生命安全，而近年来，由于部分食品厂商的不规范生产经营，食品质量安全问题屡屡发生，成为社会各界的关注热点，食品质量安全控制也成为了厂商、政府、行业协会等各方的工作重心，国家也相继出台了一系列加强食品质量安全的法律法规，并加大了对于违反食品安全相关规定的处罚力度。

公司作为行业领先的休闲食品品牌电商，始终将食品质量安全放在业务运营的重中之重，从制度管控、硬件投入及人员配备等各方面建立了全面的质量控制体系，保障食品安全和消费者利益。公司根据产业链中原料种植、生产加工和销售流通三大环节，制定了供应商开发管理流程等一系列质量管理流程制度和标

准，从源头采购到销售的整个业务流程中加强了对产品质量控制和管理，并通过明确产品在原料甄选、生产加工、运输贮存、流通环节公司和合作伙伴各自的质量管控责任和措施，有效地防范和控制质量风险。同时，公司基于自身的互联网平台优势和信息化技术基础开发质量管理体系，实现质量全程可追溯，并建立了专业的检验机构实现产品全指标检验。公司于 2012 年成立之初便开始着手 ISO9001 的质量管理体系的建立，并于 2014 年通过 ISO9001 质量管理体系和 HACCP 认证。

尽管如此，在公司日常经营过程中，仍有可能因为上游供应商未能完全按照有关法规及发行人的要求进行生产，质量控制制度和标准未得到严格执行、生产和检测流程操作不当等原因导致食品质量安全问题的发生。在公司产品进入流通渠道之后，食品安全问题会受到一些不可控因素的影响，尽管公司应对风险的能力较强，但仍不能完全规避食品质量安全控制风险。

（五）休闲食品市场需求变化的风险

休闲食品属于典型的快速消费品，下游直接面向广大终端消费者，消费者的偏好和购买力对休闲食品零售行业具有直接影响，因此公司需要及时了解不断变化的消费者需求，并在产品和服务策略上进行快速响应。截至本报告出具日，公司已形成了覆盖坚果、花茶、干果、零食、果干等品类超过 500 种单品的完善产品组合，能够较好满足消费者的多元化需求，并有效减少了单一品类需求变化的风险。同时，公司不断加强产品研发能力，并通过产品经理制度等方式，借助互联网渠道及 IT 系统优势，及时搜集市场需求信息和消费者反馈，及时对产品组合进行调整和改善，以确保公司能够最大程度地抓住市场增长的机遇。但是，如果公司对消费者偏好的把握存在偏差，或者市场需求短时间内出现重大变化，则公司现有产品品类的销售将会受到不利影响，从而导致公司经营业绩出现波动。

（六）市场竞争风险

近年来，我国在线购物市场发展迅猛，市场规模迅速提升，但同时市场参与者数量也在不断增加，休闲食品领域也涌现出越来越多的自有品牌或第三方品牌电商，而一些传统休闲食品生产及线下零售企业也开始拓展互联网销售渠道，进一步提升了市场竞争的激烈程度。虽然公司在休闲食品电商领域具备领先地位，

且“三只松鼠”品牌具有较高的知名度和用户粘性，并不断在品牌文化、产品质量、服务水平等维度巩固自身的差异化竞争优势，但如果未来行业增速放缓，市场参与者数量不断增加，导致行业竞争进一步加剧，则对公司的市场占有率及经营业绩存在不利影响。

（七）公司管理能力不能适应业务高速发展的风险

公司已建立起较为完善的公司治理体系及企业管理制度，有效保障了公司现阶段的健康有序发展，公司的营业收入也从 2016 年度的 442,269.62 万元迅速增长到 2018 年度的 700,116.70 万元。但是，未来随着公司业务规模的持续快速增长、销售渠道的不断拓展以及团队规模的日益扩大，公司在战略规划、品牌的建设、企业管理、团队构建等方面都可能面临进一步挑战，若公司的管理制度、管理人员和组织架构无法很好地适应公司内外部经营环境的变化，将可能对公司的经营业绩及未来的可持续发展造成不利影响。

