

三只松鼠 (300783)

子行业/行业

发布时间: 2019-07-02

 定价区间
22 ~ 26.4元

证券研究报告 / 新股定价报告

线上休闲食品龙头，品类扩张加速

报告摘要:

行业领先的休闲食品电商: 三只松鼠成立于 2012 年，专注于休闲食品行业，公司成立之初就紧紧抓住电商行业的增长机遇，迅速发展成为休闲食品领域内最具竞争力和影响力的企业之一。公司目前经营着包括坚果、干果、果干、花茶、零食等多个品类超过 500 种产品，构建了覆盖天猫商城、京东、1 号店等主流第三方电商平台及公司自营手机 APP、大客户团购、线下体验店等多元化渠道的销售模式。

线上休闲食品行业前景广阔: 近几年我国互联网产业迅速发展，普及率达到 59.6%。互联网的普及，尤其是移动互联网的成熟，成为网络消费发展的基础。截至 2018 年底，我国网络购物用户规模已达 6.10 亿，预计到 2020 年网络购物市场交易规模将达 10.8 万亿元。休闲食品行业受益于国民消费水平的提高而迅速发展，年均复合增长率达到 16.7%，休闲食品产业与电商模式的融合经历了十几年的发展已逐步成熟。但主要坚果品种的人均消费量仍显著低于美、日等国以及全球平均水平，行业未来增长潜力较大。

品牌、产品、渠道、流程优势支撑长远发展: 公司经过几年的市场培育，已经建立起良好的品牌形象和领先的行业地位，近几年营业收入和利润稳步上升，2018 年实现总营收 70.01 亿、净利润 3.04 亿元，居同行业前列。公司主要销售收入来源于线上渠道，近几年通过开设线下体验店等方式，线下渠道的收入占比不断提升。突出的品牌优势、丰富的产品布局、多元化的销售渠道、成熟的流程管理将为公司未来的发展提供有力支撑。

盈利预测与估值: 按照发行后 4.01 亿股的总股本测算，我们预计公司 2019-2021 年摊薄后 EPS 分别为 0.88 元、1.09 元、1.36 元，根据可比公司和行业估值水平，我们给予公司 2019 年 25-30 倍的市盈率，对应二级市场合理股价区间为 22.0-26.4 元。

风险提示: (1) 食品安全风险; (2) 原材料价格波动风险; (3) 线上渠道竞争加剧

发行数据

发行价 (元)	14.68
发行规模 (百万股)	
发行后总股本 (百万股)	
B 股/H 股 (百万股)	
网上申购日期	2019/7/3
上市日期	
主承销商	中国国际金融股份有限公司

相关报告

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,554	7,001	8,319	9,986	11,534
(+/-)%	25.58%	26.05%	18.82%	20.04%	15.50%
净利润	302	304	353	439	546
(+/-)%	27.70%	0.61%	16.04%	24.37%	24.57%
每股收益 (元)	0.84	0.84	0.88	1.09	1.36
总股本 (百万股)	360	360	401	401	401

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

证券分析师: 齐欢

执业证书编号: S0550518120001
(021)20362340 qi_huan@nesc.cn

目录

1. 三只松鼠：快速崛起的互联网休闲零食品牌	5
1.1. 公司历史沿革	5
1.2. 主营业务情况	7
1.2.1. 产品品类介绍	7
1.2.2. 公司经营概况	9
1.3. 公司股权结构	10
1.3.1. 控股股东介绍	10
1.3.2. 上市前后股东持股占比情况	10
2. 互联网休闲食品增长空间广阔	11
2.1. 电商渠道	11
2.1.1. 农村市场网购增长潜力大	11
2.1.2. 网购已发展成为核心零售渠道之一	12
2.2. 休闲食品	13
2.2.1. 我国休闲食品行业增长潜力大	13
2.2.2. 消费升级驱动休闲食品行业变革	14
2.3. 线上休闲零食行业特征	15
2.4. 同行业公司比较	16
3. 三只松鼠公司分析	18
3.1. 公司主要销售模式	18
3.2. 财务情况分析	21
3.2.1. 收入利润概况	21
3.2.2. 分区域营收情况	23
3.2.3. 销售渠道分析	24
3.3. 公司主要竞争优势	25
3.3.1. 品牌优势	25
3.3.2. 产品优势	26
3.3.3. 销售渠道优势	27
3.3.4. 流程管理优势	28
4. 募集资金用途	30
5. 盈利预测与估值	30
6. 风险提示	30

图目录

图 1: 三只松鼠品牌卡通形象.....	5
图 2: 三只松鼠发展历程.....	6
图 3: 配送中心及城市仓分布图.....	7
图 4: 2018 年分产品收入占比.....	9
图 5: 2014-2018 分产品毛利率.....	9
图 6: 2014-2018 分产品收入及增长率.....	10
图 7: 公司股权结构.....	10
图 8: 中国网民规模和互联网普及率提高.....	12
图 9: 移动端客户占比提高.....	12
图 10: 2011-2020 中国网络购物市场交易规模.....	12
图 11: 2013-2018 中国网络购物/手机网络购物用户规模及使用率.....	13
图 12: 2007-2017 坚果炒货行业年度总产值及增长率.....	14
图 13: 2016 年各主要经济体人均坚果消费量对比.....	14
图 14: 快速消费品城镇零售渠道销售额分布.....	15
图 15: 2016-2018 同行业可比上市公司营业收入（单位：亿元）.....	17
图 16: 2016-2018 同行业可比上市公司毛利率比较.....	18
图 17: 2018 年同行业可比上市公司分渠道收入占比.....	18
图 18: 公司主要销售模式.....	19
图 19: 三只松鼠天猫旗舰店图片.....	19
图 20: 自营手机 APP.....	20
图 21: 公司线下体验店购物场景.....	21
图 22: 2014-2018 营业收入及增长.....	22
图 23: 2014-2018 净利润及增长.....	22
图 24: 2014-2018 年公司综合毛利及毛利率变化情况.....	23
图 25: 2018 年主营业务收入按地区拆分.....	24
图 26: 三只松鼠百度搜索频次——分区域.....	24
图 27: 2018 年前五大合作互联网平台营收占比.....	25
图 28: 三只松鼠品牌宣传.....	26
图 29: 公司质量控制流程体系.....	27
图 30: 公司主要业务流程.....	29

表目录

表 1: 三只松鼠主要产品分类	8
表 2: 本次发行前后股本情况	11
表 3: 食品电商发展历程	15
表 4: 休闲食品的互联网基因	16
表 5: 公司主要竞争对手基本情况	16
表 6: 同行业可比公司营业收入及成长性比较	17
表 7: 主要损益项目占营收的比重	22
表 8: 2016-2018 年公司坚果类产品分渠道收入占比及毛利率	23
表 9: 2016-2018 年主营业务收入按渠道划分	24
表 10: 2016-2018 年公司研发投入情况	26
表 11: 公司信息技术系统	29
表 12: 募集资金用途	30

1. 三只松鼠：快速崛起的互联网休闲零食品牌

1.1. 公司历史沿革

公司主营休闲食品，2012 年成立之初即紧紧抓住电商行业的增长机遇，凭借深入人心的品牌形象、多元化的优质产品组合、快捷高效的线上销售模式、细致贴心的服务体验以及贯穿产业链各环节的信息系统，迅速发展成为休闲食品领域内最具竞争力和影响力的企业之一。公司的核心品牌“三只松鼠”及“松鼠小酷”、“松鼠小美”、“松鼠小贱”等三个可爱的小松鼠形象均在消费者群体中享有较高的知名度。

图 1：三只松鼠品牌卡通形象



数据来源：东北证券整理

公司前身安徽三只松鼠电子商务有限公司成立于 2012 年 2 月，定位于以坚果、干果、茶叶等食品的研发及品牌销售为主营业务的现代化新型企业。当年 6 月，公司“三只松鼠”品牌上线，开始于天猫商城进行运营。公司创立当年即被《创业邦》杂志评选为“2012 年中国年度创新成长企业 100 强”。

2013 年，为支撑业务规模的高速增长，公司相继设立芜湖、北京及广州仓储配送中心或城市仓，完善仓储物流体系支持能力。同年“双十一”购物节当天，公司于天猫商城的销售额突破 3500 万元，位列天猫商城“零食/坚果/特产”类成交额第一名。2014 年 5 月，公司成立安徽中创食品检测有限公司，以不断加强公司的食品质量检测检验及监督能力。同年 5 月，公司发布“松鼠小美”作为花茶产品的品牌形象，并于 10 月发布“松鼠小贱”作为零食产品的品牌形象。2014 年 7 年，公司设立成都仓，以提升西部地区的物流配送时效性，10 月份公司位于芜湖的电商产业园正式投入使用。作为提升“三只松鼠”品牌优势的重要举措，公司的关联企业松鼠萌工场动漫文化有限公司于 2014 年 4 月成立，参与品牌相关的动漫、绘本及周边等配套产品的开发工作。在 2014 年“双十一”购物节中，公司于天猫商城的单日成交额突破 1 亿元，继续位居天猫商城“零食/坚果/特产”类成交额的第一名。