（八）募投项目无法实现预期收益的风险

公司拟将本次发行募集资金运用于全渠道营销网络建设项目、供应链体系升级项目及物流及分装体系升级项目，以加强自身在销售端及产业链各环节的核心竞争力。前期公司已结合市场需求、行业发展趋势及公司自身的经营特点对募投项目进行了全面论证，以确保募投项目具备充分的可行性和必要性，能够在战略及经营层面进一步巩固公司的竞争优势，并能够取得良好的预期收益。

尽管如此，本次募投项目建设完成后，公司的年度成本投入及固定资产规模在客观上将进一步增加，团队规模亦会有所提升，同时募投项目的实施也对公司的项目管理能力和经营协调能力提出了较高要求。因此，若市场环境及行业格局发生重大变化，或是公司未能按既定计划完成募投项目实施，募投项目的预期收益可能无法完全实现，公司也可能存在因固定资产折旧费用或人员投入等增加而导致利润下降的风险。

（九）主要产品占比过大的风险

公司的主营业务构成中，坚果产品的营业收入占比较大，2016 年度、2017 年度以及 2018 年坚果产品的销售收入分别为 307,824.01 万元、350,545.22 万元

以及 369,629.66 万元，占主营业务收入的比重分别为 69.83%、63.38% 以及 52.97%。坚果产品的经营情况将直接影响公司的经营业绩，报告期内公司已通过拓展其他产品来丰富产品线，但坚果产品的经营业绩情况对公司业绩仍具有较大影响，如果未来短期市场需求及消费者消费习惯出现较大变化导致对坚果产品的需求出现巨大波动，将对公司业绩造成较大影响。

（十）采购周期过于集中导致的风险

行业的季节性波动导致公司的销售旺季集中于第一、四季度，因此其采购一般集中在每年 9 月至 12 月，采购周期较为集中，使得公司在采购季节对流动资金的需求量较大，在自有资金不能满足采购需要的情况下，公司近年来主要依靠短期银行借款来补充采购资金缺口，集中采购的风险可能会出现在以下几个方面：

（1）供货不足导致的业绩下滑风险：若公司在采购期内资金短缺，可能导致原材料供应不足，进而影响销售业绩。

（2）年末存货余额较高的风险：因为公司的采购特点，2016 年末、2017 年末和 2018 年末，公司的存货账面金额分别为 116,800.08 万元、108,754.53 万元和 123,971.60 万元。尽管公司年末存货可通过次年春节期间销售逐步降低，但如果未来短期市场需求及消费者消费习惯出现较大变化，或公司销售面临其他不利因素影响，则将面临存货滞销的风险。

（3）年末短期偿债能力较弱的风险：公司年末集中采购，导致存货余额较大而手头现金较少，因此年末流动比率较低。若公司年末有较大的偿债压力，则会对其资金周转及运营产生较大影响。

（十一）净资产收益率被摊薄的风险

2016 年度以及 2017 年度以及 2018 年度，公司扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率分别为 58.58%、38.02% 以及 26.68%。在募集资金到位后，净资产将大幅增加，而募集资金投资项目产生收益则需要一定的时间。因此，公司净资产收益率短期内可能会较以前年度有所下降。

（十二）房屋所有权的风险

公司尚有坐落于弋江区高新技术开发区久盛路8号7#楼面积为4566.84 m²（面积以最终测绘为准）房产尚未取得产权证。根据芜湖市弋江区住建委2017年9月18日出具的证明文件，发行人上述规划及施工等相关变更手续正在办理中，2014年1月1日至今，发行人不存在违反有关房产管理法律、法规的行为而受到其行政处罚的情形。目前该建筑已完成质量、安全备案变更以及消防备案等审批程序，目前尚需完成的审批程序为房屋测绘。截至本发行保荐书签署日，子公司松鼠小贱位于弋江区白马街道白马村的1号厂房及2号倒班楼已完工，不动产权证正在办理中。

（十三）控股股东控制的风险

本公司的控股股东为章燎源先生。在本次发行前，章燎源直接持有本公司44.52%的股份。公司本次发行完成后，章燎源将持有39.97%的本公司股份，仍将保持相对控股地位。尽管本公司已经建立了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《关联交易管理办法》、《独立董事制度》等保护中小股东利益的相关制度，但是，公司控股股东仍可能会通过行使表决权对公司发展战略、资本支出、人事任免等重大事项施加影响，因而存在因控股股东的控制地位而导致公司决策偏离中小股东最佳利益目标的风险。