2015 年 10 月，为进一步加强物流配送能力，公司于武汉、南昌、沈阳、济南四地增设城市仓。当年“双十一”购物节当天，公司于天猫商城的销售额达到 2.51 亿元，相比上年同期同比增长约 150%，仍然保持天猫商城“零食/坚果/特产”类目首位。2016 年 9 月，公司首家线下体验店于芜湖开业，开始着手打造与消费者“零距离”的品牌及产品体验中心，提升“三只松鼠”品牌粘性，并构建线下流量和线上渠道相结合的创新营销模式。同年，公司于西安、无锡、天津三地增设仓储配送中心或

城市仓，进一步强化公司的后端配套基础设施优势。在 2016 年“双十一”购物节中，连续第四年成为“零食/坚果/特产”类目第一名并再次被艾瑞咨询列入《中国独角兽企业估值榜》。

目前公司的线上销售渠道已覆盖天猫商城、京东、苏宁易购、1 号店、唯品会、当当、拼多多、零售通等主流平台，并通过自营手机 APP，方便消费者通过移动互联网随时随地下单购买。配送物流方面，公司在芜湖、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，与第三方仓配服务商合作建立了 16 个合作仓，配合第三方物流合作伙伴实现了全国市场覆盖。线下渠道方面，公司在安徽省、江苏省、浙江省等地经营 53 家线下体验店，加强与消费者互动。此外还通过团购业务渠道满足客户大批量、定制化采购的需求。2018 年“双十一”购物节中，公司于全渠道日销 6.82 亿元，仍高居同品类榜首地位。

图 2：三只松鼠发展历程



数据来源：招股说明书，东北证券

图 3: 配送中心及城市仓分布图



数据来源：招股说明书，东北证券

1.2. 主营业务情况

经过多年的发展，公司目前已形成了囊括坚果、干果、果干、花茶、零食等在内的多品类休闲食品组合，提供细分产品品类超过 500 种，较好地满足了不同消费者群体在不同场景下的多元化休闲食品需求。

1.2.1. 产品品类介绍

1、坚果系列产品

公司自 2012 年成立以来以“三只松鼠”品牌推出各类即食坚果产品，包括碧根果、夏威夷果、松子、开心果、巴旦木、腰果、山核桃等，产品主要通过烘干、烘炒等工艺制成，并根据消费者的需求推出多种口味及包装形式。目前公司坚果系列产品的单品数量超过 90 种，坚果类产品是公司最主要的收入来源之一。

2、干果系列产品

公司干果系列产品主要包括葡萄干及红枣制品，通过与新疆核心产地供应商建立长期合作关系，推出“新疆系列”干果，为消费者提供健康、高品质的休闲食用产品。

3、果干系列产品

公司果干系列产品于 2014 年推出，主要为新鲜水果的加工制品，由水果经过清洗、去皮、糖制、烘干或冻干工艺制作而成，在最大程度保留水果营养成分的同时，有效延长了产品的保存期限，兼顾了消费者对于健康营养要素和便携要素的需求。目前公司果干系列产品的单品数量超过 30 种，包括芒果干、榴莲干等。

4、花茶系列产品

公司花茶系列产品定位于年轻消费者，以“松鼠小美”作为品牌形象于 2014 年推出。主要产品包括传统炒制茶叶以及菊花茶、大麦茶、柠檬片等泛植物类冲饮产品。

5、零食系列产品

公司充分挖掘市场需求及消费者喜好，把握住零食产品的发展趋势，于 2014 年从坚果等优势领域拓展至零食市场，并成功推出了多款自有品牌零食产品。公司现已形成了包括肉类即食制品、糕点等在内的多品类零食组合，单品数量超过 440 种。

2016 年、2017 年及 2018 年，公司的零食系列产品的销售收入占公司主营业务收入的比重分别为 19.60%、25.47%及 35.80%，呈现高速增长趋势。

6、礼盒产品及其他

除上述五大类别产品外，为满足消费者的多元化需求，公司还根据消费者反馈信息选择热门坚果、干果、果干等单品进行组合，于 2016 年创新性地推出礼盒产品，并对产品定位和包装进行精心设计，例如融合时下热播影视剧元素推出联名产品等，受到了消费者的欢迎。

表 1：三只松鼠主要产品分类

产品门类	产品门类描述	部分产品图片
坚果类	精选世界范围产区的优质原料，采取筛选、分级、清洗一系列前处理操作，经烘干、烘炒等先进工艺制成，富含人体所需的多种营养物质 产品系列主要包括 “大头装 ” 等	
干果类	优选和田、若羌等地区原料，并采用清洗、自然风干等操作工艺制成，皮薄肉厚，酸甜可口 产品系列主要包括 “新疆正品” 等	
果干类	精选高品质水果原料，实时把控原料成熟度，并经清洗、去皮、糖制、烘干或冻干工艺制作而成，最大限度的保留水果的风味与营养成分 产品系列主要包括 “松鼠云果园”、“超级水果干” 等	
花茶类	原料经自然风干、设备烘热、人工挑选等工序进行加工，并严格把控各项检测指标，给年轻消费者提供更便捷的茶饮消费选择 产品系列主要包括 “小美美妍茶”、“小美随身泡” 等	

零食类

根据消费者需求推出多款热门零食产品，覆盖肉类、烘焙糕点等多元化产品组合

产品系列主要包括“发现好零食”、“小贱爱烘焙”、“小贱糕点”、“小贱膨化”等



礼盒类

根据消费者反馈信息精心挑选出明星单品进行组合

在与品牌形象高度契合的热播影视剧中以植入广告的形式进行品牌推广的同时，融合影视剧元素进行精心包装



数据来源：招股说明书，东北证券

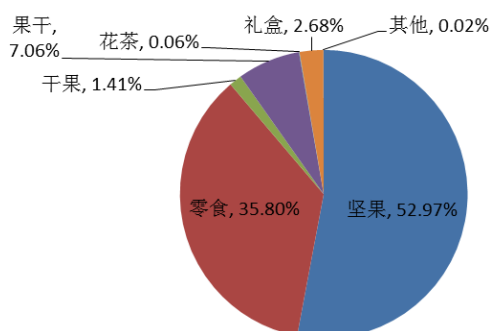
1.2.2. 公司经营概况

公司主营业务收入主要来自于坚果和零食两大品类，其中坚果类营收占比最高，2018 年占总营收的 52.97%。在消费升级和休闲食品电商发展迅速的趋势下，坚果类产品的营业收入在 2014-2016 年经历了快速增长，由 8.12 亿增长到 30.78 亿，2016 年之后收入呈稳定增长趋势。

随着其他品类的扩充，坚果类产品占主营业务收入的比重逐年下降，从 2015 年度的 80.44%下降至 2018 年的 52.97%，零食类产品销售收入占比上升到 2018 年的 35.69%，产品组合越来越多元化。

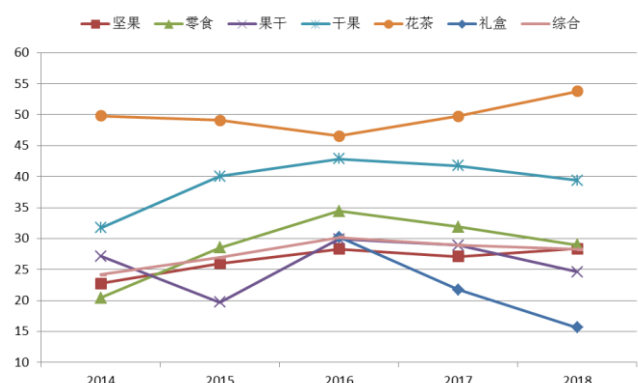
公司 2018 年综合毛利率为 28.25%，坚果产品营业收入占比较大，坚果产品毛利率与公司整体毛利率变化趋势基本一致，2018 年毛利率为 28.34%。零食产品近两年毛利率下降，主要系价格策略影响所致（爆款产品和新品的毛利率较低）。其他品类方面，果干、干果、花茶、礼盒类产品 2018 年的毛利率分别为 24.61%、39.41%、53.76%、15.61%。