（十四）信息安全风险

公司主要业务的开展需要依赖电信运营商的网络基础设施，并高度依赖于信息系统。

为了保证信息系统的安全性，公司已制定较为完善信息系统的管理规章、操作流程和风险控制制度，建立健全了信息系统的安全运行机制，并通过软硬件等多重措施保障相关个人消费者或企业客户信息。

自成立以来，公司未发生重大信息安全风险事件，但是信息系统和通信系统仍可能出现的故障、重大干扰或潜在的不完善因素，将使公司的正常业务受到干扰或导致数据丢失，客户信息甚至是核心的账户信息被泄露、倒卖。公司服务器所在地若发生地震、军事冲突或其他难以预料且防范的问题，或公司的电脑硬件、

软件受到电脑病毒、黑客的恶意破坏或攻击等，或网络通讯的中断和系统的损毁、手机病毒或木马的侵袭，或者支付软件自身存在的漏洞，都可能造成支付隐患，并使得公司存在信息安全风险。

（十五）明股实债安排对松鼠小贱股权结构稳定性的风险

2016年5月，新马投资与松鼠小贱、发行人签署《注资协议书》，由新马投资向松鼠小贱注资2.5亿元人民币，注资完成后，松鼠小贱由发行人全资子公司变更为发行人控股子公司（发行人持有58.33%，新马投资持有41.67%）。新马投资对发行人子公司松鼠小贱的持股为明股实债安排，其交易实质是新马投资向松鼠小贱提供2.5亿元长期融资，发行人为松鼠小贱提供连带责任保证，融资到期后松鼠小贱或发行人清偿完款项后收回股权，新马投资系收取固定回报，而非收取股权投资收益，亦不参与松鼠小贱的经营管理。

如若发行人、松鼠小贱未能按照《注资协议书》的约定向新马投资支付年化回报及偿还本金，则存在融资到期后发行人无法收回新马投资所持有的松鼠小贱41.67%股权的风险。

（十六）线上销售模式导致的业绩波动风险

发行人所处的休闲食品电商行业竞争较为激烈，消费者拥有诸多品牌选择，因此休闲食品电商需要根据迅速变化的市场环境及消费者行为模式在营销推广策略上做出迅速的调整。商超等传统线下经营模式具有区域性销售、存在批发商等多层流通环节的特点，相比之下，线上销售具有全国性覆盖、去除中间环节、直接面对消费者的特点，因此线上销售对于营销推广策略的调整，会对即期经营业绩产生显著的影响。

天猫、京东等电商平台在发展过程中，对线上购物者的消费行为进行影响与引导，塑造了“双十一”、“双十二”、“年终大促”、“腊八年货节”等固定的线上打折促销时期，在这些大型促销季，入驻商家会进行力度较大的促销活动，电商平台也会对入驻商家进行推广资源的支持，由于发行人销售收入主要通过天猫、京东等第三方平台实现，因此发行人产品销售规模在“双十一”、“双十二”等大型促销季会出现大幅增长；另外，在坚果等休闲食品的销售淡季第二季度与第三季度，发行人会选择在中秋节、“聚划算99周年庆”等设计差异化的营销

推广活动进行促销，以提升销量。

因此，线上销售的特殊运营模式导致发行人的销售业绩出现暂时性的波动风险。

（十七）销售模式快速演变对公司运营及业绩的影响

电商销售模式正在发生快速变革，相较于中心化流量的淘宝、天猫及京东等销售平台，去中心化的社交电商亦在快速发展，涌现出了拼多多、云集等新一代社交电商。同时，线上赋能线下的新零售模式也成为电商平台及线上品牌快速进入线下市场的方式。公司及时抓住线上销售模式的变革方向与行业风口，先后布局了拼多多、云集等社交电商平台，同时通过线下投食店、阿里零售通平台、松鼠联盟小店等形式拓展线下零售市场。

由于社交电商、新零售等模式正在快速演变，公司必须在线上销售变革中不断总结自身经验、及时调整销售模式以顺应变革。若公司在后续发展中不能及时顺应行业的趋势与变革而错过发展窗口期，或者公司管理能力无法适应业务模式的快速演变，将会对公司业绩及未来可持续发展产生不利影响。