图 4：2018 年分产品收入占比



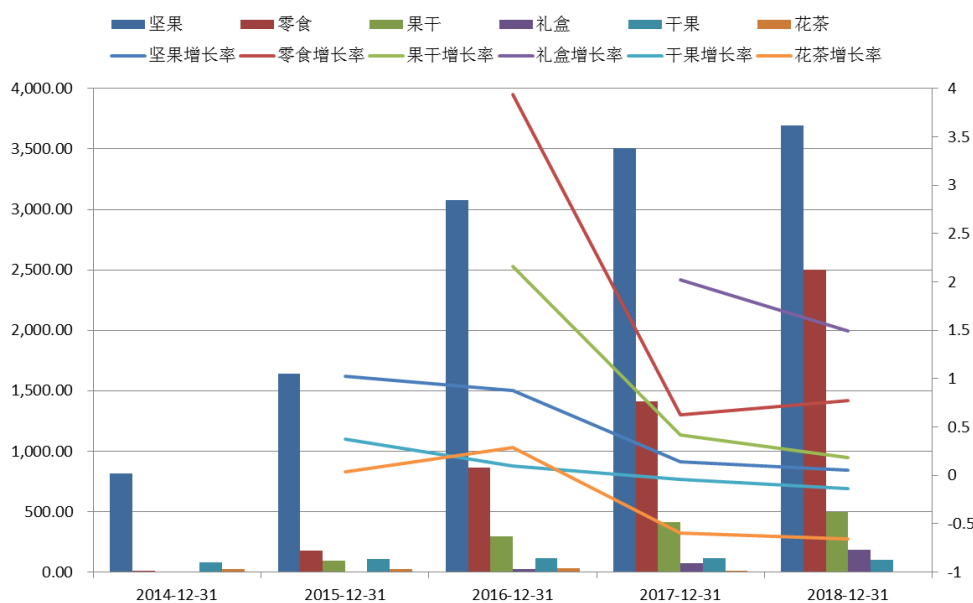
数据来源：Wind，东北证券

图 5：2014-2018 分产品毛利率



数据来源：Wind，东北证券

图 6: 2014-2018 分产品收入及增长率



数据来源: Wind, 东北证券

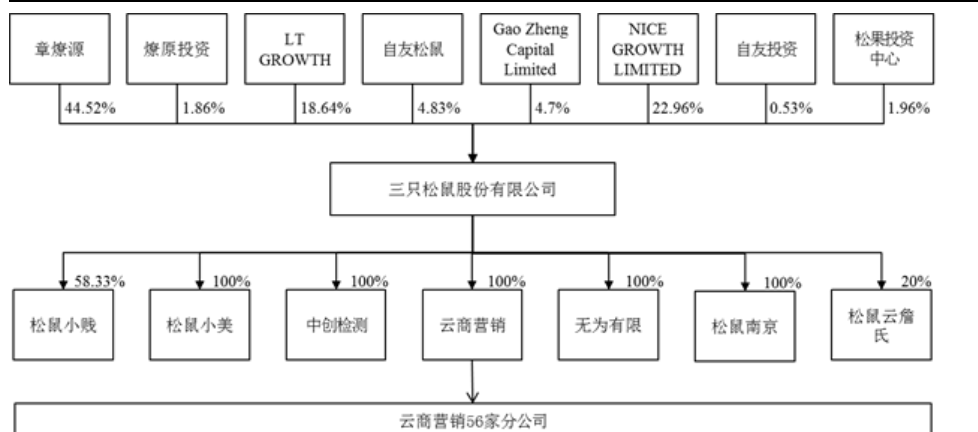
1.3. 公司股权结构

1.3.1. 控股股东介绍

公司创始人兼总经理章燎源为公司控股股东及实际控制人，直接持有公司 44.52% 的股份；同时通过燎原投资和松果投资中心间接控制公司 1.86% 和 1.96% 的股份，合计控制公司 48.34% 的有表决权的股份。

章燎源先生 2003 年起进入坚果行业，2003 年至 2011 年，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。

图 7: 公司股权结构



数据来源: 招股说明书, 东北证券

1.3.2. 上市前后股东持股占比情况

公司发行前股份总数为 36,000 万股，本次拟发行的股票数量为 4,100 万股（占本次发行后公司总股本的比例不低于 10%），发行后公司总股本增加为 40,100 万股。本次发行后公司控股股东仍为章燎源，持股比例预计由原来的 44.52% 下降到 39.97%。

表 2: 本次发行前后股本情况

序号	股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
		持股数（股）	所占比例（%）	持股数（股）	所占比例（%）
1	章燎源	160,272,000.00	44.52%	160,272,000.00	39.97%
2	NICE GROWTH LIMITED	82,656,000.00	22.96%	82,656,000.00	20.61%
3	LT GROWTH INVESTMENT IX (HK) LIMITED	67,104,000.00	18.64%	67,104,000.00	16.73%
4	上海自友松鼠投资中心（有限合伙）	17,388,000.00	4.83%	17,388,000.00	4.34%
5	Gao Zheng Capital Limited	16,920,000.00	4.70%	16,920,000.00	4.22%
6	安徽燎原投资管理有限公司	6,696,000.00	1.86%	6,696,000.00	1.67%
7	上海自友投资管理有限公司	1,908,000.00	0.53%	1,908,000.00	0.48%
8	安徽松鼠投资管理中心（有限合伙）	7,056,000.00	1.96%	7,056,000.00	1.76%
9	公众股东	-	-	41,000,000.00	10.22%
合计		360,000,000.00	100.00%	401,000,000.00	100.00%

数据来源：招股说明书，东北证券

2. 互联网休闲食品增长空间广阔

2.1. 电商渠道

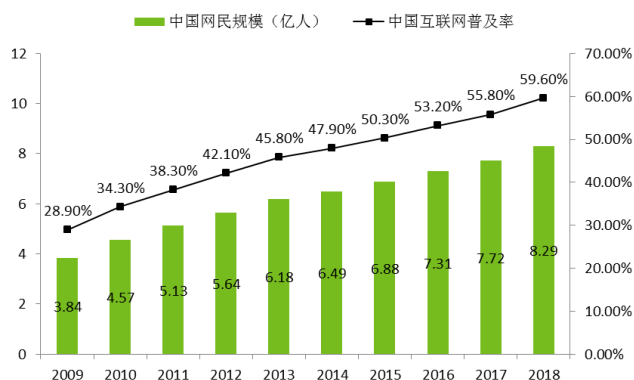
2.1.1. 农村市场网购增长潜力大

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。2018 年我国网民数量规模已达 8.29 亿人，相比 2009 年的 3.84 亿人，十年间网民规模增长超过一倍，互联网普及率达到 59.6%，庞大的用户基础为网络消费的高速增长提供了强劲动力。

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。手机网民数量从 2009 年的 2.33 亿迅速增长至 2018 年的 8.17 亿，年均复合增长率达 13.35%，手机网民规模占比达到 98.6%。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。

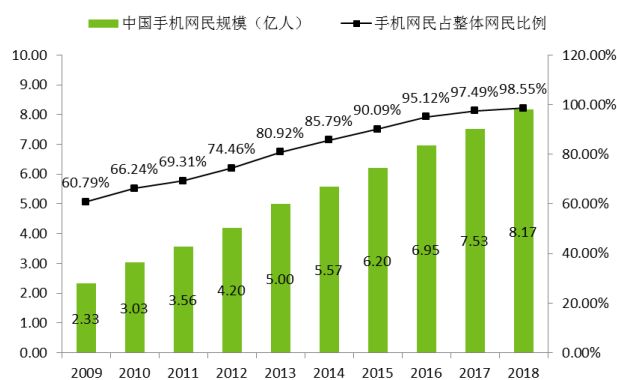
从区域分布上看，互联网在我国农村的渗透率仍有较大增长潜力。2018 年我国农村互联网普及率为 39.22%，相比城镇地区 73.05% 仍有较大差距，尤其是网络购物、在线支付等消费领域的应用普及率还处于较低水平。未来随着互联网基础设施的持续建设、“互联网+”行动的推进以及城镇化率的提高，网民规模预期将进一步提升。同时，由于资源分布差异，农村地区物资更加匮乏，对网络购物等在线消费存在客观需求，这将为电商等互联网产业带来新的增长机遇。

图 8: 中国网民规模和互联网普及率提高



数据来源: Wind, 东北证券

图 9: 移动端客户占比提高



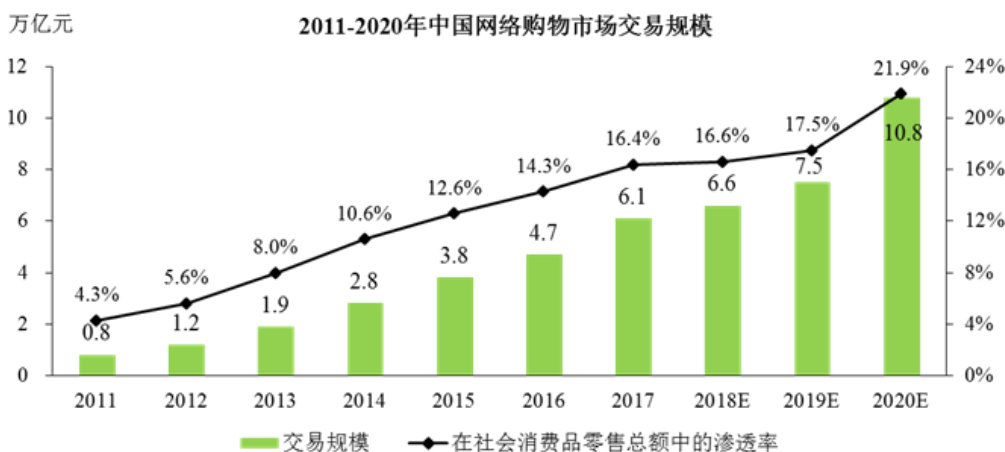
数据来源: Wind, 东北证券

2.1.2. 网购已发展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%, 在社会消费品零售总额中的渗透率达到 16.4%, 同比提升 2.2 个百分点。根据艾瑞咨询的预测结果, 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。

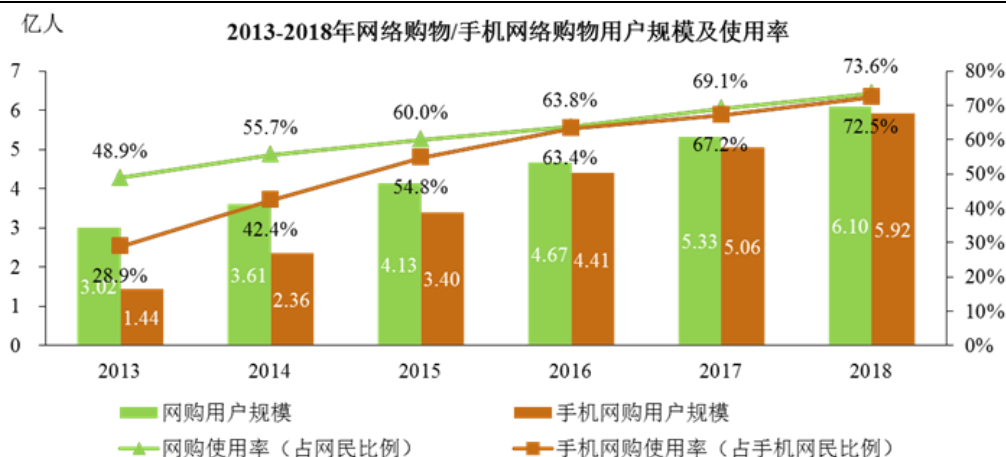
图 10: 2011-2020 中国网络购物市场交易规模



数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

随着移动互联网的迅速普及与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, 与日常消费的结合也愈加紧密。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由 2017 年的 67.2% 迅速提升至 72.5%。

图 11: 2013-2018 中国网络购物/手机网络购物用户规模及使用率



数据来源: CNNIC, 东北证券

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,控制中间流通成本并能帮助企业更好地分析和满足消费者需求。

2.2. 休闲食品

2.2.1. 我国休闲食品行业增长潜力大

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预测数据,我国休闲食品行业年产值由 2004 年的 1931.38 亿元将增长至 2019 年的 19925.28 亿元,累计增幅超过 10 倍,年复合增长率为 16.84%。

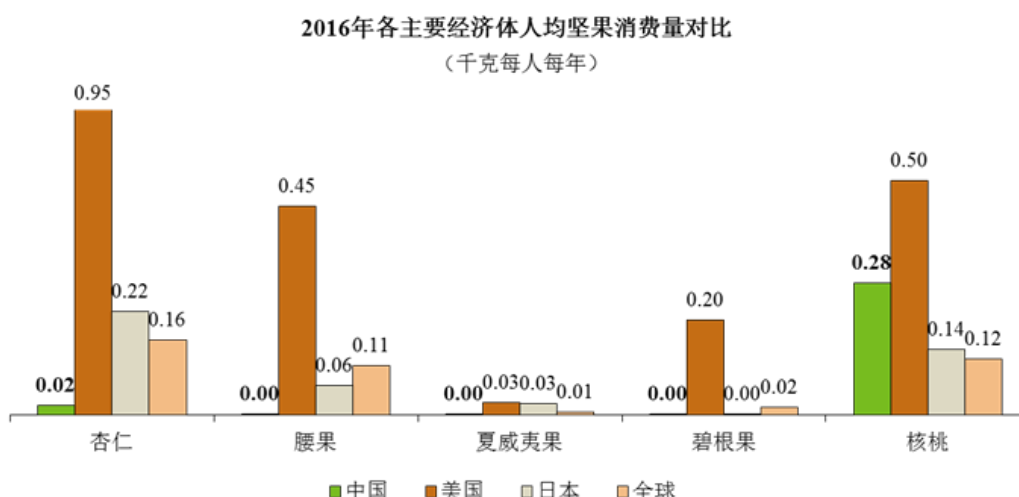
从品类结构来看,休闲食品包括糖果巧克力、坚果炒货、肉干肉脯、果脯蜜饯等,种类繁多,受消费习惯变化的驱动,坚果、零食等休闲食品细分品类增长较为迅速,以坚果炒货为例,2007 至 2017 年间,坚果炒货行业年产值从 283.1 亿元迅速增长至 1214.0 亿元,年均复合增长率达 15.7%。但和其他主要经济体横向对比来看,我国主要坚果品种的人均消费量显著低于美国、日本等国家以及全球平均水平,具有较大增长潜力。

图 12: 2007-2017 坚果炒货行业年度总产值及增长率



数据来源: 中国食品工业协会, 东北证券

图 13: 2016 年各主要经济体人均坚果消费量对比



数据来源: INC, 东北证券

2.2.2. 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。

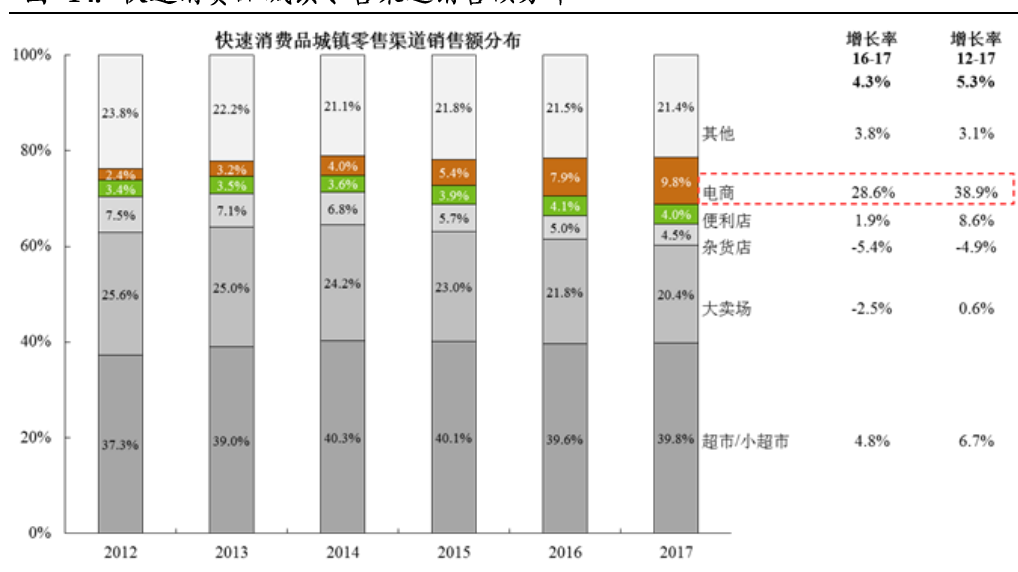
首先, 随着消费模式逐渐从生存型向享受型转变, 消费者对休闲食品的需求也从过去纯粹追求口感逐步向多元化方向发展, 消费者开始更加关注个性化需求的表达, 休闲食品市场不断细分。休闲食品行业的多元化趋势一方面极大地促进了行业创新, 另一方面也使得市场变化的节奏不断加快, 对企业的创新能力及市场应对能力提出了更高要求。

第二, 消费者对产品品质和服务的重视程度日益提升。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, 消费者对知名休闲食品品牌的认可度和忠诚度不断提升, 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，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。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。

图 14: 快速消费品城镇零售渠道销售额分布



数据来源：贝恩公司，东北证券

2.3. 线上休闲零食行业特征

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，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、2012-2017 年的成熟期，目前已进入成熟期。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。

表 3: 食品电商发展历程

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

数据来源：招股说明书，东北证券

相比于乳品、水果生鲜和酒类，休闲食品因具有用户粘性高、方便物流配送、易分享和快速扩散等良好的互联网基因，和电商的结合度更高，受益电商渠道的发展行业快速扩容。

表 4: 休闲食品的互联网基因

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

数据来源：招股说明书，东北证券

2.4. 同行业公司比较

公司的主要竞争对手包括两类，一类为以线下休闲食品生产或零售为主要业务的企业，如洽洽食品、来伊份、良品铺子等；另一类为食品或休闲食品线上零售企业，如中粮我买网、百草味等。