此外，随着公司线下营销网络的逐步扩大，公司线下销售的日常规范管理难度也逐步加大，公司严格遵循守法合规的经营原则，制定了一套标准化程度较高的门店经营管理体系，建立了较健全的内部控制制度。但是，公司仍不能完全排除所属门店因未严格遵守国家有关法律法规而被处罚的可能性，公司存在因违规经营受到行政处罚而导致经营遭受损失的风险。

（十八）中美贸易摩擦对公司原材料采购价格的影响

根据国务院关税税则委员会《对原产于美国的部分进口商品中止关税减让义务的通知》（税委会【2018】13号）、《关于对原产于美国的部分进口商品（第二批）加征关税的公告》（税委会公告【2018】6号）以及《关于对原产于美国约600亿美元进口商品实施加征关税的公告》（税委会公告【2018】8号），为应对美国对从中国进口的商品加征关税的措施，我国对原产于美国的坚果类产品先后三次加征关税，部分坚果品种进口关税将大幅上升。

此外，受中美贸易摩擦的影响，人民币对美元汇率大幅波动，对公司对外进

口坚果原料的成本造成较大影响。

（十九）净利润季节性集中风险

由于公司销售的季节性波动，第一季度收入占比较大；同时，由于农历新年前为年货置备旺季，刚需的坚果炒货类产品单价往往处于一年中的高位，从而毛利率较高。此外，由于年货季客单价较高，运输费等相关费用率较低，从而导致第一季度净利润占全年净利润的比重较高。而第二至第四季度受电商大促及销售淡季影响，公司往往会通过促销等运营策略刺激消费需求、储备用户，因此毛利率及净利率较低。

尽管公司不断丰富产品结构以应对行业销售淡旺季的波动，但若在第一季度无法实现较高的毛利率及净利率，将对全年的整体盈利能力产生较大不利影响。

八、发行人未来的发展战略

公司以成为“综合性、娱乐化的消费品牌”为发展目标，始终坚持为消费者带来“实惠且安全”的产品，打造给消费者“爱与快乐”的品牌。公司紧密围绕三只松鼠品牌 IP，持续拓展产业布局的深度和广度，致力于成为新商业时代最具代表性的综合性消费品牌。

公司将通过不断巩固和提升“三只松鼠”品牌的美誉度与知名度，强化公司的销售网络渠道建设，完善消费者服务体系，提升公司的供应链整合能力，充分保障产品质量及食品安全，实现信息化管理应用技术的价值提升，逐步打造“以品牌为连接，以企业为平台，以数据为支撑”、连接供应链端和消费者端的业务模式，依托娱乐化体验推动消费升级的市场机遇，形成以休闲食品电商为核心的消费生态体系。

具体而言，在销售端，公司计划通过不断完善产品组合，打造全品类休闲食品零售品牌，不断扩大消费者群体规模并提升重复购买率，驱动销售规模增长。公司将以电商模式为核心，逐步打造“电商渠道+无线自营 APP+线下体验店+城市仓储”的全渠道营销模式。同时，公司将进一步推进品牌综合化、娱乐化战略，延伸三只松鼠周边覆盖范围，丰富“三只松鼠”品牌内涵。在供应端，公司计划通过强化自身研发、分装、物流等供应链能力，为消费者提供更便捷、品质更高的

休闲食品购买体验，尤其在质量控制环节，公司将不断加强技术积累及质控团队实力，并通过云质量信息化平台实现对产业链各环节的有效把控，为公司未来业务发展打下坚实基础。

（一）继续完善产品组合及服务水平

公司将始终坚持以用户需求为导向，以产品创新和模式创新为驱动力，不断打磨产品组合，打造成为全行业领先的全品类休闲食品品牌，为消费者提供更优质、更多元化的休闲食品。在奠定扎实产品基础的同时，公司将持续从硬件及人员投入、公司文化制度两个维度完善消费者服务体系，不断提升服务水平，提升客户满意度和客户忠诚度。

（二）进一步提升品牌知名度

公司经过多年发展，已具有很高的市场知名度，“三只松鼠”品牌也已成为休闲食品领域的优秀代表。未来，公司将进一步强化品牌建设，包括继续推进人格化、动漫化、IP 化的品牌策略，并通过周边开发、跨界合作等多元化形式构建立体的“三只松鼠”休闲食品文化。此外，报告期内公司已通过设立线下体验店的方式对线上渠道尚未覆盖的消费群体进行渗透，对公司品牌文化进行宣传，实现“线下体验+线上消费”，成效显著。未来，公司也将继续加快线下体验店的建设，加强体验店管理和文化体验建设，进一步提升品牌知名度。