表 5: 公司主要竞争对手基本情况

	名称	基本情况
线下休闲食品加工或零售企业	洽洽食品	成立于 2001 年，主要生产坚果炒货类、焙烤类和薯片类等休闲食品，拥有“洽洽香瓜子”等知名产品。洽洽食品于 2011 年 3 月 2 日在深圳交易所挂牌上市
	好想你	成立于 1992 年，是一家集红枣种植加工、冷藏保鲜、科技研发、贸易出口、观光旅游为一体的综合型企业。好想你于 2011 年 5 月 20 日在深交所中小板挂牌上市
	来伊份	成立于 1999 年，主营业务为休闲食品经营，产品覆盖炒货、蜜饯、肉制品等九大系列。来伊份于 2016 年 10 月 12 日在上交所主板挂牌上市
	良品铺子	成立于 2006 年，以研发、定制、推广休闲食品为主要业务，产品主要包括坚果类、炒货类、肉脯鱼干类、果干果脯类等
线上休闲食品电商企业	中粮我买网	成立于 2009 年，是中粮集团投资创办的食品类 B2C 电子商务网站，主要经营中粮旗下的食品类产品及精选的国内外优质食品、特产等

百草味 百草味是杭州郝姆斯食品有限公司（“郝姆斯”）旗下互联网休闲零食品牌，主要产品包括坚果、糕点糖果、果干、肉脯海鲜、礼盒等五大系列，郝姆斯于 2016 年被上市公司好想你收购

数据来源：招股说明书，东北证券

在 A 股上市公司中，洽洽食品、桂发祥、盐津铺子、来伊份的经营模式主要以休闲食品的线下销售为主，为相对可比公司。好想你与良品铺子的线上收入占比超过 40%，为公司的主要可比公司。

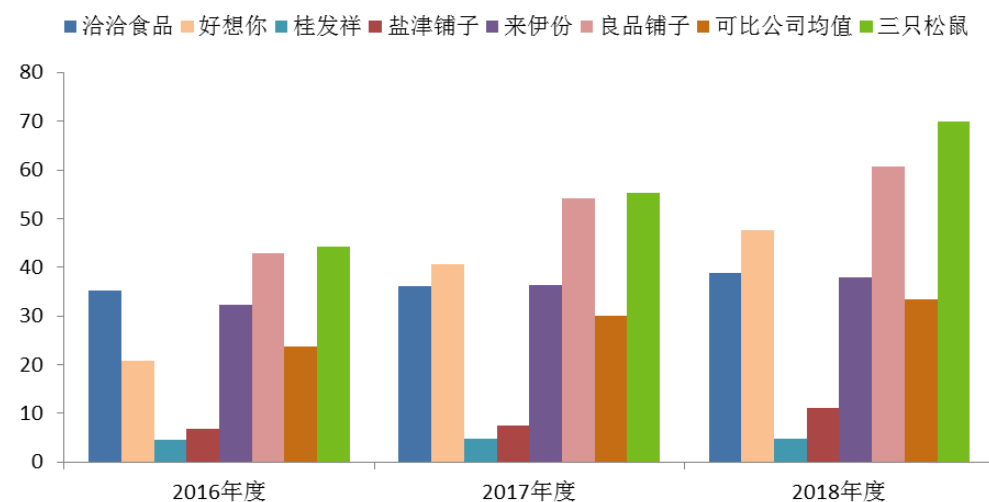
公司 2016-2018 年营业收入在同行业可比公司中一直保持在首位，且展现出了较强的成长性，在行业内居于较为明显的竞争优势。

表 6: 同行业可比公司营业收入及成长性比较

（单位：亿元）	2018 年度	同比增长	2017 年度	同比增长	2016 年度
洽洽食品	38.79	7.68%	36.03	2.55%	35.13
好想你	47.5	16.69%	40.7	96.47%	20.72
桂发祥	4.81	-1.12%	4.86	6.26%	4.58
盐津铺子	11.08	46.81%	7.54	10.38%	6.83
来伊份	37.96	4.38%	36.36	12.35%	32.36
良品铺子	60.71	11.92%	54.24	26.45%	42.89
可比公司均值	33.48	11.73%	29.96	N/M	23.75
三只松鼠	70.01	26.05%	55.31	25.58%	44.23

数据来源：公司年报，东北证券

图 15: 2016-2018 同行业可比上市公司营业收入（单位：亿元）

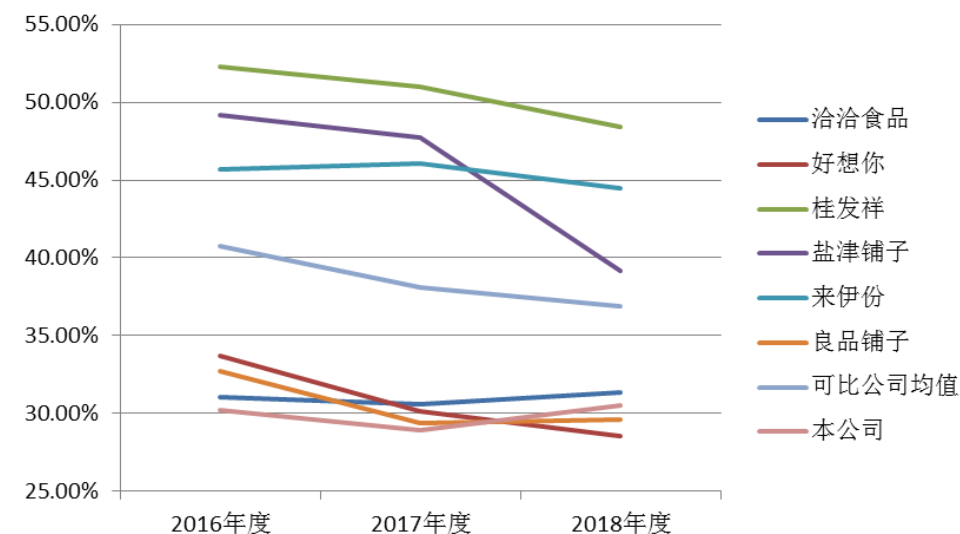


数据来源：公司年报，东北证券

从毛利率上看，公司毛利率水平低于洽洽食品、来伊份，与良品铺子、好想你基本持平，主要原因在于不同企业销售渠道的差异。洽洽食品、来伊份销售收入主要来源于线下渠道，线上收入占总收入的比例不到 10%，好想你 2018 年收入的线上占比为 44.49%，良品铺子、三只松鼠的线上占比更是超过 80%。线上销售价格更加透明，再加上同行业竞争激烈，需要维护价格策略及促销措施来巩固自己的地位，

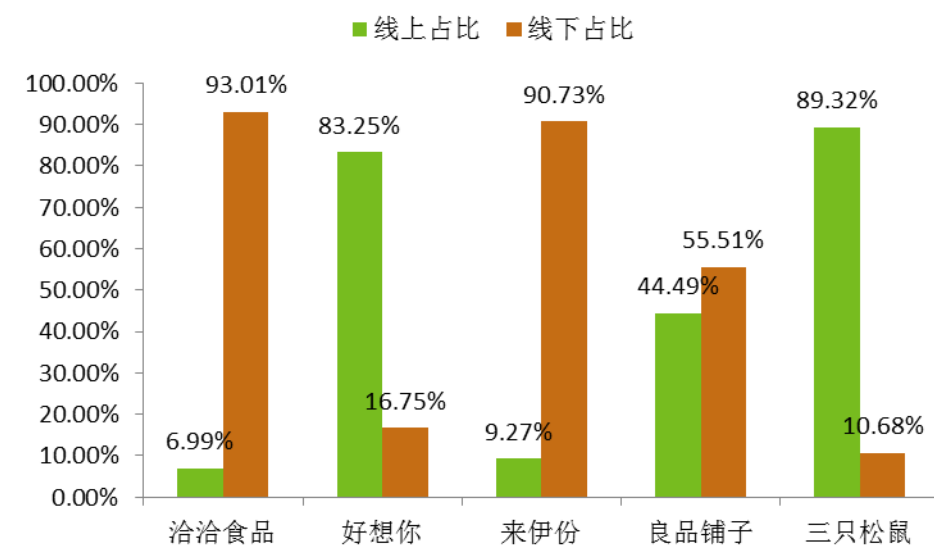
因此线上模式的毛利率大大低于线下模式，线上渠道占比较高的公司毛利率水平亦会受到一定的影响。

图 16: 2016-2018 同行业可比上市公司毛利率比较



数据来源：公司年报，东北证券

图 17: 2018 年同行业可比上市公司分渠道收入占比

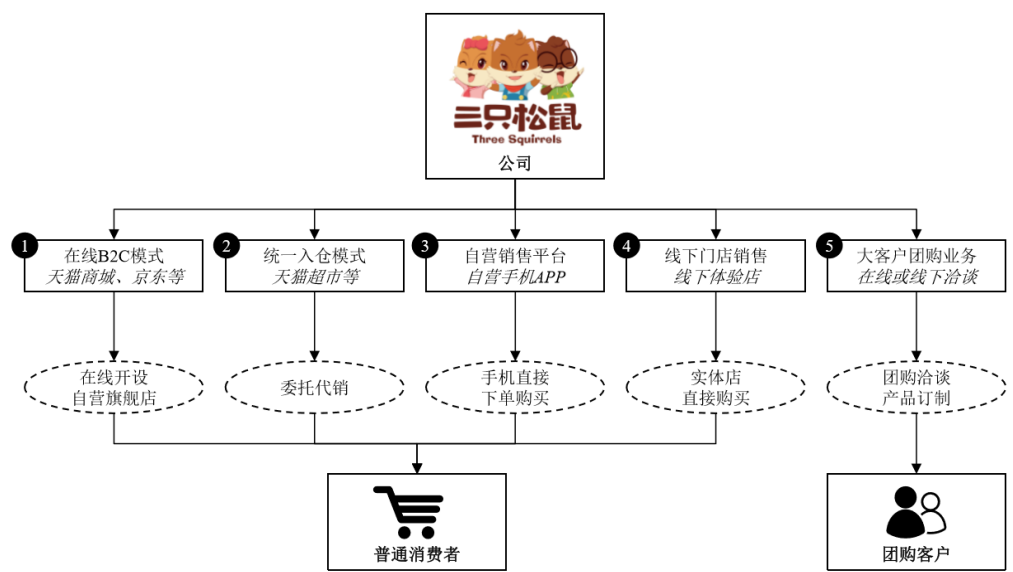


数据来源：公司年报，东北证券

3. 三只松鼠公司分析

3.1. 公司主要销售模式

图 18: 公司主要销售模式

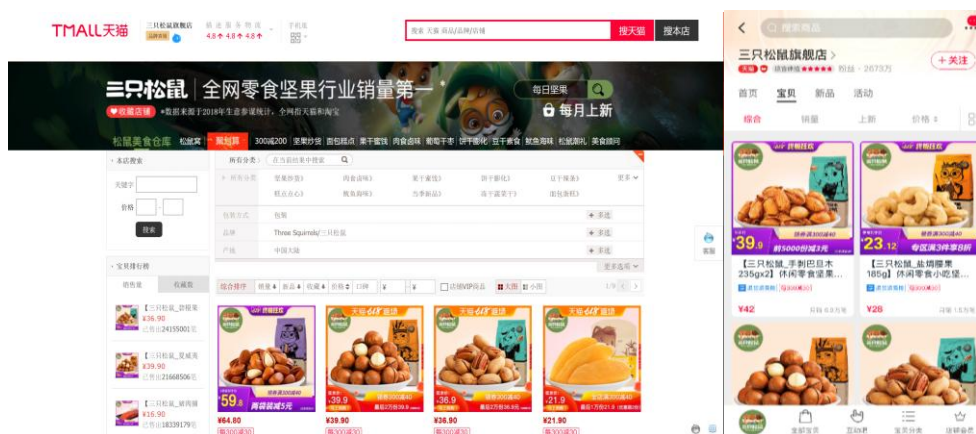


数据来源：招股说明书，东北证券

(1) 在线 B2C 模式

公司主要通过入驻开设自营品牌旗舰店的模式与第三方在线平台合作，开展 B2C 模式的产品销售，包括天猫商城、京东、苏宁易购等的主流平台。基于该模式，由第三方平台负责在线商城基础设施的运营及用户推广，公司则专注于提供更具针对性的产品和更优质的服务。

图 19：三只松鼠天猫旗舰店图片



数据来源：东北证券整理

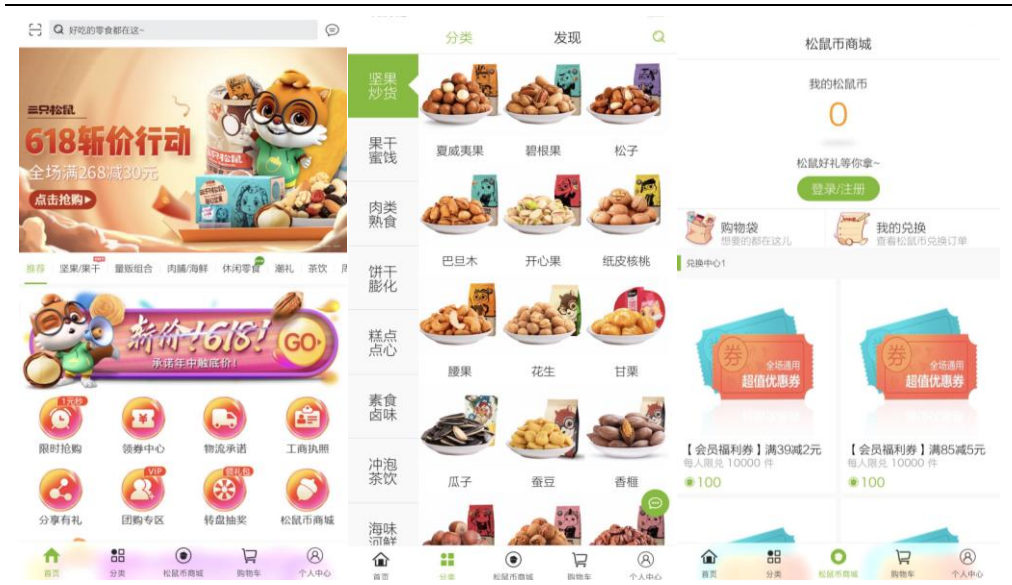
(2) 统一入仓模式

公司的平台统一入仓销售渠道主要面向天猫超市和京东自营。在统一入仓模式下，消费者直接对第三方销售平台发出商品购买需求，销售平台通过其自有物流或第三方物流向消费者直接发出货品，公司则不参与后续的物流配送及售后环节。该方式类似于寄售模式，即公司将产品运送至合作平台指定地点，由合作平台或仓储服务商负责对入库商品进行保管，并根据寄售合同约定的对账时间，收到销售清单核对无误后确认收入，但产品寄售期间的所有权属公司所有。

(3) 自营手机 APP

公司自营销售平台包括公司于 2015 年推出旗下自营手机 APP 平台和微信客户端开设的公众号端口，消费者可通过平台直接下单购买三只松鼠自有品牌休闲食品。通过该渠道，公司能够实现对消费者进行更高效、更具针对性的管理和营销，提升消费者黏性。

图 20: 自营手机 APP



数据来源：东北证券整理

(4) 线下体验店

公司选择在网购普及率相对较低的二、三线城市中人口密集、基础设施完善的沿街商业广场开设线下体验中心。在用户定位方面，线下体验店的受众人群包括三只松鼠的高粘性客户、有即时消费需求的消费者以及尚未形成网购习惯的群体，成为线上渠道的有效补充。

图 21: 公司线下体验店购物场景



数据来源：招股说明书，东北证券

(5) 大客户团购渠道

针对大批量采购或定制采购需求，公司设置有大客户服务管理部，可根据客户要求对产品包装或产品组合等进行订制安排，以满足其个性化需求。

(6) 其他销售渠道

其他销售模式主要包括零售通平台、云集平台、环球捕手等。零售通平台模式的业务模式与入仓模式相近，但其订单接收主体为公司。对于云集平台、环球捕手平台，业务模式与在线 B2C 模式相近，但其订单接收主体为平台。

3.2. 财务情况分析

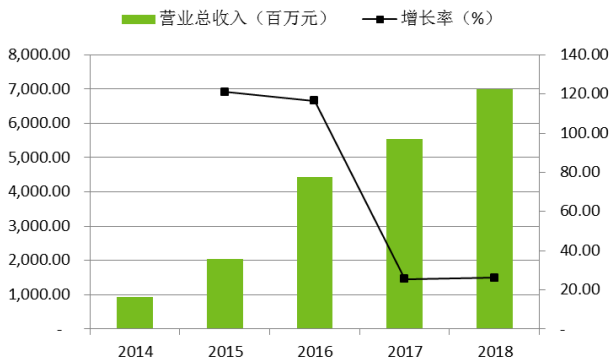
3.2.1. 收入利润概况

公司 2018 年实现营业总收入 70.01 亿元，同比增长 26.05%，2014-2018 的 5 年快速发展时期 CAGR 达到 49.92%。

公司净利润在 2016 年经历了跨越式的增长，由不到 900 万元迅速增长到 2.37 亿元，涨幅高达 2,535.44%，净利润的爆发主要来源于营业收入的上升和利润率的提高。

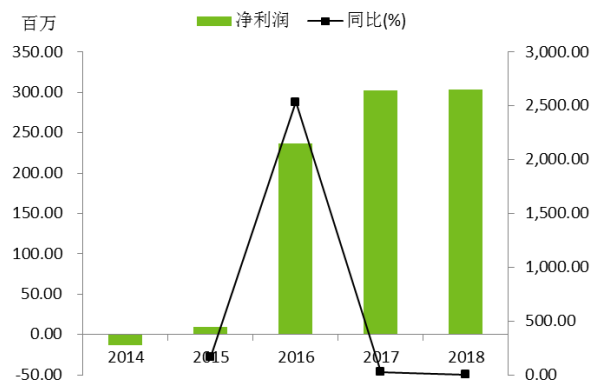
受益于在线休闲食品行业的快速发展，从 2015 年到 2016 年，公司的总营业收入从 20.43 亿元上升到 44.23 亿元，增速高达 116.47%。净利率从 2015 年仅有 0.44% 到 2016 年提升到 5.35%，主要是因为经过几年的市场培育，公司的品牌形象和行业地位基本稳固，培育了一批忠实消费者，公司议价能力也得到增强，各项费用占比逐步趋于稳定，盈利能力显著提升。