（三）巩固和加强上下游伙伴关系

作为行业领先的休闲食品电商，公司将充分发挥自身平台优势，通过巩固和加强上下游合作伙伴关系，实现产业生态的共同发展。

其中，在与上游供应商的合作方面，公司将持续完善供应链合作机制，加强与上游供应商的对接深度，对原、辅材料进行更加精细的采购管理。此外，公司还计划和金融机构深入合作，通过供应链应收账款保理、订单融资等方式为合作供应商提供支持，保障供应商的健康发展。

在与销售平台及物流服务商的合作方面，公司将充分依托第三方电商平台巨大的流量优势、开放的生态环境以及物流公司完善的配送体系，不断完善方便快捷的互联网线上零售商业模式。与此同时，随着公司销售规模的不断扩大以及市

场影响力的不断提升，客观上也将不断地推进销售平台等合作伙伴在休闲食品领域的渗透，实现双方共赢。此外，公司也将通过云质量信息化平台等系统，在客户评价、物流信息等方面和合作伙伴实现信息充分共享，进一步提升双方合作效率。

（四）布局全渠道一体化商业模式

公司将继续以电商经营模式为核心，积极构建全渠道一体化的商业模式，通过全渠道营销网络及信息化系统建设，连接合作供应商、线上销售平台、线下体验店、仓储物流系统及消费者，形成有效闭环。同时，公司将借助线下体验店等网点布局，打通线上平台与线下渠道，通过品牌宣传力度增强和服务体验的升级带来新增流量，挖掘更大潜力的消费群体，进一步提升公司的业务规模。

（五）打造更具专业化的仓储物流体系

公司未来将持续加快仓储物流体系建设，加快货品流转速度，降低仓储物流成本。此外，公司将继续构建“总配送中心+区域配送中心+城市仓”的仓储物流体系，不断完善和细分物流仓储部门的组织架构和职能划分，提高物流体系内各环节的专业化程度。同时，在硬件配备上，公司还将进一步提升仓储物流设施的智能化、信息化程度，以有效支撑公司业务规模的不断增长以及产品品类的不断多元化。

（六）继续加强对产品品质及食品安全的把控

公司将持续加大产品质量控制投入，完善质量风险预防机制，加强质量监控预警管理和售后质量问题追溯管理。此外，作为休闲食品电商行业领先企业，公司已于报告期内自主研发云质量信息化平台，将质量管理流程制度固化至系统中以降低人为因素对质量管理工作的影响，未来将不断加大对该平台的研发投入，加强公司对产品品质及食品安全的把控。

（七）持续提升各产业链环节 IT 化水平

公司将进一步推进供应端、销售端及日常管理运营的信息化建设，加快公司的信息化建设步伐，并逐步从传统信息化向数据科技化转型，持续提升各产业链环节 IT 化和智能化水平，提高公司的整体协作水平和运营效率，增强公司的核

心竞争力。

九、本次募集资金投资项目对于发行人成长性的意义

公司本次拟公开发行 4,100 万股人民币普通股（A 股）股票（占本次发行后公司总股本的比例为 10.22%），募集资金总额将根据发行时市场状况和询价的情况予以确定。实际募集资金扣除发行费用后，全部用于公司主营业务相关的项目。

（一）全渠道营销网络建设项目对发行人成长性的意义

（1）进一步提升市场份额，巩固公司竞争力

全渠道营销网络建设项目契合公司目前业务规模持续增长和覆盖区域不断扩张的客观需求。虽然中国休闲食品行业的发展前景广阔，但由于休闲食品存在差异化程度小、品牌众多且集中度低等特点，行业竞争压力持续存在，因此公司有必要通过拓展销售渠道、加强品牌宣传力度等方式进一步巩固和提升公司的市场竞争力。其中，从渠道模式来看，无线自营 APP 及线下体验店能够对公司目前销售模式形成良好补充；而从覆盖地域看，公司将能够通过向线下体验店的布局和针对性营销，充分挖掘二、三线城市等市场的增长潜力。

（2）拓展营销渠道，加强与消费者的直接联系

目前公司大部分产品主要通过第三方电商平台进行销售，尽管公司坚持以品牌旗舰店等形式确保为消费者提供统一且优质的体验，但与消费者的直接互动相对有限，且难以凸显与其他竞争者在品牌文化和企业定位上的差异。因此，基于“以客户为Owner”的经营和服务理念，公司有必要通过自营 APP 与线下体验店的建设，实现营销渠道的多元化，建立消费者与公司更深层次的双向信息沟通，同时满足客户的多元化及个性化需求，提升客户满意度与忠诚度。

（3）线上线下协同发展是实现公司发展战略的必要途径

基于公司“产业链生态平台”的长期发展目标，公司致力于打造具备鲜明文化特征的综合性品牌，为客户构建全方位、立体的消费体验场景，使客户充分感受、理解并认同三只松鼠品牌文化。作为战略实施的重要组成部分，全渠道营销网络建设项目通过线上与线下协同的发展模式，能够在提升收入、提高公司运营效率、

实现服务及体验升级、增强客户满意度与忠诚度等方面满足公司的经营目标和战略发展需要，并为公司的长期可持续发展打下基础。

（二）供应链体系升级项目对发行人成长性的意义

（1）保障公司产品质量，引领行业健康发展

近年来，国内重大食品安全问题屡屡发生，严重影响了消费者的切身利益，同时市场上休闲食品品牌繁杂，质量层次不齐，对行业的规范发展也产生了不利影响。因此，公司拟通过检测工厂建设以及云质量信息化平台升级，对产品品质及食品安全进行更严格的把控，将检测链条延伸至产业链上游，逐步实现入库产品全环节检验以及全流程的透明化管理。卓越的产品质量管理体系能在保障公司产品质量的同时，在行业内树立良好典范，引导休闲食品行业向健康、安全、规范的方向发展。

（2）增强信息化水平以支撑业务的持续扩张

日趋成熟的信息技术应用能对日常运营产生的数据信息进行高效的整合和分析，帮助公司开展更精细的运营管理和更具针对性的产品研发。通过云质量信息化平台的升级建设，公司能实现对产业链每个环节进行有效控制，对消费者反馈信息进行快速响应，对产品质量进行全程透明化管理，提高公司业务信息化程度，为消费者提供更放心、更便捷的产品及服务。

（3）研发新产品种类及口味创新，提高核心竞争力

随着消费结构的升级，休闲食品消费需求逐渐向口味多元化及用途多元化方向发展，这客观上要求公司需要不断推陈出新，丰富产品结构，优化产品工艺。对研发中心加大投入，将有效增强公司的产品研发能力，及时在产品的风味、品质、外观以及种类上推出契合市场需求和发展方向的产品，对于公司的长期可持续发展具有客观必要性。

（三）物流及分装体系升级项目对发行人成长性的意义

（1）加强产品分装能力以支撑业务的持续扩张

公司在休闲食品电商领域处于领先地位，报告期内营业收入高速增长，年均

复合增长率超过 100%。为了满足持续增长的市场需求，公司需要不断加强自身的产品分装能力，并通过自动化的分装设备改善产出效率，减少货品周转时长，为消费者提供更便捷、更新鲜的休闲食品。通过分装工厂模块的建设，公司能够进一步提升产品供应能力，支撑业务规模的持续扩张，提升市场占有率。与此同时，下游需求的高速增长也能够有效保障分装体系的产出效率，确保建设产能得到充分利用。

（2）升级物流配送体系以满足配送时效的更高要求

物流配送时效性已成为电商行业核心竞争力的关键要素之一，而提高配送的时效，必须在现代化设备、仓储物流技术和信息系统的支持下，建立一个能高效管理库存商品、快速处理销售订单、精确追踪商品流转信息的物流配送体系，才能满足消费者对商品及服务品质不断提升的需求。因此，公司拟通过优化区域配送中心、完善现有城市仓、升级现代化物流设备等举措，全面提升物流配送体系，增强在全国市场范围内的物流配送能力，构建公司在休闲食品电商领域的核心竞争力。

（3）完善仓储配送网络以支持线下体验店的快速发展

报告期内，公司通过开设线下体验店打造与消费者零距离的品牌及产品体验中心，构建线上线下联动的立体销售渠道。根据全渠道营销网络建设项目的规划，公司计划在全国范围内进行更广泛的线下体验店布局，因此，通过小型仓库及门店库房等多层级的仓储配送网络建设，公司的物流配送体系能够更好满足线下体验店高效运营的需求，支撑全渠道销售模式的快速发展。

十、结论

发行人所在的互联网休闲食品电商行业处于高速发展阶段，首先受益于法律规范及产业政策的不断完善为休闲食品电商行业发展构建良好环境，其次得益于购买力的提升带给行业广阔的市场空间和新的发展模式以及消费结构的升级带给本行业新的市场机会，此外受益于信息技术及物流体系的日益完善为休闲食品电商发展提供了强有力的支持以及产品种类的持续创新为行业发展提供新的活力和增长点，未来发展前景良好。

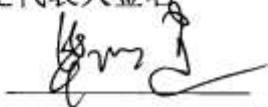
发行人凭借其优质的产品和服务，在过去的发展中已经形成了品牌优势、产品优势、客户服务及客户管理优势、销售渠道优势、流程管理优势、管理层及人才团队优势等核心竞争力。上述核心竞争优势将加快发行人实现自身的战略发展目标，使发行人在互联网休闲食品电商产业中处于越来越重要的地位。

发行人目前正处于业务迅速发展阶段，需要大量的资本投入，依靠经营积累获取的资金有限。公司作为中小企业的融资渠道较为单一。上述因素都制约了发行人的快速成长。为此，公司拟通过本次公开发行股票募集资金，一方面可以使公司发展所需的资本投入得到满足，另一方面也可以进一步快速提高公司的盈利能力，增强公司的核心竞争力。

综上所述，发行人具有较高的成长性和广阔的发展前景。

(此页无正文,为《中国国际金融股份有限公司关于三只松鼠股份有限公司成长性的专项意见》之签章页)

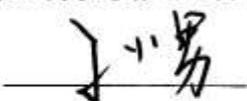
法定代表人签名



毕明建

2019年5月27日

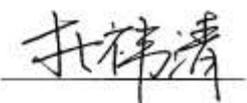
保荐业务负责人签名



孙男

2019年5月27日

内核负责人签名



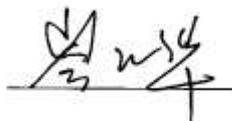
杜祎清

2019年5月27日

保荐代表人签名



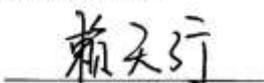
曹宇



岑江华

2019年5月27日

项目协办人签名



赖天行

2019年5月27日

保荐机构公章

中国国际金融股份有限公司



2019年5月27日

附件二：

中国国际金融股份有限公司保荐代表人专项授权书

兹授权我公司曹宇、岑江华作为保荐代表人，按照有关法律、法规、规章的要求负责三只松鼠股份有限公司首次公开发行 A 股股票并在创业板上市项目的保荐工作。

截至本授权书出具日，

（一）上述两名保荐代表人最近 3 年内不存在被中国证券监督管理委员会采取过监管措施、受到过证券交易所公开谴责或中国证券业协会自律处分的违规记录情况；

（二）曹宇最近三年内曾担任过已完成的温州意华接插件股份有限公司中小板上市，科沃斯机器人股份有限公司主板上市项目的签字保荐代表人。岑江华最近三年内曾担任过已完成的温州意华接插件股份有限公司中小板上市项目的签字保荐代表人。

（三）上述两名保荐代表人目前曹宇存在担任申报在审的科创板首次公开发行项目签字保荐代表人的情况。

综上，上述两名保荐代表人作为本项目的签字保荐代表人，符合《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》中关于“双人双签”的规定，我公司法定代表人和本项目签字保荐代表人承诺上述事项真实、准确、完整，并承担相应的责任。

中国国际金融股份有限公司

保荐代表人专项授权书

兹授权我公司曹宇、岑江华作为保荐代表人，按照有关法律、法规、规章的要求负责三只松鼠股份有限公司首次公开发行 A 股股票并在创业板上市的保荐工作。

保荐代表人签字： 曹宇 岑江华
曹宇 岑江华

法定代表人签字： 毕明建
毕明建