图 22: 2014-2018 营业收入及增长



数据来源: Wind, 东北证券

图 23: 2014-2018 净利润及增长



数据来源: Wind, 东北证券

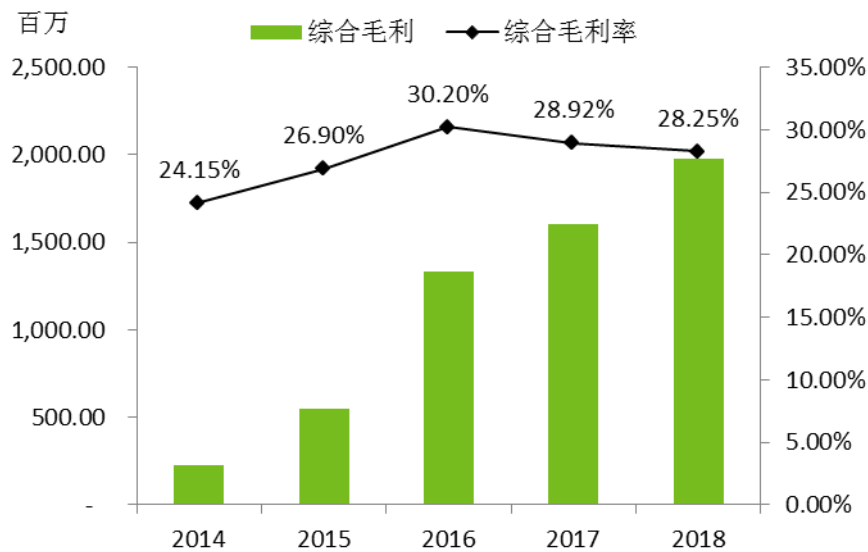
表 7: 主要损益项目占营收的比重

主要损益项目	2014	2015	2016	2017	2018
营业总收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业总成本	103.17%	99.66%	93.49%	93.24%	95.16%
营业成本	75.85%	73.10%	69.80%	71.08%	71.75%
销售费用	25.35%	24.35%	20.75%	19.36%	20.86%
管理费用	1.80%	1.90%	2.26%	1.83%	1.62%
研发费用	0.00%	0.00%	0.27%	0.30%	0.49%
财务费用	-0.11%	-0.01%	0.03%	-0.01%	-0.13%
营业利润	-1.60%	0.72%	7.15%	7.33%	5.68%
利润总额	-1.53%	0.76%	7.14%	7.32%	5.74%
净利润	-1.39%	0.44%	5.35%	5.44%	4.34%

数据来源: Wind, 东北证券

2015 年之前坚果市场处在培育期阶段,公司与竞争对手为快速提高市场份额展开激烈竞争,导致毛利率处于较低水平。经过近几年的市场培育,目前行业市场竞争格局逐步稳定。公司通过较好的品牌形象,建立了行业领先地位,连续 6 年在天猫商城坚果/零食类目的成交额排名第一,议价能力逐步提高,公司毛利率也因此提高,2016 年毛利率达到 30.20%。2017、2018 年毛利率略有下降,主要因为:(1) 公司销售模式的改变,入仓模式的收入占比提高导致毛利率略有下降(入仓模式下,公司需要提供平台折扣,故入仓模式下毛利率低于 B2C 模式);(2) 公司拓展零食品类,且对零食促销力度不断加大,以加强公司在零食品类的市场地位。

图 24: 2014-2018 年公司综合毛利及毛利率变化情况



数据来源: Wind, 东北证券

表 8: 2016-2018 年公司坚果类产品分渠道收入占比及毛利率

平台	2018 年度			2017 年度			2016 年度			
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	
线上模式	B2C	219,590.53	59.41%	29.97%	230,927.59	65.88%	29.04%	252,370.16	81.99%	28.88%
	入仓	102,479.29	27.72%	23.34%	100,985.11	28.81%	21.49%	43,110.84	14.01%	23.80%
线上模式		322,069.83	87.13%	27.54%	331,912.69	94.68%	26.74%	295,480.99	95.99%	28.14%
线下模式		47,559.84	12.87%	32.96%	18,632.53	5.32%	33.37%	12,343.01	4.01%	32.49%
合计		369,629.66	100%	28.34%	350,545.22	100%	27.09%	307,824.01	100%	28.32%

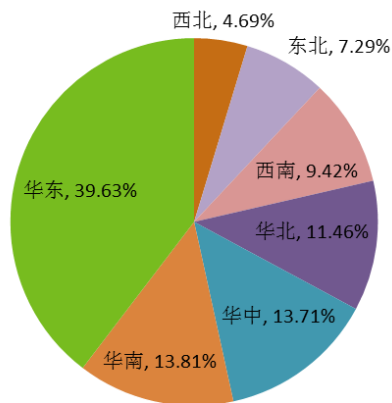
数据来源: 招股说明书, 东北证券

3.2.2. 分区域营收情况

公司主营业务收入主要集中在华北地区、华东地区、华中地区、华南地区, 2016-2018 年, 华北地区、华东地区、华中地区、华南地区的营业收入总额占比分别为 76.55%、77.04%、78.61%。

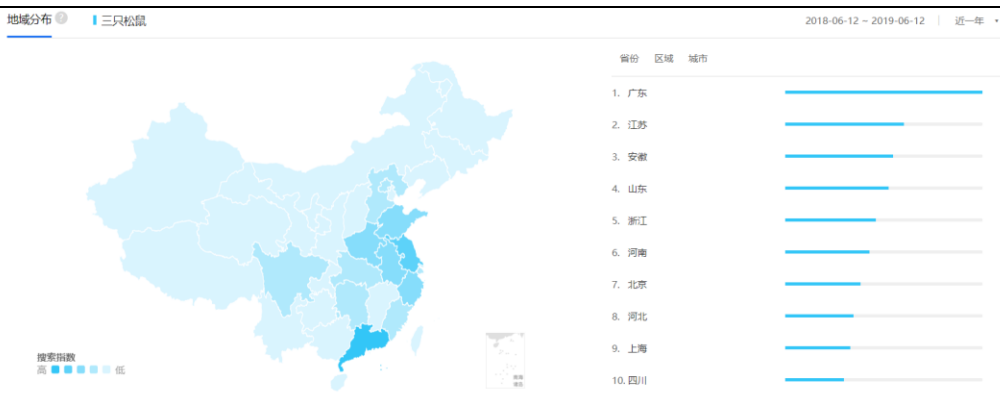
百度搜索指数所呈现的结果显示, 过去一年中搜索公司名字的网民亦主要来自华东地区、华北地区、华南地区和华中地区。公司主营业务收入的集中度与关键词的搜索人群的聚类性高度匹配。

图 25: 2018 年主营业务收入按地区拆分



数据来源：招股说明书，东北证券

图 26: 三只松鼠百度搜索频次——分区域



数据来源：百度搜索指数，东北证券

3.2.3. 销售渠道分析

线上是公司的主要销售渠道，公司通过线上渠道迅速获得用户流量，提供良好的用户体验将流量转化为消费，2018 年线上收入占比为 9.24%，其中前五大合作互联网平台（天猫商城、京东自营、天猫超市、京东商城、零售通）产生的营业收入为 57.82 亿元，占营业收入的 82.58%。

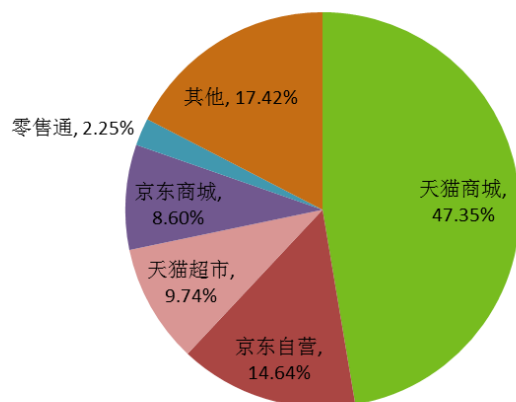
公司对单一平台的依存度逐步降低，以最主要的合作平台天猫商城为例，2016-2018 年产生的营业收入占比分别为 63.69%、52.78%、47.35%，收入占比逐年下降。分析其原因主要有以下 2 点：1）随着入仓模式的大力发展，其对 B2C 模式造成了一定的分流影响；2）随着互联网渗透率的不断提高及线上购物的日益普及，主要 B2C 平台的内生流量增速出现放缓趋势。

表 9: 2016-2018 主营业务收入按渠道划分

销售模式	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
(单位: 万元)	收入	占比	收入	占比	收入	占比
线上模式	622,742.38	89.24%	528,057.98	95.47%	426,780.11	96.82%
线下模式	75,096.37	10.76%	25,060.32	4.53%	14,061.58	3.18%

数据来源：招股说明书，东北证券

图 27：2018 年前五大合作互联网平台营收占比



数据来源：招股说明书，东北证券

公司的线下模式主要包含线下体验店、线下团购模式和新零售模式。2016-2018 年，线下模式的收入占比逐年提高。2018 年线下模式实现营业收入 7.51 亿元，占总营收的 10.76%。其中，53 家线下体验店 2018 年带来的营业收入超过 2 亿元；线下团购模式的营业收入超过 3 亿元。

3.3. 公司主要竞争优势

3.3.1. 品牌优势

3.3.1.1. 公司在休闲食品电商行业具备领先地位

公司成立之初就定位于以坚果、干果、茶叶等食品的研发及品牌销售为主营业务的现代化新型企业，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，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。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。

3.3.1.2. 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。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。

图 28: 三只松鼠品牌宣传



数据来源：招股说明书，东北证券

3.3.2. 产品优势

3.3.2.1. 产品品类布局完备

公司拥有完善的产品品类布局，以充分抓住行业增长机遇，同时减少因对单个产品门类依赖所带来的波动风险。目前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。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，能够给予消费者更多元化、更符合健康生活方式的选择，一经推出就迅速掀起了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。

3.3.2.2. 产品研发能力突出

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。

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，建立了成熟的产品更新迭代机制，兼顾产品的多元化和精品化。

表 10: 2016-2018 年公司研发投入情况

(单位: 万元)	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%

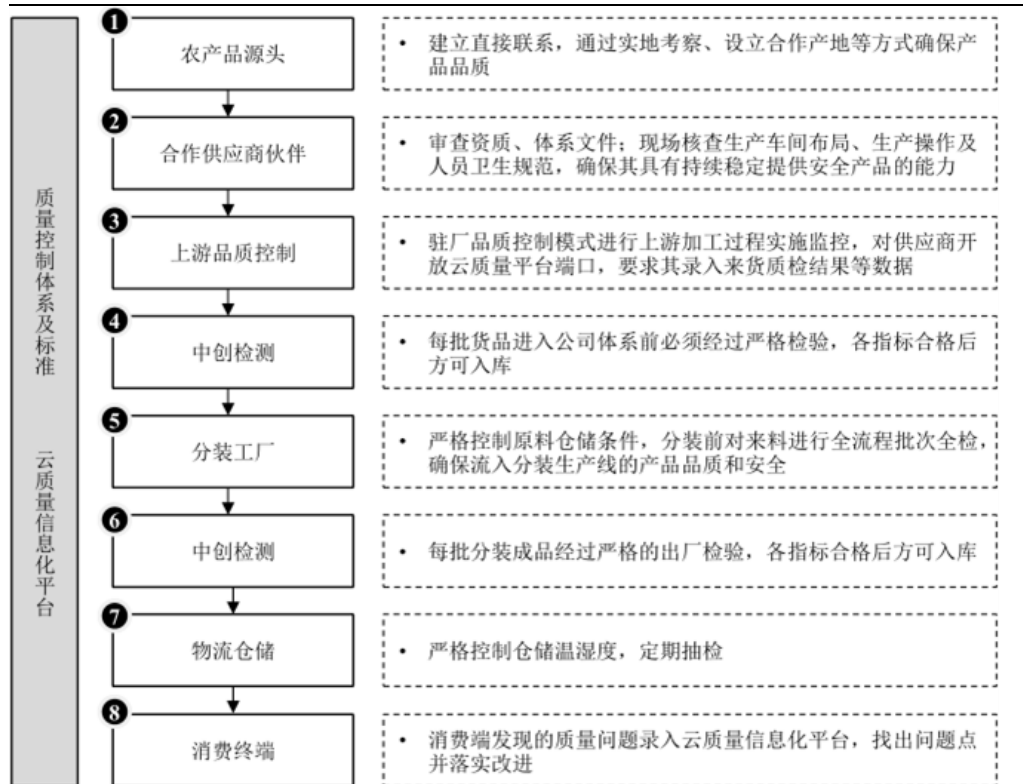
数据来源：招股说明书，东北证券

3.3.2.3. 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。公司于 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。同时，公司自主研发并推出了云质量信息化平台，借助信息化手段对产业链各环节进行有效控制，实现质量全程可追溯，更全面、更有效地减少产品质量风险。

图 29：公司质量控制流程体系



数据来源：招股说明书，东北证券

3.3.3. 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。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、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，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，显示了公司销售渠道的渗透能力。

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。除电商渠道外，公司上线自营手机 APP，该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，线下渠道方面，公司于全国多地设立线下体验店，进行品牌文化的集中展现，提升消费者对品牌的感知度，与公司线上渠道相配合，为消费者带来立体的购买体验，逐步形成了“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。

3.3.4. 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 and 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、合作社等合作方进行对接，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。

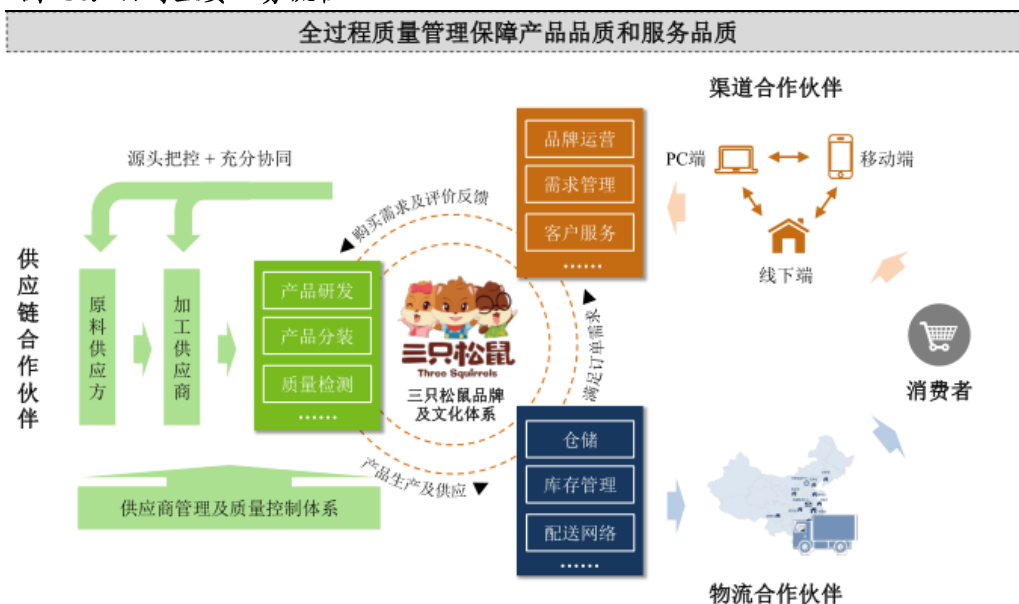
3) 配送环节

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较为完善的 IT 业务支持系统，包括云质量信息化平台、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。

图 30: 公司主要业务流程



信息系统平台实现各业务流程信息传递和共享

数据来源：招股说明书，东北证券

表 11: 公司信息技术系统

技术名称	具体内容
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追溯、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
北极星运营管理系统	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
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
唯蜜系统	唯蜜系统是客服工作的操作平台，也是客服维系与消费者之间关系的系统，由客户关系管理系统、客户关系维护系统、知识库系统、数据监控系统以及排班考勤绩效系统等构成
DB 系统（原名为运营云）	涵盖数据魔方、预算发布、产品库、会员中心、运营中台五大板块，集运维、监测、反馈、信息公开、普惠分享于一体
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
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
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
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
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

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

数据来源：招股说明书，东北证券

4. 募集资金用途

公司拟向社会公开发行人 4100 万股，占发行后总股本的 10%。发行募集资金扣除发行费用后，将投资于“全渠道营销网络建设项目”、“供应链体系升级项目”和“物流及分装体系升级项目”等 3 个项目，预计投入募集资金金额为 5.45 亿元。

表 12: 募集资金用途

序号	募集资金投资项目	预计总投资额（万元）	拟投入募集资金额（万元）
1	全渠道营销网络建设项目	56,155.19	21,291.77
2	供应链体系升级项目	12,657.14	4,799.08
3	物流及分装体系升级项目	74,863.97	28,385.39
	合计	143,676.30	54,476.24

数据来源：东北证券，招股说明书

5. 盈利预测与估值

按照发行后 4.01 亿股的总股本测算，我们预计公司 2019-2021 年摊薄后 EPS 分别为 0.88 元、1.09 元、1.36 元，根据可比公司和行业估值水平，我们给予公司 2019 年 25-30 倍的市盈率，对应二级市场合理股价区间为 22.0-26.4 元。

6. 风险提示

- （1）食品安全风险
- （2）原材料价格波动风险
- （3）线上渠道竞争加剧

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: 上海交通大学金融本科、硕士(CFA), 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

熊鹏: 上海交通大学与挪威科技大学工学双硕士。2017年起从事卖方研究工作, 2018年加入东北证券食品饮料组。

王铄: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn