

开元资产评估有限责任公司  
关于武汉中商集团股份有限公司  
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》  
[191729 号]  
的回复



开元资产评估有限公司  
CAREA Assets Appraisal Co., Ltd

二零一九年九月十六日

**中国证券监督管理委员会：**

根据贵会于 2019 年 7 月 22 日下发的中国证券监督管理委员会[191729]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，我公司组织人员就资产评估相关问题进行了逐项落实。现将具体情况汇报如下：

## 目 录

2. 申请文件显示, 1) 交易对方中汪林朋、北京居然之家投资控股集团有限公司(以下简称居然控股)及霍尔果斯慧鑫达建材有限公司(以下简称慧鑫达建材)作为业绩承诺人, 承诺居然新零售 2019 年度、2020 年度、2021 年度经审计的合并报表口径下归属于母公司股东的净利润(扣除非经常性损益)分别不得低于 206,027 万元、241,602 万元、271,940 万元。2) 如业绩未达标, 业绩承诺人承诺合计补偿金额上限为本次交易中标的资产 100% 股权交易作价, 覆盖比例达到 100%。3) 其他交易对方持有标的资产 35.45% 股权, 但不参与业绩承诺及补偿。请你公司: 1) 结合标的资产报告期内业务发展情况、标的资产的核心竞争力、所处行业未来年度发展情况等, 补充披露承诺业绩的合理性和可实现性。2) 补充披露本次交易仅由汪林朋、居然控股及慧鑫达建材进行业绩承诺的合理性。3) 结合业绩承诺人的资金实力、发行股份解锁安排等, 补充披露标的资产业绩承诺未能实现时, 业绩承诺人是否有足额补偿能力, 是否能够充分保护上市公司及中小股东的利益。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	4
31. 申请文件显示, 2016 年度、2017 年度和 2018 年度, 标的资产经审计的营业收入分别为 649,791.33 万元、738,934.90 万元和 836,944.82 万元, 经审计的净利润分别为 82,919.17 万元、112,594.56 万元和 196,161.24 万元。业绩承诺人承诺标的资产在 2019 年度、2020 年度、2021 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 206,027.00 万元、241,602.00 万元和 271,940.00 万元。请你公司: 1) 结合报告期内内部整合情况、主要卖场扩张情况、各业务板块收入增长情况、各业务板块的成本构成等, 补充披露报告期内居然新零售业绩大幅增长的合理性, 利润增长速度与营业收入变动的匹配性。2) 结合标的资产报告期内业绩增长的驱动因素及可持续性、未来年度在各个城市的业务布局、现有城市及未来拟进入城市的在该行业的市场竞争程度、当地房地产行业的发展趋势、标的资产所在行业的市场需求预期、标的资产的核心竞争优势、持有物业的核算模式及未来年度房地产市场发展趋势、主要成本变动预期等, 补充披露业绩承诺的可实现性, 以及业绩承诺核算口径下是否包含投资性房地产公允价值变动损益。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	23
34. 申请文件显示, 报告期各期末, 居然新零售劳务派遣及自有员工人数合计分别为 6,119 人、6,854 人和 7,940 人。请你公司: 1) 结合标的资产自营卖场及加盟卖场运营模式的不同及所需人员配备情况, 报告期内卖场扩张速度等, 补充披露报告期内居然新零售管理团队、员工人数是否与其卖场扩张速度相匹配, 是否存在体外核算及支付人工费用的情形。2) 补充披露居然新零售员工薪酬制度、各等级、各类岗位员工工资收入水平、大致范围及与当地平均工资水平比较情况并补充披露其工资水平的合理性。3) 按照成本费用归集口径, 以列表形式分别披露报告期各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况, 并结合报告期末应付职工薪酬账面余额变动、报告期内薪酬费用水平及现金流量表中支付给员工的工资等科目的勾稽关系。4) 按照成本费用归集口径, 以列表形式分别披露预测期内各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况, 并补充披露人员数量、人员构成与预测期内业务发展规划的匹配性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	54
45. 申请文件显示, 2019 年至 2023 年, 居然新零售营业收入增长率分别为 15%、8%、6%、6%和 6%。其中, 租赁业务收入增长率分别为 15%、11%、7%、7%、7%; 加盟管理板块营业收入增长率分别为 23%、-7%、-2%、-2%、-2%。装修板块营业收入增长率分别为 -20%、0%、0%、0%和 0%; 商品销售板块营业收入增长率分别为 20%、0%、0%、0%和 0%。请你公司: 1) 补充披露截至目前各业务板块下主营业务收入的实际实现情况及居然新零售截至目前的经营业绩实现情况。2) 对比报告期内租赁业务扩张情况、卖场增加数量、租赁业务收入增长率、未来年度计划新增门店数量、新增门店所在城市及地理位置、宏观经济发展预期及当地经济发展水平、目前准备进展、预计开店时间、预计出租率情况、现有卖场营业收入增长速度、现有及未来新开卖场所在城市的竞争化程度、房地产行业发展趋势及市场需求、等因素, 补充披露预测年度租赁管理业务营业收入的月依据及可实现性。3) 结合报告期内加盟卖场的扩张速度、扩张效果、对居然新零售营业收入及经营业绩的贡献成果、未来年度新增加盟门店数量、现有意向加盟商数量及费用缴付情况、加盟业务收入构成、现有加盟卖场及未来年度新增加盟卖场出租率情况及租户续租率情况等, 补充披露预测年度加盟业务收入的预测依据及可实现性。4) 结合报告期内, 装修板块营业收入的下滑趋势、未来年度对装修板块的发展战略、居然新零售装修业务在行业内的竞争地位及核心竞争优势等, 补充披露预测年度装修板块业务收入稳定在 30,276.52 万元的合理性及可实现性。5) 结合商品销售板块报告期内的销售收入下滑趋势、居然新零售商品销售板块的核心竞争优势, 与主要供应商合作的稳定性等因素, 补充披露未来年度商品销售板块主营业务收入稳定在 16,096.77 万元的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	67

46. 请你公司：1) 以列表形式，分业务板块分别补充披露各业务板块营业成本的构成及预测情况。2) 结合标的资产与租赁卖场业主签订的租赁协议期限、未来年度租金变动趋势、员工人数与员工薪酬水平变动预期、装修费用摊销情况及未来年度装修改造支出及预计摊销情况等，补充披露租赁管理业务主营业务成本预测的充分性，并结合报告期内自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的变动趋势及主要成本构成未来年度的变动预测、自有卖场和租赁卖场预测租赁收入的可实现性等，分别补充披露自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的合理性和可实现性。3) 结合现有加盟卖场及未来年度拟新增加盟卖场数量、加盟卖场人员配备数量、所需专业素养及薪酬水平等，并对比卖场当地平均工资水平等，补充披露预测年度加盟业务主营业务成本预测的充分性，同时请对比报告期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平、报告期内毛利率水平的变动趋势、同行业可比公司可比门店可比业务毛利率水平等，分别补充披露预测期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平的合理性和可实现性。4) 结合报告期内装修业务开展情况、标的资产装饰公司闭店情况、人工成本及装修设计及施工成本变动预期等，补充披露预测期内装修业务成本预测的充分性，并对比报告期内装修业务毛利率水平、标的资产装修业务的核心竞争优势等，补充披露装修业务毛利率水平的预测依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 89
47. 请你公司：1) 结合居然新零售报告期内的扩张速度、业务规模发展情况、广告促销方式及广告促销频率，补充披露报告期内居然新零售销售费用变动趋势与其业务规模变动趋势不同的原因，是否存在体外支付情况、并对比同行业可比公司销售费用构成及销售费用率情况，补充披露报告期内居然新零售销售费用率的合理性。2) 结合标的资产未来年度发展战略、新增门店及市场推广计划、主要推广形式及推广频率等，补充披露预测期内销售费用率水平的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 114
48. 请你公司结合居然新零售现有自营卖场装修费用摊销余额、已摊销年限、未来年度装修计划、现有固定资产的成新率情况及未来年度更新计划、未来年度新增卖场数量及装修预计支出等，并对比报告期内已有卖场的装修费用规模等，补充披露预测年度资本性支出预测的合理性和充分性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 125
50. 请你公司补充披露对北京居然设计家网络科技有限公司评估所选用的估值方法、主要评估参数的选取依据及合理性，并补充披露其评估报告。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 129
51. 请你公司结合居然新零售所处行业的业务特点、实际经营情况及同行业可比交易情况，补充披露居然新零售收益法评估中折现率主要参数选取的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 ..... 140

2. 申请文件显示, 1) 交易对方中汪林朋、北京居然之家投资控股集团有限公司(以下简称居然控股)及霍尔果斯慧鑫达建材有限公司(以下简称慧鑫达建材)作为业绩承诺人, 承诺居然新零售 2019 年度、2020 年度、2021 年度经审计的合并报表口径下归属于母公司股东的净利润(扣除非经常性损益)分别不得低于 206,027 万元、241,602 万元、271,940 万元。2) 如业绩未达标, 业绩承诺人承诺合计补偿金额上限为本次交易中标的资产 100%股权交易作价, 覆盖比例达到 100%。3) 其他交易对方持有标的资产 35.45%股权, 但不参与业绩承诺及补偿。请你公司: 1) 结合标的资产报告期内业务发展情况、标的资产的核心竞争力、所处行业未来年度发展情况等, 补充披露承诺业绩的合理性和可实现性。2) 补充披露本次交易仅由汪林朋、居然控股及慧鑫达建材进行业绩承诺的合理性。3) 结合业绩承诺人的资金实力、发行股份解锁安排等, 补充披露标的资产业绩承诺未能实现时, 业绩承诺人是否有足额补偿能力, 是否能够充分保护上市公司及中小股东的利益。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、结合标的资产报告期内业务发展情况、标的资产的核心竞争力、所处行业未来年度发展情况等, 补充披露承诺业绩的合理性和可实现性

#### (一) 报告期内业务发展情况

居然新零售是以中高端为经营定位、为顾客提供家居建材销售、家庭设计和装修等“一站式”服务的大型泛家居消费平台。居然新零售涵盖家居产品零售、家装服务、家居会展等领域, 集“居然之家”家居卖场、“乐屋”家装、“丽屋”家居建材超市于一身, 是中国泛家居行业的龙头企业之一。“居然之家”也是国内最有影响力的商业零售品牌之一。

居然新零售经营的“居然之家”品牌经过 20 年发展, 在全国范围内建立了较高的知名度, 连续十余年荣获北京十大商业品牌, 在全国占据领先的市场份额。截至 2019 年 3 月 31 日, 居然新零售共经营管理 290 家“居然之家”门店, 主要覆盖了北京、陕西、山东、河南、湖北、山西、河北、辽宁、广东、安徽、内蒙古等 29 个省、直辖市及自治区。

居然新零售是家居新零售实践的创新者与引领者, 在与战略伙伴阿里巴巴深度合作下, 不断深耕家居产业, 将家居产业做大做强。同时, 居然新零售坚定不移地以实体门店连锁发展为核心, 向人口净流入的三四五线城市下沉, 以大数据为驱动力进行商业模

式变革，不断推进“大家居”与“大消费”的融合、线上线下的融合、以及产业链上下游的融合。

截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司在国内 29 个省、自治区及直辖市经营了 290 个卖场（总经营面积约为 1,060.57 万平方米），包含 86 个自营卖场（总经营面积约为 447.86 万平方米）及 204 个加盟卖场（总经营面积约为 612.71 万平方米）。

标的公司主营业务收入包括租赁管理收入、加盟管理收入、装修业务收入及商品销售收入。报告期内，标的公司主营业务收入整体保持增长，盈利能力持续提升。

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度	
	金额	增长率	金额	增长率
租赁管理	698,069.85	10.80%	630,026.29	10.57%
加盟管理	78,658.51	65.53%	47,519.46	71.84%
装修	37,631.37	-7.33%	40,608.71	17.31%
商品销售	13,368.91	-27.32%	18,393.84	3.71%
<b>合计</b>	<b>827,728.63</b>	<b>12.38%</b>	<b>736,548.30</b>	<b>13.35%</b>

注：租赁管理板块对应居然新零售直营模式下家居卖场业务；加盟管理板块对应居然新零售加盟模式下家居卖场业务；装修板块对应居然装修业务；商品销售板块对应居然家居建材超市业务。

## （二）标的资产竞争优势

### 1、居然新零售定位于品牌运营服务商，深耕家居产业，具备行业的领导地位及较强的竞争优势

居然新零售是中国泛家居行业的龙头企业之一，“居然之家”品牌在国内深耕泛家居行业已满 20 年，系中国市场内少数率先进行泛家居全产业链布局，搭建了全国线下零售网络的大型、综合、创新家居零售商之一，在中国泛家居行业具有领先地位，在品牌、服务口碑、规模、商业模式等多个方面具有领先的竞争优势。具体如下：

#### （1）居然新零售在市场内具有广泛的市场认可度和美誉度，品牌声誉与服务口碑优异，是行业服务规范的标杆企业

居然新零售在行业内以优质的服务质量在消费者、品牌商、业主方、加盟商等泛家居产业链参与者中积攒了较高的认可度和美誉度，其“居然之家”品牌也成为消费者中广受认知的、备受信赖的品牌。“居然之家”持续多年位居“北京十大商业品牌”和“中国十佳

商业品牌”榜单，并获得“2018 年全国新零售百强榜单”前二十、“2017-2018 中国十大家居连锁卖场”之首等荣誉。

除在消费者中树立了较高的品牌声誉，“居然之家”也是行业内服务规范的首创者、标杆与领军者。中国家居零售行业在过去的发展中，由于历史较短，进入门槛低，行业内企业良莠不齐，乱象重重。居然新零售始终贯彻在创立“居然之家”品牌之初率先提出的“先行赔付”理念，并依次推出“一个月内无理由退换货”、“送货安装零延迟”、“明码实价”、“一次消费终身服务”等在行业领先的服务，常抓不懈、严格落实，是家居零售行业服务标准的首创者与践行者。凭借其过硬的经营服务水平，居然新零售得到了行业的普遍认可。并且，居然新零售参与了《家居行业经营服务规范》、《北京家具行业经营服务规范》等行业标准的制定，在行业内部具有较高的话语权和品牌影响力。

品牌声誉与服务口碑是居然新零售的核心竞争力之一。由于家居产品的购买金额较大，单次采购直接决定了长期一段时间内消费者的居住质量，消费者往往会谨慎选择品牌方与购买渠道，除了考虑家居建材商品品牌的知名度，也会更倾向于在品牌影响力较大、服务口碑较好的卖场进行购买，以获得更多保障。对产业链而言，品牌价值也是居然新零售业务发展和扩张的良好背书。居然新零售更易获得高端品牌供应商、异业资源方的合作意向。同时，居然新零售与供应商、合作方的良好关系会进一步提升卖场品牌价值，由此吸引更多合作方，从而形成经营规模扩张与品牌价值提升的良性循环。

## **(2) 标的公司采取了以运营能力为依托的“轻资产”连锁发展模式，资产运营效率及坪效在行业内表现突出**

居然新零售现有的业务规模及市场地位与其特有的发展模式密不可分。居然新零售正通过直营模式和加盟模式的方式开设“居然之家”卖场，为家居建材产品供应商（包括生产厂商和经销商）提供销售产品的平台。入驻卖场的供应商可获得居然新零售提供的包括场地租赁、员工培训、统一管理、统一收银、物业管理及售后服务等综合服务。其中，大部分居然新零售的卖场采取以租赁物业的直营卖场或加盟卖场的模式进行扩张，依靠标准化、流程化作业模式实现经营规模的扩大。

居然新零售侧重“轻资产”连锁发展模式，“重管理、重服务”的运营模式产生了较好的净资产回报。在直营门店方面，居然新零售的自有物业卖场为 11 家，占直营模式 86 家中的比例为 12.79%。在资产运营效率方面，居然新零售 2018 年扣非后的归母加权

平均净资产收益率为 23.60%，同期扣非归母加权平均总资产收益率为 7.45%，单位面积贡献租赁收入为 1,581.18 元/平方米，资产运营效率显著高于同行业主要竞争对手。

凭借居然新零售行业多年累积的产业资源及丰富的市场拓展经验，居然新零售通过以租赁物业的直营卖场及加盟卖场为主的轻资产模式进行市场扩张，能够在对资金需求相对较小的情况下，更快速的建立全国连锁零售网络，建立更好的市场知名度。

未来，居然新零售将加快连锁门店的扩张布局，以进一步扩大其连锁优势。居然新零售一方面将通过自建、收购、合资、租赁等模式继续稳固北京、武汉等核心城市的市场地位，并实现其他一二线城市的重点突破；另一方面将继续以加盟模式为主加快省会以下三四线城市的连锁布局，以提前进入竞争不充分、家居连锁零售发展相对空白的市场，建立先发优势，实现低成本、低风险的快速扩张。

### **(3) 居然新零售在泛家居行业业务布局的深度和广度居于市场领先地位，适应行业的发展趋势**

“居然之家”品牌在泛家居行业已经深耕 20 年，居然新零售在国内经营着全国性的家居零售网络，为行业内少数能够覆盖全国 29 个省、自治区及直辖市、近 200 个城市的家居零售商。标的公司通过全国性的家居零售网络向广大消费者提供众多家居品牌，是行业内规模最大的家居连锁零售企业之一。

相对于主要竞争对手，居然新零售围绕主业展开的经营范围更为广泛。居然新零售除在全国范围内经营管理“居然之家”连锁卖场外，还运营装饰装修业务、“丽屋”建材超市，居然新零售定期举办家居会展，并布局了家居物流业务。居然新零售装修业务与卖场业务具有协同性。当客户与居然装饰进行沟通后，确定具体设计图与施工方案并签订合同。居然装饰严格参照公司内部标准筛选出符合条件的施工队签约合作，向消费者承诺“全方位服务、先行赔付、一站解决”，并在行业内首推预交底零增项承诺。在施工过程中，居然装饰通过制定一系列施工质量标准、主辅材标准保证服务质量，为消费者提供令人满意的装修服务。居然新零售运营的“丽屋”家居建材超市采取以自主选购、开架式陈列为特点的超市经营模式，将家居建材消费场景从家庭装修大批量购买延伸至日常快速、小量采购，是居然新零售卖场业务的重要补充。此外，居然新零售举办的北京国际家居展、北京装饰博览会已经在行业内形成了一定规模和影响力，也进一步加大了居然新零售在产业链内的知名度，为居然新零售累积更丰富的供应商和品牌资源。同



时，居然新零售也在推进家居物流等业务，不断延伸在家居产业链的布局。目前，居然新零售子公司居然物联正在筹备智慧物联业务，打造以家居大件的到家服务为经营特色，集仓储、配送、安装、结算、售后服务平台为一体的智能物流管理平台。

居然新零售在实体零售网络坚持直营开店与加盟扩张相结合的发展模式。截至 2019 年 3 月 31 日，“居然之家”开业门店达 290 家，覆盖一线城市至五线城市，布局深度和广度居于市场领先地位。由于特定市场内的家居建材商业物业具有较高的稀缺性，先进入特定市场的企业已占据了成熟商圈的优势位置，后来企业会因无法取得有利的选址而影响经营或者为取得有利的选址而付出更多的成本，甚至可能无法进入该市场。因此，居然新零售抢先进入市场而建立的优势非常明显。

## **2、标的公司在做大做强家居主业、与阿里巴巴深度合作的同时，重点推进“三大融合”，占领行业制高点**

目前，居然新零售在专注于做大做强家居主业，与阿里巴巴深度合作的同时，积极推进“三大融合”。具体如下：

### **(1) “大家居”与“大消费”的融合**

在“大家居”与“大消费”融合上，居然新零售将利用现有的实体店连锁网络优势，进一步以儿童和青少年娱乐培训为抓手，逐步融合超市、院线、餐饮、百货等其他生活业态，将娱、教、医、养等多种消费业态引入“居然之家”卖场，开始实现“居然之家”卖场由日常家居消费向大消费的融合。在利用高频消费业态给家居消费带来流量的过程中，也不断满足消费者对美好生活的追求。目前，居然新零售已就“大家居”与“大消费”融合展开了试点。以“居然之家”丽泽店为例，该店正逐渐引入儿童教育、数码、健身、养老等业态，并引入盒马鲜生、美吉姆教育、海底捞火锅等知名品牌店铺，向家居生活 Mall 转型。未来，居然新零售将进一步打造更多家居生活 Mall，适应消费者在家居、生活、娱乐等方面的一站式购物消费需求。

### **(2) 在线上线下融合方面，标的公司同阿里巴巴紧密合作，共同投入资源，实现四个方向的突破**

在线上线下融合上，居然新零售致力从“物业驱动型”向“大数据驱动型”的转型升级，在以下四个方面实现突破：

①在卖场数字化方面，居然新零售正有计划地推进卖场改造工作，目前已构建了销售系统与阿里新零售 POS 系统连通的交易体系。阿里巴巴投入较多人力物力改造居然新零售的订单系统及收银系统，同时着力于实现卖场内的产品数字化，建立 3D 关联导购系统，为开设智慧卖场进行新零售实践；②居然新零售与天猫进行深度合作，将线上“居然之家”旗舰店平台改造升级。在此基础上，“居然之家”线上旗舰店与天猫合作推出“居然之家”同城站，基于卖场、商品、交易等一系列数字化而进行的业务延展，实现了消费者和本地货品的精准匹配，使之更具本地化特色，进一步推动线上与线下的融合。③阿里巴巴集中投入改造的设计家平台将以线上家装设计为流量入口，向居然新零售线下卖场引流，带动居然新零售家居卖场的线下销售；④阿里巴巴旗下的新零售业态，如盒马鲜生在居然新零售线下门店进行布局。

### **(3) 产业链上下游融合**

在产业链上下游融合上，居然新零售正着力建设智慧物流仓储配送系统，打通从工厂到仓储、从仓储到送装入户的全物流链。该体系将以人工智能、机器人、物联网、大数据等新技术为依托，以“家居大件”、“落地配”为特色，并将联动品牌商、仓内作业服务商、物流配送服务商等类型的企业共同提供物流服务。未来，居然新零售将打造智能化仓储空间、智能化配送系统，并逐步实现入户配送安装服务，以解决最后一百米物流配送安装服务需求，解决从商户到客户的无忧销售与无忧购买。

## **3、标的公司拥有经验丰富、锐意进取的团队和有效的人才选拔体系**

### **(1) 标的公司核心管理团队均为公司内部培养产生**

居然新零售具有相对完善的人才培养、晋升机制及市场化的管理团队。居然新零售的高层管理人员大部分从基层成长而来，具有丰富的门店管理经验，深刻的理解“居然之家”品牌文化和居然新零售企业文化，并将品牌文化和企业文化落实到具体的工作执行过程中。在日常管理层面，高层管理人员对中层和基层员工具有良好的带动作用，不断促进品牌文化和企业文化的传播，增强了团队的凝聚力。此外，标的公司还积极从其他行业引入具有电商、百货等行业经验的员工，为团队带来新的视角和经验。

居然新零售领导团队稳定，具有充足的家居零售行业经验、丰富的资源和具有洞察力的战略眼光，能够准确把握行业发展趋势和居然新零售实际情况，制定清晰可行的发展战略。在标的公司领导团队的领导下，“居然之家”品牌历经 20 年完成了从北京到中

国大部分省份的网络布局，从单一家居卖场到多品类、全产业链模式的扩展。

## **（2）标的公司建立了标准化的业务管理制度，多角度培育选拔管理人才**

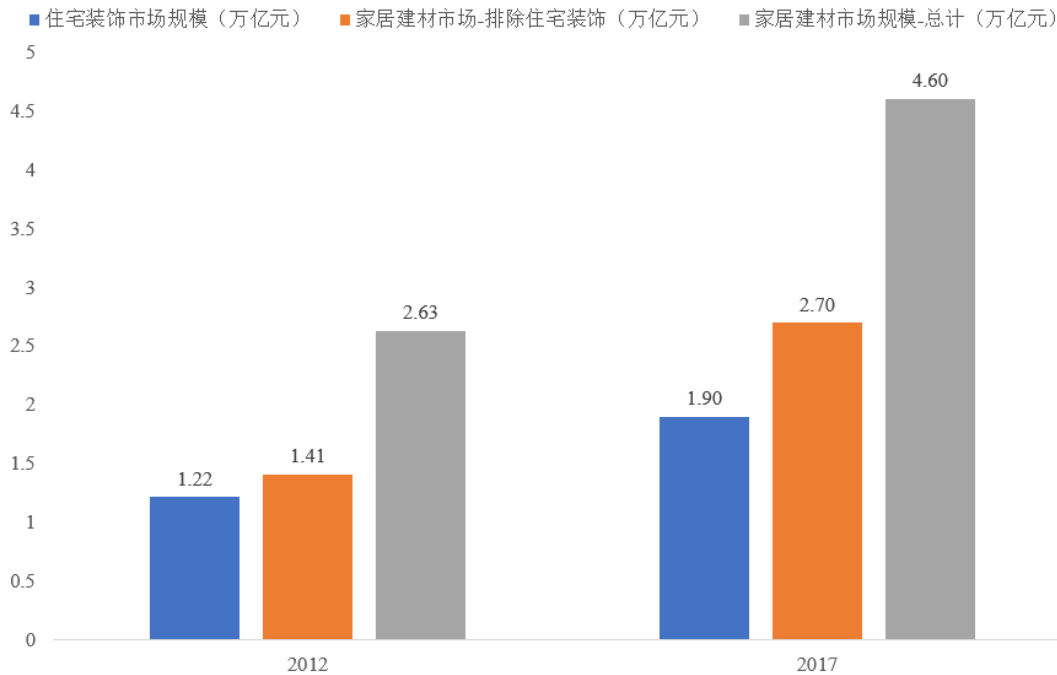
居然新零售发展模式的成功与其多年累积的标准化扩张与管理经验密不可分。从扩张经验上，居然新零售已经形成了从卖场的选址、招商、装修到运营、售后等一套详细的体系和标准化方案。从卖场规划的前期选址、实地考察、初步市场调研，到土地竞买竞租，物业的规划、设计、建筑安装，商户的招募、管理等环节中，居然新零售已经尽可能将相关要求标准化，有效提升了管理效率和运作水平，进一步加快了居然新零售的发展速度。从管理经验上，经过多年的探索，标的公司已建立起一套符合企业实际情况的管理制度，积累了丰富的管理经验，主要体现在营销活动的组织、商品组合、顾客服务体系建立、卖场环境营造、营业管理制度建设、人员招聘、商户关系管理和维护、企业文化建设等方面。通过将制度标准化，居然新零售能够在快速的业务扩张中形成稳定的管理能力输出，保证了标的公司高速的业务发展，形成了行业内独特的竞争力。

居然新零售长期推行“企业导师制”和“管理培训制”的人才配置及培养策略，充分利用企业内部优秀员工的先进技能和经验，帮助新员工和部分转岗人员迅速提升业务技能，适应岗位工作的要求，形成人才的良性循环。此外，居然新零售也注重于对新人的全面培养。居然新零售为有潜力的新人提供多样的门店轮岗学习机会，帮助员工快速成长。居然新零售对于人才综合素质的培养进一步巩固了其团队优势。

## **（三）行业现状及发展前景**

### **1、泛家居行业市场规模**

从广义上看，居然新零售所处市场为整个泛家居市场，泛家居市场规模广阔。根据中国建筑装饰协会及亿欧智库等公开数据，2017年中国家居建材市场规模约为4.60万亿元。其中，住宅装饰市场规模由2012年的1.22万亿元增长至1.90万亿元，除住宅装饰外的家居建材市场规模由2012年的1.41万亿元增长至2.70万亿元。



资料来源：中国建筑装饰协会、亿欧智库等

从居然新零售最主要从事的业务来看，居然新零售处于家居零售市场。在家居零售市场中，部分企业的连锁化零售经营已经形成了较大规模。

## 2、泛家居行业发展前景广阔

随着我国经济的飞速发展及居民生活水平的不断提高，我国泛家居行业呈现快速增长趋势。我国泛家居行业发展存在以下有利因素：

### (1) 我国的城镇化进程正在稳步推进，驱动泛家居行业长期可持续发展

我国城镇化率保持稳步上升，2018年我国的城镇化率达到58.98%。城镇化水平的快速提升带来人口迁移和新增住房需求，从而推动泛家居行业的发展。根据弗若斯特沙利文预测，2021年我国城镇人口将达到9.03亿人，未来5年因城镇人口的增加而产生的新增住房需求巨大。未来新增住房需求将促进城镇住房建设投资增长，为泛家居行业提供广阔市场空间。同时，相比发达国家的城市化水平，我国城镇化率仍有较大的上升空间。根据各国政府统计数据，2018年日本的城镇化率为91.62%，2018年美国的城镇化率为81.26%，均领先于我国。随着我国经济不断发展，城市基建的不断完善，未来我国的城镇化率预计将进一步提升。

### (2) 我国居民的可支配收入不断增长，驱动消费者需求进一步转型升级

2014年至2018年，我国城镇居民人均可支配收入由28,844元上升至39,251元，年复合增长率为8.01%，农村居民人均可支配收入由10,489元升至14,617元，年复合增长率为8.65%。随着收入水平持续增长，消费者会追求更舒适、更品质的居住空间，对家装建材、家居、家具的要求也不断提升。具体来说，消费者在购买家居产品时，将更看重“品质”、“设计”、“环保”等参考要素，“价格”不再是其购买产品的唯一考量因素。从人均家居用品消费支出看，我国2016年家具装饰及家具产品人均支出仅为441美元，同期美国人均1,101美元，英国人均880美元，我国家具装饰及家具产品人均支出仅约部分发达国家的一半，未来成长可期。

### **(3) 房地产行业的平稳发展推动了泛家居稳定增长**

近年来我国房地产和建筑行业不断发展，有效改善了城镇居民的住房条件，提高了城镇居民的住房水平。尤其近年来国家为了抑制大城市房价过快增长，控制投资、投机性房地产需求，减弱房地产的资产属性而回归至正常的居住属性，促使大量投资、投机性存量房或空置房转化为居住性住房，具备居住或出租功能，成为家居装饰及家具市场需求的新来源。此外，以北上广深为代表的超一线、一线城市二手房交易近年来逐渐兴起，存量房交易已成为这些城市房地产交易的重要部分。从新房装修到二次装修的更换周期为6-10年，2009年之后商品房市场的高存量空间成为二次装修需求的有力基础，二手房交易将推进二次装修市场需求的强劲增长，并带来家具市场的业绩新增量。

### **(4) 泛家居新零售模式重要性日益突出，行业集中度将持续提升**

泛家居行业是“小企业”众多的“大行业”，其行业空间巨大。由于行业涉及的产品类别众多，消费者个性化需求较为强烈，家居产品的配送安装要求较高等因素，行业内虽然形成了一些具有一定规模的家居连锁零售和家装服务品牌企业，但这类企业占比较小。家居品牌商直营渠道、传统区域建材交易市场、本地作坊、当地家装施工服务商等各种业态、各种渠道在市场激烈竞争，行业有待进一步连锁化、集中化与专业化。

以大家居向大消费融合、线上线下融合、产业链上下游融合的泛家居新零售是当前行业内最显著的发展方向。新零售意味着线上零售与线下零售的深度融合，并且充分发挥物流、互联网、大数据、云计算等技术与基础设施的力量，为消费者提供全新的购物体验。目前，行业内并无成熟的新零售商业模式，但众多零售企业纷纷进行布局，在泛家居领域展开积极探索和实践。一方面，行业内线上渠道与线下渠道进一步融合，通过

构造新零售的零售业态，全面打通线上与线下渠道，在线上构筑场景，在线下提供购物场景，行业内企业能够增强用户多维度的消费体验。另一方面，行业内企业积极构建消费大数据体系，对消费者实行精细化管理与精准化营销，进一步加强消费者需求与厂商供给的匹配效果。再一方面，领先企业正在积极进行家居物流的建设和整合。如居然新零售正在建设以线下实体店为依托，以家居大件到家服务为经营特色的智慧物流平台。物流配送能力是泛家居企业成长突破的关键能力，更顺畅的物流配送和供应链管理协同最终将提升产业链整体运营效率，也有利于产业链内企业深度参与上下游产业链各环节，加速家居与家装行业的整合。

最后，行业将进一步向专业化、连锁化、集中化发展。由于连锁经营能够充分发挥规模经济效应，降低零售企业的边际成本，已经成为零售企业扩大经营的主要发展方向和必然趋势。纵观全球各品类零售业发展情况，由小规模、低效、分散发展至大规模、连锁化、集中化格局是各类零售行业的共性。目前，我国泛家居行业连锁化程度较低，有待进一步整合发展。

#### （四）2019年业绩实现情况

2019年1-6月，居然新零售经营业绩实现情况（未经审计）如下：

单位：万元

项目	2019年上半年
营业收入	422,930.20
毛利	191,077.59
营业利润	127,744.05
利润总额	127,452.36
净利润	95,912.81
<b>扣非后净利润</b>	<b>93,159.70</b>

2019年1-6月，居然新零售实现的营业收入为422,930.20万元，较去年同期增长8.92%；实现的毛利为191,077.59万元，较去年同期增长18.71%；实现的营业利润为127,744.05万元，较去年同期增长14.04%；实现的净利润为95,912.81万元，较去年同期增长13.49%。居然新零售2019年1-6月实现的扣非后净利润为93,159.70万元，完成率达到45.22%，高于去年同期扣非净利润占全年扣非净利润的44.65%比例。居然新零售2019年上半年业绩实现情况较好，预计可以完成全年预测目标。

## （五）本次交易承诺业绩合理，业绩可实现性较强

综上所述，标的资产在报告期内发展势头良好，业务规模稳步扩张且业绩保持持续增长。并且，标的资产行业龙头地位稳固、竞争优势突出，具备未来持续扩张发展及盈利的能力，预测期内收入实现具有稳固基础。另一方面，泛家居行业市场规模庞大且发展前景广阔，新零售模式重要性日益突出、产业集中度将持续提升，标的公司将积极把握行业发展趋势，贯彻落实“大家居”与“大消费”的融合、线上线下融合、以及泛家居产业链上下游融合的发展战略以顺应市场发展趋势、持续强化竞争优势。本次交易承诺业绩具有合理性与可实现性。

## 二、补充披露本次交易仅由汪林朋、居然控股及慧鑫达建材进行业绩承诺的合理性

本次交易的业绩承诺人为汪林朋、居然控股以及慧鑫达建材，其中汪林朋为本次交易标的公司的实际控制人，同时为标的公司的董事长，居然控股为标的公司控股股东，慧鑫达建材为汪林朋及居然控股的一致行动人，由居然控股持有其 100% 股权。

本次交易中的业绩承诺人主要系本次交易各方经商业谈判友好协商的结果，上述 3 名交易对方作为业绩承诺人的原因及合理性主要如下：

（一）业绩承诺人为标的公司实际控制人、控股股东及其一致行动人，对标的公司生产经营具有较为显著的影响，上述业绩承诺人参与业绩承诺及补偿可有效保障标的公司未来生产经营正常进行，并充分发挥主观能动性力争实现标的公司承诺利润数，有利于保障上市公司和中小股东权益，具有合理性；

（二）交易对方中，除业绩承诺人以外，其他交易对方主要为外部投资者且股权较为分散，对标的公司经营无重大影响，经各方友好协商，除汪林朋、居然控股以及慧鑫达建材，其他交易对方不参与业绩承诺及补偿；

（三）业绩承诺人合计持有标的公司 64.55% 股权，持股比例较高。本次交易中，业绩承诺人虽然不是全体交易对方，但业绩承诺人承诺的合计补偿金额上限为本次交易中标的公司 100% 股权交易作价，覆盖比例达到 100%。业绩承诺人承诺，若业绩承诺人依据补偿期限内截至任一年度末的累积实现净利润数低于截至当年度末累积承诺净利润数需要向武汉中商进行补偿，则业绩承诺人应当以其届时持有的武汉中商的股份进行补偿，若前述股份不足补偿的，则业绩承诺人应以其从二级市场购买或其他合法方式取得的武汉中商的股份进行补偿。当股份补偿的总数达到本次交易发行的股份总数的 90%

后仍需进行补偿的，业绩承诺人可自主选择采用现金或股份的形式继续进行补偿，直至覆盖业绩承诺人应补偿的全部金额；

（四）本次交易中，业绩承诺人根据《上市公司重大资产重组管理办法》以及《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》等要求进行了业绩承诺，符合相关法律法规要求。

综上，本次交易由汪林朋、居然控股以及慧鑫达建材进行业绩承诺具备合理性。

**三、结合业绩承诺人的资金实力、发行股份解锁安排等，补充披露标的资产业绩承诺未能实现时，业绩承诺人是否有足额补偿能力，是否能够充分保护上市公司及中小股东的利益**

#### （一）业绩补偿安排

根据上市公司与业绩承诺人签署的《盈利预测补偿协议》，汪林朋、居然控股、慧鑫达建材作为业绩承诺人承诺本次重大资产重组实施完毕后，居然新零售在2019年度、2020年度和2021年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于206,027.00万元、241,602.00万元、271,940.00万元。如本次重大资产重组未能于2019年度内实施完毕，则业绩承诺期延续至2022年度。业绩承诺人承诺居然新零售在2022年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润不低于304,926.00万元。

若居然新零售在业绩承诺期内截至任一年度末的累积实现净利润数低于截至当年度末累积承诺净利润数，则业绩承诺人应以其通过本次交易取得的上市公司股份进行补偿，若前述股份不足补偿的，则业绩承诺人应以其从二级市场购买或其他合法方式取得的武汉中商的股份进行补偿，股份补偿总数达到本次发行股份购买资产的发行股份总数的90%后仍需进行补偿的，业绩承诺人可自主选择采用现金或股份的形式继续进行补偿，直至覆盖业绩承诺人应补偿的全部金额。

#### （二）股份对价覆盖比例

根据《发行股份购买资产协议》，本次交易完成后业绩承诺人汪林朋、居然控股、慧鑫达建材将分别取得上市公司394,572,826股、2,564,382,953股、764,686,721股，合计3,723,642,500股上市公司股票。按照本次发行股份购买资产的股份发行价格6.18元/



股计算，上述股票对应的交易作价金额为 2,301,211.07 万元，占标的资产的交易作价的 64.55%。即本次交易中业绩承诺方所获得的合计 2,301,211.07 万元股份对价，对业绩补偿整体范围的覆盖比例为 64.55%。居然新零售承诺业绩完成度若在 35.45%及以上，仅需业绩承诺方本次交易所获得的股份便可实现足额补偿，覆盖比例较高。

另根据《发行股份购买资产协议》及《盈利预测补偿协议》，业绩承诺方通过本次交易取得的上市公司股份，其锁定期可以完整覆盖业绩承诺期，可以保障业绩补偿的顺利实施。

### **(三) 股份锁定安排及其他具体保障措施**

#### **1、股份锁定安排**

根据《发行股份购买资产协议》及《盈利预测补偿协议》，居然控股、慧鑫达建材、汪林朋通过本次交易取得的上市公司股份，自该等股份上市之日 36 个月内不得转让，在上述期限届满时，如居然控股、慧鑫达建材、汪林朋的盈利预测补偿义务或期末减值补偿义务尚未履行完毕的，则居然控股、慧鑫达建材、汪林朋通过本次交易获得的武汉中商的股份的锁定期顺延至补偿义务履行完毕之日。

#### **2、权利限制措施**

本次交易中，业绩补偿义务人居然控股、慧鑫达建材、汪林朋对于所取得的上市公司股份在承诺期的质押安排，已出具《关于对价股份质押事宜的承诺函》，承诺：“保证通过本次重组获得的对价股份优先用于履行业绩补偿承诺，不通过质押股份等方式逃废补偿义务。未来质押通过本次重组获得的对价股份（如有）时，本承诺人将书面告知质权人根据业绩补偿协议上述股份具有潜在业绩承诺补偿义务情况，并在质押协议中就相关股份用于支付业绩补偿事项等与质权人作出明确约定。”

#### **3、补偿实施方案**

本次交易制定了切实可行的业绩承诺补偿实施方案，以保障上市公司可以及时、足额取得业绩补偿。具体如下：

在补偿期限内每一会计年度结束后，若根据该会计年度专项审核意见的结果，业绩承诺人应作出盈利预测补偿的，武汉中商应在专项审核意见出具后的 10 个工作日内召开董事会，审议武汉中商以 1.00 元的总价回购并注销业绩承诺人当年应补偿的股份事宜。

武汉中商董事会审议通过上述股份回购注销方案后，应在两个月内召开股东大会审议上述股份回购注销方案，武汉中商应于股东大会决议公告后尽快履行通知债权人等法律、法规关于减少注册资本的相关程序，并在股东大会决议公告后5个工作日内书面通知业绩承诺人，业绩承诺人应在收到通知后的5个工作日内将其当年需补偿的股份以1.00元的总价格转让至武汉中商董事会设立的专门账户，并于45个工作日内完成股份回购并注销事宜，业绩承诺人应在武汉中商需要时予以配合。在专项审核意见出具之日至补偿股份注销手续完成之日期间，业绩承诺人就其应补偿股份不拥有表决权且不享有股利分配的权利。

如业绩承诺人根据《盈利预测补偿协议》机制需向武汉中商进行现金补偿的，武汉中商应在专项审核意见出具后的10个工作日内书面通知业绩承诺人，业绩承诺人应在接到武汉中商发出的书面通知后2个月内将补偿金额一次性汇入武汉中商指定的银行账户中。

#### **4、违约责任**

本次交易设置了相关违约责任条款，以保护上市公司的利益。具体如下：

如业绩承诺人未根据《盈利预测补偿协议》的约定及时、足额向武汉中商进行补偿，武汉中商有权要求业绩承诺人履行义务，并可向业绩承诺人主张违约赔偿责任。

除《盈利预测补偿协议》另有约定，任何一方不履行其在《盈利预测补偿协议》项下的任何责任与义务，则构成违约，违约方应当根据守约方的请求继续履行义务、采取补救措施，或给予其全面、及时、充分、有效的赔偿。

#### **（四）承诺业绩的可实现性**

居然新零售在泛家居领域具备较强的竞争力与稳固的市场领导地位，是中国泛家居行业的龙头企业之一，在泛家居全产业链布局完善，市场认可度及美誉度高。未来，居然新零售品牌价值、行业地位的提升将为经营规模的扩张、业绩的持续性增长提供保障。

居然新零售是搭建了全国线下零售网络的大型、综合、创新家居零售商之一，在品牌、服务口碑、规模、商业模式等多个方面具有领先的竞争优势，其所采取的以经营实力为依托的轻资产连锁发展模式，将为市场拓展及业务扩张建立优于他人的先发优势，这将有利于实现经营业绩的可持续发展。

目前，居然新零售在做大做强家居主业、现有泛家居业务与“大消费”进行融合的同时，积极推进线上线下以及家居产业链上下游的融合。报告期内，居然新零售在“大家居”与“大消费”融合上，引入多种消费业态至“居然之家”卖场，实现“居然之家”卖场向家庭消费一站式商业综合体的转型；在线上线下融合上，居然新零售与阿里巴巴进行深度合作，积极实现线下卖场的进一步数字化，成功打造多家智慧门店，以实现线上线下一体化营销。在产业链上下游融合上，居然新零售进行互动式发展，与泛家居产业链上下游企业展开合作联系，促进泛家居行业的转型升级。因此，“三大融合”新零售战略的实施也将为居然新零售的持续发展及业务拓展转型提供支撑，为居然新零售的业绩实现提供保障。

居然新零售具有前瞻性的发展战略规划和较强核心竞争优势，其客户获取能力、业务扩张水平、领域深耕能力将得到进一步提高。未来，居然新零售将凭借其持续的创新能力和丰富的客户资源、持续的业绩积累、成熟的管理经验、强大的品牌影响力等核心竞争优势，不断扩大市场份额，深耕所处行业领域，强化持续获取订单能力，实现业绩的持续增长。

此外，泛家居行业是“小企业”众多的“大行业”，其行业空间巨大。由于行业涉及的产品类别众多，消费者个性化需求较为强烈，家居产品的配送安装要求较高等因素，行业内虽然形成了一些具有一定规模的家居连锁零售和家装服务品牌企业，但这类企业占比较小。家居品牌商直营渠道、传统区域建材交易市场、本地作坊、当地家装施工服务商等各种业态、各种渠道在市场激烈竞争，行业有待进一步连锁化、集中化与专业化，未来头部企业市场份额也将进一步集中。

2019年1-6月，居然新零售实现的未经审计的扣非后净利润为93,159.70万元，完成率达到45.22%，高于去年同期扣非净利润占全年扣非净利润的44.65%比例。居然新零售2019年上半年业绩实现情况较好，预计可以完成全年预测目标。

另一方面，从历史期业绩情况来看，居然新零售2016年-2018年所实现的归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的平均净利润为120,836.13万元。假设居然新零售未来三年可实现的净利润水平与报告期净利润平均水平相近，则业绩承诺完成度为50.38%，大于股份补偿临界点35.45%，即本次交易业绩承诺方所获得的股份对价可支撑业绩补偿。

综上，考虑到居然新零售市场地位、业务发展情况、核心竞争力、历史期业绩情况及未来年度发展情况等，标的公司未来业绩低于历史期业绩的可能性较低，因此业绩承诺方本次交易所获得的股份无法支撑业绩补偿的可能性较小。

#### **（五）业绩承诺方资金实力**

根据本次交易方案，业绩承诺人本次交易所获得股份对应的交易作价金额为 2,301,211.07 万元，占标的资产交易作价的 64.55%。

考虑到本次交易所涉及的业绩承诺人中，汪林朋为居然控股实际控制人，居然控股持有慧鑫达建材 100% 股权，因此主要考虑居然控股是否具备足额补偿能力或资金实力以满足上述补偿安排。

居然控股系控股型公司，下属除居然新零售经营的家居板块外，居然控股及其控制的子公司的主要业务还涉及大消费板块、金融板块、开发板块和其他板块。截至 2018 年 12 月 31 日，居然控股直接持股 50% 以上的企业多达 35 家，具备较强的资金实力，具体情况如下：

序号	企业名称	注册资本/认缴出资（万元）	持股比例
<b>大消费板块</b>			
1	北京居然传世文化艺术发展有限公司	10,000.00	100.00%
2	北京居然怡生健康管理有限公司	2,000.00	100.00%
3	北京禾瑞缘餐饮有限责任公司	30.00	100.00%
4	北京居然之家智能科技有限公司	2,000.00	100.00%
5	北京怡星儿童文化发展有限公司	2,000.00	100.00%
6	北京居然之家文化娱乐有限公司	5,000.00	100.00%
7	北京居然福康养老用品服务有限公司	2,000.00	85.00%
8	北京居然安康超市有限责任公司	1,000.00	100.00%
9	宁波保税区海品猫国际贸易有限公司	2,000.00	100.00%
10	北京居然之家电子商务有限公司	2,000.00	100.00%
<b>金融板块</b>			
11	居然之家金融控股有限公司	100,000.00	100.00%
12	北京居然之家小额贷款有限责任公司	10,000.00	100.00%
13	北京居然之家投资管理中心（有限合伙）	50,000.00	83.33%
14	天津中源乐居成长股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
15	天津中源乐家成长股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
16	天津中源怡家成长股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
17	天津中源享居成长股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
18	天津中源乐家股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
19	天津中源怡家股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
20	天津中源智居成长股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
21	天津中源智居股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
22	天津中源乐居股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
23	天津中源享居股权投资基金合伙企业（有限合伙）	10,000.00	90.00%
<b>开发板块</b>			
24	北京居然之家垂直森林置业有限公司	10,000.00	100.00%
<b>其他版块</b>			
25	北京居然家政物业管理有限公司	5,000.00	100.00%
26	华艺（香港）有限公司	0.8107	100.00%
27	华居（香港）有限公司	9,612.00	100.00%

28	华明（香港）有限公司	1 万美元	100.00%
29	合肥居然之家家居建材市场有限公司	5,000.00	100.00%
30	北京元洲装饰有限责任公司	5,000.00	90.00%
31	北京居然之家培训中心有限公司	100.00	100.00%
32	黄冈居然之家投资有限公司	5,000.00	100.00%
33	广东德骏投资有限公司	285,000.00	100.00%
34	霍尔果斯居然之家慧达装饰服务有限公司	10,000.00	100.00%
35	霍尔果斯慧鑫达建材有限公司	10,000.00	100.00%

注 1：截至本回复出具日，北京居然之家智能科技有限公司已增资至 5,000.00 万元，已完成转让至居然新零售的工商变更登记；

注 2：截至本回复出具日，居然控股已持有北京居然福康养老用品服务有限公司 100% 股权；

注 3：截至本回复出具日，合肥居然之家家居建材市场有限公司已经完成注销；

注 4：截至本回复出具日，天津中源智居股权投资基金合伙企业（有限合伙）已更名为天津居然智居股权投资基金合伙企业（有限合伙），并增资至 27,380.00 万元，居然控股对应持有出资份额的比例变更为 32.87%。

根据居然控股 2018 年度审计报告，截至 2018 年 12 月 31 日，居然控股母公司个别报表中的总资产达 206.52 亿元，净资产达 94.20 亿元；根据居然控股 2019 年 1 季度财务报表，截至 2019 年 3 月 31 日，居然控股母公司个别报表中的总资产达 208.28 亿元，净资产达 92.11 亿元，居然控股具备较强资金实力。

另一方面，居然控股拥有较多优质资产可支撑本次业绩补偿，包括投资性房地产“北京居然大厦”，产权持有方为居然控股，位于北京市东城区东直门南大街甲 3 号，建筑面积为 53,153.19 平方米。参照中联评报字[2019]第 783 号评估报告，北京居然大厦 2018 年末公允价值为 34.64 亿元。该资产于 2019 年 4 月 11 日抵押至中国工商银行北京市分行东城支行，用于取得抵押贷款，目前抵押项下贷款余额为 15.90 亿元。如上所述，包括北京居然大厦在内的居然控股名下多项优质资产可为本次业绩补偿起到较强的支撑作用。

并且，居然控股具备较强的融资能力。截至 2019 年 6 月末，不考虑居然新零售，居然控股的总授信额度为 1,571,000.00 万元，已使用授信 604,649.43 万元，未使用授信余额为 966,067.98 万元，居然控股的融资能力可为本次业绩补偿起到较强的支撑作用，具体情况如下：

单位：万元

机构名称	授信主体	授信额度	已使用授信	未使用授信
------	------	------	-------	-------

中国工商银行	居然控股	500,000.00	306,000.00	194,000.00
中国银行		150,000.00	24,500.00	125,500.00
中国建设银行		100,000.00	10,000.00	90,000.00
华夏银行		80,000.00	60,000.00	20,000.00
中信银行		210,000.00	80,000.00	130,000.00
民生银行		100,000.00	20,000.00	80,000.00
宁波银行		10,000.00	7,000.00	3,000.00
兴业银行		110,000.00	0.00	110,000.00
招商银行		20,000.00	0.00	20,000.00
北京农商行		50,000.00	30,000.00	20,000.00
上海银行		30,000.00	10,000.00	20,000.00
江苏银行		60,000.00	30,000.00	30,000.00
杭州银行		30,000.00	0.00	30,000.00
北京银行		30,000.00	0.00	30,000.00
华夏银行	居然之家金融控股有限公司	60,000.00	13,000.00	47,000.00
华夏银行	天津居然之家商业保理有限公司	30,000.00	13,432.02	16,567.98
光大银行	北京元洲装饰有限责任公司	1,000.00	717.41	0.00
<b>总计</b>		<b>1,571,000.00</b>	<b>604,649.43</b>	<b>966,067.98</b>

此外，居然控股信用评级状况良好且稳定。根据中诚信国际信用评级有限责任公司所出具的北京居然之家投资控股集团有限公司 2019 年度跟踪评级报告，居然控股的主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

居然控股具备较强的资金实力，拥有多项优质资产，且具备较强的融资能力，信用评级状况良好且稳定，具备足额补偿能力，可进一步为业绩补偿提供有力支持，以保障业绩补偿的实施。

综上所述，参考本次交易股份对价覆盖比例、业绩承诺人资金实力以及发行股份解锁安排等具体保障措施，业绩承诺人具备足额补偿能力，能够充分保护上市公司及中小股东的利益。

#### 四、中介机构核查意见

经核查，评估师开元评估认为：居然新零售在报告期内发展态势良好，核心竞争优势突出，泛家居行业市场规模庞大且发展前景广阔，结合居然新零售实际经营情况，本

次交易承诺业绩具有合理性与可实现性。本次交易的业绩承诺人为汪林朋、居然控股以及慧鑫达建材，本次交易中的业绩承诺人主要系本次交易各方经商业谈判友好协商的结果，且考虑到业绩承诺人为标的公司实际控制人、控股股东及其一致行动人，对标的公司生产经营具有较为显著的影响；交易对方中，除业绩承诺人以外，其他交易对方主要为外部投资者，未实际参与标的公司经营，未对标的公司未来运营施加影响；业绩承诺人合计持有标的公司 64.55% 股权，持股比例较高，且业绩承诺人承诺的合计补偿金额上限为本次交易中标的公司 100% 股权交易作价，覆盖比例达到 100%；本次交易中，业绩承诺人根据《上市公司重大资产重组管理办法》以及《中国证监会上市部关于上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》等要求进行了业绩承诺，符合相关法律法规要求。本次交易由汪林朋、居然控股以及慧鑫达建材进行业绩承诺具备合理性。本次交易中业绩承诺方所获得的股份对价，对业绩补偿整体范围的覆盖比例为 64.55%，覆盖比例较高。业绩承诺人具备较强的资金实力，拥有多项优质资产，且具备较强的融资能力，信用评级状况良好且稳定，具备足额补偿能力，可进一步为业绩补偿提供有力支持。本次交易设置了发行股份解锁安排等具体保障措施，以保障业绩补偿的实施。业绩承诺人具备足额补偿能力，能够充分保护上市公司及中小股东的利益。

**31. 申请文件显示，2016 年度、2017 年度和 2018 年度，标的资产经审计的营业收入分别为 649,791.33 万元、738,934.90 万元和 836,944.82 万元，经审计的净利润分别为 82,919.17 万元、112,594.56 万元和 196,161.24 万元。业绩承诺人承诺标的资产在 2019 年度、2020 年度、2021 年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 206,027.00 万元、241,602.00 万元和 271,940.00 万元。请你公司：1) 结合报告期内内部整合情况、主要卖场扩张情况、各业务板块收入增长情况、各业务板块的成本构成等，补充披露报告期内居然新零售业绩大幅增长的合理性，利润增长速度与营业收入变动的匹配性。2) 结合标的资产报告期内业绩增长的驱动因素及可持续性、未来年度在各个城市的业务布局、现有城市及未来拟进入城市的在该行业的市场竞争程度、当地房地产行业的发展趋势、标的资产所在行业的市场需求预期、标的资产的核心竞争优势、持有物业的核算模式及未来年度房地产市场发展趋势、主要成本变动预期等，补充披露业绩承诺的可实现性，以及业绩承诺核算口径下是否包含投资性房地产公允价值变动损益。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。**



回复：

一、结合报告期内内部整合情况、主要卖场扩张情况、各业务板块收入增长情况、各业务板块的成本构成等，补充披露报告期内居然新零售业绩大幅增长的合理性，利润增长速度与营业收入变动的匹配性

### （一）报告期内内部整合情况

标的公司于 2015 年由居然控股出资设立。标的公司新设后，逐步受让了居然控股旗下的家居门店卖场业务、设计装修业务以及建材超市业务，组建了标的公司家居建材商场、建材零售超市、家庭装饰装修三大业务板块，通过一系列重组逐步完善了整体业务架构。报告期内，标的公司内部重组的简要情况如下：

年份	同一控制下合并	非同一控制下合并	置出
2016	商业物业板块的居然地产及其下属 4 家子公司、1 家装修业务板块公司以及 1 家家居建材超市业务公司	4 家	-
2017	装修业务板块北京居然之家顶层装饰设计有限公司及其下属子公司、商业物业板块 5 家公司，家居卖场业务板块 2 家公司以及其他板块 2 家公司	3 家	4 家置出给居然控股
2018	商业物业板块 3 家公司、家居卖场业务板块 3 家公司	2 家	1 家置出给居然控股
2019 年 1 季度	-	1 家	-

### （二）业务扩张情况

居然新零售是以中高端为经营定位、为顾客提供家庭设计和装修、家居建材等“一站式”服务的大型泛家居消费平台，集家居门店卖场业务、设计装修业务以及建材超市业务于一身，是中国泛家居行业的龙头企业之一。“居然之家”也是国内最有影响力的商业零售品牌之一。

居然新零售经营的“居然之家”品牌经过 20 年发展，在全国范围内建立了较高的知名度，连续十余年荣获北京十大商业品牌，在全国占据领先市场份额。截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司在国内 29 个省、自治区及直辖市经营了 290 个卖场（总经营面积约为 1,060.57 万平方米），包含 86 个自营卖场（总经营面积约为 447.86 万平方米）及 204

个加盟卖场（总经营面积约为 612.71 万平方米）。

### 1、家居卖场业务

居然新零售以直营和加盟两种模式发展连锁卖场，“居然之家”卖场主要分布在陕西、山东、河南、湖北、山西、河北、辽宁、广东、安徽、内蒙古、北京等省、直辖市及自治区。报告期内，截至 2016 年末、2017 年末、2018 年末及 2019 年 3 月末居然新零售的卖场门店数量增长情况如下：

单位：家

卖场性质	2019.3.31		2018.12.31		2017.12.31		2016.12.31
	门店数量	增长率	门店数量	增长率	门店数量	增长率	门店数量
自营卖场	86	0.00%	86	6.17%	81	5.19%	77
加盟卖场	204	2.51%	199	64.46%	121	75.36%	69
合计	290	1.75%	285	41.09%	202	38.36%	146

### 2、家居建材超市业务

居然新零售的家居建材超市业务(下文简称“居然超市”)通过旗下品牌“丽屋”开展，居然超市通过租赁“居然之家”卖场的商铺销售商品。经过多年发展，目前已是同类卖场中销售规模领先、品质突出的零售、批发、线上线下一体化的家居建材超市之一。目前，居然超市经营的产品众多，包括油漆涂料、涂刷辅料、厨卫电器、电工电料、照明灯具、集成吊顶、装饰五金、卫浴挂件、管件工具、散热器、家杂园艺用品、瓷砖地板、卫浴洁具、橱柜门窗、板材等数万种品类。

### 3、装修业务

家装是泛家居产业中重要的环节。居然装饰为消费者提供多种服务，消费者既可以委托居然装饰负责施工、辅料选择，自行选购装修主材，也可以委托居然装饰提供标准化的整装业务。居然新零售的装修业务与卖场业务具有协同性，居然新零售能够通过精准营销为居然装饰导入客源。

### 4、其他进行中与拟开展的创新业务

居然新零售其他进行中与拟开展的业务包括家居会展业务及智慧物联业务等。家居会展业务由中展居然负责，通过举办家居展会，向参展方收取展会赞助费、展位费和广

告费。中展居然已经举办 2017 年首届北京国际家居展暨中国生活节、2018 年 6 月的北京国际家居展暨智能生活节和 9 月的北京室内装饰和设计博览会暨智能云栖生活节。另外，居然新零售子公司居然物联正在筹备智慧物联业务，打造以家居大件的到家服务为经营特色，集仓储、配送、安装、结算、售后服务平台为一体的智能物流管理平台，从而构筑全国智慧物流园网络系统。

### （三）各业务板块收入增长情况

报告期内，居然新零售各业务板块收入构成情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-3 月		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
租赁管理	180,561.06	88.21%	698,069.85	84.34%	630,026.29	85.54%	569,786.54	87.69%
加盟管理	15,277.74	7.46%	78,658.51	9.50%	47,519.46	6.45%	27,653.06	4.26%
装修	6,819.31	3.33%	37,631.37	4.55%	40,608.71	5.51%	34,615.44	5.33%
商品销售	2,031.73	0.99%	13,368.91	1.62%	18,393.84	2.50%	17,736.28	2.73%
<b>合计</b>	<b>204,689.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>827,728.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>736,548.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>649,791.33</b>	<b>100.00%</b>

单位：万元

项目	2018 年较 2017 年		2017 年较 2016 年	
	变动金额	变动比例	变动金额	变动比例
租赁管理	68,043.56	10.80%	60,239.75	10.57%
加盟管理	31,139.05	65.53%	19,866.40	71.84%
装修	-2,977.34	-7.33%	5,993.27	17.31%
商品销售	-5,024.93	-27.32%	657.56	3.71%
<b>合计</b>	<b>91,180.34</b>	<b>12.38%</b>	<b>86,756.97</b>	<b>13.35%</b>

#### 1、租赁管理

标的公司开设家居卖场，为国内外知名家居建材品牌签约入驻的商户提供摊位租赁服务及管理服务。租赁管理收入为公司目前主要收入来源之一，报告期内，标的公司租赁管理业务收入按物业取得方式（自有或租赁取得）划分情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
自有物业	24,185.91	99,635.61	90,369.30	81,865.30

项目	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
租赁物业	156,375.15	598,434.24	539,656.99	487,921.25
<b>总计</b>	<b>180,561.06</b>	<b>698,069.85</b>	<b>630,026.29</b>	<b>569,786.54</b>

注：报告期内存在租赁物业变更为自有物业的情况，为便于数据统计，表格中统计的自有物业/租赁物业的划分以截至2019年3月末的情况为准。

从收入结构看，自有物业和租赁物业的租赁管理收入占比较为稳定，分别在15%左右和85%左右，标的公司租赁管理收入主要来自租赁物业，体现出轻资产运营的业务特色。

变动趋势方面，报告期内租赁管理板块收入整体保持平稳增长态势，具体为2017年较2016年增加60,239.75万元，增幅10.57%；2018年较2017年增加68,043.56万元，增幅10.80%。上述增长主要有以下原因：

### **(1) 门店数量及经营面积的扩大**

报告期内，标的公司不断加快家居卖场的连锁化布局，2016年末、2017年末、2018年末及2019年3月末，标的公司直营店数量分别为77家、81家、86家和86家。截至2019年3月31日，标的公司在国内29个省、自治区及直辖市经营的卖场总经营面积约为1,060.57万平方米，包含自营卖场经营面积约为447.86万平方米及加盟卖场经营面积约为612.71万平方米。

### **(2) 租金水平的上涨**

居然新零售与商户签订租赁合同多为一年期，标的公司根据市场情况、各地区物价水平、各商户的实际情况在续签合同时对租金进行调整，报告期内整体呈调升趋势，门店租赁收入保持较快增长。

综上，受益于门店经营面积的扩大及租金水平的上涨，居然新零售的租赁收入不断提高。

## **2、加盟管理**

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售加盟管理收入分别为27,653.06万元、47,519.46万元、78,658.51万元和15,277.74万元，占主营业务收入的比例分别为4.26%、6.45%、9.50%和7.46%。

报告期内，标的公司加盟管理业务收入按委托管理加盟及特许加盟两种业务模式划分情况如下：

单位：万元

项目	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
委托加盟	9,666.16	49,632.00	35,115.28	20,886.33
特许加盟	5,611.58	29,026.51	12,404.18	6,766.73
<b>总计</b>	<b>15,277.74</b>	<b>78,658.51</b>	<b>47,519.46</b>	<b>27,653.06</b>

从收入结构看，报告期内居然新零售加盟管理收入中特许加盟收入占比趋于提升，主要是因为特许加盟店数量和占比增加。

变动趋势方面，报告期内加盟管理分部收入整体保持平稳增长态势，具体为2017年较2016年增加19,866.40万元，增幅71.84%；2018年较2017年增加31,139.05万元，增幅65.53%。上述增长趋势主要系标的公司实施以加盟模式为主的扩张战略，使得报告期内加盟店数量不断增加。2016年末、2017年末、2018年末及2019年3月末，标的公司加盟店数量分别为69家、121家、199家和204家。

### 3、装修

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售装修板块收入分别为34,615.44万元、40,608.71万元、37,631.37万元和6,819.31万元，占主营业务收入的比例分别为5.33%、5.51%、4.55%和3.33%。装修板块收入主要来源为家装业务收入。

居然新零售装修板块2017年收入较2016年增加5,993.27万元，增幅17.31%，主要系配合业务开展需要，标的公司装修板块2017年工装业务规模增加。2018年装修板块收入较2017年降低2,977.34万元，降幅7.33%，主要原因为2018年下半年家装模式调整所致，具体为居然新零售将装饰业务板块的设计师和施工队伍社会化，销售收入一定程度受到了影响，产生了暂时性的下降。此外，居然新零售关闭了外埠地区盈利能力较差的装修装饰业务子公司，同时由于工装业务影响了家装业务方面的专注度，居然新零售终止了工装业务。

### 4、商品销售

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售商品销售收入分别为17,736.28万元、18,393.84万元、13,368.91万元和2,031.73万元，占主营业务收入的比

例分别为 2.73%、2.50%、1.62%和 0.99%。居然新零售下属“丽屋”家居建材超市的主营业务为销售五金工具、电工电料、油漆涂料、管材管件、家杂用品、散热器等商品，为标的公司商品销售收入的主要来源。

居然新零售商品销售板块2017年收入较2016年增加657.56万元，小幅增长3.71%。2018年收入较2017年减少5,024.93万元，同比降低27.32%，主要原因系为进一步整合超市业务，居然新零售关闭了外埠地区部分盈利能力较差的超市，同时2018年居然新零售超市业务调整经营模式，代销模式（净额确认收入）的占比进一步扩大而经销模式（全额确认收入）的占比将有所缩减。

#### （四）各业务板块成本情况

报告期内，居然新零售的主营业务成本构成及变动情况如下：

单位：万元

项目	2019年1-3月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
租赁管理	107,607.17	92.21%	413,786.96	90.25%	401,021.62	89.74%	388,064.07	90.60%
加盟管理	2,176.78	1.87%	7,664.20	1.67%	4,265.77	0.95%	2,524.87	0.59%
装修	5,830.65	5.00%	30,557.49	6.66%	31,681.08	7.09%	27,773.39	6.48%
商品销售	1,078.98	0.92%	6,488.97	1.42%	9,888.05	2.21%	9,962.54	2.33%
<b>合计</b>	<b>116,693.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>458,497.62</b>	<b>100.00%</b>	<b>446,856.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>428,324.88</b>	<b>100.00%</b>

单位：万元

项目	2018年较2017年		2017年较2016年	
	变动金额	变动比例	变动金额	变动比例
租赁管理	12,765.34	3.18%	12,957.54	3.34%
加盟管理	3,398.43	79.67%	1,740.90	68.95%
装修	-1,123.59	-3.55%	3,907.68	14.07%
商品销售	-3,399.08	-34.38%	-74.49	-0.75%
<b>合计</b>	<b>11,641.10</b>	<b>2.61%</b>	<b>18,531.63</b>	<b>4.33%</b>

##### 1、租赁管理

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售租赁管理板块成本分别为388,064.07万元、401,021.62万元、413,786.96万元和107,607.17万元，占主营业务成本

的比例分别为 90.60%、89.74%、90.25% 和 92.21%。

报告期内，标的公司租赁管理业务成本按物业取得方式（自有或租赁取得）划分情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
自有物业	7,821.29	30,665.63	40,017.12	43,791.50
租赁物业	99,785.88	383,121.33	361,004.49	344,272.57
<b>总计</b>	<b>107,607.17</b>	<b>413,786.96</b>	<b>401,021.62</b>	<b>388,064.07</b>

注：报告期内存在租赁物业变更为自有物业的情况，为便于数据统计，表格中统计的自有物业/租赁物业的划分以截至 2019 年 3 月末的情况为准。

变动趋势方面，2017 年租赁管理板块成本较 2016 年增加 12,957.54 万元，同比增长 3.34%；2018 年租赁管理板块成本较 2017 年增加 12,765.34 万元，同比增长 3.18%。上述增长趋势主要系报告期内标的公司直营门店数量不断增加，门店所涉人工成本及装修改造摊销成本有所提高；此外，标的公司坚持“轻资产”经营模式实现扩张，新开门店以租赁物业为主，因此门店租金成本不断增加。

## 2、加盟管理

2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年 1-3 月，居然新零售加盟管理板块成本分别为 2,524.87 万元、4,265.77 万元、7,664.20 万元和 2,176.78 万元，占主营业务成本的比例分别为 0.59%、0.95%、1.67% 和 1.87%。

报告期内，标的公司加盟管理业务成本按委托管理加盟及特许加盟两种业务模式划分情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
委托加盟	1,692.89	6,409.40	3,760.59	2,187.34
特许加盟	483.89	1,254.80	505.18	337.53
<b>总计</b>	<b>2,176.78</b>	<b>7,664.20</b>	<b>4,265.77</b>	<b>2,524.87</b>

变动趋势方面，2017 年加盟管理板块成本较 2016 年增加 1,740.90 万元，同比增长 68.95%；2018 年加盟管理板块成本较 2017 年增加 3,398.43 万元，同比增长 79.67%。报

告期内，标的公司加盟店数量不断增加，导致加盟店委派人员相关人力成本大幅提高。

### 3、装修

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售装修板块成本分别为27,773.39万元、31,681.08万元、30,557.49万元和5,830.65万元，占主营业务成本的比例分别为6.48%、7.09%、6.66%和5.00%。

成本构成方面，装修板块成本主要包括：装修设计与施工劳务成本、人工成本及装修主材及辅料成本。

变动趋势方面，2017年装修板块成本较2016年增加3,907.68万元，同比增长14.07%；与该板块收入增幅基本保持一致。2018年装修板块成本较2017年减少1,123.59万元，同比降低3.55%，主要原因为2018年下半年家装模式调整所致，具体为居然新零售将装饰业务板块的设计师和施工队伍社会化，销售成本一定程度受到了影响，产生了暂时性的下降。此外，居然新零售关闭了外埠地区盈利能力较差的装修装饰业务子公司，同时由于工装业务影响了家装业务方面的专注度，居然新零售终止了工装业务。

### 4、商品销售

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售商品销售板块成本分别为9,962.54万元、9,888.05万元、6,488.97万元和1,078.98万元，占主营业务成本的比例分别为2.33%、2.21%、1.42%和0.92%。

成本构成方面，商品销售板块成本主要为家居建材超市零售商品的采购成本。

变动趋势方面，2017年商品销售板块成本较2016年减少74.49万元，同比降低0.75%；2018年商品销售板块成本较2017年减少3,399.08万元，同比降低34.38%。主要原因系为进一步整合超市业务，居然新零售关闭了外埠地区部分盈利能力较差的超市，同时2018年居然新零售超市业务调整经营模式，代销模式的占比进一步扩大而经销模式的占比将有所缩减。

## （五）业绩增长合理性及与收入的匹配性

### 1、毛利总体情况及变动分析

报告期内，居然新零售的毛利构成情况如下：



单位：万元

项目	2019年1-3月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务毛利	87,996.26	99.94%	369,231.02	98.94%	289,691.78	99.66%	221,466.44	100.00%
其他业务毛利	56.71	0.06%	3,960.51	1.06%	979.96	0.34%	-	0.00%
<b>合计</b>	<b>88,052.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>373,191.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>290,671.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>221,466.44</b>	<b>100.00%</b>

居然新零售的毛利主要来源于主营业务毛利。2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售的毛利分别为221,466.44万元、290,671.74万元、373,191.52万元和88,052.98万元，其中主营业务毛利比例均达到98%以上，毛利结构稳定。

报告期内，居然新零售的主营业务毛利按板块分类情况如下：

单位：万元

项目	2019年1-3月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
租赁管理	72,953.89	82.91%	284,282.90	76.99%	229,004.67	79.05%	181,722.47	82.05%
加盟管理	13,100.96	14.89%	70,994.31	19.23%	43,253.69	14.93%	25,128.19	11.35%
装修	988.66	1.12%	7,073.88	1.92%	8,927.63	3.08%	6,842.05	3.09%
商品销售	952.75	1.08%	6,879.94	1.86%	8,505.79	2.94%	7,773.74	3.51%
<b>合计</b>	<b>87,996.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>369,231.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>289,691.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>221,466.44</b>	<b>100.00%</b>

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售的主营业务毛利分别为221,466.44万元、289,691.78万元、369,231.02万元和87,996.26万元，整体呈稳定增长趋势。

报告期内，居然新零售的毛利增长主要由租赁板块及加盟板块贡献。租赁管理板块是主营业务毛利的重要来源，2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，租赁管理板块贡献毛利分别为181,722.47万元、229,004.67万元、284,282.90万元和72,953.89万元，占比分别为82.05%、79.05%、76.99%和82.91%。受益于原有成熟门店持续开展业务优化调整，以及直营店数量增加且盈利能力逐步提升，报告期内租赁板块收入保持增长趋势。而成本方面，一方面，租赁门店的租赁期限较长，通常为15-20年不等，标的公司对门店的租赁成本在租赁期内按照直线法确认，使得报告期各期租金成本相对较为稳定；另一方面，报告期内居然新零售自持物业面积增加，一定程度缓解了租金成本支出的快

速增长。基于以上，报告期内租赁板块贡献毛利显著提升。加盟管理板块在报告期内贡献毛利分别为 25,128.19 万元、43,253.69 万元、70,994.31 万元和 13,100.96 万元，贡献毛利占比分别为 11.35%、14.93%、19.23%和 14.89%。由于标的公司实施以加盟模式为主的扩张战略，报告期内加盟店数量不断增加且收入稳步提升。而由于加盟模式下的成本主要为委管加盟店委派人员相关人工成本，上述成本相对较少，因此加盟板块贡献毛利随着加盟店数量的增长而显著增长。

## 2、营业利润与利润总额的总体情况及变动分析

单位：万元

项目	2019年 1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
营业收入	204,967.26	836,944.82	738,934.90	649,791.33
营业成本	116,914.28	463,753.29	448,263.16	428,324.88
<b>营业利润</b>	<b>58,990.24</b>	<b>263,222.63</b>	<b>151,760.64</b>	<b>114,142.26</b>
加：营业外收入	84.47	2,366.77	1,508.81	2,438.51
减：营业外支出	-377.81	-4,635.10	-1,893.30	-1,496.47
<b>利润总额</b>	<b>58,696.91</b>	<b>260,954.30</b>	<b>151,376.15</b>	<b>115,084.30</b>
减：所得税费用	-15,522.83	-64,793.06	-38,781.59	-32,165.13
<b>净利润</b>	<b>43,174.08</b>	<b>196,161.24</b>	<b>112,594.56</b>	<b>82,919.17</b>
净利率	21.06%	23.44%	15.24%	12.76%

销售费用方面，2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，标的公司销售费用率分别为9.62%、9.66%、7.88%和7.59%，略高于行业平均水平。随着品牌知名度的提高与业务的逐渐成熟，标的公司适当减少广告投放量，使得广告促销费率得到有效控制；另一方面，随着标的公司精简装修与超市业务规模，以及一般工商业电价控制带来的能源及维修费的下降，标的公司销售费用率在报告期内呈现先升后降趋势。管理费用方面，报告期内标的公司管理费用率分别为3.92%、4.45%、4.17%和3.43%，低于同行业可比公司平均水平，主要系标的公司精简管理机构，并持续优化成本控制、提高管理效率，使得标的公司管理费用较低。财务费用方面，报告期内标的公司财务费用率分别为0.07%、0.55%、1.36%和1.87%，远低于同行业可比公司平均水平，主要系标的公司经营性现金流入较为充裕且不断加强资金管理，资金使用效率较高，同时自有物业较少、债务融资规模较小所致。

利润方面，2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售的利润总额分别为115,084.30万元、151,376.15万元、260,954.30万元和58,696.91万元，营业利润占当年利润总额的比例分别为99.18%、100.25%、100.87%和100.50%，是居然新零售利润的主要来源。居然新零售的营业利润主要来源于租赁管理、加盟管理、装修与商品销售等业务贡献。

如上所述，报告期内标的公司逐步受让了居然控股旗下的家居门店卖场业务、设计装修业务以及建材超市业务，并通过一系列重组逐步完善了整体业务架构。通过线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合及泛家居产业链上下游融合的发展战略逐步落地、实施，居然新零售主要业务板块租赁管理及加盟管理持续扩张、壮大，门店数量由2016年146家增长至2019年第一季度的290家。伴随业务网络的进一步丰富、完善，标的公司收入规模亦呈现稳健增长，为盈利提供了充足的源动力。另一方面，基于轻资产运营及加盟式扩张的商业模式，标的公司成本费用在报告期内维持在一定水平、未出现显著提升。综上，居然新零售报告期内业绩大幅增长具备合理性，利润规模提升与收入增长趋势相匹配。

二、结合标的资产报告期内业绩增长的驱动因素及可持续性、未来年度在各个城市的业务布局、现有城市及未来拟进入城市的在该行业的市场竞争程度、当地房地产行业的发展趋势、标的资产所在行业的市场需求预期、标的资产的核心竞争优势、持有物业的核算模式及未来年度房地产市场发展趋势、主要成本变动预期等，补充披露业绩承诺的可实现性，以及业绩承诺核算口径下是否包含投资性房地产公允价值变动损益

### （一）标的资产报告期内业绩增长的驱动因素及可持续性

标的资产报告期内业绩增长的主要原因是租赁板块和加盟板块的收入增长。其增长的驱动因素体现为内部驱动因素和外部驱动因素两方面，内部驱动因素主要是企业自身的特点、优势和核心竞争力，外部驱动因素是行业及宏观经济的整体增长。

#### 1、标的资产报告期内业绩增长的内部驱动因素及可持续性

##### （1）以运营能力为依托的“轻资产”连锁发展模式

居然新零售现有的业务规模及市场地位与其特有的发展模式密不可分。居然新零售正通过直营模式和加盟模式的方式开设“居然之家”卖场，为家居建材产品供应商（包括

生产厂商和经销商)提供销售产品的平台。入驻卖场的供应商可获得居然新零售提供的包括场地租赁、员工培训、统一管理、统一收银、物业管理及售后服务等综合服务。其中,大部分居然新零售的卖场采取以租赁物业的直营卖场或加盟卖场的模式进行扩张,依靠标准化、流程化作业模式实现经营规模的扩大。该模式避免了大规模的资本支出,有助于标的公司持续保持较快的发展速度,为其业务规模的增长奠定了基础。

## (2) 核心竞争力

居然新零售是中国泛家居行业的龙头企业之一,“居然之家”品牌在国内深耕泛家居行业已满 20 年,系中国市场内少数率先进行泛家居全产业链布局,搭建了全国线下零售网络的大型、综合、创新家居零售商之一,在中国泛家居行业具有领先地位,在品牌、服务口碑、规模、商业模式等多个方面具有领先的竞争优势。标的公司的核心竞争力主要表现为:

①居然新零售定位于品牌运营服务商,深耕家居产业,具备行业的领导地位及较强的竞争优势

A、居然新零售在市场内具有广泛的市场认可度和美誉度,品牌声誉与服务口碑优异,是行业服务规范的标杆企业

B、标的公司采取了以运营能力为依托的“轻资产”连锁发展模式,资产运营效率及坪效在行业内表现突出

C、居然新零售在泛家居行业业务布局的深度和广度居于市场领先地位,适应行业的发展趋势

②标的公司在做大做强家居主业、与阿里巴巴深度合作的同时,重点推进“三大融合”,占领行业制高点

A、“大家居”与“大消费”的融合

B、在线上线下融合方面,标的公司同阿里巴巴紧密合作,共同投入资源,实现四个方向的突破

C、产业链上下游融合

③标的公司拥有经验丰富、锐意进取的团队和有效的人才选拔体系

A、标的公司核心管理团队均为公司内部培养产生

B、标的公司建立了标准化的业务管理制度，多角度培育选拔管理人才

具体参见武汉中商集团股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191729 号]的回复“第 2 题/一/（二）标的资产竞争优势”、“第 11 题/一”。

### （3）内部驱动因素的可持续性

居然新零售在市场内具有广泛的市场认可度和美誉度，品牌声誉与服务口碑优异，是行业服务规范的标杆企业。居然新零售在实体零售网络坚持直营开店与加盟扩张相结合的发展模式。截至 2019 年 3 月 31 日，“居然之家”开业门店达 290 家，覆盖一线城市至五线城市，布局深度和广度居于市场领先地位。由于特定市场内的家居建材商业物业具有较高的稀缺性，先进入特定市场的企业已占据了成熟商圈的优势位置，后来企业会因无法取得有利的选址而影响经营或者为取得有利的选址而付出更多的成本，甚至可能无法进入该市场。因此，居然新零售抢先进入市场而建立的优势非常明显。

未来居然新零售将继续采取以运营能力为依托的“轻资产”连锁发展模式，将加快连锁门店的扩张布局，以进一步扩大其连锁优势。居然新零售一方面将通过自建、收购、合资、租赁等模式继续稳固北京、武汉等核心城市的市场地位，并实现其他一二线城市的重点突破；另一方面将继续以加盟模式为主加快省会以下三四线城市的连锁布局，以提前进入竞争不充分、家居连锁零售发展相对空白的市场，建立先发优势，实现低成本、低风险的快速扩张；同时巩固和加深居然新零售在泛家居行业业务布局的深度和广度；在做大做强家居主业、与阿里巴巴深度合作的同时，重点推进“三大融合”，占领行业制高点。未来居然新零售的发展与自身的特点、优势和核心竞争力是相互促进的，是可持续的。

## 2、标的资产报告期内业绩增长的外部驱动因素及可持续性

### （1）泛家居行业的整体增长

居然新零售所处市场为整个泛家居市场，泛家居市场规模广阔。根据中国建筑装饰协会及亿欧智库等公开数据，2017 年中国家居建材市场规模约为 4.60 万亿元。其中，住宅装饰市场规模由 2012 年的 1.22 万亿元增长至 1.90 万亿元，除住宅装饰外的家居建

材市场规模由 2012 年的 1.41 万亿元增长至 2.70 万亿元。在政策、经济、社会、人口和技术各因素的共同推动下，泛家居行业市场规模不断扩大，泛家居行业作为“衣食住行”的一部分，消费人群广泛，按需求类型划分，可分为新房装修、旧房改造、家具家电购置和软装，消费人群遍布各线城市，未来随着三四线城市地产走高和居民购买力的提升，泛家居行业市场规模有望进一步扩大。

## （2）宏观经济的发展

根据中华人民共和国 2018 年国民经济和社会发展统计公报，2018 年全年国内生产总值 900,309 亿元，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 64,734 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 366,001 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 469,575 亿元，增长 7.6%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为 7.2%，第二产业增加值比重为 40.7%，第三产业增加值比重为 52.2%。全年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 76.2%，资本形成总额的贡献率为 32.4%，货物和服务净出口的贡献率为-8.6%。人均国内生产总值 64,644 元，比上年增长 6.1%。国民总收入 896,915 亿元，比上年增长 6.5%。

根据国家统计局数据，2019 年 1-6 月国内生产总值 450,933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%。分季度看，一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%。分产业看，第一产业增加值 23,207 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 179,984 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 247,743 亿元，增长 7.0%。2019 年上半年，面对复杂多变的国际经济形势，我国经济总体保持平稳态势，运行在合理区间，经济结构持续优化升级。

## （3）外部驱动因素的可持续性

居然新零售所处的泛家居行业的市场规模广阔，大家居向大消费融合、以线上线下融合、产业链上下游融合的泛家居新零售是当前行业内最显著的发展方向。新零售意味着线上零售与线下零售的深度融合，并且充分发挥物流、互联网、大数据、云计算等技术与基础设施的力量，为消费者提供全新的购物体验。目前，行业内并无成熟的新零售商业模式，但众多零售企业纷纷进行布局，在泛家居领域展开积极探索和实践。一方面，行业内线上渠道与线下渠道进一步融合，通过构造新零售的零售业态，全面打通线上与线下渠道，在线上构筑场景，在线下提供购物场景，行业内企业能够增强用户多维度的消费体验。另一方面，行业内企业积极构建消费大数据体系，对消费者实行精细化管理与精准化营销，进一步加强消费者需求与厂商供给的匹配效果。再一方面，领先企业正

在积极进行家居物流的建设和整合。如居然新零售正在建设以线下实体店为依托，以家居大件到家服务为经营特色的智慧物流平台。物流配送能力是泛家居企业成长突破的关键能力，更顺畅的物流配送和供应链管理协同最终将提升产业链整体运营效率，也有利于产业链内企业深度参与上下游产业链各业务环节，加速家居与家装行业的整合。

其次，“一站式”与“个性化”是泛家居企业未来的发展方向。在消费者越发注重购物便利性的今天，全品类、“大家居”的服务理念正在行业内兴起，越来越多的家居品牌商、零售商、家装服务商向全品类、全产业链服务扩张。未来将有更多泛家居企业为消费者提供一站式的家居解决方案，包括从设计、装修到建材家居及家具购买等。此外，由于家居产品众多，即使是最大的家居零售商，也需要选择最合适、最具特色的产品，未来的家居零售商个性化的选品能力将越发重要。“一站式”购物趋势在家装行业的显著体现是“整装模式”正在兴起。在过去家装行业发展过程中，行业形成了“消费者主导”的模式，在这种模式下，工艺、材料、设计、工期、预算等关键选择主要由消费者决定。但装修过程的业务链条冗长且施工难度高，一部分消费者的精力与时间相对有限，面对施工方提出的材料与方案备选项时，因其缺乏专业的装修建材知识，消费者有可能支付不必要的装修费用。因此，整装模式将会是泛家居未来发展的一大趋势，以满足一大类追求方便快捷装修服务的消费者。

再次，健康、节能、环保也是未来泛家居行业消费者倍加关注的主题。随着人们生活品质的提高及消费观念的进步，消费者对绿色、健康生活的向往与日俱增，业主进行住宅装饰时，在满足使用功能、美观、个性化需求等基础上，对节能环保等要素也更为重视，对建材、家居产品的选用也有更高的要求。

最后，行业将进一步向专业化、连锁化、集中化发展。由于连锁经营能够充分发挥规模经济效应，降低零售企业的边际成本，已经成为零售企业扩大经营的主要发展方向和必然趋势。纵观全球各品类零售业发展情况，由小规模、低效、分散发展至大规模、连锁化、集中化格局是各类零售行业的共性。目前，我国泛家居行业连锁化程度较低，有待进一步整合发展。加之我国城镇化率仍将保持稳步上升，城镇化水平的快速提升带来人口迁移和新增住房需求，以及二次装修需求的有力基础，未来家居行业的市场需求将得到充分保障。所以未来整个家居行业的发展是可持续性的。

宏观经济方面：在国内外形势比较复杂的情况下，我国经济增长保持了总体平稳、稳中有进的发展态势。主要宏观经济指标运行在合理区间，经济结构在优化调整。

综上所述：标的资产业绩增长的外部驱动因素具备可持续性。

## （二）未来年度在各个城市的业务布局、现有城市及未来拟进入城市的在该行业的市场竞争程度

居然新零售在国内经营着全国性的家居零售网络，覆盖全国 29 个省、自治区及直辖市、近 200 个城市的家居零售商。预计未来布局城市近 300 个，未来年度在各个城市的业务布局、现有城市及未来拟进入城市的在该行业的市场竞争程度如下：

地区	城市级别	合计(家)	已有门店(截止 2018 年 12 月 31 日, 家)	预计新开门(家)	主要竞争对手	竞争程度
<b>安徽</b>		<b>22</b>	<b>12</b>	<b>10</b>		
安庆	三线及以下	2	1	1	2 家	竞争一般
蚌埠	三线及以下	1	1		3 家	竞争一般
亳州	三线及以下	2		2	2 家	竞争一般
池州	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
滁州	三线及以下	3	1	2	2 家	竞争一般
阜阳	三线及以下	4	2	2	3 家	竞争一般
合肥	二线	4	3	1	13 家	竞争激烈
淮南	三线及以下	1	1		2 家	竞争一般
六安	三线及以下	1	1		2 家	竞争一般
芜湖	三线及以下	2	2		15 家	竞争激烈
宿州	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>北京</b>		<b>9</b>	<b>9</b>	<b>0</b>		
北京	一线	9	9		10 家以上	竞争激烈
<b>福建</b>		<b>18</b>	<b>6</b>	<b>12</b>		
宁德	三线及以下	1		1	1 家	竞争一般
福州	二线	5	1	4	5 家	竞争一般
龙岩	三线及以下	2	1	1	1 家	竞争一般
南平	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
泉州	二线	6	3	3	4 家	竞争一般



三明	三线及以下	1	1		2家	竞争一般
厦门	二线	2		2	4家	竞争一般
<b>甘肃</b>		<b>19</b>	<b>9</b>	<b>10</b>		
白银	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
酒泉	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
嘉峪关	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
金昌	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
兰州	二线	6	4	2	2家	竞争一般
临夏	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
陇南	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
庆阳	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
天水	三线及以下	2	1	1	1家	竞争一般
武威	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
张掖	三线及以下	3	1	2	2家	竞争一般
<b>广东</b>		<b>46</b>	<b>14</b>	<b>32</b>		
东莞	新一线	1		1	18家	竞争激烈
佛山	二线	2	1	1	9家	竞争激烈
广州	一线	4	1	3	15家	竞争激烈
河源	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
惠州	二线	1	1		9家	竞争激烈
江门	三线及以下	7		7	2家	竞争一般
揭阳	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
茂名	三线及以下	2		2	7家	竞争激烈
梅州	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
汕头	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
汕尾	三线及以下	2		2	暂无可比卖场	竞争程度低
韶关	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
深圳	一线	1		1	17家	竞争激烈
阳江	三线及以下	2	1	1	2家	竞争一般
湛江	三线及以下	4		4	9家	竞争激烈
肇庆	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
中山	二线	10	8	2	10家	竞争激烈
珠海	二线	4	2	2	8家	竞争激烈

<b>贵州</b>		<b>40</b>	<b>6</b>	<b>34</b>		
安顺	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
毕节	三线及以下	6	1	5	暂无可比卖场	竞争程度低
贵阳	二线	8	1	7	4家	竞争一般
六盘水	三线及以下	3		3	2家	竞争一般
铜仁	三线及以下	3		3	暂无可比卖场	竞争程度低
遵义	三线及以下	8	2	6	4家	竞争激烈
黔东南	三线及以下	3	1	2	2家	竞争一般
黔西南	三线及以下	3	1	2	1家	竞争一般
黔南	三线及以下	4		4	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>海南</b>		<b>3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>		
儋州	三线及以下	1	1		暂无可比卖场	竞争程度低
海口	二线	1	1		3家	竞争一般
文昌	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
<b>河北</b>		<b>44</b>	<b>16</b>	<b>28</b>		
保定	三线及以下	8	1	7	7家	竞争激烈
沧州	三线及以下	4	2	2	2家	竞争一般
承德	三线及以下	1	1		4家	竞争激烈
邯郸	三线及以下	3	1	2	4家	竞争激烈
衡水	三线及以下	3	1	2	6家	竞争激烈
廊坊	三线及以下	7	4	3	2家	竞争一般
秦皇岛	三线及以下	4	1	3	3家	竞争一般
石家庄	二线	5	1	4	17家	竞争激烈
唐山	三线及以下	4	3	1	8家	竞争激烈
邢台	三线及以下	5	1	4	5家	竞争激烈
<b>河南</b>		<b>46</b>	<b>22</b>	<b>24</b>		
济源	三线及以下	1	1		2家	竞争一般
焦作	三线及以下	1	1		2家	竞争一般
开封	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
洛阳	三线及以下	4	2	2	4家	竞争激烈
漯河	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
南阳	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
平顶山	三线及以下	1	1		2家	竞争一般

汝州	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
商丘	三线及以下	3		3	暂无可比卖场	竞争程度低
新乡	三线及以下	4	3	1	1家	竞争一般
信阳	三线及以下	6	2	4	1家	竞争一般
许昌	三线及以下	3	1	2	1家	竞争一般
郑州	新一线	11	9	2	7家	竞争激烈
周口	三线及以下	4		4	2家	竞争一般
驻马店	三线及以下	3	1	2	2家	竞争一般
<b>黑龙江</b>		<b>29</b>	<b>10</b>	<b>19</b>		
大庆	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
大兴安岭	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
哈尔滨	二线	8	4	4	5家	竞争一般
黑河	三线及以下	3		3	暂无可比卖场	竞争程度低
佳木斯	三线及以下	2		2	暂无可比卖场	竞争程度低
牡丹江	三线及以下	4		4	1家	竞争一般
七台河	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
齐齐哈尔	三线及以下	2	2		暂无可比卖场	竞争程度低
双鸭山	三线及以下	2	1	1	暂无可比卖场	竞争程度低
绥化	三线及以下	3	2	1	暂无可比卖场	竞争程度低
伊春	三线及以下	2		2	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>湖北</b>		<b>28</b>	<b>17</b>	<b>11</b>		
鄂州	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
恩施	三线及以下	2		2	2家	竞争一般
黄冈	三线及以下	6	2	4	5家	竞争激烈
荆州	三线及以下	1		1	2家	竞争一般
潜江	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
十堰	三线及以下	3	3		2家	竞争一般
随州	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
天门	三线及以下	1	1		2家	竞争一般
武汉	新一线	5	5		12家	竞争激烈
咸宁	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
襄阳	三线及以下	2	2		6家	竞争激烈
孝感	三线及以下	2	2		1家	竞争一般

宜昌	三线及以下	2	1	1	5家	竞争激烈
<b>湖南</b>		<b>35</b>	<b>8</b>	<b>27</b>		
常德	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
郴州	三线及以下	3		3	2家	竞争一般
衡阳	三线及以下	3		3	3家	竞争一般
怀化	三线及以下	2	1	1	暂无可比卖场	竞争程度低
娄底	三线及以下	3		3	3家	竞争一般
邵阳	三线及以下	5	1	4	2家	竞争一般
湘西自治州	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
益阳	三线及以下	3		3	1家	竞争一般
永州	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
岳阳	三线及以下	4	1	3	1家	竞争一般
长沙	新一线	6	4	2	12家	竞争激烈
株洲	三线及以下	3	1	2	1家	竞争一般
<b>吉林</b>		<b>19</b>	<b>6</b>	<b>13</b>		
白城	三线及以下	2	1	1	暂无可比卖场	竞争程度低
公主岭	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
吉林	三线及以下	3	1	2	1家	竞争一般
辽源	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
四平	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
松原	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
通化	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
长春	二线	5	2	3	2家	竞争一般
延边	三线及以下	3	2	1	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>江苏</b>		<b>9</b>	<b>6</b>	<b>3</b>		
常州	二线	2	2		3家	竞争一般
东台	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
南通	二线	1	1		3家	竞争一般
无锡	二线	1	1		7家	竞争激烈
宿迁	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
徐州	二线	1	1		3家	竞争一般
盐城	三线及以下	1	1		2家	竞争一般
泰州	三线及以下	1		1	2家	竞争一般

<b>江西</b>		<b>14</b>	<b>4</b>	<b>10</b>		
抚州	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
赣州	三线及以下	3	2	1	3家	竞争一般
吉安	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
南昌	二线	2		2	5家	竞争一般
萍乡	三线及以下	1		1	2家	竞争一般
上饶	三线及以下	3	1	2	4家	竞争激烈
新余	三线及以下	1	1		暂无可比卖场	竞争程度低
宜春	三线及以下	1		1	7家	竞争激烈
鹰潭	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>辽宁</b>		<b>34</b>	<b>15</b>	<b>19</b>		
鞍山	三线及以下	3	3		2家	竞争一般
本溪	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
朝阳	三线及以下	2		2	暂无可比卖场	竞争程度低
大连	二线	4	2	2	5家	竞争一般
丹东	三线及以下	2	1	1	1家	竞争一般
抚顺	三线及以下	3		3	1家	竞争一般
阜新	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
葫芦岛	三线及以下	3	1	2	暂无可比卖场	竞争程度低
锦州	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
辽阳	三线及以下	1	1		1家	竞争一般
盘锦	三线及以下	2	2		1家	竞争一般
沈阳	新一线	6	2	4	7家	竞争激烈
铁岭	三线及以下	1	1		暂无可比卖场	竞争程度低
营口	三线及以下	3	1	2	1家	竞争一般
<b>内蒙古</b>		<b>22</b>	<b>12</b>	<b>10</b>		
阿拉善盟	三线及以下	1		1	2家	竞争一般
巴彦淖尔	三线及以下	2	1	1	4家	竞争激烈
包头	三线及以下	2	2		4家	竞争激烈
赤峰	三线及以下	2	1	1	9家	竞争激烈
鄂尔多斯	三线及以下	5	2	3	6家	竞争激烈
呼和浩特	三线及以下	2	2		11家	竞争激烈
呼伦贝尔	三线及以下	2	1	1	2家	竞争一般

通辽	三线及以下	1	1		3家	竞争一般
乌海	三线及以下	1		1	2家	竞争一般
乌兰察布	三线及以下	1	1		5家	竞争激烈
兴安盟	三线及以下	1	1		4家	竞争激烈
锡林郭勒盟	三线及以下	2		2	2家	竞争一般
<b>宁夏</b>		<b>14</b>	<b>3</b>	<b>11</b>		
固原	三线及以下	2	1	1	暂无可比卖场	竞争程度低
石嘴山	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
吴忠	三线及以下	6	1	5	3家	竞争一般
银川	三线及以下	4	1	3	2家	竞争一般
中卫	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>山东</b>		<b>50</b>	<b>23</b>	<b>27</b>		
滨州	三线及以下	2		2	4家	竞争激烈
德州	三线及以下	3		3	1家	竞争一般
东营	三线及以下	1		1	4家	竞争激烈
菏泽	三线及以下	1	1		2家	竞争一般
济南	二线	1	1		5家	竞争一般
济宁	三线及以下	4		4	1家	竞争一般
聊城	三线及以下	1		1	6家	竞争激烈
临沂	三线及以下	2	1	1	5家	竞争激烈
青岛	新一线	7	4	3	3家	竞争一般
泰安	三线及以下	4	1	3	6家	竞争激烈
威海	三线及以下	6	4	2	6家	竞争激烈
潍坊	三线及以下	6	3	3	2家	竞争一般
烟台	二线	6	3	3	3家	竞争一般
枣庄	三线及以下	3	3		暂无可比卖场	竞争程度低
淄博	三线及以下	3	2	1	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>山西</b>		<b>37</b>	<b>17</b>	<b>20</b>		
大同	三线及以下	2	1	1	7家	竞争激烈
晋城	三线及以下	4	1	3	4家	竞争激烈
晋中	三线及以下	6	2	4	4家	竞争激烈
临汾	三线及以下	4	2	2	4家	竞争激烈
吕梁	三线及以下	3	1	2	2家	竞争一般

朔州	三线及以下	3	1	2	2家	竞争一般
太原	二线	4	3	1	7家	竞争激烈
忻州	三线及以下	2	1	1	5家	竞争激烈
阳泉	三线及以下	2	1	1	3家	竞争一般
运城	三线及以下	4	1	3	4家	竞争激烈
长治	三线及以下	3	3		3家	竞争一般
<b>陕西</b>		<b>50</b>	<b>26</b>	<b>24</b>		
安康	三线及以下	3	2	1	2家	竞争一般
宝鸡	三线及以下	3	1	2	3家	竞争一般
汉中	三线及以下	5	2	3	5家	竞争激烈
商洛	三线及以下	2	1	1	4家	竞争激烈
铜川	三线及以下	3	1	2	暂无可比卖场	竞争程度低
渭南	三线及以下	6	3	3	1家	竞争一般
西安	新一线	15	10	5	12家	竞争激烈
咸阳	三线及以下	7	3	4	2家	竞争一般
延安	三线及以下	3	1	2	2家	竞争一般
榆林	三线及以下	3	2	1	2家	竞争一般
<b>四川</b>		<b>56</b>	<b>10</b>	<b>46</b>		
巴中	三线及以下	2	1	1	暂无可比卖场	竞争程度低
成都	新一线	10	4	6	15家	竞争激烈
达州	三线及以下	4		4	3家	竞争一般
德阳	三线及以下	6	1	5	2家	竞争一般
广安	三线及以下	1		1	3家	竞争一般
广元	三线及以下	3	1	2	暂无可比卖场	竞争程度低
乐山	三线及以下	2		2	4家	竞争激烈
泸州	三线及以下	4	1	3	4家	竞争激烈
眉山	三线及以下	2		2	2家	竞争一般
绵阳	三线及以下	4	1	3	4家	竞争激烈
南充	三线及以下	4		4	1家	竞争一般
内江	三线及以下	4		4	2家	竞争一般
攀枝花	三线及以下	1		1	2家	竞争一般
雅安	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
宜宾	三线及以下	5	1	4	3家	竞争一般

资阳	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
自贡	三线及以下	1		1	2家	竞争一般
<b>天津</b>		<b>10</b>	<b>4</b>	<b>6</b>		
天津	新一线	10	4	6	10家	竞争激烈
<b>新疆</b>		<b>15</b>	<b>5</b>	<b>10</b>		
阿克苏	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
哈密	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
喀什地区	三线及以下	2		2	暂无可比卖场	竞争程度低
克拉玛依	三线及以下	2	1	1	1家	竞争一般
石河子	三线及以下	1		1	3家	竞争一般
乌鲁木齐	三线及以下	2	2		5家	竞争激烈
伊犁	三线及以下	3	1	2	暂无可比卖场	竞争程度低
昌吉	三线及以下	2	1	1	2家	竞争一般
巴音郭楞	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
<b>云南</b>		<b>33</b>	<b>8</b>	<b>25</b>		
保山	三线及以下	3	2	1	暂无可比卖场	竞争程度低
楚雄	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
大理	三线及以下	3	1	2	2家	竞争一般
德宏	三线及以下	2		2	暂无可比卖场	竞争程度低
红河	三线及以下	3	1	2	3家	竞争一般
昆明	新一线	11	2	9	11家	竞争激烈
曲靖	三线及以下	3	2	1	4家	竞争激烈
文山	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
西双版纳	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
香格里拉	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
玉溪	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
昭通	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
<b>浙江</b>		<b>34</b>	<b>2</b>	<b>32</b>		
杭州	新一线	4		4	7家	竞争激烈
湖州	三线及以下	4	1	3	1家	竞争一般
金华	二线	3		3	2家	竞争一般
丽水	三线及以下	4		4	1家	竞争一般
宁波	新一线	4		4	4家	竞争一般



衢州	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
绍兴	二线	3		3	4家	竞争一般
台州	二线	4	1	3	3家	竞争一般
温州	二线	4		4	2家	竞争一般
嘉兴	二线	2		2	2家	竞争一般
<b>重庆</b>		<b>22</b>	<b>10</b>	<b>12</b>		
重庆	新一线	22	10	12	26家	竞争激烈
<b>广西</b>		<b>20</b>	<b>1</b>	<b>19</b>		
百色	三线及以下	2		2	2家	竞争一般
北海	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
防城港	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
贵港	三线及以下	3		3	1家	竞争一般
桂林	三线及以下	4		4	2家	竞争一般
河池	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
贺州	三线及以下	1		1	1家	竞争一般
柳州	三线及以下	2		2	1家	竞争一般
南宁	二线	1		1	2家	竞争一般
钦州	三线及以下	1		1	暂无可比卖场	竞争程度低
梧州	三线及以下	2		2	暂无可比卖场	竞争程度低
玉林	三线及以下	1	1		2家	竞争一般
<b>青海</b>		<b>6</b>	<b>1</b>	<b>5</b>		
海东	三线及以下	3		3	暂无可比卖场	竞争程度低
西宁	三线及以下	3	1	2	3家	竞争一般
<b>总计</b>		<b>784</b>	<b>285</b>	<b>499</b>		

注 1：城市等级划分依据《第一财经》发布的《2019 城市商业魅力排行榜》划分，不在排行榜范围内的城市及省直辖县级市按三线及以下填列；

注 2：竞争对手为同一城市内连锁品牌家具卖场；

注 3：竞争对手家数根据公开资料整理收集。

竞争程度的划分标准如下：

项目	竞争对手情况	竞争程度
一线城市	10 家以上	激烈
一线城市	5-10 家	一般
一线城市	5 家以下	低

新一线城市	5 家以上	激烈
新一线城市	3-5 家	一般
新一线城市	3 家以下	低
二线城市	5 家以上	激烈
二线城市	2-5 家	一般
二线城市	2 家以下	低
三线及以下城市	3 家以上	激烈
三线及以下城市	1-3 家	一般
三线及以下城市	无	低

居然新零售在实体零售网络坚持直营开店与加盟扩张相结合的发展模式。截至 2019 年 3 月 31 日，“居然之家”开业门店达 290 家，覆盖一线城市至五线城市，布局深度和广度居于市场领先地位。由于特定市场内的家居建材商业物业具有较高的稀缺性，先进入特定市场的企业已占据了成熟商圈的优势位置，后来企业会因无法取得有利的选址而影响经营或者为取得有利的选址而付出更多的成本，甚至可能无法进入该市场。因此，居然新零售抢先进入市场而建立的优势非常明显。

未来，居然新零售将加快连锁门店的扩张布局，以进一步扩大其连锁优势。居然新零售一方面将通过自建、收购、合资、租赁等模式继续稳固北京、武汉等核心城市的市场地位，并实现其他一二线城市的重点突破；另一方面将继续以加盟模式为主加快省会以下三四线城市的连锁布局，以提前进入竞争不充分、家居连锁零售发展相对空白的市场，建立先发优势，实现低成本、低风险快速扩张。

### （三）房地产行业的发展趋势

居然新零售的门店覆盖全国 29 个省、自治区及直辖市、近 200 个各级城市，2019 年上半年全国各级城市房地产行业基本情况如下：

根据国家统计局 1 月 16 日发布 2018 年 12 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况，一线城市商品住宅销售价格涨跌互现，二三线城市涨幅回落。2018 年 12 月份，各地继续坚持因城施策，切实履行城市主体责任，促进房地产市场平稳健康发展。一线城市新建商品住宅年底成交有所增加，价格有所上涨，二三线城市则继续保持稳定。

从环比看，4个一线城市新建商品住宅销售价格上涨1.3%，涨幅比上月扩大1.0个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨1.0%、0.6%、3.0%和0.4%。二手住宅销售价格下降0.3%。其中，北京、上海、广州和深圳分别下降0.2%、0.3%、0.4%和0.3%。31个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格分别上涨0.7%和0.1%，涨幅比上月分别回落0.3个和0.2个百分点。35个三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格分别上涨0.7%和0.3%，涨幅比上月分别回落0.2个和0.1个百分点。

相比2018年11月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅扩大，而二三线城市新建商品住宅价格环比涨幅收窄。第一，一线城市预售证管控放松，高价楼盘入市影响成交结构。而二三线城市楼市开始降温，市场交易冲高回落，自然带动房价涨幅收窄。第二，一线城市信号意义很强，尤其是在对全国房价走向的影响上，一线城市当前市场价格数据有很多新的影响意义。若是一线城市房价继续上涨，而周边部分城市房价下跌，那么从类似市场分化和稳定的角度看，不排除后续包括环京环沪等区域的小城市会有继续放宽政策的可能。

一二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比累计平均涨幅比上年同期均回落，三线城市新建商品住宅价格同比累计平均涨幅与上年同期持平，二手住宅有所扩大。

在新建商品住宅销售价格方面，2018年12月份，一线城市同比上涨2.8%，涨幅比上年同月扩大2.2个百分点；二三线城市同比分别上涨11.3%和10.8%，涨幅比上年同月分别扩大6.2个和3.9个百分点。1至12月平均，一线城市同比上涨0.5%，涨幅比上年同期回落9.6个百分点；二三线城市同比分别上涨7.6%和7.8%，其中二线城市涨幅比上年同期回落1.5个百分点，三线城市涨幅与上年同期持平。

#### **（四）标的资产所在行业的市场需求预期**

根据居然新零售主要销售的产品与提供的服务类型，居然新零售属于泛家居行业。

##### **1、泛家居行业市场发展迅速**

从居然新零售最主要从事的业务来看，居然新零售处于家居零售市场。在家居零售市场中，部分企业已经形成了一定规模的连锁化零售经营。根据研究报告显示，2016年我国家居装饰及家具连锁商城零售额约为5,975.43亿元，预计到2021年时，我国家居装饰及家具连锁卖场零售额预计将达到9,156.27亿元，家居零售市场发展迅速。

## 2、泛家居行业发展前景广阔

随着我国经济的飞速发展及居民生活水平的不断提高，我国泛家居行业呈现快速增长趋势。我国泛家居行业发展存在以下有利因素：

### （1）我国的城镇化进程正在稳步推进，驱动泛家居行业长期可持续发展

我国城镇化率保持稳步上升，2018年我国的城镇化率达到58.98%。城镇化水平的快速提升带来人口迁移和新增住房需求，从而推动泛家居行业的发展。根据弗若斯特沙利文预测，2021年我国城镇人口将达到9.03亿人，未来5年因城镇人口的增加而产生的新增住房需求巨大。未来新增住房需求将促进城镇住房建设投资增长，为泛家居行业提供广阔市场空间。同时，相比发达国家的城市化水平，我国城镇化率仍有较大的上升空间。根据各国政府统计数据，2018年日本的城镇化率为91.62%，2018年美国的城镇化率为81.26%，均领先于我国。随着我国经济不断发展，城市基建的不断完善，未来我国的城镇化率预计将进一步提升。

### （2）我国居民的可支配收入不断增长，驱动消费者需求进一步高端化

2014年至2018年，我国城镇居民人均可支配收入由28,844元上升至39,251元，年复合增长率为8.01%，农村居民人均可支配收入由10,489元升至14,617元，年复合增长率为8.65%。随着收入水平持续增长，消费者会追求更舒适、更品质的居住空间，对家装建材、家居、家具的要求也不断提升。具体来说，消费者在购买家居产品时，将更看重“品质”、“设计”、“环保”等参考要素，“价格”不再是其购买产品的唯一因素。从人均家居用品消费支出看，我国2016年家具装饰及家具产品人均支出仅为441美元，同期美国人均1,101美元，英国人均880美元，我国家具装饰及家具产品人均支出仅约部分发达国家的一半，未来成长可期。

（3）近年来我国房地产和建筑行业不断发展，有效改善了城镇居民的住房条件，提高了城镇居民的住房水平。尤其近年来国家为了抑制大城市房价过快增长，控制投资、投机性房地产需求，减弱房地产的资产属性而回归至正常的居住属性，促使大量投资、投机性存量房或空置房转化为居住性住房，具备居住或出租功能，成为家居装饰及家具市场需求的新来源。此外，以北上广深为代表的超一线、一线城市二手房交易近年来逐渐兴起，存量房交易已成为这些城市房地产交易的重要部分。从新房装修到二次装修的

更换周期为 6-10 年，2009 年之后商品房市场的高存量空间成为二次装修需求的有力基础，二手房交易将推进二次装修市场需求的强劲增长，并带来家具市场的业绩新增量。

### **（五）标的资产的核心竞争优势**

居然新零售是家居零售行业的龙头企业之一，是中国市场占有率处于领先地位的家居连锁零售商。居然新零售的主要竞争对手包括红星美凯龙等具备品牌优势和线下资源优势的大型本土家居零售企业及百安居、宜家等国外家居装饰及家具企业。其客户、业务模式、业务规模、区域分布、资金实力等方面均具有核心竞争优势。详细分析请参见武汉中商集团股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191729 号]的回复“第 2 题/一/（二）标的资产竞争优势”、“第 11 题/一”。

### **（六）持有物业的核算模式及未来年度房地产市场发展趋势**

#### **1、持有物业的核算模式**

居然新零售自持物业在总体经营物业中占比较低，大部分门店的物业采用长期租赁的模式，租赁成本依据企业会计准则采用直线法核算。自持物业在投资性房地产科目核算，居然新零售对投资性房地产采用公允价值模式计量，不对其计提折旧或摊销，报告期末聘请第三方评估机构对投资性房地产进行评估，评估公允价值与相应物业账面价值的差额计入公允价值变动损益。

#### **2、未来年度房地产市场发展趋势**

2019 年 7 月 30 日，中共中央政治局会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作，会议要求“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

2019 年，多个省份的政府工作报告提出房地产调控以稳为主，强调完善住房保障体系。住建部在全国住房和城乡建设工作会议上提出了“稳地价、稳房价、稳预期”要求，多地两会也明确提出“三稳”。

综上，房地产政策总基调没有变，依然是‘稳’。落实“稳地价、稳房价、稳预期”要求，今年各地定位房地产市场不会离开这个主基调。稳定房地产市场的核心，就是要防

止房价暴涨暴跌，“房住不炒”的定位没有变。房地产行业的平稳发展保证了泛家居行业的稳定增长。

### **（七）成本变动预期**

标的资产租入的物业一般都签订了长期合同，通常为 15-20 年，在租赁初期约定了一定期限的免租期，且在后续年度每隔若干年租金按特定比例有所上浮。标的资产按照企业会计准则的规定，将合同中约定的租赁成本总额在全部租赁期限内（包括免租期）按直线法分摊确认成本，未来年度房地产市场的价格上涨已经在长期合同中的租金涨幅中予以体现。预测期按直线法调整后的租金预测租赁成本。除新开门店影响外，租赁期内门店租赁成本无重大变化。自持物业按照投资性房地产（公允价值）核算，不计提折旧，且本次的业绩预测中不包括投资性房地产公允价值变动损益，房地产市场的价格波动对自持物业成本不构成影响。

综上所述，主要成本在预测期不存在重大变动。

### **（八）业绩承诺的可实现性**

标的资产业绩增长的驱动因素是自身的优势和核心竞争力，以及行业和宏观经济的发展。未来居然新零售的业务布局是在稳固北京等核心城市的优势市场地位的前提下，深入竞争不充分、家居连锁零售发展相对空白的城市。门店所处的物业大部分为签订长期合同的租赁，按直线法核算；自持物业按公允价值计量，未来房地产市场的波动对主要成本的变动影响较小。各地房地产市场整体平稳，新建房和二手房交易为家居市场提供了稳定的需求。标的资产的优势和核心竞争力将是可持续的，在目前的整体宏观经济环境下，其所处家居行业前景广阔，在未来会有较大的发展。居然新零售的业绩承诺具有可实现性。

### **（九）业绩承诺核算口径下是否包含投资性房地产公允价值变动损益**

此次业绩承诺核算口径不包含投资性房地产公允价值变动损益。

## **三、中介机构核查意见**

经核查，评估师开元评估认为：报告期内标的公司逐步受让了居然控股旗下的家居门店卖场业务、设计装修业务以及建材超市业务，并通过一系列重组逐步完善了整体业

务架构。通过线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合及泛家居产业链上下游融合的发展战略逐步落地、实施，居然新零售主要业务板块租赁管理及加盟管理持续扩张、壮大，门店数量由 2016 年 146 家增长至 2019 年第一季度的 290 家。伴随业务网络的进一步丰富、完善，标的公司收入规模亦呈现稳健增长，为盈利提供了充足的源动力。另一方面，基于轻资产运营及加盟式扩张的商业模式，标的公司成本费用在报告期内维持在一定水平，未出现显著提升。因此，居然新零售报告期内业绩大幅增长具备合理性，利润规模提升与收入增长趋势相匹配。

标的资产业绩增长的驱动因素是其自身的核心竞争力，及行业及宏观经济的发展。未来居然新零售的业务布局是在稳固北京等核心城市的优势市场地位的前提下，深入竞争不充分、家居连锁零售发展相对空白的城市。门店所处的物业大部分为签订长期合同的租赁，按直线法核算；自持物业按公允价值计量，未来房地产市场的波动对主要成本的变动影响较小。各地房地产市场整体平稳，新建房和二手房交易为装修市场提供了稳定的需求。标的资产的优势和核心竞争力将是可持续的，在目前的整体宏观经济环境下，其所处家居行业也是前景广阔，在未来会有较大的发展。居然新零售的业绩承诺具有可实现性，业绩承诺核算口径不包含投资性房地产公允价值变动损益。

**34. 申请文件显示，报告期各期末，居然新零售劳务派遣及自有员工人数合计分别为 6,119 人、6,854 人和 7,940 人。请你公司：1) 结合标的资产自营卖场及加盟卖场运营模式的不同及所需人员配备情况，报告期内卖场扩张速度等，补充披露报告期内居然新零售管理团队、员工人数是否与其卖场扩张速度相匹配，是否存在体外核算及支付人工费用的情形。2) 补充披露居然新零售员工薪酬制度、各级别、各类岗位员工工资收入水平、大致范围及与当地平均工资水平比较情况并补充披露其工资水平的合理性。3) 按照成本费用归集口径，以列表形式分别披露报告期各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况，并结合报告期末应付职工薪酬账面余额变动、报告期内薪酬费用水平及现金流量表中支付给员工的工资等科目的勾稽关系。4) 按照成本费用归集口径，以列表形式分别披露预测期内各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况，并补充披露人员数量、人员构成与预测期内业务发展规模的匹配性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

一、结合标的资产自营卖场及加盟卖场运营模式的不同及所需人员配备情况，报告期内卖场扩张速度等，补充披露报告期内居然新零售管理团队、员工人数是否与其卖场扩张速度相匹配，是否存在体外核算及支付人工费用的情形

#### （一）标的公司自营卖场与加盟卖场的运营模式

标的公司采用自营卖场与加盟卖场相结合的方式开展业务。

自营卖场是指标的公司通过自有或租赁物业自主运营家居卖场，直接承担店面选址、物业建设或租赁、卖场装修、招商引资、商户管理、促销活动管理等一系列工作的自主运营管理模式。标的公司在自营卖场管理上采取分公司管理制度，除北京等少数地区卖场由居然新零售总部直接管理外，其余卖场按照地域分布由分公司自主管理。截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司全国范围内有分公司 25 家，其体系覆盖了全国大部分省、自治区、直辖市。该种模式下，卖场的主要管理人员和工作人员均为标的公司员工，标的公司通常每万平方米建筑面积配备 7-10 名管理人员与工作人员。

加盟模式是指标的公司与加盟方签订加盟协议，授权加盟方使用“居然之家”的商标与商号等资源开展经营的商业模式，分为委托管理加盟和特许加盟两种。委托管理模式下，标的公司通常每卖场配备 2-3 名管理人员对加盟卖场进行管理；特许加盟模式下，居然新零售通常不会向加盟卖场派驻管理人员。

#### （二）标的公司自营卖场与加盟卖场的扩张速度与人员增长速度相匹配

报告期内，标的公司不同经营模式下人员配备情况如下：

项目	2019.3.31	2018.12.31	2017.12.31	2016.12.31
<b>自营卖场与员工人数增长比较</b>				
自营卖场员工人数（人）	5,678	5,525	5,087	5,037
自营卖场建筑面积（万平方米）	699.78	695.73	659.59	624.57
自营卖场每万平方米平均员工人数（人/万平方米）	8.11	7.94	7.71	8.06
<b>委托管理卖场与员工人数增长比较</b>				
委托管理卖场员工人数（人）	254	248	174	75
委托管理卖场数量（家）	102	100	67	38



委托管理卖场平均每店人员数量（人/家）	2.49	2.48	2.60	1.97
---------------------	------	------	------	------

注：建筑面积为各卖场的实际测量面积，未包含停车场等配套设施。

报告期内，标的公司自营卖场每万平方米平均员工人数基本保持稳定，符合标的公司根据建筑面积按比例配备人员的原则，与标的公司自营卖场扩张速度保持一致。其中，2017年末自营卖场每万平方米平均员工人数相对较低，主要系2017年末自营卖场建筑面积净增长的35.02万平方米中约20万平方米为当年12月新增，导致2017年末存在部分门店人员尚未完全到位的情况。

委托管理卖场方面，除2016年末外，报告期内标的公司卖场平均每店员工人数基本稳定，保持在2.50人/家左右，委托管理卖场员工人数增速与标的公司委托管理卖场扩张速度保持一致。2016年末，委托管理卖场平均每店人数略低于其他年度的主要原因为当年标的公司委托管理卖场数量较上一年度大幅增长，短期内部分委托管理卖场管理人员在当年末暂未到位。2017年以来标的公司委托管理加盟模式逐渐成熟，具备受托管理经验的员工人数有所上升，2017年及后续年度标的公司委托管理卖场平均每店人员数量较2016年末上升至2.50人/家左右。

综上，报告期内，标的公司卖场扩张速度和管理团队、员工人数增长速度相匹配。

### （三）标的公司体外核算及支付人员工资的情况

报告期内，标的公司制定了完善的薪酬福利制度，并实际支付和承担了其员工薪酬，不存在由其他方实际负担员工薪酬等体外核算及支付人工费用的情形。

为协助部分员工办理北京地区工作居住证和户口，标的公司存在少数员工先由居然控股代垫代缴工资、社会保险和住房公积金，再由标的公司及其下属公司在当月内向居然控股全额支付前述代垫代缴款项的情形（原则上在月底前全部完成支付，不会因前述事项产生对居然控股的应付款项）。2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，该等代垫工资、社会保险和住房公积金款项金额分别为490.09万元、537.33万元、457.77万元和169.44万元。该类情况系因特定历史原因和政策背景形成，相关安排有助于居然新零售为员工提供更优质和更具竞争力的福利，前述相关员工的人工成本均由居然新零售实际承担。根据居然新零售和居然控股出具的承诺：1、对于居然控股签订劳动合同、代垫代缴工资、社会保险和住房公积金的北京落户人员，将在合同签订三年后及时完成

与居然新零售的合同换签工作。同时，居然新零售正在积极申请员工北京落户资格，并将在本次重组完成后 5 年内完全解决居然控股与办理北京户口员工代签劳动合同、代垫代缴工资、社会保险和住房公积金的情况；2、对于居然控股签订劳动合同、代垫代缴工资、社会保险和住房公积金的办理北京工作居住证人员，将在合同签订 6 个月后及时完成与居然新零售的合同换签工作。同时，居然新零售正在积极申请员工北京办理工作居住证资格，公司将在本次重组完成后 2 年内完全解决居然控股与办理工作居住证员工代签劳动合同、代垫代缴工资、社会保险和住房公积金的情况。

此外，2016 和 2017 年，居然控股曾分别为居然新零售代垫奖金 6,783.00 万元和 8,978.00 万元，截至 2019 年 3 月末其他应付款余额 15,761.00 万元。截至本回复出具日，上述代垫工资、社保、公积金、奖金均已经偿还完毕。

基于上述情况，并经中介机构通过检查报告期内标的公司及其控股股东居然控股银行流水，抽查标的公司员工合同和支付凭证，向控股股东及其他关联方发送函证，对标的公司应付职工薪酬、管理费用等会计科目执行分析性复核等方式对标的公司支付及核算人员工资进行核查，标的公司实际负担了其员工的人工成本费用，不存在由其他方实际负担员工薪酬等体外核算及支付人工费用的情形。

## **二、补充披露居然新零售员工薪酬制度、各级别、各类岗位员工工资收入水平、大致范围及与当地平均工资水平比较情况并补充披露其工资水平的合理性**

### **（一）居然新零售员工薪酬制度**

标的公司员工的薪酬福利包括员工工资、奖金及其他福利。其中，员工工资包括岗位工资、学历工资、职称工资等，主要根据员工行政职务、学历水平、职称、工龄等因素确定，结合员工工作地区因素进行调整，同时给予一定的用餐、通讯、交通等补助；奖金包括月奖金与年终奖金，依据公司经营业绩、员工工作完成情况、考评结果等因素确定；其他福利主要包括团体保险、员工宿舍等。同时，标的公司根据当地政府规定，为员工缴纳各项社会保险与住房公积金。

标的公司针对上述员工薪酬福利安排制定了《薪酬福利制度》，并在定岗位、定编制、定职责的基础上，根据岗位的重要程度和职责大小，建立了按照行政级别划分的薪资体系。除行政级别的考量外，标的公司的薪资体系也重视人才培养，鼓励员工通过学

习、培训等途径提高自身素质，同时也兼顾考虑员工的职称和在标的公司的工作年限等因素。

## （二）居然新零售各行政级别、各岗位人员工资水平及与当地工资水平对比

标的公司人员工资水平依据员工行政级别、所在地不同而有所变化。标的公司人员可依据行政级别划分为基层员工、中层员工及高层员工，以此确定员工岗位工资的范围，相同行政级别内根据员工的所在城市行政级别、经济发展水平，员工学历水平、工作年限等因素进行调整，确定每个员工的具体薪酬水平。标的公司报告期内员工月平均工资如下：

单位：元/月

行政级别	2019年 1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
基层员工	5,580.32	5,903.69	5,432.50	5,272.62
中层员工	14,878.57	18,451.32	19,535.91	18,371.57
高层员工	66,426.79	79,249.22	80,022.20	77,658.56
<b>员工整体平均工资</b>	<b>7,277.47</b>	<b>7,968.13</b>	<b>7,345.89</b>	<b>6,964.59</b>

注 1：上表中平均工资为标的公司对对应期间内薪酬计提总额，包括基本工资（含用餐、通讯、交通补助及住房公积金和社保基金个人缴纳部分等）、月度奖金和年终奖，不包含五险一金单位缴存部分和针对外派人员的补助等，下同。

注 2：各级别员工平均工资=标的公司年计提薪酬总金额/该年度计提薪酬总人次。

注 3：2019年 1-3月平均工资较低，主要系一季度计提的薪酬总额中未包含年终奖所致。

报告期内，除 2019 年一季度因计提的薪酬总额中未包含年终奖导致员工整体平均工资有所下降外，标的公司员工整体平均工资水平呈逐年上升趋势。其中，2018 年中层员工月平均工资略低于 2017 年，主要系 2018 年度标的公司因业务拓展需要，较多数量的基层员工晋升成为中层员工所致，该等新晋升的中层员工薪酬水平一般低于其他晋升时间较早的中层员工；此外，2018 年度标的公司细化考核指标，提升管理效能，部分员工因未能完成业绩考核导致奖金下降，导致中层员工及高层员工整体月平均工资亦因此略有下降。

标的公司总部及各卖场所在省份员工平均工资与当地平均及最低工资水平对比如下：

单位：万元/人

<b>标的公司员工平均工资情况</b>
---------------------

省份名称	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
北京	2.64	10.97	9.37	8.92
安徽	2.05	9.43	8.71	8.06
广东	2.71	10.68	9.26	6.67
广西	3.52	14.82	23.58	-
海南	2.19	9.97	8.27	8.17
河北	1.68	8.46	8.26	8.13
河南	2.05	9.86	9.16	8.38
黑龙江	1.98	7.63	7.56	8.23
湖北	2.15	8.90	8.34	8.19
湖南	2.09	8.49	8.13	7.64
吉林	1.77	6.24	6.39	5.55
江苏	2.23	8.91	6.54	7.57
江西	3.37	15.88	9.00	-
辽宁	2.23	9.38	9.97	8.65
内蒙古	1.75	8.53	9.98	8.26
宁夏	1.86	7.34	8.81	7.23
山东	2.15	9.69	8.54	7.85
山西	1.90	8.55	7.76	7.17
四川	2.50	10.99	9.16	9.15
新疆	1.76	9.09	8.43	12.00
云南	2.14	10.14	7.77	7.63
浙江	4.34	16.47	-	-
重庆	2.65	12.05	10.18	10.91
福建	2.28	10.50	9.51	8.48
陕西	2.05	9.30	9.09	8.55
天津	2.04	9.33	8.88	9.31
贵州	2.29	9.72	9.25	9.73
甘肃	1.78	8.43	7.02	7.14

注 1：各地区员工平均工资=12\*标的公司该地区年计提总金额/该地区年度计提薪酬总人次，薪酬计提金额包括基本工资（含用餐、通讯、交通补助及住房公积金和社会保险基金个人缴纳部分等）、月度奖金和年终奖，不包含五险一金单位缴存部分和针对外派人员的补助等

注 2：2019年1-3月，标的公司未计提年终奖金

注 3：部分数据因该年度未在相关省份开展业务而留空

单位：万元/人

城镇私营单位就业人员年平均工资情况			
省份名称	2018年度	2017年度	2016年度
北京	7.58	7.07	6.59
安徽	4.34	4.12	3.91
广东	5.89	5.33	4.82
广西	4.06	3.83	3.61

海南	5.11	4.56	4.07
河北	3.98	3.81	3.65
河南	4.04	3.67	3.33
黑龙江	3.44	3.24	3.05
湖北	4.02	3.71	3.42
湖南	3.96	3.70	3.46
吉林	3.65	3.32	3.02
江苏	5.15	4.93	4.72
江西	4.40	4.03	3.69
辽宁	3.68	3.57	3.46
内蒙古	3.71	3.66	3.61
宁夏	4.01	3.90	3.79
山东	5.61	5.20	4.82
山西	4.81	3.83	3.05
四川	4.25	4.01	3.78
新疆	4.12	4.00	3.88
云南	4.34	4.07	3.82
浙江	5.18	4.83	4.50
重庆	5.39	5.05	4.73
福建	5.14	4.88	4.63
陕西	3.94	3.75	3.57
天津	6.23	5.97	5.72
贵州	4.47	4.18	3.91
甘肃	3.98	3.77	3.57

注 1：上表数据来源为国家统计局发布的报告期内各年度“城镇私营单位就业人员平均工资”，不含国有单位、城镇集体单位、联营经济、外商投资经济、港澳台投资经济等非私营单位，工资包含计时工资、计件工资、奖金、津贴和补贴、加班加点工资、特殊情况下支付的工资。

注 2：截至本回复出具日 2018、2019 年全口径统计数据尚未公布，为便于比较，根据上一年度增长速度进行估算，即：2018 年数据=2017 年数据\*2017 年数据/2016 年数据；2019 年度数据未予列示。

单位：万元/人

城镇单位就业人员年平均工资（其他单位）情况			
省份名称	2018 年度	2017 年度	2016 年度
北京	13.95	12.92	11.97
安徽	6.38	5.93	5.51
广东	8.13	7.52	6.96
广西	6.33	5.76	5.24
海南	7.04	6.34	5.71
河北	7.34	6.23	5.29
河南	5.51	5.04	4.61
黑龙江	6.24	5.73	5.26
湖北	6.50	6.04	5.61

湖南	6.12	5.77	5.44
吉林	5.89	5.45	5.04
江苏	7.82	7.26	6.74
江西	5.76	5.39	5.04
辽宁	6.80	6.20	5.65
内蒙古	6.93	6.14	5.44
宁夏	6.79	6.48	6.18
山东	6.58	6.07	5.60
山西	6.59	5.81	5.12
四川	6.57	6.13	5.72
新疆	7.63	7.01	6.44
云南	5.67	5.23	4.82
浙江	7.58	6.97	6.41
重庆	6.60	6.30	6.01
福建	6.56	6.13	5.73
陕西	6.95	6.42	5.93
天津	9.22	8.61	8.04
贵州	6.75	6.28	5.84
甘肃	5.81	5.35	4.93

注 1：上表数据来源为国家统计局发布的报告期内各年度“城镇单位就业人员平均工资：其他单位”，不含城镇国有单位与集体单位，工资包含计时工资、计件工资、奖金、津贴和补贴、加班加点工资、特殊情况下支付的工资。

注 2：截至本回复出具日 2018、2019 年全口径统计数据尚未公布，为便于比较，根据上一年度增长速度进行估算，2018 年数据=2017 年数据\*2017 年数据/2016 年数据；2019 年度数据未予列示。

单位：万元/人

各地最低工资标准			
省份名称	2018 年度	2017 年度	2016 年度
北京	2.54	2.40	2.27
安徽	1.86	1.82	1.82
广东	2.64	2.27	2.27
广西	2.02	1.68	1.68
海南	2.00	1.72	1.72
河北	1.98	1.98	1.98
河南	2.28	2.06	1.92
黑龙江	2.02	2.02	1.78
湖北	2.10	2.10	1.86
湖南	1.90	1.90	1.67
吉林	2.14	2.14	1.78
江苏	2.42	2.27	2.12
江西	2.02	1.84	1.84
辽宁	1.94	1.84	1.84
内蒙古	2.11	2.11	1.97

宁夏	1.99	1.99	1.78
山东	2.29	2.17	2.05
山西	2.04	2.04	1.94
四川	2.14	1.80	1.80
新疆	2.18	2.00	2.00
云南	2.00	1.88	1.88
浙江	2.41	2.41	2.23
重庆	1.80	1.80	1.80
福建	2.04	2.04	1.80
陕西	2.02	2.02	1.78
天津	2.46	2.46	2.34
贵州	2.02	2.02	1.92
甘肃	1.94	1.94	1.76

注：当地最低工资水平为人力资源和社会保障部发布的截至各年度 12 月各地每月最低工资标准\*12。

### （三）居然新零售工资水平的合理性

#### 1、标的公司工资水平高于各地最低工资标准

根据《中华人民共和国劳动法》第四十八条规定，国家实行最低工资保障制度，用人单位支付劳动者的工资不得低于当地最低工资标准。根据《最低工资标准》（中华人民共和国劳动和社会保障部令[第 21 号]），最低工资标准一般采取月最低工资标准和小时最低标准的形式，月最低工资标准适用于全日制就业劳动者，小时最低工资标准适用于非全日制就业劳动者。全国各地区根据赡养人口的最低生活费用、城镇居民消费价格指数等因素的不同，确立了不同的最低工资标准。标的公司各地区工资水平均高于所在地最低工资标准，符合相关法律法规的规定。

#### 2、标的公司工资水平与各地平均工资水平基本相符

在标的公司聘请员工开展自营、委托加盟业务的各省、自治区、直辖市中，仅有北京平均工资低于当地平均水平，主要由于北京地区直营卖场较多，人员结构中基层员工数量较多，导致平均工资水平较低；同时，由于北京地区经济发展程度较高，部分平均薪酬较高的行业较为集中，导致标的公司平均工资水平较当地平均工资水平（城镇单位就业人员年平均工资：其他单位）相比较低。其余省市中，如江西、广西、浙江等地，员工主要为标的公司向当地派遣委托管理卖场的管理人员，通常属于标的公司中、高层员工，导致上述地区平均工资水平较高。除上述情形外，标的公司工资水平与各地平均工资水平基本相符，具有地区合理性。

### 3、标的公司建立了较为完善的职工福利制度

除基本工资外，标的公司还为员工提供了包括团体补充商业保险、员工集体宿舍、婚丧福利费、生日补贴、防暑降温补贴、节日福利等补充福利，作为员工基本工资外的补充，以提高员工的整体生活水平。

综上，报告期内标的公司根据相关法律法规和公司实际情况建立了科学、完善的薪酬福利制度，并严格执行，员工工资水平与所在地平均工资水平基本相符，具有合理性。

三、按照成本费用归集口径，以列表形式分别披露报告期各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况，并结合报告期末应付职工薪酬账面余额变动、报告期内薪酬费用水平及现金流量表中支付给员工的工资等科目的勾稽关系

（一）按照成本费用归集口径，报告期各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况

单位：万元

核算科目	2019年1-3月			2018年度		
	平均人数	平均薪酬(年化)	薪酬总额	平均人数	平均薪酬	薪酬总额
在建工程	55.00	18.71	257.31	19.00	13.35	253.59
营业成本	6,362.67	11.93	18,982.81	6,005.58	12.66	76,056.12
管理费用	378.00	37.93	3,584.21	486.17	38.79	18,857.17
研发费用	173.00	59.76	2,584.64	121.00	53.27	6,445.58
销售费用	655.33	13.38	2,192.67	873.83	11.42	9,976.04
<b>合计</b>	<b>7,624.00</b>	<b>14.48</b>	<b>27,601.64</b>	<b>7,505.58</b>	<b>14.87</b>	<b>111,588.50</b>
核算科目	2017年度			2016年度		
	平均人数	平均薪酬	薪酬总额	平均人数	平均薪酬	薪酬总额
在建工程	20.00	13.53	270.64	-	-	-
营业成本	5,610.92	11.63	65,245.81	5,146.33	11.52	59,306.22
管理费用	594.75	30.52	18,149.09	462.00	29.62	13,683.08
研发费用	82.00	52.53	4,307.40	-	-	-
销售费用	1,061.00	9.25	9,813.16	761.00	9.04	6,882.44
<b>合计</b>	<b>7,368.67</b>	<b>13.27</b>	<b>97,786.10</b>	<b>6,369.33</b>	<b>12.54</b>	<b>79,871.74</b>

注1：平均人数是根据报告期内居然新零售承担薪酬费用的各个月份人数的平均数；



注 2: 研发人员的薪酬水平较高, 主要是因为研发人员市场薪酬水平较高, 居然新零售根据行业水平给与研发人员薪酬;

注 3: 管理人员的薪酬水平较高, 主要是因为管理人员的年终奖较高导致。

## (二) 报告期末应付职工薪酬账面余额变动、报告期内薪酬费用水平及现金流量表中支付给员工的工资等科目的勾稽关系

### 1、报告期内, 应付职工薪酬余额变动情况如下:

单位: 万元

项目	2018 年 12 月 31	本期增加	本期减少	2019 年 3 月 31 日
一、短期薪酬	28,639.73	25,157.71	-42,438.74	11,358.70
二、设定提存计划	4,758.35	2,443.93	-2,329.31	4,872.97
三、辞退福利	-	-	-	-
合计	33,398.08	27,601.64	-44,768.05	16,231.67
项目	2018 年 1 月 1 日	本期增加	本期减少	2018 年 12 月 31 日
一、短期薪酬	16,547.38	101,957.05	-89,864.70	28,639.73
二、设定提存计划	4,212.39	9,631.45	-9,085.49	4,758.35
三、辞退福利	2.29	-	-2.29	-
合计	20,762.06	111,588.50	-98,952.48	33,398.08
项目	2017 年 1 月 1 日	本期增加	本期减少	2017 年 12 月 31 日
一、短期薪酬	12,611.70	88,132.16	-84,196.48	16,547.38
二、设定提存计划	2,175.92	9,651.65	-7,615.18	4,212.39
三、辞退福利	-	2.29	-	2.29
合计	14,787.62	97,786.10	-91,811.66	20,762.06
项目	2015 年 12 月 31 日	本期增加	本期减少	2016 年 12 月 31 日
一、短期薪酬	7,887.36	72,459.60	-67,735.26	12,611.70
二、设定提存计划	826.55	7,412.14	-6,062.77	2,175.92
三、辞退福利	-	-	-	-
合计	8,713.91	79,871.74	-73,798.03	14,787.62

### 2、报告期内薪酬费用水平及现金流量表中支付给员工的工资等科目的勾稽关系:

单位: 万元

报告期	计入成本费用、在建工程等科目员工薪酬	应付职工薪酬本期增加金额	是否勾稽一致	计入经营活动现金流量的支付给职工以及为职工支付的现金	计入投资活动现金流量的在建工程员工薪酬	其他因素 (注释 4)	应付职工薪酬本期减少金额	是否勾稽一致

2016 年度	79,871.74	79,871.74	是	73,877.46	-	-79.43	73,798.03	是
2017 年度	97,786.10	97,786.10	是	92,049.12	270.64	-508.10	91,811.66	是
2018 年度	111,588.50	111,588.50	是	108,672.89	253.59	-9,974.00	98,952.48	是
2019 年 1-3 月	27,601.64	27,601.64	是	44,510.74	257.31	-	44,768.05	是

注 1: 计入成本费用、在建工程等科目员工薪酬=应付职工薪酬本期增加金额

注 2: 计入经营活动现金流量的支付给职工以及为职工支付的现金+计入投资现金流量的在建工程员工薪酬+其他因素=应付职工薪酬本期减少金额

注 3: 根据《企业会计准则讲解》支付的在建工程人员的工资, 在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”项目中反映。

注 4: 其他因素主要为与支付的其他与经营活动有关的现金之间重分类差异, 不影响经营活动现金流出总量。

#### 四、按照成本费用归集口径, 以列表形式分别披露预测期内各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况, 并补充披露人员数量、人员构成与预测期内业务发展规模的匹配性

##### (一) 预测期内各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况

预测期内, 居然新零售营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用情况如下:

类别		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
计入成本中的人工薪酬	平均员工人数 (人)	6,565	6,666	6,735	6,756	6,759
	薪酬费用 (万元)	89,937.42	97,912.72	104,724.40	110,954.57	116,854.12
	人均薪酬 (万元/年/人)	13.70	14.69	15.55	16.42	17.29
	占收入的比例	9.41%	9.45%	9.54%	9.55%	9.50%
计入销售费用中的人工薪酬	平均员工人数 (人)	890	905	905	905	905
	薪酬费用 (万元)	11,583.38	12,534.48	13,289.82	14,093.20	14,948.33
	人均薪酬 (万元/年/人)	13.00	13.85	14.68	15.57	16.52
	占收入的比例	1.21%	1.21%	1.21%	1.21%	1.21%
计入管理费用中的人工薪酬	平均员工人数 (人)	520	530	530	530	530
	薪酬费用 (万元)	25,498.72	23,693.26	25,121.02	26,639.61	28,256.02

	元)					
	人均薪酬(万元/年/人)	42.00	44.73	47.40	50.26	53.31
	占收入的比例	2.29%	2.29%	2.29%	2.29%	2.30%

注：由于报告期研发费用是居然设计家的费用，2019年居然新零售已与阿里巴巴签署关于居然设计家的股权转让协议，协议中约定设计家截止交割前的损益由居然新零售承担。预测期已将交割日前预估的损益计入了管理费用，2019年管理费用中的人工薪酬考虑了居然设计家相关人工薪酬3,603.27万元。在计算2019年相关比例、人数和人均薪酬时已剔除这部分金额的影响。

## (二) 人员数量、人员构成与预测期内业务发展规模的匹配性

预测期内，居然新零售员工人数增长情况如下表：

单位：人

类别	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
计入成本的新增员工数	557	101	69	21	3
销售费用中新增员工数	20	15	0	0	0
管理费用中新增员工数	30	10	0	0	0
<b>新增员工数合计</b>	<b>607</b>	<b>126</b>	<b>69</b>	<b>21</b>	<b>3</b>

其中，计入成本的新增员工明细如下表：

单位：人

类别	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
新增直营店建筑面积(万平方米)	47.49	5.55	0	0	0
直营店新增员工人数	380	44	0	0	0
新增特许加盟店数量	59	19	23	7	1
加盟店新增员工人数	177	57	69	21	3
<b>计入成本的新增员工合计</b>	<b>557</b>	<b>101</b>	<b>69</b>	<b>21</b>	<b>3</b>

预测内，标的公司员工人数的增加主要系新开各类门店的需要，其中：2019年预计新增直营店面7家，2020年预计新增店面1家，共新增建筑面积53.04万平方米，根据标的公司店面人员配置标准(7-10人/万平方米)，预测期标的公司新增直营店面需匹配员工约420-430人。根据标的公司发展规划和已签订的加盟协议，预测期标的公司将增加委托管理加盟门店约109家，需派驻320-330的经营管理人员。另外，预测还合理考虑了标的公司整体的销售及管理人员的需求。

预测期内各类人员的人均薪酬均保持一定增长，与报告期的趋势一致，且计入营业成本、计入管理费用、计入销售费用的人工薪酬占收入的比例保持稳定。

综上所述，标的公司预测期人员数量、人员构成与业务发展规模具有匹配性。

## 五、中介机构核查意见

经核查，评估师开元评估认为：报告期内，标的公司卖场扩张速度和管理团队、员工人数增长速度相匹配，未发现存在体外核算及支付人工费用的情形；标的公司已根据相关法律法规和公司实际情况建立了科学、完善的薪酬福利制度并严格执行，员工工资水平与所在地平均工资水平基本相符，具有合理性；标的公司报告期内各期计入营业成本、销售费用、管理费用、研发费用的员工人数、薪酬费用与应付职工薪酬账面余额变动、薪酬费用水平和现金流量表中支付给员工的工资等科目具有一致性，且符合标的公司实际经营情况；预测期内各期的人员构成配置、员工人数补充、薪酬费用增长合理考虑了标的公司新开门店和加盟业务等各项业务发展的需要，与预测期内标的公司的业务发展规模相匹配。

45. 申请文件显示，2019年至2023年，居然新零售营业收入增长率分别为15%、8%、6%、6%和6%。其中，租赁业务收入增长率分别为15%、11%、7%、7%、7%；加盟管理板块营业收入增长率分别为23%、-7%、-2%、-2%、-2%。装修板块营业收入增长率分别为-20%、0%、0%、0%和0%；商品销售板块营业收入增长率分别为20%、0%、0%、0%和0%。请你公司：1) 补充披露截至目前各业务板块下主营业务收入的实际实现情况及居然新零售截至目前的经营业绩实现情况。2) 对比报告期内租赁业务扩张情况、卖场增加数量、租赁业务收入增长率、未来年度计划新增门店数量、新增门店所在城市及地理位置、宏观经济发展预期及当地经济发展水平、目前准备进展、预计开店时间、预计出租率情况、现有卖场营业收入增长速度、现有及未来新开卖场所在城市的竞争化程度、房地产行业发展趋势及市场需求、等因素，补充披露预测年度租赁管理业务营业收入的月依据及可实现性。3) 结合报告期内加盟卖场的扩张速度、扩张效果、对居然新零售营业收入及经营业绩的贡献成果、未来年度新增加盟门店数量、有意向加盟商数量及费用缴付情况、加盟业务收入构成、现有加盟卖场及未来年度新增加盟卖场出租率情况及租户续租率情况等，补充披露预测年度加盟业务收入的预测依据及

可实现性。4) 结合报告期内，装修板块营业收入的下滑趋势、未来年度对装修板块的发展战略、居然新零售装修业务在行业内的竞争地位及核心竞争优势等，补充披露预测年度装修板块业务收入稳定在 30,276.52 万元的合理性及可实现性。5) 结合商品销售板块报告期内的销售收入下滑趋势、居然新零售商品销售板块的核心竞争优势，与主要供应商合作的稳定性等因素，补充披露未来年度商品销售板块主营业务收入稳定在 16,096.77 万元的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、截至目前各业务板块下主营业务收入的实际实现情况及居然新零售截至目前的经营业绩实现情况

(一) 各业务板块下主营业务收入的实际实现情况

2019 年 1-6 月，居然新零售各业务板块下主营业务收入实现情况(未经审计)如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-6 月经营情况	占 2019 年预测比例	
		预测数	预测完成率
租赁管理板块收入	362,037.48	804,354.27	45.01%
加盟管理板块收入	37,172.92	96,613.88	38.48%
装修板块收入	14,643.49	30,276.52	48.37%
商品销售板块收入	7,779.22	16,096.77	48.33%
其他业务收入	1,297.09	7,957.92	16.30%
<b>合计</b>	<b>422,930.20</b>	<b>955,299.37</b>	<b>44.27%</b>

租赁管理板块收入：居然新零售一般会在 4-9 月份与租户新签租赁合同并根据经营情况涨租，因此下半年的收入一般会高于上半年。

加盟管理板块收入：受春节因素影响，居然新零售向加盟方提供的服务主要在下半年完成，因此下半年的收入一般会高于上半年。

其他业务收入：主要为展会收入，根据实际发生时点确认。

(二) 居然新零售截至目前的经营业绩实现情况

2019 年 1-6 月，居然新零售经营业绩实现情况（未经审计）如下：

单位：万元

项目	2019 年上半年
营业收入	422,930.20
毛利	191,077.59
营业利润	127,744.05
利润总额	127,452.36
净利润	95,912.81
扣非后净利润	<b>93,159.70</b>

2019 年 1-6 月，居然新零售实现的营业收入为 422,930.20 万元，较去年同期增长 8.92%；实现的毛利为 191,077.59 万元，较去年同期增长 18.71%；实现的营业利润为 127,744.05 万元，较去年同期增长 14.04%；实现的净利润为 95,912.81 万元，较去年同期增长 13.49%。2019 年 1-6 月实现的扣非后净利润为 93,159.70 万元，完成率达到 45.22%，高于去年同期扣非净利润占全年扣非净利润的 44.65%。

综上所述，居然新零售 2019 年上半年业绩实现情况较好，预计可以完成全年预测目标。

二、对比报告期内租赁业务扩张情况、卖场增加数量、租赁业务收入增长率、未来年度计划新增门店数量、新增门店所在城市及地理位置、宏观经济发展预期及当地经济发展水平、目前准备进展、预计开店时间、预计出租率情况、现有卖场营业收入增长速度、现有及未来新开卖场所在城市的竞争化程度、房地产行业发展趋势及市场需求等因素，补充披露预测年度租赁管理业务营业收入的依据及可实现性。

（一）报告期内租赁业务扩张情况、卖场增加数量、租赁业务收入增长率、未来年度计划新增门店数量

单位：家

项目	租赁业务扩张情况	新增自营门店数量	收入复合增长率
报告期	报告期内租赁业务快速扩张	19	10.69%
预测期 (2019-2023)	增长放缓，逐渐以加盟门店扩张为主	8	7.93%

注：增长率为报告期、预测期的复合增长率

**(二) 新增门店所在城市及地理位置、宏观经济发展预期及当地经济发展水平、目前准备进展、预计开店时间、预计出租率情况**

预测期内,结合居然新零售租赁业务门店扩张策略,计划新增自营门店数量为8家,其中2019年新增自营门店7家,2020年新增自营门店1家。

**1、新增门店所在城市及地理位置、目前准备进展、预计开店时间、预计出租率**

预测期内,居然新零售新增自营门店所在城市及地理位置、目前准备进展、预计开店时间、预计出租率如下:

序号	门店名称	门店位置	目前准备进展	预计开店时间	预计出租率
1	营口红运店	营口市站前区	已开业	已于2019年6月22日	95%
2	荆州店	湖北省荆州市沙市区	已开业	已于2019年8月18日	95%
3	兰州银滩店	兰州市七里河区	招商已完成,正准备开业相关事项	预计2019年9月	>99%
4	重庆大渡口店	重庆市大渡口区	招商收尾阶段,正准备开业相关事项	预计2019年9月	>99%
5	天水成纪新城店	天水市麦积区	招商中	预计2019年10月	95%
6	广州天河店	广州市天河区	招商中	预计2019年10月	95%
7	呈贡店	昆明市呈贡区	招商中	预计2019年11月	>99%
8	西安曲江店	西安市曲江新区	招商中	预计2020年1月	>99%

**2、宏观经济发展预期及当地经济发展水平**

居然新零售预测期内新增自营门店所处位置宏观经济发展预期及当地经济发展水平如下:

序号	门店名称	所在城市	当地经济发展水平	宏观经济发展预期	数据来源
1	营口红运店	营口市	<p>全国首批沿海开放城市和国家自贸试验区片区城市，是全国综合交通枢纽和港口型国家物流枢纽承载城市，是东北亚重要的出海通道，是“一带一路”战略重要的交通节点之一，国际海铁联运大通道的重要枢纽和国际物流中心。年末全市户籍人口 231.4 万人。其中，城镇人口 122.1 万人，占 52.77%，全年地区生产总值 1,346.7 亿元，比上年增长 5.9%。全年城镇常住居民人均可支配收入 37,035 元，比上年增长 7.6%，农村常住居民人均可支配收入 16,748 元，增长 7.4%。</p>	<p>2019 年营口市经济社会发展的主要预期目标是：地区生产总值增长 6.5%左右，固定资产投资增长 8%，一般公共预算收入增长 7%，社会消费品零售总额增长 7%，城乡居民收入增长与经济增长同步，城镇登记失业率控制在 3%以内。</p> <p>营口市“十三五”经济社会发展主要指标：经济保持中高速发展。主要经济指标平衡协调，地区生产总值年均增长 7%；规模以上工业增加值年均增长 7%；固定资产投资年均增长 6%；一般公共预算收入年均增长 6%。到 2020 年，地区生产总值达到 2,100 亿元，比 2010 年翻一番。</p> <p>人民生活更加富裕幸福。努力提高居民收入，促进居民收入 and 经济发展同步增长，居民收入比 2010 年翻一番。保障水平不断提高，实现城乡基本社会保障全覆盖。社会就业更加充分，人民群众安居乐业，生活水平和质量普遍提高。到 2020 年，确保 3.86 万国标贫困人口全部实现脱贫。</p>	<p>2019 年营口市《政府工作报告》；</p> <p>《营口市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》</p>
2	荆州店	荆州市	<p>湖北省地级市，长江中游城市群重要成员，全市国土面积 1.41 万平方公里，下辖荆州区、沙市区、江陵县、松滋市、公安县、石首市、监利县、洪湖市 8 个县市区。全市年末常住人口 559.02 万人，其中：城镇 311.99 万人，乡村 247.03 万人。城镇化率达到 55.81%。全市实现地区生产总值 2,082.18 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.5%。全市城镇常住居民人均可支配收入 32,590 元，比上年增加 2617 元，增</p>	<p>2019 年荆州市经济社会发展的主要预期目标是：地区生产总值增长 7.5%-8%，固定资产投资增长 11.5%，规模以上工业增加值增长 7.5%，社会消费品零售总额增长 11.5%，地方一般公共预算收入增长 8%；城乡人均可支配收入增长高于经济增速，城镇登记失业率控制在 4.5%以内，完成省下达的节能减排任务。</p> <p>荆州市“十三五”经济社会发展主要指标：经济综合实力迈上新台阶。在结构优化、转型提质的基础上，力争经济总量跃上 3,000 亿元台阶，主要经济指标平衡协调，总量比 2010 年增加 1.5 倍以上，经济发展年均增速</p>	<p>2019 年荆州市《政府工作报告》；</p> <p>《荆州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》</p>



			长 8.7%。	保持全省第一梯队，份额占比持续提高。三次产业结构不断优化，工业化和信息化、服务业与制造业深度融合，农业现代化取得明显进展，新产业新业态新模式不断成长，服务业比重进一步上升，发展质量和效益明显提升。科技贡献率不断提高，科技创新能力明显增强。 人民生活水平得到新改善。高质量就业更加充分，收入分配更加合理，社会保障体系趋于完善。到 2018 年现行标准下贫困人口全部脱贫，贫困村全部出列。就业、教育、文化、体育、社保、医疗、住房等公共服务体系更加健全，基本公共服务均等化水平稳步提高，人民群众的获得感、幸福感明显增强。	
3	兰州银滩店	兰州市	甘肃省省会，国务院批复确定的中国西北地区重要的工业基地和综合交通枢纽，西部地区重要的中心城市之一，丝绸之路经济带的重要节点城市。截至 2018 年，全市下辖 5 个区、3 个县，总面积 13,100 平方千米，建成区面积 321.75 平方千米，常住人口 375.36 万人，城镇人口 304.15 万人，城镇化率 81.03%。2018 年完成生产总值 2,732.94 亿元，比上年增长 6.5%。按常住人口计算，人均生产总值 73,042 元，比上年增长 5.8%。全年全市城镇居民人均可支配收入 35,014 元，比上年增长 8.3%。	2019 年兰州市经济社会发展的主要预期目标为：生产总值增长 7% 左右；第一产业增加值增长 5%；第二产业增加值增长 5.6%，其中规模以上工业增加值增长 5% 左右，建筑业增加值增长 7%；第三产业增加值增长 8%；固定资产投资增长 8%；社会消费品零售总额增长 8%；一般公共预算收入增长 7%；城镇居民人均可支配收入增长 7.5%；农村居民人均可支配收入增长 8.5%；居民消费价格指数控制在 3% 以内；节能减排完成国家和省上下达的目标任务。 兰州市在“十三五”时期发展目标： 经济保持健康稳定增长。在加快转变经济发展方式、促进经济结构转型升级、产业发展迈向中高端水平的基础上，实现经济增长和城乡居民收入增速高于全国全省平均水平，2020 年达到 3,050 亿元，在全省的经济首位度提高到 30% 以上；经济结构更加合理，第三产业、战略性新兴产业、非公有制经济占全市生产总值的比重分别达 65%、16%、60% 以上；文化旅游产业成为支柱性产业，文化和旅游产业增加值分别占全市 GDP 的 8% 以上和 5% 以上；兰白科技	2019 年兰州市《人民政府工作报告》； 《兰州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》

				<p>改革创新试验区加快发展，研究与开发支出占生产总值比重达到 2.6% 以上，科技进步贡献率达到 60% 以上，城市核心竞争力明显增强。</p> <p>人民生活水平和质量大幅提升。新型城镇化发展步伐加快，常住人口城镇化率、户籍人口城镇化率分别达到 85%、80%。现代农业取得明显进展，城乡居民收入差距逐步缩小，城镇居民人均可支配收入达到 43,625 元，年均增长 10%；农村居民人均可支配收入达到 15,750 元，年均增长 10.2%。</p>	
4	重庆大渡口店	重庆市	<p>省级行政区，中西部唯一的直辖市、国家中心城市、超大城市、国际大都市，长江上游地区的经济、金融、科创、航运和商贸物流中心，西部大开发重要的战略支点和“一带一路”和长江经济带重要联结点以及内陆开放高地；总面积 8.24 万平方千米，辖 38 个区县（自治县）；2018 年，全市常住人口 3,101.79 万人，比上增加 26.63 万人，其中城镇人口 2,031.59 万人，占常住人口比重（常住人口城镇化率）为 65.50%，比上年提高 1.42 个百分点，全年实现地区生产总值 20,363.19 亿元，比上年增长 6.0%。全市居民人均可支配收入 26,386 元，比上年增长 9.2%。</p>	<p>2019 年重庆市经济社会发展的主要预期目标是：地区生产总值增长 6%；固定资产投资、社会消费品零售总额分别增长 8%、7% 左右，进出口总值保持正增长；城镇调查失业率控制在 5.5% 左右，全体居民人均可支配收入增长 8% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右；节能减排降碳完成国家下达任务。</p> <p>重庆市“十三五”经济社会发展主要指标：经济发展实现新跨越。经济保持年均增长 9% 左右，发展的平衡性、包容性、可持续性不断增强。到 2020 年，全市地区生产总值迈上 2.5 万亿元新台阶，人均地区生产总值达到 7.5 万元左右，城乡居民人均收入同步提升并力争达到全国平均水平。</p>	<p>2019 年重庆市《政府工作报告》；</p> <p>《重庆市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》</p>
5	天水成纪新城店	天水市	<p>甘肃省下辖地级市，位于甘肃省东南部，毗邻关中平原，是关中平原城市群重要节点城市、关中天水经济区次核心城市。天水市下辖 2 区 5 县，总面积 1.4325 万平方千米，年末全市常住人口 335.49 万人，比上年末增加 1.51 万人。其中城镇人口</p>	<p>2019 年天水市经济社会发展的主要预期目标是：生产总值增长 6%，规模以上工业增加值增长 6.5%，固定资产投资增长 6%，社会消费品零售总额增长 8%，一般公共预算收入增长 7%，城镇居民人均可支配收入增长 8.5%，农村居民人均可支配收入增长 9%，居民消费价格指数涨幅控制在 2.5% 以内，城镇登记失业率控制在 4% 以内，环境质量和节</p>	<p>天水市 2019 年《政府工作报告》；</p> <p>《天水市委关于制定国民经济和社</p>

			<p>139.73 万人，占常住人口比重（常住人口城镇化率）为 41.65%，比上年末提高 1.51 个百分点。人口自然增长率 3.93‰。2018 年，全市实现生产总值 652.05 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.4%。全年全市城镇居民人均可支配收入 26,581 元，比上年增长 8%。</p>	<p>能减排指标均控制在省上下达的目标以内。 天水市“十三五”时期天水市发展主要目标是： 经济保持中高速增长。在提高发展平衡性、包容性、可持续性的基础上，力争经济增长和城乡居民收入增速高于全省全国平均水平，到 2020 年生产总值和城乡居民收入比 2010 年翻一番以上，全市生产总值跃上 800 亿元台阶，城镇居民人均可支配收入跃上 30,000 元台阶，农民人均可支配收入跃上 10,000 元台阶，综合实力在全省争先进位。产业结构更加优化，工业化和信息化加速融合，战略性新兴产业、服务业和非公经济增加值在生产总值中的占比不断上升。稳增长中投资的关键作用、消费的基础作用、出口的促进作用充分发挥。城镇化率进一步提高。 居民收入平稳增长。到 2020 年，城镇居民人均可支配收入达到 30,000 元，年均增长 9%；农民人均可支配收入达到 10,000 元以上，年均增长 12%。转移性收入和财产性收入比重明显提升，居民收入结构不断优化，收入目标均高于经济增长目标，顺利实现全面小康社会的收入增长目标。</p>	<p>会发展第十三个五年规划的建议》</p>
6	广州天河店	广州市	<p>广东省省会、副省级市、国家中心城市、超大城市，国务院批复确定的中国重要的中心城市、国际商贸中心和综合交通枢纽。截至 2018 年，全市下辖 11 个区，总面积 7,434 平方千米，建成区面积 1,249.11 平方千米，常住人口 1,490.44 万人，城镇人口 1,287.44 万人，城镇化率 86.38%。2018 年，广州市实现地区生产总值 22,859.35 亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长 6.2%。全年城市常住居民人均可支配收入 59,982.1 元，增长 8.3%；农</p>	<p>2019 年广州市经济社会发展主要预期目标是：经济运行稳中有进，地区生产总值增长 6—6.5%，固定资产投资增长 8%左右，社会消费品零售总额增长 7%左右，商品进出口总值增长 3%左右。经济高质量发展迈出新步伐，先进制造业增加值占规模以上制造业比重达到 68%左右，现代服务业增加值占服务业比重达到 68%左右，研发经费支出占地区生产总值比重达到 2.8%，地方一般公共预算收入增长 5%。人民美好生活质量持续提升，城乡居民收入增长与经济增长基本同步，城市居民消费价格涨幅控制在 3%左右，城镇登记失业率控制在 3.5%以内。生态环境建设取得新进展，万元地区生产总值能耗下降 3%，减排约束性指标完成</p>	<p>2019 年广州市《政府工作报告》： 《广州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》</p>

			村常住居民人均可支配收入 26,020.1 元，增长 10.8%。	年度任务。 广州市“十三五”经济社会发展主要指标： 经济发展提质增效。经济保持中高速增长，地区生产总值年均增长 7.5% 以上，到 2020 年达到 2.8 万亿元，人均生产总值达到 18 万元左右，力争提前实现全市生产总值和城乡居民人均收入比 2010 年翻一番；国际航运中心、物流中心、贸易中心和现代金融服务体系基本建成，现代服务业和先进制造业双轮驱动成效显著，服务业增加值占 GDP 比重、现代服务业增加值占服务业增加值比重分别达到 70% 左右，高端高质高新现代产业体系基本建立。	
7	呈贡店	昆明市	云南省省会、滇中城市群中心城市，国务院批复确定的中国西部地区重要的中心城市之一。截至 2018 年，全市下辖 7 个区、3 个县、3 个自治县、代管 1 个县级市，总面积 21473 平方千米，建成区面积 435.81 平方千米，常住人口 685.0 万人，城镇人口 499.02 万人，城镇化率 72.85%。全年地区生产总值 5,206.90 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.4% 全年城镇常住居民人均可支配收入 42,988 元，比上年增长 8.0%；农村常住居民人均可支配收入 14,895 元，增长 8.7%。	2019 年昆明市经济社会发展主要预期目标建议为：地区生产总值增长 8.5% 左右，固定资产投资增长 10% 左右，一般公共预算收入增长 5%，社会消费品零售总额增长 10.5%，城镇和农村常住居民人均可支配收入分别增长 8% 和 8.5%，居民消费价格涨幅控制在 3% 以内，城镇登记失业率控制在 4% 以内，万元生产总值能耗下降、主要污染物排放量削减完成省下达任务。 昆明市“十三五”经济社会发展主要指标： 综合实力显著增强。经济保持平稳较快发展，基础设施支撑能力明显增强，转型升级取得明显突破，经济增长质量和效益明显提升，以现代服务业为主导、三二一产业发展的产业体系基本形成，全市经济综合实力、城市竞争力、文化软实力和可持续发展能力显著增强。全市地区生产总值年均增长 9% 左右，一般公共预算收入年均增长 6%。人民生活水平显著提升。覆盖城乡居民的就业、教育、文化、社保、医疗、住房等公共服务体系更加健全，基本公共服务均等化水平稳步提高，多元文化融合发展，精神文明建设进一步加强，市民思想道德、科学文化和健康素质	2019 年昆明市《政府工作报告》； 《昆明市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》

				<p>不断提高，民主法治更加健全，民族团结进步事业深入推进，社会大局保持和谐稳定，人民安全感、幸福感大幅提升。城镇常住居民人均可支配收入年均增长 9%，农村常住居民人均可支配收入年均增长 10%。</p>	
8	西安曲江店	西安市	<p>陕西省省会、副省级市、关中平原城市群核心城市，曾是古丝绸之路的起点，是“一带一路”核心区、中国西部地区重要的中心城市，是国家重要的科研、教育、工业基地。下辖 11 区 2 县并代管西咸新区，总面积 10,752 平方公里，2018 年末常住人口 1,000.37 万人，常住人口城镇化率 74.01%。全年实现生产总值 8,349.86 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.2%。城乡居民人均可支配收入分别达到 38,729 元和 13,286 元，增长 8.1%和 9%。</p>	<p>2019 年西安市经济社会发展的主要预期目标为：地区生产总值增长 7.8%左右；一般公共预算收入增长 6%；全社会固定资产投资增长 7%；社会消费品零售总额增长 9%；规模以上工业增加值增长 8.3%；城乡常住居民人均可支配收入分别增长 7%和 8%；城镇登记失业率控制在 4%以内；居民消费价格指数涨幅控制在 3%左右；万元生产总值能耗下降 2.8%，主要污染物排放总量削减完成省上下达任务。</p> <p>西安市“十三五”经济社会发展主要指标： 经济实力实现跃升。实施“经济总量跃升计划”，保持经济平稳健康增长，生产总值年均增长 8%以上，总量达到 9,000 亿元，人均生产总值达到 1.5 万美元；投资引领支撑作用继续发挥，年均增长 10%左右；消费对经济增长的基础性作用明显加大，社会消费品零售总额年均增长 12%；地方财力持续增强，一般公共预算收入年均增长 10%。</p> <p>民生福祉大幅提升。居民人均可支配收入 41,000 元；五年累计城镇新增就业人口达 60 万人，城镇登记失业率控制在 4.5%以内；城乡基本公共服务水平不断提高，社会保障制度更完善，人民群众的满意度和幸福指数大幅提升；社会治理能力明显提高；市民素质和社会文明程度明显提升。</p>	<p>2019 年西安市《政府工作报告》； 《西安市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》</p>

### （三）现有卖场营业收入增长速度

居然新零售各自营门店的设立扩张和发展经历培育期、成熟期这两个阶段。

1、新开门店新设后 3 年内（以完整经营的第 1 个会计年度为第 1 年）为培育期，根据门店开业时间的长短并结合长期以来积累的门店运营管理经验，这一阶段因门店是新设，收入的增长速度较快。根据历史财务数据分析，居然新零售新设的培育期门店（扣除特殊个别因素影响的门店后）在报告期 2016-2018 年的年收入复合增长率为 13.02%。

2、设立后的第四年门店进入成熟期，这一阶段因经营状况相对稳定，收入的增长速度放缓。根据历史财务数据分析，居然新零售处于成熟期的门店（扣除特殊个别因素影响的门店后）在 2016-2018 年的年收入复合增长率为 7.95%（美凯龙 2018 年年报显示其成熟门店收入增长率为 8.1%）。

自营门店收入的增长主要来源于居然新零售的精细化营运管理，标的公司对商场的摊位布局和产品结构进行优化，这对总体经营收入的增长起到了积极贡献。现有自营门店 2019 年的收入以其 2019 年预算为基础进行预测；2020-2023 年度现有自营门店收入是通过各门店所处发展阶段的收入增长率来预测。培育期门店的增长率按报告期内培育期门店的复合增长率 13.02% 预测；成熟期门店的增长率按报告期内成熟期的门店的复合增长率 7.95% 预测。对部分进入成熟期时间较长，近年经营稳定的门店，未考虑其收入的增长。

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
现有门店收入增长率	14.24%	10.91%	7.08%	6.96%	6.84%

### （四）现有及未来新开卖场所在城市的竞争化程度、房地产行业发展趋势及市场需求

虽然现有门店所处城市大部分竞争较为激烈，但由于特定市场内的家居建材商业物业具有较高的稀缺性，先进入特定市场的企业已占据了成熟商圈的优势位置，后来企业会因无法取得有利的选址而影响经营或者为取得有利的选址而付出更多的成本，甚至可能无法进入该市场。因此，居然新零售抢先进入市场而建立的优势非常明显。

未来，居然新零售将加快连锁门店的扩张布局，以进一步扩大其连锁优势。居然新

零售一方面将通过自建、收购、合资、租赁等模式继续稳固北京、武汉等核心城市的市场地位，并实现其他一二线城市的重点突破；另一方面将继续以加盟模式为主加快省会以下三四线城市的连锁布局，以提前进入竞争不充分、家居连锁零售发展相对空白的市场，建立先发优势，实现低成本、低风险的快速扩张。居然新零售各门店所在城市的竞争化程度请参见本回复“第 31 题/二/（二）未来年度在各个城市的业务布局、现有城市及未来拟进入城市的在该行业的市场竞争程度”。

国家统计局 2019 年 1 月 16 日发布了 2018 年 12 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况。数据显示，一线城市商品住宅销售价格涨跌互现，二三线城市涨幅回落。2018 年 12 月份，各地继续坚持因城施策，切实履行城市主体责任，促进房地产市场平稳健康发展。一线城市新建商品住宅年底成交有所增加，价格有所上涨，二三线城市则继续保持稳定。近年来我国房地产和建筑行业不断发展，有效改善了城镇居民的住房条件，提高了城镇居民的住房水平。尤其近年来国家为了抑制大城市房价过快增长，控制投资、投机性房地产需求，减弱房地产的资产属性而回归至正常的居住属性，促使大量投资、投机性存量房或空置房转化为居住性住房，具备居住或出租功能，成为家居装饰及家具市场需求的新来源。此外，以北上广深为代表的一线城市二手房交易近年来逐渐兴起，存量房交易已成为这些城市房地产交易的重要部分。从新房装修到二次装修的更换周期为 6-10 年，2009 年之后商品房市场的高存量空间成为二次装修需求的有力基础，二手房交易将推进二次装修市场需求的强劲增长，并带来泛家居市场的业绩新增量。同时现有门店大多已占据了成熟商圈的优势位置，家居建材商业物业具有较高的稀缺性，因此对收入实现性有一定保障，而新门店入驻的城市一般家居连锁零售发展相对空白的，加上居然新零售的品牌优势，可以有效保障收入的稳定增长。

## （五）预测期租赁管理板块收入预测依据及可实现性

### 1、预测期租赁管理板块收入预测依据

各门店一般会与客户签订 12 个月的合同，合同中约定租金、物业管理费、市场管理费、广告促销服务的收取标准。居然新零售历史上长期执行预算管理制度，对预算进行严格的管理，预算完成率较高。各个门店以历史经营情况为基础，结合经营计划、战略布局和已采取的经营措施等，编制了 2019 年预算。结合各个门店的历史经营情况、目前已签订的合同，对其 2019 年预算收入的合理性和可实现性进行分析调整。

2020年-2023年的收入预测是各门店在2019年的预测数据基础上根据各个门店所处的经营阶段，采用对应的增长率来进行预测的。通过对居然新零售现有门店的调查了解，各门店的设立扩张和发展循序培育期、成熟期这二个阶段，具体如下：

①新开门店新设后3年内（以完整经营的第1个会计年度为第1年）为培育期，这一阶段因门店是新设，收入的增长速度较快，根据历史财务数据分析，居然新零售历史年度新设的门店（扣除特殊个别因素影响的门店后）2016-2018年在培育期的收入复合增长率为13.02%，培育期门店收入=前一年收入×（1+培育期复合增长率）。

②设立后的第四年门店进入成熟期，这一阶段因经营状况相对稳定，收入的增长速度放缓，根据历史财务数据分析，居然新零售处于成熟期的门店（扣除特殊个别因素影响的门店后）在2016-2018年的收入复合增长率为7.95%，进入成熟期时间较长，近年经营稳定的北四环店、十里河店、玉泉营店，基于评估的谨慎性原则，未考虑其收入的增长。成熟期门店收入=前一年收入×（1+成熟期复合增长率）。

## 2、预测期租赁管理板块收入的可实现性

预测年度，居然新零售租赁管理板块收入情况如下：

单位：万元

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
租赁管理板块收入	804,354.27	892,070.38	955,218.40	1,021,683.26	1,091,539.49
合计	<b>804,354.27</b>	<b>892,070.38</b>	<b>955,218.40</b>	<b>1,021,683.26</b>	<b>1,091,539.49</b>

如上所述，租赁管理板块收入是分门店进行预测并汇总的，各自营门店的收入预测综合考虑了当地的经济水平、所在城市的竞争化程度、相关行业的影响。现有自营门店是以报告期财务数据为基础，结合自身所处的阶段对应的增长率进行预测的。新开门店以居然新零售的未来发展规划为基础，结合卖场增加数量、目前开业准备进展、预计开店时间、预计出租率等因素进行的预测。居然新零售在行业内的领先地位及竞争优势保证了租赁管理板块收入的增长，泛家居及相关行业的发展推动了租赁管理板块的收入增长，租赁管理板块的收入增长率与自营卖场扩张速度相匹配，因此租赁管理板块收入预测的依据具有合理性。

居然新零售2019年1-6月实现租赁管理收入362,037.48万元，租赁管理收入完成率为45.01%。居然新零售一般会在每年4-9月份与商户新签租赁合同并根据经营情况涨



租，因此一般情况下下半年的收入高于上半年。预测期 2019 年-2023 年预测的复合增长率为 7.93%，低于 2016 年-2018 年租赁板块的复合增长率 10.69%。

综上所述，预测期租赁管理板块收入具有可实现性。

三、结合报告期内加盟卖场的扩张速度、扩张效果、对居然新零售营业收入及经营业绩的贡献成果、未来年度新增加盟门店数量、现有意向加盟商数量及费用缴付情况、加盟业务收入构成、现有加盟卖场及未来年度新增加盟卖场出租率情况及租户续租率情况等，补充披露预测年度加盟业务收入的预测依据及可实现性

(一) 报告期内加盟卖场的扩张速度、扩张效果、对居然新零售营业收入及经营业绩的贡献成果

### 1、报告期内加盟卖场的扩张速度、扩张效果

居然新零售 2016 年-2018 年加盟模式类门店从 69 家增加至 199 家，占有所有门店数量的比例从 47.26%增加至 69.82%；加盟模式类门店收入金额从 27,653.06 万元增加至 78,658.51 万元，年均复合增长率为 68.66%，远高于同期所有门店收入的年均复合增长率 13.49%。2016 年-2018 年居然新零售直营模式和加盟模式门店数量及占比情况如下：

单位：家

模式	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
直营	86	30.18%	81	40.10%	77	52.74%
加盟	199	69.82%	121	59.90%	69	47.26%
合计	285	100.00%	202	100.00%	146	100.00%

### 2、对居然新零售营业收入及经营业绩的贡献成果

报告期内，居然新零售直营模式和加盟模式收入及占比情况如下：

单位：万元

模式	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直营	698,069.85	89.87%	630,026.29	92.99%	569,786.54	95.37%
加盟	78,658.51	10.13%	47,519.46	7.01%	27,653.06	4.63%
合计	776,728.36	100.00%	677,545.75	100.00%	597,439.60	100.00%

居然新零售经营的“居然之家”品牌经过 20 年发展，在全国范围内建立了较高的知名度，连续十余年荣获北京十大商业品牌，加盟卖场为居然新零售的快速扩张以及在全国占据领先市场份额做出了重要的贡献。截至 2019 年 3 月 31 日，居然新零售共经营管理 290 家“居然之家”门店，主要覆盖了陕西、山东、河南、湖北、山西、河北、辽宁、广东、安徽、内蒙古、北京等多个省、直辖市及自治区。截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司在国内 29 个省、自治区及直辖市经营了 290 个卖场（总经营面积约为 1,060.57 万平方米），包含 86 个自营卖场（总经营面积约为 447.86 万平方米）及 204 个加盟卖场（总经营面积约为 612.71 万平方米），加盟卖场贡献的毛利占比逐年提高，具体如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
加盟管理毛利	70,994.31	43,253.69	25,128.19
占总毛利比	19.23%	14.93%	11.35%

## （二）未来年度新增加盟门店数量、现有意向加盟商数量及费用缴付情况、加盟业务收入构成

### 1、加盟业务收入构成

加盟业务模式分委托管理加盟和特许加盟两类，收入构成为：向加盟方收取的一次性加盟费和每年收取的权益金类收入。

预测年度，居然新零售权益金类收入和加盟费收入如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
权益金类收入	49,590.40	62,427.19	72,012.05	82,364.91	82,586.91
加盟费收入	47,023.48	27,126.55	15,801.90	3,912.74	1,992.92
合计	<b>96,613.88</b>	<b>89,553.74</b>	<b>87,813.95</b>	<b>86,277.65</b>	<b>84,579.83</b>

### 2、预测期新增加盟门店情况

预测年度，居然新零售新增加盟门店数量如下：

单位：家

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	合计
缴纳一次性加盟	128	107	59	15	9	318

费的门店数量						
--------	--	--	--	--	--	--

预测期内各新增加盟门店具体区域如下：

单位：家

序号	区域	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
1	安徽	3	3	0	0	0
2	福建	4	6	0	0	0
3	广东	7	8	8	3	3
4	河北	6	10	0	0	0
5	河南	9	1	0	0	0
6	黑龙江	5	5	4	2	0
7	湖北	5	0	0	0	0
8	湖南	5	4	0	0	0
9	吉林	1	4	0	0	0
10	江苏	0	0	0	0	0
11	江西	4	2	0	0	0
12	辽宁	5	4	2	1	0
13	内蒙古	4	0	0	0	0
14	宁夏	3	4	0	0	0
15	山东	5	6	5	3	3
16	山西	5	3	2	2	0
17	四川	12	8	5	0	0
18	天津	3	1	1	0	0
19	西北	12	2	0	0	0
20	新疆	3	3	2	0	0
21	云南	5	11	7	0	0
22	浙江	7	8	7	3	3
23	重庆	11	9	8	1	0
24	广西	4	5	8	0	0
25	海南	0	0	0	0	0
<b>合计</b>		<b>128</b>	<b>107</b>	<b>59</b>	<b>15</b>	<b>9</b>

### 3、现有意向加盟商数量及费用缴付情况

截至 2019 年 6 月 30 日标的公司正在洽谈的意向商户有 325 家。

截至 2019 年 6 月 30 日已签约的意向加盟商为 64 家，具体情况如下：

序号	已签约的意向加盟商（家）	费用缴付情况（万元）
1	64	18,415.06

### （三）现有加盟卖场及未来年度新增加盟卖场出租率情况及租户续租率情况

#### 1、现有加盟卖场的出租率水平情况如下

截至 2019 年 3 月 31 日，居然新零售经营 204 家加盟卖场，总经营面积 6,127,063.19 平方米，平均出租率为 91.58%

标的公司加盟卖场模式下出租率水平较为合理，与同行业可比公司变动趋势保持一致，报告期内平均出租率均在 90%以上，总体水平较高，不存在出租率持续低迷或下滑的情况，具有较强的稳定性。详细分析具体参见武汉中商集团股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191729 号]的回复“第 29 题/一/（二）加盟卖场业务模式下的出租率情况”。

#### 2、报告期加盟卖场商户续租率

续租率变动是正常商业行为产生的结果，商户租约期限通常为一年一签，以便于居然新零售调整品牌布局，对续租率造成一定影响。商户合同到期后是否续租，是卖场与商户的双向选择，只要卖场能及时招商引入新的商户，保证出租率，即使续租率波动较大也不会对卖场的经营造成重大影响。详细分析具体参见武汉中商集团股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191729 号]的回复“第 27 题/六/（四）加盟门店商户续租率合理性及对经营的影响分析”。

#### 3、未来加盟卖场出租率情况

加盟卖场历史出租率总体水平较高，不存在出租率持续低迷或下滑的情况，具备稳定性。预计预测期内加盟卖场出租率水平跟历史加盟卖场出租率水平基本保持一致，不会有重大变化。

#### （四）加盟业务收入的预测依据及可实现性

##### 1、加盟业务预测收入的预测依据

加盟模式指居然卖场与加盟方签订加盟协议，根据协议向加盟方提供前期项目咨询、商业管理咨询等服务赚取收益的模式。加盟模式可分为委托管理加盟及特许加盟两种。一般来说，居然新零售会选择在地级市开设委托管理加盟店，在县级市开设特许加盟店。一般情况下，针对委托管理门店，居然新零售需要收取一次性加盟费，并按门店年度营业收入收取一定比例权益金类收入；针对特许加盟店，居然新零售需要收取一次性的加盟费，并每年对门店收取一定数额或比例的权益金类收入。

本次预测以居然新零售未来开店计划及历史加盟板块的经营情况为基础。加盟门店的一次性加盟费按各年预计的新开加盟店数量及对应的加盟费标准进行预测，权益金类收入按加盟合同中约定的标准预测。尚未签订加盟协议的按以前年度类似情况的加盟店标准预测。

加盟管理业务收入=现有门店的权益金类收入+未来新加盟的门店的加盟费收入和权益金类收入。

##### 2、加盟业务预测收入的可实现性

报告期内，加盟管理板块为居然新零售的快速扩张以及在全国占据领先市场份额做出了重要的贡献，预测期居然新零售的扩张也逐步以加盟店为主。加盟业务收入是结合居然新零售的未来开店计划、现有加盟商协议签订情况及历史加盟板块的经营情况进行预测，主要分为加盟费收入及权益金类收入。泛家居行业是“小企业”众多的“大行业”，其行业空间巨大，行业有待进一步连锁化、集中化与专业化。而居然新零售在行业内的领先地位及核心竞争优势吸引了大量的意向加盟商，为加盟管理板块提供了大量的潜在客户。截至 2019 年 6 月 30 日，在洽谈阶段的加盟门店达到了 325 家，为加盟管理板块的开店计划和业务发展提供了保障。加盟业务收入的增长与未来年度新增加盟门店数量相匹配，现有的缴费情况与预期相符、现有加盟卖场及未来年度新增加盟卖场的平均出租率预计与报告期加盟卖场的平均出租率一致，保持稳定的趋势，因此加盟板块收入预测的依据具有合理性。

加盟管理板块 2019 年 1-6 月份完成营业收入 37,172.92 万元，占全年预测收入比例

为 38.48%。受春节因素影响，居然新零售向加盟方提供的服务主要在下半年完成，因此下半年的收入会高于上半年。预测期，各年权益金类收入随着加盟板块门店总数的增加而逐年增加，一次性加盟费收入因未来年度新增加盟门店数量减少而逐年下降，与居然新零售的经营规划和行业发展趋势相匹配。

综上所述，预测期加盟管理板块收入具有可实现性。

**四、结合报告期内，装修板块营业收入的下滑趋势、未来年度对装修板块的发展战略、居然新零售装修业务在行业内的竞争地位及核心竞争优势等，补充披露预测年度装修板块业务收入稳定在 30,276.52 万元的合理性及可实现性**

**(一) 装修板块营业收入下滑趋势的情况及原因**

2016 年、2017 年和 2018 年，居然新零售装修板块营业收入如下：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
装修板块销售收入	37,631.37	-7.33%	40,608.71	17.31%	34,615.44	-

居然新零售装修板块 2018 年收入较 2017 年下降 7.33%，主要原因为 2018 年下半年家装模式调整所致，具体为居然新零售将装饰业务板块的设计师和施工队伍社会化，销售收入一定程度受到了影响，产生了暂时性的下降。此外，居然新零售关闭了外埠地区盈利能力较差的装修装饰业务子公司，同时由于工装业务影响了家装业务方面的专注度，居然新零售终止了工装业务。

**(二) 未来年度对装修板块的发展战略**

未来居然新零售的装修业务的发展战略是继续完善家居产业链布局，与阿里巴巴共同开发的居然设计家网络平台和居然新零售实体卖场为流量入口，以北京市场为基础稳定发展家装业务，在条件成熟的情况下以加盟模式扩张外地业务。

家装是泛家居产业中重要的环节，家装服务的使用者往往也会购买家居产品。居然新零售未来将致力于为消费者提供全产业链服务。居然新零售装修板块的发展战略将以家装为主，主要包括“乐屋”、“快屋”两个家装品牌，其中乐屋家装是由居然装饰负责施工、辅料选择，由消费者选购装修主材或由居然装饰代购的服务模式；快屋家装则由居

然装饰完全负责施工、辅料、主料的选择，提供标准整装业务。乐屋家装和快屋家装的客户主要来自居然新零售的客户群体，居然新零售通过精准营销为居然装饰导入客源。

### （三）竞争地位及核心竞争优势

居然新零售装修板块竞争地位及核心竞争优势如下：

- 1、居然新零售的卖场业务与装修业务具有协同性，居然新零售能够通过精准营销为居然装饰导入客源；
- 2、依靠卖场业务庞大的商户资源，居然装饰成为行业中少有的能为客户提供丰富、全面、优质的建材、家具和家居配套产品的全国性的装饰装修企业；
- 3、通过与阿里巴巴共同开发的居然设计家网络平台，签约了大量的优秀设计师，拥有丰富的行业上游资源。

### （四）预测年度装修板块业务收入稳定在 30,276.52 万元的合理性及可实现性

出于谨慎性原则，预测期内居然新零售装修板块营业收入以 2018 年底正常经营的装饰公司为基础，按其 2018 年收入水平进行预测，未考虑未来新开装饰公司及其现有装饰公司的收入增长。具体情况如下：

单位：万元

序号	名称	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
1	北京装饰	22,577.83	22,577.83	22,577.83	22,577.83	22,577.83
2	沧州装饰	1,195.00	1,195.00	1,195.00	1,195.00	1,195.00
3	太原装饰	1,667.55	1,667.55	1,667.55	1,667.55	1,667.55
4	天津装饰	1,058.57	1,058.57	1,058.57	1,058.57	1,058.57
5	西北乐屋装饰	856.50	856.50	856.50	856.50	856.50
6	郑州装饰	2,680.73	2,680.73	2,680.73	2,680.73	2,680.73
7	昆明顶层	75.97	75.97	75.97	75.97	75.97
8	武汉顶层	4.72	4.72	4.72	4.72	4.72
9	湖南顶层	77.65	77.65	77.65	77.65	77.65
10	山东青岛顶层	82.00	82.00	82.00	82.00	82.00
合计		<b>30,276.52</b>	<b>30,276.52</b>	<b>30,276.52</b>	<b>30,276.52</b>	<b>30,276.52</b>

预测期内，居然新零售装修板块业务收入主要来源于北京地区的门店，占装修板块收入的75%左右，该部分门店在2016年-2018年期间经营情况良好且收入稳定。基于谨慎性原则，预测期从2020年开始装修板块收入保持稳定。

2019年1-6月，装修板块实现未经审计的营业收入14,643.49万元，完成率为48.37%，装修业务预计可以实现2019年全年预测收入。2020年以后结合装修板块业务未来发展战略及核心竞争优势，居然新零售装修板块维持2019年收入水平具有可实现性。

综上所述，预测期装修板块业务收入稳定在30,276.52万元具备合理性及可实现性。

**五、结合商品销售板块报告期内的销售收入下滑趋势、居然新零售商品销售板块的核心竞争优势，与主要供应商合作的稳定性等因素，补充披露未来年度商品销售板块主营业务收入稳定在16,096.77万元的合理性**

**（一）商品销售板块营业收入下滑趋势情况及原因**

2016年、2017年和2018年，居然新零售商品销售板块营业收入如下：

单位：万元

项目	2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
商品销售	13,368.91	-27.32%	18,393.84	3.71%	17,736.28	-

居然新零售商品销售板块2018年收入较2017年下降27.32%，主要原因系为进一步整合超市业务，居然新零售关闭了外埠地区部分盈利能力较差的超市，同时2018年居然新零售超市业务调整经营模式，代销模式（净额确认收入）的占比进一步扩大而经销模式（全额确认收入）的占比将有所缩减。

**（二）居然新零售商品销售板块的核心竞争优势**

居然新零售商品销售板块的核心竞争优势如下：

1、居然超市（商品销售板块）是国内较早进行直营模式、“超市化”、“一站式购齐”的家居零售企业，能够作为卖场中其他商户的有益补充，使居然新零售能为客户提供家具、建材、施工辅料、装修服务等一站式购物体验；



2、经过多年发展，目前居然超市已是同类卖场中销售规模领先、品质突出的零售、批发、线上线下一体化的家居建材超市之一，大多品类都是直接向厂家采购，拥有丰富的供应商资源和优秀的采购渠道。

### （三）主要供应商合作的稳定性

居然超市经营的产品众多，包括油漆涂料、涂刷辅料、厨卫电器、电工电料、照明灯具、集成吊顶、装饰五金、卫浴挂件、管件工具、散热器、家杂园艺用品、瓷砖地板、卫浴洁具、橱柜门窗、板材等数万品类。由于居然超市具备一定的采购量以及“居然之家”品牌的行业影响，众多知名品牌厂商或其经销商与居然新零售建立了长期稳定的合作关系。

现公司名称	第一次签订日期	持续合作年限
阿克苏诺贝尔太古涂料（上海）有限公司	2010.1.1	9年
廊坊立邦涂料有限公司	2010.1.1	9年
北京北建创科电器有限公司	2010.1.1	9年
北京得力京城商贸有限公司	2010.1.1	9年
梅菲特（北京）涂料有限公司	2010.1.1	9年
迪古里拉（中国）涂料有限公司	2010.1.1	9年
北京金隅商贸有限公司	2013.1.1	6年
北京鼎固暖通技术有限公司	2010.1.1	9年
博世电动工具（中国）有限公司	2010.1.1	9年
雷士（北京）光电工程技术有限公司	2010.1.1	9年
北京普建天业经贸有限公司	2010.1.1	9年
北京智恒工贸有限责任公司	2010.1.1	9年
北京顶固家居用品有限公司	2010.1.1	9年
北京慧远电线电缆有限公司	2010.1.1	9年
北京桑越海商贸有限责任公司	2010.1.1	9年
北京易居实美贸易有限公司	2010.1.1	9年
北京惠丰瑞业科贸有限公司	2010.1.1	9年
奇太（北京）电气设备有限公司	2010.1.1	9年
富世华（上海）管理有限公司	2013.1.1	6年
北京欧贝斯厨卫用品有限公司	2013.1.1	6年

#### **（四）未来年度商品销售板块主营业务收入稳定在 16,096.77 万元的合理性**

居然新零售商品销售板块业务通过旗下品牌“丽屋”开展，商品销售板块通过租赁“居然之家”卖场的商铺销售家居建材商品。商品销售板块采取经销与代销两种模式进行运营，其中经销模式下，居然超市统一向上游各生产厂商及代理商直接采购各类产品，以厂商及代理商的供货金额作为结算金额；代销模式下，超市代为上游厂家销售产品，统一收银管理，在一定周期内结算，扣除销售返点后将货款返还给上游厂家。

受业务结构调整的影响，居然新零售商品销售板块的 2018 年下降较多，预计 2019 年商品销售板块收入逐步恢复正常但仍然低于 2016 年度和 2017 年度商品板块销售收入。基于谨慎性，预测期从 2020 年开始商品销售板块收入保持稳定。

居然新零售商品销售板块 2019 年 1-6 月未经审计的营业收入为 7,779.22 万元，占全年预测收入比例 48.33%，预计可以实现 2019 年全年预测收入。2020 年以后结合商品销售板块核心竞争优势及与主要供应商的合作稳定性，居然新零售商品销售板块维持 2019 年收入水平具有可实现性。

综上所述，预测期商品销售板块业务收入稳定在 16,096.77 万元具备合理性。

#### **六、中介机构核查意见**

经核查，评估师开元评估认为：居然新零售租赁管理业务的收入预测是以报告期的经营数据为基础，结合未来经营规划和市场的趋势编制的，其发展趋势与报告期保持一致，预测依据具有合理性，收入具备可实现性；居然新零售加盟业务的收入预测是以现有加盟门店为基础，结合未来扩张计划和未来拟进入城市的经济发展情况综合编制的，预测依据具有合理性，收入具备可实现性；居然新零售装修板块业务和商品销售板块业务收入预测是以报告期经营数据为基础，综合考虑了经营调整等方面的影响编制的，预测依据具有合理性，收入具有可实现性。

**46. 请你公司：**1) 以列表形式，分业务板块分别补充披露各业务板块营业成本的构成及预测情况。2) 结合标的资产与租赁卖场业主签订的租赁协议期限、未来年度租金变动趋势、员工人数与员工薪酬水平变动预期、装修费用摊销情况及未来年度装修改造支出及预计摊销情况等，补充披露租赁管理业务主营业务成本预测的充分性，并结合

报告期内自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的变动趋势及主要成本构成未来年度的变动预测、自有卖场和租赁卖场预测租赁收入的可实现性等，分别补充披露自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的合理性和可实现性。3) 结合现有加盟卖场及未来年度拟新增加盟卖场数量、加盟卖场人员配备数量、所需专业素养及薪酬水平等，并对比卖场当地平均工资水平等，补充披露预测年度加盟业务主营业务成本预测的充分性，同时请对比报告期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平、报告期内毛利率水平的变动趋势、同行业可比公司可比门店可比业务毛利率水平等，分别补充披露预测期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平的合理性和可实现性。4) 结合报告期内装修业务开展情况、标的资产装饰公司闭店情况、人工成本及装修设计和施工成本变动预期等，补充披露预测期内装修业务成本预测的充分性，并对比报告期内装修业务毛利率水平、标的资产装修业务的核心竞争优势等，补充披露装修业务毛利率水平的预测依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、以列表形式，分业务板块分别补充披露各业务板块营业成本的构成及预测情况

预测期内，居然新零售各业务板块营业成本的构成如下：

单位：万元

项目		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
租赁管理 板块	1、租赁成本	299,472.10	310,159.64	310,159.64	310,159.64	310,159.64
	2、装修改造摊销	43,938.11	45,572.35	45,634.98	45,619.94	45,688.66
	3、人工	79,411.26	85,931.63	91,109.91	96,617.58	102,480.05
	4、能源等其他	54,494.49	62,087.44	67,016.43	72,131.32	77,447.76
	合计	<b>477,315.95</b>	<b>503,751.06</b>	<b>513,920.96</b>	<b>524,528.49</b>	<b>535,776.11</b>
加盟管理 板块	1、人工	10,526.17	11,981.09	13,614.49	14,336.98	14,374.07
	合计	<b>10,526.17</b>	<b>11,981.09</b>	<b>13,614.49</b>	<b>14,336.98</b>	<b>14,374.07</b>
装修板块	1、施工成本	18,301.32	18,303.99	18,306.78	18,309.72	18,312.81
	2、材料成本	2,009.80	2,009.80	2,009.80	2,009.80	2,009.80
	合计	<b>20,311.12</b>	<b>20,313.78</b>	<b>20,316.58</b>	<b>20,319.52</b>	<b>20,322.60</b>
商品销售 板块	1、商品销售成本	4,892.92	4,892.92	4,892.92	4,892.92	4,892.92
	2、其他	823.24	823.24	823.24	823.24	823.24
	合计	<b>5,716.16</b>	<b>5,716.16</b>	<b>5,716.16</b>	<b>5,716.16</b>	<b>5,716.16</b>

其他业务 成本	展会展馆成本	4,025.45	4,025.45	4,025.45	4,025.45	4,025.45
	合计	<b>4,025.45</b>	<b>4,025.45</b>	<b>4,025.45</b>	<b>4,025.45</b>	<b>4,025.45</b>
合计		<b>517,894.85</b>	<b>545,787.53</b>	<b>557,593.63</b>	<b>568,926.60</b>	<b>580,214.39</b>

二、结合标的资产与租赁卖场业主签订的租赁协议期限、未来年度租金变动趋势、员工人数与员工薪酬水平变动预期、装修费用摊销情况及未来年度装修改造支出及预计摊销情况等，补充披露租赁管理业务主营业务成本预测的充分性。结合报告期内自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的变动趋势及主要成本构成未来年度的变动预测、自有卖场和租赁卖场预测租赁收入的可实现性等，分别补充披露自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的合理性和可实现性

### （一）标的资产与租赁卖场业主签订的租赁协议期限、未来年度租金变动趋势

#### 1、标的资产与租赁卖场业主签订的租赁协议期限

截至本回复出具日，居然新零售租赁协议期限具体参见武汉中商集团股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191729 号]的回复“第 26 题/一/（二）自营业务模式下，租赁卖场的名称、租赁面积、产权情况、租赁期限、租赁期内单价情况、免租期、租金及付款方式优惠等的具体条款及相关会计处理情况”。

#### 2、未来年度租金变动趋势

租入物业一般都签订了长期租赁合同，通常为 15-20 年。租赁协议在租赁初期约定了一定期限的免租期，且在后续年度每隔若干年租金按特定比例有所上浮。标的公司按照企业会计准则的规定，将合同中约定的租赁成本总额在全部租赁期限内（包括免租期）按直线法分摊确认成本，使得在租赁前期标的公司账面确认的租赁成本高于其实际承担的合同成本，但随着时间的推移其差额不断减少，最终在全部租赁期限内达到一致。直线法调整后，未来年度租金变动趋势基本保持稳定。

### （二）员工人数与员工薪酬水平变动预期

自营卖场是指标的公司通过自有或租赁物业自主运营的家居卖场，标的公司直接承担店面选址、物业建设或租赁、卖场装修、招商引资、商户管理、促销活动管理等一系列工作的自主运营管理模式。标的公司在自营卖场管理上采取分公司管理制度，除北京等少数地区卖场由居然新零售总部直接管理外，其余卖场按照地域分布由分公司自主管

理。截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司全国范围内有分公司 25 家，其体系覆盖了全国大部分省、自治区、直辖市。该种模式下，卖场的主要管理人员和工作人员均为标的公司员工。

预测期内居然新零售租赁业务现有人员基本保持不变，预测期内人员的变化主要系新开门店的影响。标的公司依据门店种类不同，采取不同的人员配备方法。原则上，自营卖场的员工数量依据建筑面积进行配备，每万平方米建筑面积配备 7-10 名员工；预测期内新增 8 家自营门店，共新增建筑面积 53.04 万平米，根据标的公司人员配置标准，预测期标的公司新增直营店面需匹配员工约 420-430 人。其中 2019 年预计新增员工约 380 人，2020 年新增员工约 44 人。

类别	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
新增直营店面积（万平米）	47.49	5.55	0	0	0
直营店新增员工人数（人）	380	44	0	0	0

居然新零售的在定岗位、定编制、定职责的基础上，根据岗位的重要程度和职责大小，建立了以行政职务为主的薪资体系，同时体现尊重知识，尊重人才的择人机制，鼓励员工通过学习、培训等途径提高自身素质，兼顾考虑员工的职称和在标的公司的工作年限等方面的因素。员工的薪酬福利包括工资、奖金及各种福利。报告期内年人均工资持续增长。预测期将维持这一趋势，人工薪酬与营业收入的增长相匹配，人均工资保持一定比例的增长。

类别		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
租赁板块人工薪酬支出	平均员工人数（人）	6,070	6,114	6,114	6,114	6,114
	薪酬费用（万元）	79,411.25	85,931.63	91,109.91	96,617.59	102,480.05
	人均薪酬（万元/年/人）	13.08	14.05	14.90	15.80	16.76
	人均工资增长率	7.50%	7.43%	6.03%	6.05%	6.07%

### （三）装修费用摊销情况及未来年度装修改造支出及预计摊销情况

装修费用在长期待摊费用科目中固定资产改良项目核算，2019 年 3 月 31 日，居然新零售装修费用的初始入账价值、累计摊销余额、账面余额如下：

单位：万元

类别	初始入账价值	累计摊销	账面余额
----	--------	------	------

装修费用	350,213.56	177,406.04	172,807.51
------	------------	------------	------------

长期待摊费用包括经营租入固定资产改良，按预计受益期间分期平均摊销，并以实际支出减去累计摊销后的净额列示。报告期内，经营租入固定资产改良的摊销年限为10年。

预测期装修费用摊销分为现有装修费用的摊销和新增卖场装修项目的摊销。

其中，现有装修费用的摊销根据报告期内经审定的装修摊销金额，按照居然新零售的折旧摊销政策结合预测期的变动情况计算得出。新增卖场装修项目的摊销为新开门店的新增装修摊销、在建工程转入长期待摊费用新增的装修摊销等组成。在计算装修费用摊销时，逐项地根据居然新零售的折旧摊销政策计算。

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
装修费用摊销	29,661.98	33,020.30	33,020.30	33,025.51	33,025.51

#### （四）租赁管理业务主营业务成本预测的充分性

租赁管理业务主营业务成本主要由租赁成本、员工薪酬、装修摊销构成。其中租赁成本按照直线法确认当期损益；预测期员工薪酬以现有人员数量及工资水平为基准，考虑新开门店的人员需求和工资水平的一定增长来确定。装修摊销根据基准日现有长期待摊费用情况及基准日后相关资产新增情况，按照相应的折旧摊销政策计算确定。

租赁成本的预测考虑了已签订的长期合同中租赁协议期限、租金增长的影响，按照直线法确认，未来年度租金稳定，无重大变化；员工人数能满足现有自营卖场及未来年度拟新增自营卖场的需求、人均工资保持一定比例的增长；装修费用等摊销的计算与现有相关资产余额和未来年度装修改造支出相匹配。

综上所述，租赁管理业务主营业务成本预测具有充分性。

#### （五）报告期内自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的变动趋势及主要成本构成未来年度的变动预测

报告期内，标的公司租赁管理业务毛利率按物业取得方式（自有或租赁取得）划分情况如下：

单位：万元

项目	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
自有卖场	67.66%	69.22%	55.72%	46.51%
租赁卖场	36.19%	35.98%	33.10%	29.44%
租赁管理业务总体毛利率	40.40%	40.72%	36.35%	31.89%

预测期内，标的公司租赁管理业务毛利率按物业取得方式（自有或租赁取得）划分情况如下：

单位：万元

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
自有卖场	69.24%	71.02%	72.04%	72.97%	73.83%
租赁卖场	35.94%	38.83%	41.72%	44.39%	46.85%
租赁管理业务总体毛利率	40.66%	43.53%	46.20%	48.66%	50.92%

预测期内，居然新零售主要成本构成未来年度不存在重大变化，自有卖场的成本由员工薪酬、装修摊销构成，租赁卖场的成本主要由租赁成本、员工薪酬、装修摊销构成。其中，租赁成本和装修摊销保持相对稳定，员工薪酬成本按一定比例增长。预测期内，自有卖场业务毛利率水平平稳增长，租赁卖场租赁业务毛利率水平逐年较快上涨。与报告期内自有卖场和租赁卖场毛利率的变动趋势一致，按直线法确认租赁成本对租赁卖场业务毛利率上升产生重大影响。扣除直线法的调整影响后租赁卖场业务毛利率水平平稳增长，与自有卖场毛利率变化趋势一致。

预测期剔除按直线法确认租赁成本的影响后租赁管理（租赁物业）毛利率如下：

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
租赁管理（租赁物业）业务毛利率	35.94%	38.83%	41.72%	44.39%	46.85%
租赁管理（租赁物业）业务毛利率-剔除直线法影响	37.87%	38.47%	40.15%	42.10%	43.75%

#### （六）自有卖场和租赁卖场预测租赁收入的可实现性

租赁管理板块收入是分门店进行预测并汇总的，各自营门店的收入预测综合考虑了当地的经济水平、所在城市的竞争化程度、相关行业的影响。现有自营门店是以报告期财务数据为基础，结合自身所处的阶段对应的增长率进行预测。新开门店以居然新零售的未来发展规划为基础，结合卖场增加数量、目前开业准备进展、预计开店时间、

预计出租率等因素进行的预测。居然新零售在行业内的领先地位及核心竞争优势保证了租赁管理板块收入的增长，泛家居及相关行业的发展推动了租赁管理板块的收入增长，租赁管理板块的收入增长率与自营卖场扩张速度相匹配，因此租赁管理板块收入预测的依据具有合理性。

居然新零售 2019 年 1-6 月实现租赁管理收入 362,037.48 万元，与 2018 年同期相比增加 9.92%，租赁管理收入完成率为 45.01%。居然新零售一般会在每年 4-9 月份与商户新签租赁合同并根据经营情况涨租，因此一般情况下下半年的收入高于上半年。预测期 2019 年-2023 年预测的复合增长率为 7.93%，低于 2016 年-2018 年租赁板块的复合增长率 10.69%。

综上所述，预测期租赁管理板块收入具有可实现性。

#### （七）自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率水平的合理性和可实现性

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
自有卖场	69.24%	71.02%	72.04%	72.97%	73.83%
租赁卖场	35.94%	38.83%	41.72%	44.39%	46.85%
<b>租赁管理业务总体毛利率</b>	<b>40.66%</b>	<b>43.53%</b>	<b>46.20%</b>	<b>48.66%</b>	<b>50.92%</b>

预测期内，自有卖场业务毛利率水平平稳增长，租赁卖场业务毛利率水平逐年较快上涨，与报告期内自有卖场和租赁卖场毛利率的变动趋势一致，按直线法确认租赁成本对租赁卖场业务毛利率上升产生重大影响。

如本题二/（六）所述，自有卖场和租赁卖场预测租赁收入的可实现性。

租赁成本的预测考虑了已签订的长期合同中租赁协议期限、租金增长的影响，按照直线法确认，未来年度租金稳定，无重大变化。员工人数能满足现有自营卖场及未来年度拟新增自营卖场的需求、人均工资保持一定比例的增长。装修费用等摊销的计算与现有相关资产余额和未来年度装修改造支出相匹配。租赁管理业务主营业务成本预测的依据是充分的。

综上所述，自有卖场和租赁卖场租赁业务收入预测具有合理性和可实现性，预测期对自有卖场和租赁卖场租赁业务主营业务成本的预测具有充分性，预测期自有卖场和租赁卖场租赁业务的毛利率水平具有合理性和可实现性。



三、结合现有加盟卖场及未来年度拟新增加盟卖场数量、加盟卖场人员配备数量、所需专业素养及薪酬水平等，并对比卖场当地平均工资水平等，补充披露预测年度加盟业务主营业务成本预测的充分性，同时请对比报告期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平、报告期内毛利率水平的变动趋势、同行业可比公司可比门店可比业务毛利率水平等，分别补充披露预测期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平的合理性和可实现性

#### （一）现有加盟卖场及未来年度拟新增加盟卖场数量

截至 2019 年 3 月 31 日，居然新零售加盟卖场数量为 204 家，预测期加盟板块卖场增长数量如下：

单位：家

序号	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	合计
缴纳一次性加盟费的卖场数量	128	107	59	15	9	318

#### （二）加盟卖场人员配备数量

预计 2019 年-2023 年预计将新增 318 家缴纳一次性加盟费的加盟卖场。其中居然新零售通常向委托管理加盟店派驻人数为 2-3 人，均为具备一定从业经验和管理经验的管理人员，分别担任总经理、财务经理与业务经理，对委托管理加盟店进行管理；对于特许加盟店，居然新零售则通常不会派驻人员，由品牌管理中心统一管理。

#### （三）所需专业素养及薪酬水平并对比卖场当地平均工资水平

标的公司人员工资水平依据员工行政级别、所在地不同而有所变化。标的公司人员可依据行政级别划分为基层员工、中层员工及高层员工，以此确定员工岗位工资的范围，相同行政级别内根据员工的所在城市行政级别、经济发展水平，员工学历水平、工作年限等因素进行调整，确定每个员工的具体薪酬水平。标的公司报告期内员工月平均工资如下：

单位：万元

行政级别	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
基层员工	5,580.32	5,898.53	5,432.58	5,272.62
中层员工	14,878.57	17,725.54	17,403.24	16,294.37

高层员工	66,426.79	75,100.11	74,426.47	71,801.00
------	-----------	-----------	-----------	-----------

注 1：各级别员工平均工资=标的公司年发薪总金额/该年度发薪总人次，发薪总金额包括基本工资（含用餐、通讯、交通补助及住房公积金和社会保险基金个人缴纳部分等）、月度奖金和年终奖，不包含五险一金单位缴存部分和针对外派人员的补助等，下同。

注 2：2019 年 1-3 月平均工资未包含年终奖。

居然新零售通常向委托管理加盟店派驻人数为 2-3 人，均为具备一定从业经验和管理经验的管理人员，分别担任总经理、财务经理与业务经理，为公司的中层员工，2018 年中层员工工资水平为 21.27 万元/年。

地区	平均工资 (万元/年)	当地非私营单位平 均工资(万元/年) (注 1)	平均工资/当地工资水平	备注
<b>安徽</b>				
安庆	21.27	6.53	325.74%	
蚌埠	21.27	6.77	314.19%	
亳州	21.27	6.13	346.99%	
池州	21.27	6.84	310.97%	
滁州	21.27	7.36	289.00%	
阜阳	21.27	6.45	329.78%	
合肥	21.27	8.51	249.95%	
淮南	21.27	7.79	273.05%	
桐城	21.27	7.44	285.90%	
芜湖	21.27	6.98	304.74%	
宿州	21.27	6.17	344.74%	
<b>福建</b>				
福安	21.27	7.63	278.78%	
福清	21.27	7.63	278.78%	
福州	21.27	8.32	255.66%	
龙岩	21.27	7.01	303.43%	
南安	21.27	7.63	278.78%	
南平	21.27	7.00	303.87%	
泉州	21.27	6.59	322.77%	
三明	21.27	7.92	268.57%	
厦门	21.27	8.52	249.65%	
长乐	21.27	7.63	278.78%	

广东				
东莞	21.27	9.32	228.23%	
佛山	21.27	9.32	228.23%	
广州	21.27	9.32	228.23%	
河源	21.27	7.20	295.43%	
鹤山	21.27	9.32	228.23%	
惠州	21.27	9.32	228.23%	
江门	21.27	9.32	228.23%	
揭阳	21.27	6.37	333.92%	
开平	21.27	9.32	228.23%	
陆丰	21.27	6.37	333.92%	
茂名	21.27	6.72	316.53%	
梅州	21.27	7.20	295.43%	
汕头	21.27	6.37	333.92%	
汕尾	21.27	6.37	333.92%	
韶关	21.27	7.20	295.43%	
深圳	21.27	9.32	228.23%	
台山	21.27	9.32	228.23%	
阳江	21.27	6.72	316.53%	
湛江	21.27	6.72	316.53%	
肇庆	21.27	9.32	228.23%	
中山	21.27	9.32	228.23%	
珠海	21.27	9.32	228.23%	
广西				
百色	21.27	6.79	313.26%	
北海	21.27	6.96	305.61%	
防城港	21.27	7.17	296.66%	
贵港	21.27	6.79	313.26%	
桂林	21.27	7.32	290.58%	
桂平	21.27	6.79	313.26%	
河池	21.27	7.13	298.33%	
贺州	21.27	7.11	299.16%	
柳州	21.27	7.20	295.43%	

南宁	21.27	8.35	254.74%	
钦州	21.27	6.17	344.74%	
梧州	21.27	6.54	325.24%	
玉林	21.27	6.58	323.26%	
<b>贵州</b>				
安顺	21.27	7.36	289.00%	
毕节	21.27	7.10	299.59%	
都匀	21.27	7.62	279.14%	
福泉	21.27	7.62	279.14%	
贵阳	21.27	8.05	264.23%	
凯里	21.27	7.52	282.85%	
六盘水	21.27	7.56	281.36%	
黔东南	21.27	7.52	282.85%	
黔南	21.27	7.62	279.14%	
黔西南	21.27	8.34	255.04%	
铜仁	21.27	7.71	275.88%	
威宁	21.27	7.10	299.59%	
兴仁	21.27	8.34	255.04%	
兴义	21.27	8.34	255.04%	
遵义	21.27	8.36	254.43%	
<b>海南</b>				
儋州	21.27	7.59	280.25%	
文昌	21.27	8.09	262.92%	
<b>河北</b>				
保定	21.27	7.07	300.86%	
沧州	21.27	7.38	288.22%	
承德	21.27	6.56	324.25%	
邯郸	21.27	6.27	339.24%	
衡水	21.27	6.29	338.17%	
廊坊	21.27	8.62	246.76%	
秦皇岛	21.27	7.51	283.23%	
石家庄	21.27	7.59	280.25%	
唐山	21.27	7.46	285.13%	

邢台	21.27	6.42	331.32%	
<b>河南</b>				
济源	21.27	5.84	364.22%	
焦作	21.27	5.84	364.22%	
开封	21.27	5.66	375.81%	
洛阳	21.27	6.49	327.74%	
漯河	21.27	5.66	375.81%	
南阳	21.27	5.65	376.47%	
平顶山	21.27	5.95	357.49%	
汝州	21.27	5.79	367.37%	
商丘	21.27	5.74	370.57%	
新乡	21.27	5.68	374.48%	
新郑	21.27	7.94	267.89%	
信阳	21.27	5.64	377.14%	
许昌	21.27	5.82	365.47%	
荥阳	21.27	7.94	267.89%	
禹州	21.27	5.82	365.47%	
郑州	21.27	7.94	267.89%	
周口	21.27	5.53	384.64%	
驻马店	21.27	5.52	385.34%	
<b>黑龙江</b>				
大兴安岭	21.27	5.25	405.15%	
富锦	21.27	4.71	451.61%	
哈尔滨	21.27	6.84	310.97%	
黑河	21.27	4.07	522.62%	
佳木斯	21.27	4.71	451.61%	
牡丹江	21.27	5.73	371.21%	
七台河	21.27	5.64	377.14%	
齐齐哈尔	21.27	5.56	382.56%	
尚志	21.27	6.84	310.97%	
双鸭山	21.27	4.75	447.80%	
绥化	21.27	5.00	425.41%	
铁力	21.27	4.11	517.53%	

五常	21.27	6.84	310.97%	
伊春	21.27	4.11	517.53%	
<b>湖北</b>				
鄂州	21.27	5.44	391.00%	省数据
恩施	21.27	5.44	391.00%	省数据
黄冈	21.27	5.44	391.00%	省数据
潜江	21.27	5.44	391.00%	省数据
十堰	21.27	5.44	391.00%	省数据
随州	21.27	5.44	391.00%	省数据
天门	21.27	5.44	391.00%	省数据
武汉	21.27	8.59	247.62%	
咸宁	21.27	5.44	391.00%	省数据
襄阳	21.27	5.44	391.00%	省数据
孝感	21.27	5.44	391.00%	省数据
宜昌	21.27	5.44	391.00%	省数据
枣阳	21.27	5.44	391.00%	省数据
<b>湖南</b>				
常德	21.27	6.07	350.42%	按省内区域
郴州	21.27	6.13	346.99%	按省内区域
衡阳	21.27	6.13	346.99%	按省内区域
怀化	21.27	6.27	339.24%	按省内区域
醴陵	21.27	8.24	258.14%	按省内区域
临湘	21.27	6.07	350.42%	按省内区域
娄底	21.27	6.27	339.24%	按省内区域
宁乡	21.27	8.24	258.14%	按省内区域
邵阳	21.27	6.27	339.24%	按省内区域
武冈	21.27	6.27	339.24%	按省内区域
湘西	21.27	6.27	339.24%	按省内区域
益阳	21.27	6.07	350.42%	按省内区域
永州	21.27	6.27	339.24%	按省内区域
岳阳	21.27	6.07	350.42%	按省内区域
长沙	21.27	8.24	258.14%	按省内区域
株洲	21.27	8.24	258.14%	按省内区域

<b>吉林</b>				
白城	21.27	5.00	425.41%	
德惠	21.27	7.89	269.59%	
敦化	21.27	6.09	349.27%	
公主岭	21.27	6.00	354.51%	
琿春	21.27	6.09	349.27%	
吉林	21.27	6.60	322.28%	
辽源	21.27	5.62	378.48%	
梅河口	21.27	5.66	375.81%	
四平	21.27	6.00	354.51%	
松原	21.27	6.18	344.18%	
通化	21.27	5.66	375.81%	
延吉	21.27	6.09	349.27%	
长春	21.27	7.89	269.59%	
<b>江苏</b>				
常州	21.27	8.47	251.13%	省数据
东台	21.27	8.47	251.13%	省数据
南通	21.27	8.47	251.13%	省数据
泰兴	21.27	8.47	251.13%	省数据
宿迁	21.27	8.47	251.13%	省数据
徐州	21.27	8.47	251.13%	省数据
盐城	21.27	8.47	251.13%	省数据
<b>江西</b>				
抚州	21.27	6.28	338.70%	
赣州	21.27	6.69	317.95%	
吉安	21.27	6.05	351.58%	
南昌	21.27	8.27	257.20%	
萍乡	21.27	7.16	297.08%	
上饶	21.27	6.43	330.80%	
新余	21.27	7.05	301.71%	
宜春	21.27	6.08	349.85%	
鹰潭	21.27	7.15	297.49%	
<b>辽宁</b>				

鞍山	21.27	5.02	423.72%	
本溪	21.27	6.73	316.06%	
朝阳	21.27	6.73	316.06%	
大连	21.27	8.76	242.82%	
丹东	21.27	6.73	316.06%	
抚顺	21.27	6.73	316.06%	
阜新	21.27	6.73	316.06%	
葫芦岛	21.27	6.73	316.06%	
锦州	21.27	6.73	316.06%	
辽阳	21.27	6.73	316.06%	
盘锦	21.27	6.73	316.06%	
沈阳	21.27	7.42	286.67%	
铁岭	21.27	6.73	316.06%	
营口	21.27	6.73	316.06%	
<b>内蒙古</b>				
阿拉善盟	21.27	6.99	304.30%	
巴彦淖尔	21.27	6.99	304.30%	
包头	21.27	7.78	273.40%	
赤峰	21.27	6.98	304.74%	
鄂尔多斯	21.27	7.78	273.40%	
海拉尔市	21.27	7.35	289.40%	
呼伦贝尔	21.27	6.98	304.74%	
乌海	21.27	6.99	304.30%	
乌兰察布	21.27	6.99	304.30%	
乌兰浩特	21.27	6.99	304.30%	
锡林浩特	21.27	6.99	304.30%	
<b>宁夏</b>				
固原	21.27	7.73	275.17%	
灵武	21.27	8.34	255.04%	
石嘴山	21.27	6.43	330.80%	
吴忠	21.27	7.30	291.38%	
银川	21.27	8.34	255.04%	
中卫	21.27	7.15	297.49%	



<b>山东</b>				
滨州	21.27	7.36	289.00%	省数据
德州	21.27	7.36	289.00%	省数据
东营	21.27	7.36	289.00%	省数据
海阳	21.27	7.36	289.00%	省数据
菏泽	21.27	7.36	289.00%	省数据
济宁	21.27	7.36	289.00%	省数据
聊城	21.27	7.36	289.00%	省数据
临沂	21.27	7.36	289.00%	省数据
青岛	21.27	7.36	289.00%	省数据
泰安	21.27	7.36	289.00%	省数据
威海	21.27	7.36	289.00%	省数据
潍坊	21.27	7.36	289.00%	省数据
烟台	21.27	7.36	289.00%	省数据
枣庄	21.27	7.36	289.00%	省数据
淄博	21.27	7.36	289.00%	省数据
<b>山西</b>				
大同	21.27	6.23	341.42%	
晋城	21.27	6.48	328.25%	
晋中	21.27	6.36	334.44%	
临汾	21.27	6.10	348.70%	
吕梁	21.27	6.50	327.24%	
朔州	21.27	6.32	336.56%	
太原	21.27	7.89	269.59%	
忻州	21.27	5.57	381.88%	
阳泉	21.27	6.07	350.42%	
运城	21.27	5.95	357.49%	
长治	21.27	5.99	355.10%	
<b>四川</b>				
巴中	21.27	5.84	364.22%	
成都	21.27	8.60	247.33%	
崇州	21.27	8.60	247.33%	
达州	21.27	7.77	273.75%	省数据

德阳	21.27	7.94	267.89%	
广安	21.27	7.77	273.75%	省数据
广汉	21.27	7.94	267.89%	
广元	21.27	7.77	273.75%	省数据
乐山	21.27	7.77	273.75%	省数据
泸州	21.27	7.77	273.75%	省数据
眉山	21.27	7.77	273.75%	省数据
绵阳	21.27	7.55	281.73%	
绵竹	21.27	7.77	273.75%	省数据
南充	21.27	7.77	273.75%	省数据
内江	21.27	6.84	310.97%	
攀枝花	21.27	8.14	261.31%	
雅安	21.27	7.77	273.75%	省数据
宜宾	21.27	7.77	273.75%	省数据
资阳	21.27	6.37	333.92%	
自贡	21.27	7.77	273.75%	省数据
<b>天津</b>				
天津	21.27	10.07	211.23%	
<b>新疆</b>				
阿克苏	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
昌吉	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
哈密	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
喀什	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
克拉玛依	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
库尔勒	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
奎屯	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
石河子	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
乌鲁木齐	21.27	7.81	272.35%	
伊犁	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
伊宁	21.27	5.30	401.33%	自治区数据
<b>云南</b>				
保山	21.27	6.76	314.65%	
楚雄	21.27	8.26	257.51%	

大理	21.27	7.82	272.00%	
德宏	21.27	7.10	299.59%	
红河	21.27	8.04	264.56%	
昆明	21.27	7.55	281.73%	
曲靖	21.27	6.94	306.49%	
腾冲	21.27	6.76	314.65%	
文山	21.27	7.53	282.48%	
西双版纳	21.27	8.00	265.88%	
香格里拉	21.27	10.06	211.44%	
玉溪	21.27	7.48	284.37%	
昭通	21.27	8.06	263.90%	
<b>浙江</b>				
慈溪	21.27	8.89	239.26%	省数据
东阳	21.27	8.89	239.26%	省数据
杭州	21.27	8.89	239.26%	省数据
湖州	21.27	8.89	239.26%	省数据
金华	21.27	8.89	239.26%	省数据
乐清	21.27	8.89	239.26%	省数据
丽水	21.27	8.89	239.26%	省数据
龙泉	21.27	8.89	239.26%	省数据
宁波	21.27	8.89	239.26%	省数据
平湖	21.27	8.89	239.26%	省数据
衢州	21.27	8.89	239.26%	省数据
绍兴	21.27	8.89	239.26%	省数据
嵊州	21.27	8.89	239.26%	省数据
台州	21.27	8.89	239.26%	省数据
桐乡	21.27	8.89	239.26%	省数据
温州	21.27	8.89	239.26%	省数据
永康	21.27	8.89	239.26%	省数据
余姚	21.27	8.89	239.26%	省数据
<b>重庆</b>				
重庆	21.27	7.89	269.59%	
<b>陕西</b>				

安康	21.27	5.95	357.49%	
宝鸡	21.27	6.23	341.42%	
汉中	21.27	5.32	399.82%	
商洛	21.27	7.20	295.43%	省数据
铜川	21.27	7.20	295.43%	省数据
渭南	21.27	7.20	295.43%	省数据
西安	21.27	8.38	253.83%	
咸阳	21.27	7.20	295.43%	省数据
延安	21.27	7.20	295.43%	省数据
阎良	21.27	7.20	295.43%	省数据
榆林	21.27	7.20	295.43%	省数据
<b>甘肃</b>				
白银	21.27	7.07	300.86%	省数据
敦煌	21.27	7.07	300.86%	省数据
嘉峪关	21.27	7.43	286.28%	
金昌	21.27	6.65	319.86%	
兰州	21.27	8.25	257.83%	
临夏	21.27	6.21	342.52%	
庆阳	21.27	7.07	300.86%	省数据
天水	21.27	6.02	353.33%	
武威	21.27	7.07	300.86%	省数据
张掖	21.27	7.07	300.86%	省数据
陇南	21.27	5.75	369.92%	
<b>青海</b>				
海东	21.27	8.54	249.07%	省数据
西宁	21.27	8.54	249.07%	省数据

注 1：平均工资=标的公司年发薪总金额/该年度发薪总人次，发薪总金额包括基本工资（含用餐、通讯、交通补助及住房公积金和社会保险基金个人缴纳部分等）、月度奖金和年终奖，不包含五险一金单位缴存部分和针对外派人员的补助等；当地平均工资数据来源为国家统计局或当地统计局发布的 2018 年“城镇非私营单位就业人员平均工资，工资包含计时工资、计件工资、奖金、津贴和补贴、加班加点工资、特殊情况下支付的工资。

对比以上数据，居然新零售加盟板块的人员工资水平均高于卖场当地的平均工资水平。

#### （四）预测年度加盟业务主营业务成本预测的充分性

加盟管理板块成本系加盟业务相关人员的薪酬。预测期内，加盟业务人员薪酬的预测包括现有加盟门店和新增加盟门店两类人员薪酬。现有加盟门店人员薪酬的预测以2019年预算数据为基础，2020-2023年度保持一定比例增长；对于预测期新开加盟店，主要考虑新增外派人员薪酬，依据加盟协议，该部分支出由加盟方承担，加盟合同中一般约定了支付的标准。居然新零售在2018年将加盟店支付的派出人员费用确认为收入，并将该笔收入的87.4%用于支付外派人员的薪酬，预测期继续保持上述支付比例。预测的加盟卖场人员数量能满足现有加盟卖场及未来年度拟新增加盟卖场的需求、配备的人员具备所需专业素养，预测的薪酬水平高于卖场当地平均工资水平。预测年度加盟业务主营业务成本预测具有充分性。

#### （五）报告期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平、报告期内毛利率水平的变动趋势

报告期内，标的公司加盟管理业务毛利率按委托管理加盟及特许加盟两种业务模式划分情况如下：

项目	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
委托加盟	83.17%	87.32%	89.55%	89.72%
特许加盟	90.21%	95.27%	95.20%	94.42%
<b>加盟管理总体毛利率</b>	<b>85.75%</b>	<b>90.26%</b>	<b>91.02%</b>	<b>90.87%</b>

报告期内，居然新零售加盟管理业务毛利率较高，2019年1-3月加盟管理业务毛利率略有下降主要是2019年1-3月新开加盟店较少，收取的一次性加盟费较少所致。居然新零售特许加盟毛利率略高于委托加盟毛利率，主要是因为居然新零售在特许加盟业务中较少向加盟店派驻人员，人员成本相对较低。

预测期委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平如下：

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
委托加盟	84.75%	80.63%	78.18%	77.61%	77.50%
特许加盟	93.98%	92.96%	91.51%	90.26%	89.75%
<b>加盟管理总体毛利率</b>	<b>89.10%</b>	<b>86.62%</b>	<b>84.50%</b>	<b>83.38%</b>	<b>83.01%</b>

预测期 2019 年的委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率及加盟管理总体毛利率与报告期 2018 年基本相当，预测期内保持毛利率逐年下降的趋势，与报告期的趋势存在差异，系预测期随着市场布局的完善，新开加盟店逐步减少，收取的一次性加盟费减少所致。

#### （六）同行业可比公司可比门店可比业务毛利率水平

美凯龙、富森美、浙江东日、海宁皮城等 4 家 A 股可比上市公司中，仅美凯龙披露了与居然新零售类似的加盟管理业务，居然新零售与美凯龙加盟管理业务毛利率比较情况如下：

项目	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
<b>美凯龙-与委托经营管理商场相关</b>				
项目前期品牌咨询委托管理服务	未披露	77.99%	88.25%	88.66%
项目年度品牌咨询委托管理服务	未披露	34.94%	30.39%	45.91%
<b>委托经营管理商场毛利率</b>	<b>未披露</b>	<b>54.27%</b>	<b>59.76%</b>	<b>67.19%</b>
<b>居然新零售-加盟管理</b>				
委托加盟	82.49%	87.09%	89.29%	89.53%
特许加盟	91.38%	95.68%	95.93%	95.01%
<b>加盟管理总体毛利率</b>	<b>85.75%</b>	<b>90.26%</b>	<b>91.02%</b>	<b>90.87%</b>

注 1：同行业上市公司数据来自定期报告、招股说明书等；

注 2：报告期内美凯龙披露的与委托经营管理商场相关业务范围有所变化，其 2018 年年度报告披露的与委托经营管理商场相关业务包括项目前期品牌咨询委托管理服务和项目年度品牌咨询委托管理服务，本表中报告期内数据口径以此为准。

报告期标的公司加盟管理业务与美凯龙的毛利差异分析请参见武汉中商集团股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191729 号]的回复“第 27 题/一/（二）委托管理加盟及特许加盟两种业务模式下的毛利率情况”。

预测期加盟板块的毛利率情况：

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
委托加盟	84.75%	80.63%	78.18%	77.61%	77.50%
特许加盟	93.98%	92.96%	91.51%	90.26%	89.75%
<b>加盟管理总体毛利率</b>	<b>89.10%</b>	<b>86.62%</b>	<b>84.50%</b>	<b>83.38%</b>	<b>83.01%</b>

居然新零售加盟管理业务毛利率与美凯龙存在差异主要系业务模式不同，具体体现为居然新零售不直接承担加盟店全部运营人员成本，人员成本相对较低，因此毛利率相对较高。美凯龙在委托经营管理商场业务的业务链条较长，涉及的环节众多，收入来源不仅有合作方，还包括建筑商，需要配备的相关业务人员也较多，美凯龙委托经营管理商场业务整体毛利率较低，主要是因为其人员成本的影响。预测期居然新零售加盟管理业务模式较报告期末发生重大变化。

### (七) 预测期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平的合理性和可实现性

预测期内，居然新零售委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率情况如下：

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
委托加盟	84.75%	80.63%	78.18%	77.61%	77.50%
特许加盟	93.98%	92.96%	91.51%	90.26%	89.75%
<b>加盟管理总体毛利率</b>	<b>89.10%</b>	<b>86.62%</b>	<b>84.50%</b>	<b>83.38%</b>	<b>83.01%</b>

预测期加盟管理业务总体毛利率下降，是由于预测期随着市场布局的完善，新开加盟店逐步减少，收取的较高毛利率的一次性加盟费收入减少所致，与未来发展规划相匹配。预测期委托管理加盟业务毛利率低于特许经营加盟业务毛利率，主要因为居然新零售通常向委托管理加盟店派驻人数为 2-3 人的管理人员，而特许经营加盟店居然新零售则通常不会派驻人员，所以预测期委托管理加盟业务的人工成本会高于特许经营加盟店。与报告期的趋势是一致的，具有合理性。

预测期居然新零售的加盟管理业务收入是结合居然新零售的未来开店计划及历史加盟板块的经营情况进行预测，主要分为加盟费收入及权益金类收入。泛家居行业是“小企业”众多的“大行业”，其行业空间巨大，行业有待进一步连锁化、集中化与专业化。而居然新零售在行业内的领先地位及核心竞争优势吸引了大量的意向加盟商，为加盟管理板块提供了充足的潜在客户。预测期加盟管理业务收入综合考虑了历史经营情况及未来发展规划的影响，加盟管理业务收入的下降系预测期随着市场布局的完善，新开加盟店逐步减少，收取的一次性加盟费减少所致。因此，加盟板块收入预测具有合理性和可实现性。

加盟管理板块成本主要由现有加盟门店和新增加盟门店的委派管理人员的薪酬等

构成。预测期的加盟卖场人员数量能满足现有加盟卖场及未来年度拟新增加盟卖场的需求、配备的人员具备所需专业素养，预测的薪酬水平高于卖场当地平均工资水平。综上，预测期对加盟业务主营业务成本的预测具有充分性。

综上所述，加盟板块收入预测具有合理性和可实现性，预测期对加盟业务主营业务成本的预测具有充分性。预测期委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率水平具有合理性和可实现性。

四、结合报告期内装修业务开展情况、标的资产装饰公司闭店情况、人工成本及装修设计及施工成本变动预期等，补充披露预测期内装修业务成本预测的充分性，并对比报告期内装修业务毛利率水平、标的资产装修业务的核心竞争优势等，补充披露装修业务毛利率水平的预测依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

#### （一）报告期内装修业务开展情况、标的资产装饰公司闭店情况

居然新零售装修板块 2018 年收入较 2017 年下降 7.33%，主要原因为 2018 年家装模式调整所致，具体为居然新零售将装饰业务版块的设计师和施工队伍社会化，销售收入一定程度受到了影响，产生了暂时性的下降。此外，居然新零售关闭了外埠地区盈利能力较差的装修装饰业务子公司，同时由于工装业务影响了家装业务方面的专注度，居然新零售终止了工装业务。报告期内装修业务开展情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
装修板块收入	37,631.37	-7.33%	40,608.71	17.31%	34,615.44	-

报告期内居然新零售装修板块关闭门店情况，具体如下：

序号	公司名称	关店时间	注销时间
1	乌鲁木齐居然之家装饰工程有限公司	2018 年 7 月	2018 年 12 月
2	沈阳居然之家装饰工程有限公司	2018 年 7 月	2018 年 12 月
3	大连居然之家顶层装饰设计有限公司	2018 年 2 月	2018 年 8 月
4	沈阳居然之家顶层装饰设计有限公司	2018 年 2 月	2018 年 7 月
5	重庆居然之家顶层装饰设计有限公司	2018 年 6 月	2018 年 12 月
6	大连居然之家金三角装饰工程有限公司	2018 年 4 月	2018 年 12 月



7	鞍山居然之家装饰工程有限公司	2018年6月	2018年12月
8	海口居然之家装饰工程有限公司	2018年12月	2019年2月
9	石家庄居然之家装饰工程有限公司	2018年12月	2019年1月

## (二) 人工成本及装修设计和施工成本变动预期

预测期，居然新零售不再开展工装业务，装修板块的预测收入主要分为施工收入和材料收入。其中施工收入包括了项目的施工收入、设计收入和其他收入。材料收入主要是辅料收入、非套餐的主材收入。相对应的装修板块主营业务成本分为施工成本、材料成本，其中施工成本由人工成本、套餐的主材成本、摊销等其他成本构成，材料成本由辅料成本、非套餐的主材成本等。预测期的成本率情况如下：

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
施工成本率	68.22%	68.22%	68.24%	68.25%	68.26%
材料成本率	58.29%	58.29%	58.29%	58.29%	58.29%
成本率	67.09%	67.09%	67.10%	67.11%	67.12%

预测期，施工成本率及材料成本率保持稳定。

## (三) 报告期内装修业务毛利率水平及预测期内装修业务成本预测的充分性

### 1、报告期内装修业务毛利率水平

报告期内，标的公司装修板块毛利率情况如下：

项目	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
毛利率	14.50%	18.80%	21.98%	19.77%

2019年1-3月毛利率较低的原因是春节影响，收入较少，而成本中含有摊销、租金等固定成本。

### 2、预测期内装修业务成本预测的充分性

预测期施工成本以施工收入为基础，结合各个装饰公司的预算成本率预测。预算施工成本率以历史成本率为基础，扣除了工装影响；材料成本以按历史成本率为基础进行预测。施工成本成本率和材料成本率在预测期也保持不变。

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
施工成本	18,301.32	18,303.99	18,306.78	18,309.72	18,312.81
材料成本	2,009.80	2,009.80	2,009.80	2,009.80	2,009.80
<b>合计</b>	<b>20,311.12</b>	<b>20,313.78</b>	<b>20,316.58</b>	<b>20,319.52</b>	<b>20,322.60</b>
<b>成本率</b>	<b>67.09%</b>	<b>67.09%</b>	<b>67.10%</b>	<b>67.11%</b>	<b>67.12%</b>

#### (四) 标的资产装修业务的核心竞争优势

居然新零售装修业务的核心竞争优势如下：

- 1、居然新零售的卖场业务与装修业务具有协同性，居然卖场能够通过精准营销为居然装饰导入客源；
- 2、依靠卖场业务庞大的商户资源，成为行业中少有的能为客户提供丰富、全面、优质的建材、家具和家居配套产品的全国性的装饰装修企业；
- 3、通过与阿里巴巴共同开发的设计家网络平台，签约了大量的优秀设计师，拥有了丰富的行业上游资源。

#### (五) 装修业务毛利率水平的预测依据及可实现性

预测期，标的公司装修板块毛利率情况如下：

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
毛利率	32.91%	32.91%	32.90%	32.89%	32.88%

同类型上市公司毛利率情况如下：

公司名称	股票代码	2018 年度	2017 年度	2016 年度
东易日盛	002713	37.16%	36.91%	37.22%
名雕股份	002830	32.17%	31.09%	32.16%
<b>平均值</b>		<b>34.67%</b>	<b>34.00%</b>	<b>34.69%</b>

注：以上上市公司主营业务收入均以家装业务为主。

预测期装修业务毛利率上涨的主要原因是居然新零售 2018 年对装修业务板块进行了调整，关闭了部分盈利能力较差装饰公司，并且不再从事工装业务。工装业务毛利率在 3% 左右，拉低了报告期的综合毛利率。标的公司装修板块未来将以家装业务为主，预测期装修业务毛利率与同类型上市公司平均毛利率水平接近，具有可实现性。

装修板块主营成本预测综合考虑了历史经营情况及未来发展规划的影响，和报告期相比毛利率有一定的上涨，上涨的主要原因系不再从事低毛利率的工装业务引起的。未来依靠其核心竞争力，提升预测期的毛利率并保持稳定是合理的。装修业务毛利率水平的预测具备合理性及可实现性。

## 五、中介机构核查意见

经核查，评估师开元评估认为：自有卖场和租赁卖场租赁业务毛利率是以报告期财务数据为基础，合理考虑了主要成本的构成及其未来变动趋势，毛利率水平具有合理性和可实现性。预测期内委托管理加盟业务和特许经营加盟业务毛利率是以报告期财务数据为基础，合理考虑了新增加盟卖场数量、人员、薪酬水平等因素，毛利率水平具有合理性和可实现性。装修业务毛利率以报告期财务数据为基础，合理考虑了产业调整等因素，毛利率水平具有合理性和可实现性。

**47. 请你公司：**1) 结合居然新零售报告期内的扩张速度、业务规模发展情况、广告促销方式及广告促销频率，补充披露报告期内居然新零售销售费用变动趋势与其业务规模变动趋势不同的原因，是否存在体外支付情况、并对比同行业可比公司销售费用构成及销售费用率情况，补充披露报告期内居然新零售销售费用率的合理性。2) 结合标的资产未来年度发展战略、新增门店及市场推广计划、主要推广形式及推广频率等，补充披露预测期内销售费用率水平的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合居然新零售报告期内的扩张速度、业务规模发展情况、广告促销方式及广告促销频率，补充披露报告期内居然新零售销售费用变动趋势与其业务规模变动趋势不同的原因，是否存在体外支付情况、并对比同行业可比公司销售费用构成及销售费用率情况，补充披露报告期内居然新零售销售费用率的合理性

(一) 报告期内居然新零售销售费用变动趋势与其业务规模变动趋势不同的原因

1、标的公司报告期内的销售费用情况

报告期内，居然新零售的销售费用情况如下：

单位：万元

项目	2019年1-3月		2018年度		2017年度		2016年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广告促销费	12,644.14	81.33%	51,714.28	78.41%	57,205.36	80.16%	52,959.41	84.68%
人员费用	2,192.67	14.10%	9,976.04	15.13%	9,813.16	13.75%	6,882.44	11.00%
能源及维修费	334.05	2.15%	1,777.54	2.70%	2,515.90	3.53%	1,457.53	2.33%
售后服务费	186.56	1.20%	1,249.91	1.90%	996.84	1.40%	876.24	1.40%
其他	189.61	1.22%	1,232.29	1.87%	835.02	1.17%	363.99	0.58%
<b>合计</b>	<b>15,547.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>65,950.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>71,366.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>62,539.61</b>	<b>100.00%</b>

2016年、2017年、2018年和2019年1-3月，居然新零售销售费用分别为62,539.61万元、71,366.29万元、65,950.07万元和15,547.03万元，占当期营业收入的比例分别为9.62%、9.66%、7.88%和7.59%。随着收入的提升，销售费用占比波动下降。

## 2、标的公司报告期内销售费用变动趋势

报告期内，居然新零售的销售费用变动趋势如下：

单位：万元

项目	2018年度		2017年度		2016年度
	金额	变动率	金额	变动率	金额
广告促销费	51,714.28	-9.60%	57,205.36	8.02%	52,959.41
人员费用	9,976.04	1.66%	9,813.16	42.58%	6,882.44
能源及维修费	1,777.54	-29.35%	2,515.90	72.61%	1,457.53
售后服务费	1,249.91	25.39%	996.84	13.76%	876.24
其他	1,232.29	47.58%	835.02	129.41%	363.99
<b>合计</b>	<b>65,950.07</b>	<b>-7.59%</b>	<b>71,366.29</b>	<b>14.11%</b>	<b>62,539.61</b>

2017年，居然新零售的销售费用较2016年增加8,826.68万元，同比上升14.11%，主要系：（1）居然新零售为扩大经营规模，持续增加在门店促销活动及品牌宣传推广方面的投入，因此当期的广告促销费较上期增加；（2）2017年装修与超市业务规模扩大，居然新零售新招聘了一定数量销售人员，因此销售人员费用较上期增加；（3）随着连锁直营卖场数量的增加，能源及维修费较上一年增加1,058.38万元。

2018年，居然新零售的销售费用较2017年降低5,416.22万元，同比下降7.59%，

主要系：（1）随着品牌知名度的提高与业务的逐渐成熟，标的公司适当主动减少广告投放量，使得当期广告费较上期有所下降；（2）能源及维修费下降，一方面系公司精简装修与超市业务规模，另一方面系《政府工作报告》“降低电网环节收费和输配电价格，一般工商业电价平均降低 10%”，使得电费整体下降。

### 3、2018 年后广告促销费用下降的合理性分析

2018 年后，标的公司广告促销费用下降主要系广告促销费中的广告费下降所致，从广告促销费的结构来看，2018 年和 2019 年 1-3 月，广告费占广告促销费的比例较 2017 年有所下降，促销费占比相应提升，具体情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-3 月		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广告费	3,006.72	23.78%	17,477.56	33.80%	24,581.72	42.97%	17,458.78	32.97%
促销费	9,637.42	76.22%	34,236.73	66.20%	32,623.64	57.03%	35,500.64	67.03%
<b>合计</b>	<b>12,644.14</b>	<b>100.00%</b>	<b>51,714.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>57,205.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>52,959.41</b>	<b>100.00%</b>

报告期内，标的公司直营门店和加盟店数量均有较快增长，迅速推进全国范围内的布点，截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司已经拥有 290 家门店，其中直营门店 86 家，加盟门店 204 家，主要覆盖了陕西、山东、河南、湖北、山西、河北、辽宁、广东、安徽、内蒙古、北京等多个省、直辖市及自治区，布局深度和广度居于市场前列，是国内少数基本实现全国省份布局的家居零售企业。

通过多年的发展，居然之家品牌已经在市场上树立了良好的品牌形象，稳定了行业龙头之一的地位，品牌知名度较高，同时 2018 年起，与阿里巴巴合作开始采用精准营销方式及广告投放，因此 2018 年适当降低了广告投放方面的投入，具体改进及投放措施包括：（1）减少了投放成本较高且较难监控转化率的电视、电台、报刊等传统广告媒介的广告投放数量；（2）增加线上平台精准营销，深入挖掘潜在客户在装修、建材、家具乃至家电和各种家居产品的需求；（3）相较于广告费用支出，更侧重于在“3·15”、“6·18”、“双 11”、司庆等大型促销活动的基础上，门店直接开展小范围、强针对性、高频次的小型促销活动的方式吸引客户；（4）增加国内多省市签约加盟店的方式，一方面持续保持居然新零售在全国范围内的品牌影响力，另一方面也要求加盟方必须保证每年

投入一定的广告费用于加盟店的宣传。

针对促销费，标的公司报告期内的促销费用主要系居然之家门店在“3·15”、“6·18”、“双 11”等大型促销活动、以及日常经营过程中门店小范围举办的临时促销活动过程中，执行折扣、优惠券、满返、抽奖等形式的促销安排，其中促销费由居然新零售门店和商户共同承担。2018 年后，促销费规模和占广告促销费比例随着居然新零售业务规模的增长、门店临时促销活动的频率增加同步小幅上升，具有合理性。

#### 4、报告期内标的公司销售费用体外支付的情况

中介机构通过检查报告期标的公司和控股股东的银行流水，检查报告期内居然新零售的销售费用明细表，向管理层访谈了解各类明细费用的具体性质，并对主要费用项目进行逐项的趋势分析；针对金额重大的合同，审阅合同相关条款，检查相关采购单、费用申请单、发票、银行回单等，判断相关费用是否已经完整计提及其准确性；对销售费用执行截止性测试，检查相关费用是否计入正确期间。经核查，报告期内，标的公司不存在体外支付销售费用的情形。

综上所述，标的公司报告期内销售费用绝对金额在报告期内先增后减、销售费用占营业收入的比重在报告期内小幅下滑，一方面受到国家调控，能源单价下降的影响；同时也是标的公司在不同的业务拓展阶段采取不同的营销策略的结果，标的公司适当主动下调广告费用预算和比重、提升促销活动频次，符合标的公司目前的整体业务规模。

### （二）同行业可比公司销售费用构成及销售费用率情况

#### 1、同行业可比公司销售费用构成情况

同行业可比公司报告期内销售费用构成情况如下：

单位：万元

公司名称	项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
		金额	占销售费用比例	金额	占销售费用比例	金额	占销售费用比例
美凯龙	广告及宣传费用	111,681.82	65.68%	106,129.94	70.11%	78,052.64	64.74%
	能源及维修费用	42,244.95	24.85%	35,085.33	23.18%	33,613.48	27.88%
	职工薪酬及福利费	7,432.33	4.37%	4,002.60	2.64%	3,663.74	3.04%
	售后服务费用	4,201.22	2.47%	3,855.57	2.55%	2,876.38	2.39%

	办公及行政费用	1,136.54	0.67%	908.91	0.60%	569.92	0.47%
	折旧及摊销	1,061.97	0.62%	260.61	0.17%	675.09	0.56%
	其他费用	2,274.90	1.34%	1,139.97	0.75%	1,118.52	0.93%
	<b>销售费用合计</b>	<b>170,033.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>151,382.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>120,569.76</b>	<b>100.00%</b>
富森美	业务宣传费	140.71	78.17%	119.73	59.78%	271.98	86.78%
	安保费	16.64	9.24%	25.31	12.64%	15.53	4.95%
	消防费	12.13	6.74%	44.71	22.32%	16.49	5.26%
	其他	10.53	5.85%	10.53	5.26%	9.42	3.01%
	<b>销售费用合计</b>	<b>180.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>200.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>313.41</b>	<b>100.00%</b>
浙江东日	职工薪酬	969.20	77.75%	793.67	79.79%	926.85	84.08%
	运费	122.23	9.81%	60.48	6.08%	48.47	4.40%
	交通费、信息服务费等	42.24	3.39%	54.09	5.44%	52.08	4.72%
	办公及差旅费等	9.12	0.73%	7.95	0.80%	12.22	1.11%
	其他	103.84	8.33%	78.56	7.90%	62.68	5.69%
	<b>销售费用合计</b>	<b>1,246.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>994.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,102.31</b>	<b>100.00%</b>
海宁皮城	市场推广宣传费	7,647.70	39.49%	10,642.94	49.09%	11,366.65	53.40%
	业务经费	8,966.09	46.30%	8,166.74	37.67%	7,331.07	34.44%
	职工薪酬	1,747.96	9.03%	1,626.94	7.50%	1,289.53	6.06%
	运输及保险费	720.84	3.72%	1,042.94	4.81%	948.00	4.45%
	其他	284.31	1.47%	200.14	0.92%	348.64	1.64%
	<b>销售费用合计</b>	<b>19,366.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>21,679.70</b>	<b>100.00%</b>	<b>21,283.89</b>	<b>100.00%</b>
居然新零售	广告促销费	51,714.28	78.41%	57,205.36	80.16%	52,959.41	84.68%
	人员费用	9,976.04	15.13%	9,813.16	13.75%	6,882.44	11.00%
	能源及维修费	1,777.54	2.70%	2,515.90	3.53%	1,457.53	2.33%
	售后服务费	1,249.91	1.90%	996.84	1.40%	876.24	1.40%
	其他	1,232.29	1.87%	835.02	1.17%	363.99	0.58%
	<b>销售费用合计</b>	<b>65,950.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>71,366.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>62,539.61</b>	<b>100.00%</b>

报告期内，相比于可比公司的销售费用构成情况，标的公司的销售费用构成与同行业可比公司较为相似，除浙江东日未在销售费用中披露广告宣传类费用外，其余三家可比公司广告宣传类支出均为销售费用中重要组成部分。报告期内，标的公司的广告促销费占销售费用的比例也与主要竞争对手富森美和美凯龙相当。

## 2、同行业可比公司销售费用率情况

同行业可比公司报告期内销售费用率情况如下：

公司名称	2019年 1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
美凯龙	10.54%	11.94%	13.81%	12.78%
富森美	0.13%	0.13%	0.16%	0.26%
浙江东日	2.58%	2.98%	2.84%	3.08%
海宁皮城	10.05%	11.30%	11.49%	9.75%
平均值	<b>5.83%</b>	<b>6.59%</b>	<b>7.08%</b>	<b>6.46%</b>
居然新零售	<b>7.59%</b>	<b>7.88%</b>	<b>9.66%</b>	<b>9.62%</b>

报告期内，受到商业模式和营销策略的影响，标的公司的可比公司整体销售费用率有明显的分化，其中富森美和浙江东日的销售费用率较低，美凯龙和海宁皮城的销售费用率较高；标的公司的销售费用率居于富森美和美凯龙之间。

报告期内，主要竞争对手富森美整体销售费用率较低，主要系富森美以“富森”市场品牌为中心开展集合式营销，报告期内业务主要在重庆、四川省内开展，且报告期内业务模式以直营门店为主；而与美凯龙类似，标的公司与美凯龙目前均已经完成在全国范围内多省份的门店布局，并持续积极采取加盟店形式推进全国范围的加速布点，为了持续保持全国范围内的品牌影响力、吸引新品牌商户和加盟合作方，标的公司和美凯龙整体销售费用率相对较高。2018年以来，随着品牌知名度的提高与业务的逐渐成熟，居然新零售适当主动减少了形象广告投放量，使得当期销售费用率较上期有所下降。因此，居然新零售在报告期内的销售费用率与可比公司的差异和变动趋势主要系业务布局、营销策略上的区别，整体情况相比于同行业公司具有合理性。

综上所述，居然新零售在2018年销售费用变动趋势与其业务规模变动趋势不同的原因主要系2018年标的公司调整了广告营销策略，一方面在广告宣传方式上，减少了电视、电台、报刊类传统广告媒介的广告费用支出，增加今日头条、百度、淘宝等线上推广力度，以起到精准营销的效果；另外，标的公司在报告期内也同步增加门店促销活动力度和频率，部分门店的临时小规模促销活动频率提升，以促销作为一种广告宣传的方式；同时随着加盟店数量的增加，标的公司对加盟方自行在所在城市保证广告投放力度的要求也进一步保证了全国范围内的广告覆盖。基于上述原因，标的公司2018年度



广告费用有所减少具有合理性，且考虑到多渠道、多方式广告营销策略相结合，预计不会对标的公司的品牌推广力度起到不利影响，报告期内，居然新零售不存在销售费用体外支付的情况。

**二、结合标的资产未来年度发展战略、新增门店及市场推广计划、主要推广形式及推广频率等，补充披露预测期内销售费用率水平的合理性**

**（一）标的资产未来年度发展战略、新增门店及市场推广计划、主要推广形式及推广频率**

### **1、居然新零售未来年度发展战略**

未来居然新零售将坚持“一个核心，推动三大融合，引领家居行业发展”的总体战略，其中：

（1）“一个核心”是指在家居建材商场、建材超市和家庭装饰装修业态相结合的基础上，把家居建材行业做透。

居然新零售多年来坚持自营与加盟扩张相结合的发展模式开设“居然之家”卖场，通过标准化、流程化作业模式实现经营规模的扩张，在对资金需求相对较小的情况下，更快速地建立了全国连锁零售网络，树立了更高的市场知名度。因此，居然新零售将继续保持以运营能力为依托的“轻资产”连锁发展模式。同时，居然新零售将亦保持“稳固核心城市、实现其他一二线城市的重点突破、加快省会以下三四线城市的连锁布局”的扩张方向，通过品牌和管理输出将主要市场逐步下沉至竞争相对不充分的区域，保持领先的布局深度和广度。

（2）“三大融合”是指居然新零售在专注于做大做强家居主业、与阿里巴巴深度合作的同时，在门店智能化改造、家居家装互联网服务、智慧物流平台等方面不断创新，积极推进居然新零售线上线下融合、“大家居”与“大消费”融合以及泛家居产业链上下游融合。

整体上，居然新零售将积极贯彻“一个核心，推动三大融合，引领家居行业发展”的经营发展战略，从多个侧面推动此战略实施，以实现成为中国消费行业知名品牌的同时，走向国门，成为世界知名商业品牌的企业发展目标。

标的公司未来年度发展战略详见武汉中商集团股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191729号]的回复“第13题/一/（二）未来经营发展战略”。

## 2、新增门店及市场推广计划

居然新零售的新增门店分为新增自营门店和新增加盟门店，居然新零售预测期预计新增自营门店8家，加盟门店318家。居然新零售的市场推广主要是服务于自身品牌及自营门店。

居然新零售的市场推广计划一般分为筹备期投放计划和经营期投放计划。投放计划一般包括广告预算、预算中形象广告与促销费用占比规划、投放的模式等。新增门店市场推广和年度广告促销费预算对比年度销售额一般都有固定的比例。

居然新零售形象广告投放媒体主要为有影响力的电视台广告、电台广告、高速路路牌广告、轻轨及公交站台冠名、公交车身（尾）广告等，具体投放媒介需要下属卖场结合各地的实际情况，选择最有效率的投放渠道。投放的广告形式都要符合居然之家中高端定位。下属卖场形象广告投放方案经分公司审批，各门店形象广告内容和设计方案报分公司运营管理部审核把关。新开业分店（开业第一年）会加大形象广告的投放，提高品牌在当地的知名度；开业前期，一般选展示效果好的广告位开业前20天集中广告投放，结合大力度的开业促销，打响开业第一战。

促销费用（含促销广告）投放计划：“3·15”、五一、“6·18”、国庆、十一、双十一、公司司庆、各门店店庆、元旦等大型促销活动由分公司统一主题和时间，活动内容及费用由各店根据实际情况进行制定。

## 3、主要推广形式及推广频率

### （1）主要推广形式

#### ①形象广告

居然新零售主要采用投放广告、聘请形象代言人的方式进行品牌推广。居然新零售通过影响力较大的电视媒体和户外大型LED彩屏等终端媒体全方位、立体地投放广告。一直以来，居然新零售聘请陈宝国作为代言人，并于2017年新签约景甜为代言人，进

进一步强化年轻化品牌形象，拓宽潜在消费者群体。“居然之家”品牌经过多年发展和推广已经较为成熟，品牌知名度较高，居然新零售近年已经开始逐渐降低这部分广告的投放。

## ②促销广告

促销广告的投放向主力顾客群倾斜，尽可能集中投放主流媒体，保证广告的精准性、时效性，一般促销广告投放方式如下：

传统媒体：促销广告在传统媒体的选择上，选择有一定影响力、更易为当地消费者接受的广告形式，如：电台、轻轨、电视台、报纸广告等。

网络及新媒体：促销广告在新媒体的选择上，选择符合消费者阅读习惯的垂直信息平台；投放流量数据大，有品质的平台；投放有影响力和活跃度高的地区性平台。

社区媒体：小区投放以投放新小区和 6-10 年有二次装修需求和改善住房需求的品质小区为主，选择覆盖率高、效果明显的广告形式，如电梯广告、格栅广告等。

## ③卖场促销

居然新零售卖场的促销由居然新零售母公司与分公司进行统筹管理，由下属卖场具体执行。通常来讲，每年的“3·15”、五一、“6·18”、司庆、各店店庆、十一、双十一等时间是销售旺季，居然新零售会统一进行大型广告促销策划。届时，居然新零售母公司一般按照上一年销售额的一定比例确定分公司年度促销费用预算，由各地卖场自行组织和设计具体促销活动方式和活动内容。

### (2) 推广频率

#### ①形象广告

形象广告为长期、经常性的大型广告投放，未来减少在央视、凤凰卫视等电视、电台类传统广告媒介的广告费用支出；线下更多地采用户外终端广告，与市场内商户、合作设计师一起，资源互补，深入新开楼盘、社区进行广告推广；线上依靠居然之家下属网站会员、阿里巴巴等对客户进行精准营销，深入挖掘客户在装修、建材、家具乃至家电和各种家居产品的需求。持续保持居然新零售在全国范围内的品牌影响力。

#### ②促销广告

由居然新零售母公司统筹，下属各卖场针对各种具体时点的大型促销活动，根据各地实际情况，合理采用传统媒体、网络新媒体、社区媒体等不同的推广渠道，有效、精准的对目标客户进行营销，以提高对应的促销活动的市场效果。

③促销费用：更侧重于在“3·15”、“6·18”、司庆、十一、“双 11”、店庆等大型促销活动的基础上，门店直接开展小范围、强针对性、高频次的小型促销活动的方式吸引客户。

## （二）预测期内销售费用率水平的合理性

预测期内，居然新零售销售费用率情况如下：

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
广告促销费率	6.78%	6.94%	7.05%	7.14%	7.23%
人员费用率	1.21%	1.21%	1.21%	1.21%	1.21%
能源及维修费率	0.12%	0.11%	0.11%	0.10%	0.10%
售后服务费率	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
其他	0.14%	0.13%	0.13%	0.12%	0.12%
<b>合计</b>	<b>8.40%</b>	<b>8.54%</b>	<b>8.65%</b>	<b>8.73%</b>	<b>8.81%</b>

预测期内，居然新零售的销售费用中各项费用的占比情况如下：

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
广告促销费	80.68%	81.19%	81.53%	81.81%	82.05%
人员费用	14.43%	14.16%	14.00%	13.89%	13.79%
能源及维修费	1.47%	1.33%	1.25%	1.17%	1.09%
售后服务费	1.79%	1.76%	1.73%	1.72%	1.70%
其他	1.64%	1.56%	1.48%	1.42%	1.36%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

预测期内，整体销售费用率随着收入的增长逐渐增长直至稳定，其中，人员费用、能源及维修费用、售后服务费及其他的费用率在预测期内基本稳定，人员费用和售后服务费保持与营业收入同比增长，能源及维修费、其他费用与企业整体规模相关，费用率占比略有下降，基本保持稳定。在预测期整体销售费用率的变化主要是由广告促销费率的变动引起的。

广告促销费由广告费和促销费构成，广告费主要是电视台、电台、报刊等传统广告媒介的硬性品牌形象广告支出，从报告期开始居然新零售都在主动降低这部分费用的投入，原因是居然之家品牌经过多年发展和推广已经较为成熟，品牌知名度较高，而品牌形象广告投放成本较高且较难监控转化率。同时 2018 年起，与阿里巴巴合作开始采用精准营销方式及广告投放，居然新零售一直在调整广告促销费的支出结构，减少广告费支出，增加促销费的占比，预测期广告费的预测在继续延续报告期广告费的调整趋势的基础上保持适当谨慎，在预测期与收入的增长基本保持一致。

预测期内，居然新零售广告促销费明细如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
广告费	11,381.99	12,728.79	13,733.67	14,760.29	15,818.59
广告费率	1.19%	1.23%	1.25%	1.27%	1.29%
占比	17.57%	17.71%	17.75%	17.78%	17.78%
促销费	53,383.25	59,137.84	63,634.22	68,242.90	73,125.76
促销费率	5.59%	5.71%	5.80%	5.87%	5.94%
占比	82.43%	82.29%	82.25%	82.22%	82.22%

促销费用的增长原因：

促销费主要是居然新零售随着自身规模的不断扩大、下设店面的快速增加，各种线上线下为促进销售业务的提高有关的营销费用支出，既包括在卖场中在如“3·15”、“6·18”、司庆、十一、“双 11”等不同时点进行的大型促销活动费用和采用折扣、优惠券、满返、抽奖等形式的直接促销费用，也包括为推广这些促销活动而进行的线上线下媒体的广告或引流费用，还包括在卖场外进行的规模不一的市场推广活动的费用。促销费预测期相比报告期快速增加的原因一方面是由于自有卖场的增加导致的整体促销费的增加，另一方面是当前家居零售市场的竞争越来越激烈，纯粹的品牌形象广告投放成本较高且较难监控转化率，对销售提升的效果越来越小，直面客户，结合各地不同市场情况和消费习惯、线上线下结合、多层次、多渠道有针对性的对客户进行营销才是致胜之道。居然新零售从 2018 年开始加大了促销力度，预测期也将继续增加促销费预算，现有直营店面配合预测期新增直营卖场的开业前、中、后的各种市场宣传和促销活动稳固居然新零售在当地的市场地位，以点带面提高居然之家在所在地域的知名度和吸引力，为区域内的

三四线城市的加盟招商打下坚实的基础，做到直营店与加盟店互相促进，共同增长。从推广形式上，一方面在线下更多的采用户外终端广告、与市场内商户、合作设计师一起，资源互补，深入新开楼盘、社区，以小范围、小品类、强针对性、多频次的市场外促销结合传统的门店在“3·15”、“6·18”、司庆、十一、“双 11”等大型促销活动时间节点，执行折扣、优惠券、满返、抽奖等形式的促销活动。此外，随着自营和加盟店面新零售业态的改造，在保证自身家具、建材优势市场地位的前提下，融入家电、家纺、家居饰品、设计、艺术品等品类打造大家居概念，市场营销的方式也更加多样化。另一方面线上依靠居然之家下属网站会员、线上平台阿里巴巴等对客户进行更精准的营销，深入挖掘客户在装修、建材、家具乃至家电和各种家居产品的需求。预测期逐年增长的广告促销费反映了居然新零售围绕未来发展战略下的市场推广力度，也是居然新零售未来收入增长的有力保障。

综上所述，预测期销售费用率高于报告期的销售费用率，且在预测期间内有适当增长，主要系广告促销费用增加所致。广告促销费用的逐年增加与居然新零售未来年度发展战略、新增门店及市场推广计划相匹配，具有合理性。

### 三、中介机构核查意见

经核查，评估师开元评估认为：居然新零售预测期销售费用呈逐年增长的测算是在保持适当谨慎性的基础上合理考虑了标的公司对激烈的市场竞争作出的市场营销策略的调整，也符合标的公司未来发展战略的要求，具有充分的依据，具有合理性。

**48. 请你公司结合居然新零售现有自营卖场装修费用摊销余额、已摊销年限、未来年度装修计划、现有固定资产的成新率情况及未来年度更新计划、未来年度新增卖场数量及装修预计支出等，并对比报告期内已有卖场的装修费用规模等，补充披露预测年度资本性支出预测的合理性和充分性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

#### 一、自营卖场装修费用摊销余额、已摊销年限、现有固定资产的成新率

截至 2018 年 12 月 31 日，居然新零售自营卖场的装修费用摊销余额、已摊销年限情况如下：

单位：万元

类别	初始入账价值	账面余额	综合平均已摊销年限
装修费用	340,602.38	169,625.86	5.02 年

截至 2018 年 12 月 31 日，居然新零售固定资产的成新率的情况：

单位：万元

类别	初始入账价值	净值账面余额	综合成新率
房屋及建筑物	44,704.40	20,505.13	45.87%
办公、电子、电器设备	17,582.18	10,979.73	62.45%
运输设备	1,279.62	370.74	28.97%
专用设备	467.77	231.84	49.56%
<b>合计</b>	<b>64,033.97</b>	<b>32,087.44</b>	

## 二、未来年度装修计划、未来年度新增卖场数量及装修预计支出

居然新零售未来年度装修支出包括已有自营卖场的更新装修支出及新增自营卖场的装修支出，其中已有自营卖场的装修支出依据各个门店装修的实际情况进行预测，短期内无重大装修改造计划；未来年度装修计划主要是新增自营卖场的装修，预测期居然新零售将新增自营卖场数量 8 家，根据居然新零售的未来经营规划预测的新增自营卖场装修支出如下：

序号	卖场名称	开业时间	建筑面积 (M <sup>2</sup> )	装修支出 (万元)
1	兰州银滩店	2019 年 9 月	57,296.11	1,710.00
2	天水成纪新城店	2019 年 10 月	59,519.00	2,016.88
3	西安曲江店	2020 年 1 月	55,470.00	1,900.00
4	呈贡店	2019 年 11 月	35,800.00	1,800.00
5	重庆大渡口店	2019 年 9 月	53,400.00	3,028.00
6	荆州店	2019 年 8 月 18 日	64,584.88	838.00
7	广州天河店	2019 年 10 月	140,783.00	7,798.00
8	营口红运店	2019 年 6 月 22 日	63,503.40	3,665.52
合计			<b>530,356.39</b>	<b>22,756.40</b>

## 三、报告期内已有卖场的装修费用规模

报告期内，由于已有自营卖场建筑面积、物业状况、设计要求、所处区域的不同，居然新零售各个自营卖场的装修费用规模差异较大，卖场的装修费用规模无法进行比较，

故采用每平米的装修费用进行对比。报告期内，居然新零售自营卖场近期的主要装修情况如下：

序号	卖场名称	开业时间	位置	建筑面积 (M <sup>2</sup> )	装修支出 (万元)	每平方米装修金额 (元)
1	居然之家光谷店	2017/12/30	湖北武汉	75,213.19	2,616.10	347.83
2	天津武清店	2017/5/20	天津	41,210.00	902.85	219.08
3	哈尔滨哈西店	2017/2/25	黑龙江哈尔滨	49,845.71	884.57	177.46
4	燕郊东环路集美店	2018/12/15	河北廊坊	62,229.08	718.47	115.46
5	廊坊集美店	2018/10/28	河北廊坊	26,323.00	1,095.33	416.11
6	沧州迎宾大道店	2018/9/1	河北沧州	69,000.00	3,435.33	497.87
7	昆明五华店	2018/8/18	云南昆明	38,333.00	1,826.23	476.41
8	乌鲁木齐高铁店	2018/7/21	新疆乌鲁木齐	93,322.44	1,967.23	210.80
9	汉阳店	2018/6/16	湖北汉阳	51,889.20	3,607.44	695.22
<b>平均值</b>						<b>350.69</b>

预测期内，居然新零售新增自营卖场的装修支出是根据新增自营卖场的建筑面积、物业状况、当地的物价水平、装修档次、卖场整体设计等因素，对比以前年度类似区域的装修支出等综合进行预测，具体情况如下：

序号	卖场名称	开业时间	建筑面积 (M <sup>2</sup> )	装修支出 (万元)	每平方米装修金额 (元)
1	兰州银滩店	2019/9	57,296.11	1,710.00	298.45
2	天水成纪新城店	2019/10	59,519.00	2,016.88	338.86
3	西安曲江店	2020/1	55,470.00	1,900.00	342.53
4	呈贡店	2019/11	35,800.00	1,800.00	502.79
5	重庆大渡口店	2019/9	53,400.00	3,028.00	567.04
6	荆州店	2019/8/18	64,584.88	838.00	129.75
7	广州天河店	2019/10	140,783.00	7,798.00	553.90
8	营口红运店	2019/6/22	63,503.40	3,665.52	577.22
<b>平均值</b>					<b>413.82</b>

预测期内居然新零售新增自营卖场平均每平米装修支出 413.82 元，与报告期内的近期装修自营卖场平均每平米装修费用 350.69 元不存在重大差异，预测值在合理的范围。

#### 四、预测年度资本性支出预测的合理性和充分性



### （一）预测年度资本性支出预测的合理性

预计每年所需的固定资产更新支出如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年及以后
更新支出	2,655.44	359.94	2,562.62	2,910.04	11,346.68	34,400.22
新增支出	81,029.57	3,687.97				
合计	<b>83,685.01</b>	<b>4,047.91</b>	<b>2,562.62</b>	<b>2,910.04</b>	<b>11,346.68</b>	<b>34,400.22</b>

预测年度资本性支出包括固定资产、无形资产、长期待摊费用等长期资产的支出，分为维持原有规模资本性支出与新增资本性支出，分别对其预测并相加后得到资本性支出总的预测额。其中维持原有规模资本性支出是保障公司现有经营能力所需的支出，以评估基准日的固定资产、无形资产、长期待摊费明细进行测算，根据现有资产的已使用年限、成新率、经济寿命年限及更新原值，考虑经济年限到期后进行更新。其中经济年限在 2019 年至 2023 年内到期的，在到期当年按现有同等规模、同等功能、价值相等的资产进行更新；经济年限在 2019 年至 2023 年后到期的，在 2024 年及以后按现有同等规模、同等功能、价值相等的资产以本次评估之折现率进行年金化处理其更新。新增资本性支出是为扩大经营规模所需的资本性支出。根据公司的未来经营规划扩大经营规模所需的长期资产的支出预测。预测年度的资本性支出预测具有合理性。

### （二）预测年度资本性支出预测的充分性

预测期，居然新零售每年所需的更新支出如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年及以后
建筑物类	29,161.54	3,840.95	1,454.14	1,275.38	2,691.12	28,149.90
设备类	2,370.30	206.96	1,108.48	1,634.66	8,655.55	2,761.12
无形资产	4,148.18	-	-	-	-	2,367.60
在建工程	25,248.58	-	-	-	-	584.44
新开门店	22,756.40	-	-	-	-	537.16
合计	<b>83,685.01</b>	<b>4,047.91</b>	<b>2,562.62</b>	<b>2,910.04</b>	<b>11,346.68</b>	<b>34,400.22</b>

2018年12月31日纳入更新支出预测范围的固定资产、无形资产、长期待摊费用等长期资产均能正常使用，且能满足居然新零售现有规模的生产经营需求。预计新增的资本性支与扩大的经营规模的计划相匹配，能满足居然新零售扩大经营规模所需的资本性支出需求。预测年度资本性支出预测是充分的。

综上所述，预测年度资本性支出是以现有的建筑物类（包含装修、投资性房地产等）、设备类（包含机器设备、电子设备等）、无形资产等资产的账面值为基础，以未来经营规划为依据进行预测的，综合考虑了已摊销年限、成新率的影响进行的预测。资本性支出中的新增卖场装修支出预测是依据经营规划中的开业时间进行的预测，其装修支出的投入与历史年度门店的装修费用对比在合理范围。维持原有规模资本性支出与现有资产规模相匹配，新增资本性支出与新增门店数量、建筑面积等指标匹配，因此未来年度资本性支出的预测是充分的，且具备合理性。

## **五、中介机构核查意见**

经核查，评估师开元评估认为：预测年度资本性支出是以现有的建筑物类（包含装修、投资性房地产等）、设备类（包含机器设备、电子设备等）、无形资产等资产的账面值为基础，以未来经营规划为依据进行预测的，综合考虑了已摊销年限、成新率的影响进行的预测。资本性支出中的新增卖场装修支出预测是依据经营规划中的开业时间预测的，其装修支出的投入与历史门店的装修费用对比在合理范围。维持原有规模资本性支出与现有资产规模相匹配，新增资本性支出与新增门店数量、建筑面积等指标匹配，因此未来年度资本性支出的预测是充分的，且具备合理性。

**50. 请你公司补充披露对北京居然设计家网络科技有限公司评估所选用的估值方法、主要评估参数的选取依据及合理性，并补充披露其评估报告。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

**回复：**

### **一、居然设计家估值方法**

#### **（一）本次交易居然设计家估值方法**

2019年5月，阿里巴巴与居然新零售签订了《增资及股权购买协议》，阿里巴巴通过向居然新零售支付股权转让款人民币76,000万元，并向居然设计家增资人民币35,000万元后合计持有增资后的设计家60%股权。

前述《增资及股权购买协议》签订于本次交易评估报告出具日前，本次评估考虑了前述交易，将本次交易评估基准日（2018年12月31日）前述交易涉及的居然设计家全部股东权益价值和期后增资到居然设计家的 Homestyler 相关知识产权后的价值一并作为非经营性资产评估。该部分资产按《增资及股权购买协议》在阿里巴巴增资前的价格150,000万元，扣除居然新零售实际收到的转股对价（76,000万元）购买居然设计家50.67%股权对应净资产（43,484.38万元）增值部分的所得税（8,128.91万元）之后的价值作为评估值，对应本次交易居然设计家评估价值为141,871.09万元。

此外，根据《增资及股权购买协议》，居然新零售还应部分负担双方股权交割日前居然设计家的运营性成本费用和人员性费用等损益，估算金额为6,957.55万元，已在本次整体收益法评估中预测为管理费用支出。

## （二）阿里巴巴受让及增资时居然设计家评估方法

2019年5月16日，中联资产评估集团有限公司出具了《北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司拟转让北京居然设计家网络科技有限公司股权项目资产评估报告》（中联评报字[2019]第1215号）（以下简称“《居然设计家评估报告》”），以2019年1月31日为评估基准日，中联评估分别采用了资产基础法和收益法对居然设计家股权价值进行了评估，并最终选取收益法评估结果155,229.04万元作为居然设计家最终评估结果。

## 二、居然设计家主要评估参数的选取依据及其合理

中联评估对居然设计家评估的主要参数选取依据及其合理性分析如下：

单位：万元

项目名称	2019年2-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
营业收入	-	208,914.50	282,229.14	350,574.97	350,574.97
营业成本	-	176,628.00	233,148.96	279,778.75	279,778.75
期间费用	19,788.19	24,063.24	27,835.79	33,628.42	33,628.42
其中：管理费用	19,238.52	22,744.03	26,252.74	31,697.10	31,697.10

## （一）营业收入的选取依据及其合理性

### 1、营业收入相关参数的选取

中联评估对于居然设计家未来营业收入的测算是根据设计家目前的经营状况、竞争情况及市场销售情况和未来与阿里巴巴重组后客户资源、市场份额等因素综合分析的基础上进行的。

截至评估基准日（2019年1月31日），居然设计家的主营业务收入为装修收入和技术服务业务收入。其中，装修收入主要是指设计服务费收入、施工管理服务费收入、材料推荐服务费收入；技术服务业务收入指施工工具收入、商户企业版工具收入。

2019年，居然设计家将着力于 Homestyler 软件的商业应用方面的开发，力求 2020 年能充分整合阿里巴巴和居然新零售的线上线下资源，实现互联网家装领域的“独角兽”式增长。因此，收入预测从 2020 年开始。

#### （1）装修收入预测

互联网线上业务一般会经历以下过程：①从线上访问的流量中获取有意向的客户并留下联系方式，即获客；②平台将获取的顾客信息按顾客的初步需求分别派发给与平台合作的各个设计师或装饰公司，由其主动联系客户，进一步与顾客沟通顾客的需求，联系后确定留下有意向继续洽谈的客户；③进入商务洽谈后，经过对价位、设计方案、装修质量等内容细节的继续沟通后，确定最终能签订合同的客户，即签单。

#### A、获客情况

2020年，居然设计家一方面将通过深耕运营第三方自媒体渠道获取 C 端流量，另一方面将作为阿里系的一员，通过“装修试衣间”、“设计师达人”等产品从天猫/淘宝获取优质 C 端流量，另外，也会加大“居然设计家”的品牌知名度宣传，搭上居然新零售线下资源，加大设计家官网的导流。

2020年预计在第三方自媒体渠道投入广告促销费为 1,539.08 万元（其中获客费用 700 万），综合互联网装修行业及电商行业获客费用情况和居然设计家自身情况，2020年预计在第三方自媒体渠道获客约 4.5 万人次；阿里巴巴在取得居然设计家控股权后，考虑到阿里巴巴自身所拥有的家装业务的巨大客户流量，结合居然设计家自身的平台技

术能力，预计 2020 年能从阿里巴巴家装业务通道获得 90 万人次客户流入；在综合各方资源，并加大媒体宣传的情况下，居然设计家注册消费者数量将有所增加，预计 2020 年注册消费者数量将达到 13.2 万人次。

综上，2020 年全年将有 107.7 万人会在设计家平台留下消费意向。

## B、签单情况

设计家平台是家装垂直类平台，背靠阿里巴巴和居然新零售，资源整合后价格优势明显，同时居然设计家拥有庞大的设计师资源（目前已有 40 万注册设计师），使设计家平台精准获取客群并有较高顾客粘度。在留下消费意向的客群中预计有一半的客户愿意与设计家进一步沟通家装业务的各项细节。

家装行业不同于其他行业，顾客装修需要预存大量资金在家装公司，设计家平台有阿里巴巴和居然新零售的背书，一方面预存资金更安全；另一方面施工质量有保证，尤其居然新零售的先行赔付政策会让顾客更加信任居然设计家平台；再加上 Homestyler 软件具有行业绝对优势地位。

综上，预计 2020 年居然设计家由获客到签单的转化率约为 5%，全年签单量为 53,850.00 单。

## C、居然设计家 2020 年平台 GMV 具体预测

### a.居然设计家 2020 年装修 GMV 测算

设计费GMV=53,850.00单×平均客单价5,000元

设计到施工的转化率会有所缩水，按80%测算，施工费GMV=53,850.00单×80%×平均客单价10万元

材料（包括建材和家具产品）与施工的配比约为2：1，材料销售GMV=施工费GMV×200%

综上，居然设计家2020年装修GMV测算具体情况如下：

项目	签单量（单）	客均单价（元/单）	GMV（万元）
设计云平台	53,850.00	5,000.00	26,925.00

施工平台	43,080.00	100,000.00	430,800.00
材料平台	材料与施工的配比约为 2: 1		861,600.00
合计	<b>96,930.00</b>	<b>105,000.00</b>	<b>1,319,325.00</b>

### b.居然设计家 2020 年装修收入盈利模式

设计服务费收入、施工管理服务费收入、材料推荐服务费收入分别按设计云平台销售业绩、施工平台销售业绩、材料平台销售业绩抽成测算，抽成比例分别为2%、7%、20%。

综上，居然设计家2020年装修收入具体测算结果如下：

项目	GMV（万元）	抽成比例	收入（万元）
设计服务费收入	26,925.00	2%	538.50
施工管理服务费收入	430,800.00	7%	30,156.00
材料推荐服务费收入	861,600.00	20%	172,320.00
合计	<b>1,319,325.00</b>		<b>203,014.50</b>

### （2）技术服务业务收入预测

技术服务收入为居然设计家向合作方使用网站平台中的商户企业版工具和施工管理工具而收取的软件使用费，采用会员会费方式收取，预计 2020 年收入为 5,900 万元。

综上所述，居然设计家 2020 年总体营业收入预计为 208,914.50 万元。考虑到居然设计家平台综合了居然新零售多年深耕家居行业的优质线下资源和专业能力以及阿里巴巴庞大的消费群体和线上资源，结合居然新零售未来在家居板块的发展战略，2020-2021 年收入呈快速增长趋势，2022 年收入增长放缓，至 2023 年达到稳定。

### 2、营业收入相关参数的合理性

中联评估对居然设计家收入的预测考虑了企业自身互联网平台经营的特殊性，相关渠道获客成本及获客数量综合考虑了电商平台及网络装修行业的获客特点，平台签单率参考了同行业其他新兴企业签单率的前提下综合考虑了居然设计家自身兼具阿里巴巴和居然新零售两大股东分别具有的线上线下技术资源优势及品牌影响力，相关业务的客单价是在居然新零售过往家装业务的数据统计和行业分析的基础上预测，平台佣金收入比例是居然设计家基于居然新零售多年与各家合作单位良好的合作关系确定的，整体的

收入预测和参数选取也保持了适当的谨慎性，具有合理性。

此外，考虑到国内家装行业市场容量巨大，根据腾讯广告发布的《2019 腾讯家居行业洞察白皮书》，中国家居装修行业市场规模早在 2017 年就已突破 2 万亿大关，预计 2020 年将达到 2.6 万亿元，互联网家装也随着相关技术的成熟、对装修客户群体需求贴合，从无到有，行业市场规模一直保持高速增长，已经成为家装行业重要的细分市场，互联网装修的模式也越来越为广大消费者所接受，而行业中大型企业极少且在行业中占有的份额不高，居然设计家同时具有线上和线下双重基因，充分利用股东阿里巴巴和居然新零售的资源和技术优势，随着网站平台的正式投入上线，可以在互联网家装市场取得越来越大的份额，2020 年及以后年度营业收入的预测具有合理性。

## **(二) 营业成本的选取依据及其合理性**

### **1、营业成本相关参数的选取**

#### **(1) 装修业务营业成本预测**

居然设计家装修业务营业成本主要为平台设计师佣金费用，根据合作协议约定的一般抽佣比例为施工平台 GMV 的 5%（对应的营业收入-施工管理服务收入 GMV 抽成比例为 7%），材料平台 GMV 的 18%（对应的营业收入-材料推荐服务收入 GMV 抽成比例为 20%），设计服务费收入未预测成本（对应的营业收入-设计服务费收入 GMV 抽成比例为 2%），即居然设计家装修收入毛利为平台整体 GMV 的 2%。

#### **(2) 技术服务业务成本预测**

居然设计家技术服务技术业务为居然设计家向合作方使用网站平台中的商户企业版工具和施工管理工具而收取的软件使用费，本次预测中未预测其营业成本。

### **2、营业成本相关参数的合理性**

抽佣比例为居然设计家与合作设计师协议约定，参考了市场上同类型业务的相关比例。由于居然新零售在行业中拥有良好的口碑和影响力，居然设计家与设计师、施工和材料供应商的合作关系良好，相关合作协议签署顺利，营业成本的预测和相关参数的选取具有合理性。

## **(三) 管理费用的选取依据及其合理性**

### **1、管理费用相关参数的选取依据**

中联评估结合评估基准日管理费用构成及管理费用与营业收入的比率预测居然设计家未来各年度的管理费用，其中大额支出主要是人员性费用、无形资产摊销和系统维护费。

## 2、管理费用相关参数的合理性

中联评估关于居然设计家的管理费用预测结合了公司历史管理费用构成、未来发展规划及网络平台上线后的需求，各项支出构成符合居然设计家的实际需要和网络平台类公司的经营特点，费用的预测和相关参数的选取具有合理性。

### （四）折现率的选取依据及其合理性

#### 1、折现率相关参数的选取依据

中联评估对居然设计家采用加权平均资本成本模型（WACC）确定折现率  $r$ ：

$$r = r_d \times w_d + r_e \times w_e \quad (1)$$

式中：

$w_d$ ：居然设计家的债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)} \quad (2)$$

$w_e$ ：居然设计家的权益比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)} \quad (3)$$

$r_d$ ：所得税后的付息债务利率；

$r_e$ ：权益资本成本。本次评估按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本  $r_e$ ；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon \quad (4)$$

式中：

$r_f$ ：无风险报酬率；

$r_m$ ：市场期望报酬率；



$\varepsilon$ : 居然设计家的特性风险调整系数;

$\beta_e$ : 居然设计家权益资本的预期市场风险系数;

$$\beta_e = \beta_u \times (1 + (1-t) \times \frac{D}{E}) \quad (5)$$

$\beta_u$ : 可比公司的预期无杠杆市场风险系数;

$$\beta_u = \frac{\beta_i}{1 + (1-t) \frac{D_i}{E_i}} \quad (6)$$

$\beta_i$ : 可比公司股票(资产)的预期市场平均风险系数;

$$\beta_i = 34\% K + 66\% \beta_x \quad (7)$$

式中:

$K$ : 未来预期股票市场的平均风险值, 通常假设 $K=1$ ;

$\beta_x$ : 可比公司股票(资产)的历史市场平均风险系数;

$D_i$ 、 $E_i$ : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

### (1) 无风险收益率 $r_f$

参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平(下表), 按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率 $r_f$ 的近似, 即 $r_f = 3.86\%$ 。

中长期国债利率

序号	国债代码	国债名称	期限(年)	实际利率
1	101405	国债 1405	10	0.0447
2	101409	国债 1409	20	0.0483
3	101410	国债 1410	50	0.0472
4	101412	国债 1412	10	0.0404
5	101416	国债 1416	30	0.0482
6	101417	国债 1417	20	0.0468
7	101421	国债 1421	10	0.0417

8	101425	国债 1425	30	0.0435
9	101427	国债 1427	50	0.0428
10	101429	国债 1429	10	0.0381
11	101505	国债 1505	10	0.0367
12	101508	国债 1508	20	0.0413
13	101510	国债 1510	50	0.0403
14	101516	国债 1516	10	0.0354
15	101517	国债 1517	30	0.0398
16	101521	国债 1521	20	0.0377
17	101523	国债 1523	10	0.0301
18	101525	国债 1525	30	0.0377
19	101528	国债 1528	50	0.0393
20	101604	国债 1604	10	0.0287
21	101608	国债 1608	30	0.0355
22	101610	国债 1610	10	0.0292
23	101613	国债 1613	50	0.0373
24	101617	国债 1617	10	0.0276
25	101619	国债 1619	30	0.033
26	101623	国债 1623	10	0.0272
27	101626	国债 1626	50	0.0351
28	101704	国债 1704	10	0.0343
29	101705	国债 1705	30	0.0381
30	101710	国债 1710	10	0.0355
31	101711	国债 1711	50	0.0412
32	101715	国债 1715	30	0.0409
33	101718	国债 1718	10	0.0362
34	101722	国债 1722	30	0.0433
35	101725	国债 1725	10	0.0386
36	101726	国债 1726	50	0.0442
37	101804	国债 1804	10	0.0389
38	101806	国债 1806	30	0.0426
39	101811	国债 1811	10	0.0372
40	101812	国债 1812	50	0.0417

41	101817	国债 1817	30	0.0401
42	101819	国债 1819	10	0.0357
43	101824	国债 1824	30	0.0412
44	101825	国债 1825	50	0.0386
45	101827	国债 1827	10	0.0328
平均				<b>0.0386</b>

### (2) 市场期望报酬率 $r_m$

市场期望报酬率  $r_m$ ，一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自 1992 年 5 月 21 日全面放开股价、实行自由竞价交易后至 2018 年 12 月 31 日期间的指数平均收益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=9.45\%$ 。

### (3) $\beta_e$ 值

取沪深同类可比上市公司股票，以 2016 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日的市场价格测算估计，得到评估对象股票的历史市场平均风险系数  $\beta_A=1.0393$ ；按式（7）得到评估对象预期市场平均风险系数  $\beta_T=1.0262$ ；并由式（6）得到评估对象预期无财务杠杆风险系数的估计值  $\beta_U=0.9683$ ；最后由式（5）到评估对象权益资本预期风险系数的估计值  $\beta_E=0.9683$ 。

### (4) 权益资本成本 $r_e$

本次评估考虑到评估对象在公司的行业特点、资本流动性及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，公司风险调整系数一般取值为 0%~5%，本次设公司特性风险调整系数  $\varepsilon=0.03$ 。最终由式（4）得到居然设计家的权益资本成本  $r_e$ ，见下表。

$$r_e=0.0386+0.9683 \times (0.0945-0.0386) +0.03=0.1227$$

### (5) 债务比率 $W_d$ 和权益比率 $W_e$

由式（2）和式（3）得到债务比率 $w_d=0$ ；权益比率 $w_e=1$ ；

### (6) 折现率 $r$

将上述各值分别代入式（1），得到折现率 $r=0.1227$ ，见下表。

折现率估算表

项目	2019年 2-12月	2020年度	2021年度	2022年度	2023年及以后
权益比	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
债务比	-	-	-	-	-
适用税率	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500	0.2500
权益 $\beta$	0.9683	0.9683	0.9683	0.9683	0.9683
特性风险系数	0.0300	0.0300	0.0300	0.0300	0.0300
权益成本	0.1227	0.1227	0.1227	0.1227	0.1227
债务成本（税后）	-	-	-	-	-
折现率	0.1227	0.1227	0.1227	0.1227	0.1227

## 2、折现率相关参数的合理性

中联评估确定居然设计家收益法折现率 $r$ （加权平均资本成本 WACC）为 0.1227，符合折现率的计算方法，折现率与预期收益口径相一致，具有合理性。

综上所述，评估人员在上述相关资料和预测的基础上，尽可能的收集相关市场信息数据对收益预测进行了分析、比较，认为所采用的预测数据稳健、谨慎、合理，计算公式及计算过程无误，符合评估准则的相关要求。

## 三、居然设计家评估报告情况

上市公司已在巨潮资讯网（<http://www.cninfo.com.cn>）补充披露了《居然设计家评估报告》全文。

## 四、中介机构核查意见

经核查，评估师开元评估认为：本次交易中，居然设计家按《增资及股权购买协议》在阿里巴巴增资前的价格 150,000 万元，扣除居然新零售实际收到的转股对价（76,000 万元）购买居然设计家 50.67% 股权对应净资产（43,484.38 万元）增值部分的所得税（8,128.91 万元）之后的价值作为评估值，阿里巴巴增资前居然设计家的评估值参考中联评估出具的评估报告；中联评估采用资产基础法和收益法对居然设计家股权价值进行了评估，并最终选取收益法评估结果最为最终评估结果；中联评估对居然设计家主要评估参数的选取具有合理性。

51. 请你公司结合居然新零售所处行业的业务特点、实际经营情况及同行业可比交易情况，补充披露居然新零售收益法评估中折现率主要参数选取的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

## 一、居然新零售所处行业的业务特点、实际经营情况

### （一）居然新零售所处行业的业务特点

泛家居行业是“小企业”众多的“大行业”，其行业空间巨大。由于行业涉及的产品类别众多，消费者个性化需求较为强烈，家居产品的配送安装要求较高等因素，行业内虽然形成了一些具有一定规模的家居连锁零售和家装服务品牌企业，但这类企业占比较小。家居品牌商直营渠道、传统区域建材交易市场、本地作坊、当地家装施工服务商等各种业态、各种渠道在市场激烈竞争，行业有待进一步连锁化与专业化。

泛家居行业重体验、重物流，产品高度非标准化，消费者在挑选时往往看重产品风格、购物体验和售后服务质量等，个性化需求强烈。因此，能够为消费者提供优质的服务、满足消费者多样需求的企业，往往能在“同质化”、“低价值”的竞争中脱颖而出。同时，家居产品对物流的要求也比较高。通常来说，家居物流行业作业链条长、产品与包装设计复杂、物品体积或重量相对较大、配送后往往还需要包括安装等环节，因此对于泛家居企业来说，对家居物流行业的掌控力也是关键能力。在本次折现率的估算中，充分考虑了居然新零售所处行业的业务特点，选择了一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与居然新零售相当或相近的上市公司作为对比公司。

### （二）居然新零售实际经营情况

居然新零售是以中高端为经营定位、为顾客提供家庭设计和装修、家居建材等“一站式”服务的大型泛家居消费平台。居然新零售涵盖家居产品零售、家装服务、家居会展等领域，集“居然之家”家居卖场、“乐屋”家装、“丽屋”家居建材超市于一身，是中国泛家居行业的龙头企业之一。“居然之家”也是国内最有影响力的商业零售品牌之一。

居然新零售经营的“居然之家”品牌经过 20 年发展，在全国范围内建立了较高的知

名度，连续十余年荣获北京十大商业品牌，在全国占据领先的市场份额。截至 2019 年 3 月 31 日，居然新零售共经营管理 290 家“居然之家”门店，主要覆盖了北京、陕西、山东、河南、湖北、山西、河北、辽宁、广东、安徽、内蒙古等 29 个省、直辖市及自治区。

居然新零售是家居新零售实践的创新者与引领者，在与战略伙伴阿里巴巴深度合作下，不断深耕家居产业，将家居产业做大做强。同时，居然新零售坚定不移以实体门店连锁发展为核心，向人口净流入的三四五线城市下沉，以大数据为驱动力进行商业模式变革，推进居然新零售“大家居”与“大消费”的融合、线上线下的融合、以及产业链上下游的融合。

截至 2019 年 3 月 31 日，标的公司在国内 29 个省、自治区及直辖市经营了 290 个卖场（总经营面积约为 1,060.57 万平方米），包含 86 个自营卖场（总经营面积约为 447.86 万平方米）及 204 个加盟卖场（总经营面积约为 612.71 万平方米）。

标的公司主营业务收入包括租赁管理收入、加盟管理收入、装修业务收入及商品销售收入。报告期内，标的公司主营业务收入整体保持增长，盈利能力持续提升。

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度	
	金额	增长率	金额	增长率
租赁管理	698,069.85	10.80%	630,026.29	10.57%
加盟管理	78,658.51	65.53%	47,519.46	71.84%
装修	37,631.37	-7.33%	40,608.71	17.31%
商品销售	13,368.91	-27.32%	18,393.84	3.71%
<b>合计</b>	<b>827,728.63</b>	<b>12.38%</b>	<b>736,548.30</b>	<b>13.35%</b>

注：租赁管理板块对应居然新零售直营模式下家居卖场业务；加盟管理板块对应居然新零售加盟模式下家居卖场业务；装修板块对应居然装修业务；商品销售板块对应居然超市业务。

在本次折现率的估算中，充分考虑了居然新零售的实际经营情况。

## 二、同行业可比交易情况

近年上市公司已完成的并购重组与居然新零售同行业的可比交易案例中，收益法中的折现率取值情况统计如下表：

序号	股票代码	上市公司	标的公司	评估基准日	折现率 (WACC)
1	002251.SZ	步步高	南城百货	2013-12-31	10.48%
2	600162.SH	香江控股	香江商业	2014-12-31	10.37%
3	600859.SH	王府井	贝尔蒙特	2015-6-30	10.87%
4	600828.SH	茂业商业	和平茂业	2015-3-31	12.80%
			深南茂业		
			东方时代茂业		
			珠海茂业		
			华强北茂业		
平均值					<b>11.13%</b>
本次交易					<b>11.53%</b>

本次交易使用的折现率 11.53%与可比交易案例折现率平均值 11.13%差异不大，处于合理范围内。

### 三、补充披露居然新零售收益法评估中折现率主要参数的选取的依据及合理性

#### (一) 居然新零售收益法评估中折现率主要参数的选取的依据

根据折现率应与所选收益指标配比的原则，本次评估选取全部资本加权平均资本成本(WACC)作为居然新零售未来年期企业自由现金流量的折现率。全部资本加权平均资本成本(WACC)的估算公式如下：

$$WACC = \frac{E}{(D+E)} \times R_e + \frac{D}{(D+E)} \times (1-T) \times R_d$$

上式中：D：债务的市场价值；E：股权市值；R<sub>e</sub>：权益资本成本；R<sub>d</sub>：债务资本成本；T：企业所得税率。

其中，权益资本成本 R<sub>e</sub> 采用资本资产定价模型（CAPM）计算，公式如下：

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s \\ &= R_f + \beta \times ERP + R_s \end{aligned}$$

上式中： $R_e$ ：权益资本成本； $R_f$ ：无风险收益率； $\beta$ ：Beta 系数； $R_m$ ：资本市场平均收益率；ERP：市场风险溢价( $R_m - R_f$ )； $R_s$ ：特有风险收益率(包含企业规模超额收益率)。

### 1、估算无风险收益率 $R_f$

通常认为国债收益是无风险的，因为持有国债到期不能兑付的风险很小，小到可以忽略不计，故评估界一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为，在中国债券市场选择从评估基准日至“国债到期日”的剩余十年以上国债到期收益率的国债作为估算国债到期收益率的样本，经计算，评估基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为 4.12%，以此作为本次评估的无风险收益率。

### 2、估算资本市场平均收益率及市场风险溢价 ERP

股市投资收益率是资本市场收益率的典型代表，股市风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，亦可认为是市场风险溢价的典型代表。正确地估算股市风险收益率一直是许多股票分析师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现：从 1926 年到 1997 年，股权投资到大企业的年均复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率约 5.8%左右；这个差异的几何平均值被业界认为是成熟市场股权投资的风险收益率 ERP。

参照美国相关机构估算 ERP 的思路，按如下方式估算中国股市的投资收益率及风险收益率 ERP（以下简称 ERP）：

(1) 选取衡量股市 ERP 的指数：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，但是选用的指数应该是能最好反映市场主流股票变化的指数，参照美国相关机构估算美国股票市场的 ERP 时选用标准普尔 500 (S & P500) 指数的思路和经验，在估算中国股票市场的 ERP 时选用沪深 300 作为衡量股市 ERP 的指数。

(2) 指数年期的选择：众所周知，中国股市始于上世纪 90 年代初期，最初几年发展较快但不规范，直到 1996 年之后才逐渐走上正轨，考虑到上述情况，在测算中国股市 ERP 时的计算年期从 1998 年开始，即指数的时间区间选择为 1998-1-1 到 2018-12-31 之间。



(3) 指数成分股及其数据采集：沪深 300 指数的成分股每年是发生变化的，因此在估算时采用每年年底的沪深 300 指数的成分股。对于沪深 300 指数没有推出之前的 1999~2003 年，采用外推的方式推算其相关数据，即采用 2004 年年底沪深 300 指数的成分股外推到上述年份，亦即假定 1997~2003 年的成分股与 2004 年年末一样。在相关数据的采集方面，为简化本次评估的 ERP 测算中的测算过程，借助 Wind 资讯的数据系统选择每年末成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此选用的成份股年末收盘价是包含了每年分红、派息和送股等产生的收益的复权年末收盘价，以全面反映各成份股各年的收益状况。

(4) 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种计算方法：

①算术平均值计算方法：

设：每年收益率为  $R_i$ ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1,2,3,\dots)$$

上式中： $R_i$  为第  $i$  年收益率

$P_i$  为第  $i$  年年末收盘价（复权）

$P_{i-1}$  为第  $i-1$  年年末收盘价（复权）

设第 1 年到第  $n$  年（不超过 10 年）的算术平均收益率为  $A_i$ ，则：

$$A_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

上式中： $A_i$  为成份股票第 1 年（即 1998 年）到第  $n$  年收益率的算术平均值， $n=1,2,3, \dots, 10$ 。

$N$  为项数

根据投资风险分散的原理，将计算得到的沪深 300 全部成份股票各年算术平均值投资收益率进行简单平均，得到计算年度的资本市场投资收益率参考值。

②几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 i 年的几何平均收益率为  $C_i$ ，则：

$$C_i = -1 \sqrt[i]{\frac{P_i}{P_0}} \quad (i=1,2,3,\dots)$$

上式中： $P_i$  为第 i 年年末收盘价（复权）

$P_0$  为基期 1997 年年末收盘价（复权）

根据投资风险分散的原理，将计算得到的沪深 300 全部成份股票各年几何平均值投资收益率进行简单平均，得到计算年度的资本市场投资收益率参考值。

（5）计算期每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$  的估算：为了估算每年的 ERP，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$ ，本次评估采用国债的到期收益率（Yield to Maturate Rate）作为无风险收益率；样本的选择标准是每年年末距国债到期日的剩余年限超过 10 年的国债，最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$ 。

（6）估算结论：

经上述计算分析，得到沪深 300 成份股的各年算术平均及几何平均收益率，以全部成份股的算术或几何平均收益率的算术平均值作为各年股市收益率，再与各年无风险收益率比较，得到股票市场各年的 ERP。估算公式如下：

①算术平均值法：

$$ERP_i = A_i - R_{fi} \quad (i=1,2,\dots)$$

②几何平均值法：

$$ERP_i = C_i - R_{fi} \quad (i=1,2,\dots)$$

③估算结果:

按上述两种方式估算, 2009年至2018年各年的ERP的估算结果如下:

序号	年份	R <sub>m</sub> 算术平均 收益率	R <sub>m</sub> 几何平均 收益率	无风险收益率 R <sub>f</sub> (距到 期剩余年限超过10的 国债到期收益率)	ERP(算术平 均收益率 -R <sub>f</sub> )	ERP(几何平 均收益率 -R <sub>f</sub> )
1	2009	53.96%	15.62%	4.09%	49.87%	11.53%
2	2010	46.04%	12.79%	4.25%	41.79%	8.54%
3	2011	33.49%	4.51%	3.98%	29.51%	0.53%
4	2012	30.95%	5.65%	4.16%	26.79%	1.49%
5	2013	37.47%	10.32%	4.29%	33.18%	6.03%
6	2014	44.18%	17.76%	4.31%	39.87%	13.45%
7	2015	45.35%	19.38%	4.21%	41.13%	15.17%
8	2016	34.76%	11.86%	4.12%	30.64%	7.74%
9	2017	20.73%	5.44%	4.22%	16.50%	1.22%
10	2018	20.19%	7.01%	4.12%	16.07%	2.89%
平均值		<b>36.71%</b>	<b>11.03%</b>	<b>4.18%</b>	<b>32.53%</b>	<b>6.85%</b>

由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势, 故采用2009年至2018年共十年的几何平均收益率的均值11.03%与同期剩余年限超过10的国债到期收益率平均值4.18%的差额6.85%作为本次交易的市场风险溢价, 即市场风险溢价(ERP)为6.85%。

### 3、Beta系数的估算

由于居然新零售是非上市公司, 无法直接计算其Beta系数, 为此采用的方法是在上市公司中寻找一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与居然新零售相当或相近的上市公司作为对比公司, 通过估算对比公司的Beta系数进而估算居然新零售的Beta系数。其估算步骤如下:

(1) 选择对比公司: 计算对比公司具有财务杠杆影响的Beta系数及平均值

选取参考企业的原则如下:

参考企业发行人民币A股;

参考企业的主营业务与评估对象的主营业务相似或相近;

参考企业的股票截止评估基准日已上市2年以上；

参考企业的经营规模与评估对象尽可能接近；

参考企业的经营阶段与评估对象尽可能相似或相近。

根据上述标准，选取了以下3家上市公司作为参考企业：

### 参考企业基本情况

股票代码	600113.SH	002818.SZ	002344.SZ
公司简称	浙江东日	富森美	海宁皮城
总股本(万元)	31,860.00	44,506.30	128,274.50
经营范围	实业投资，市场租赁经营，计算机网络开发，各类灯具及配件的生产、销售，物业管理，市场经营管理。（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）	批发零售：装饰材料、建筑材料、灯具、金属材料(不含稀贵金属)、五金交电、日用百货、家俱；市场经营管理；企业管理服务；广告代理服务(不含气球广告)；房屋租赁；房地产开发经营；室内外装饰装修工程设计及施工。（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）。	市场开发建设和经营管理，投资管理，物业管理，房地产开发经营，医疗机构筹建，养老服务，旅游服务。（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）。
业务类型	主营店面/摊位租赁、交易管理以及提供其他市场配套服务	装饰建材家居卖场的开发、租赁和服务	主营皮革专业市场的开发、租赁和服务

#### (2) BETA 值的估算

目前国内尚无一家专门从事 BETA 值的研究并定期公布 BETA 值的机构。Wind 资讯的数据系统提供了上市公司 BETA 值的计算器，通过该计算器以深沪 300 指数为衡量标准，收益率计算方式取普通收益率，且不作剔除财务杠杆影响，得到各对比公司有财务杠杆系数的 BETA 值。计算结果表明：上述 3 个对比公司剔除资本结构因素的 BETA 系数平均值为 0.8856。

#### (3) 居然新零售目标资本结构的估算

##### ①可比企业的资本结构

因计算BETA系数的时间范围取为评估基准日前2年，对各可比企业评估基准日前2个年度的财务数据分别计算其财务杠杆系数(Di/Ei)进而计算其平均数。计算结果表明：3个可比企业的D/E值的平均值为4.54%。

## ②居然新零售的资本结构

资产评估专业人员以可比企业资本结构的均值作为居然新零售的“目标资本结构”。根据上述可比企业资本结构均值的估算结果有：

即：D / E=4.54%，则：

居然新零售具有财务杠杆的BETA=可比企业剔除资本结构因素的平均BETA值×(1 +D / E×(1 - 所得税率))=0.9158

## 4、估算居然新零售特有风险收益率Rs

在估算居然新零售特有风险收益率时，通常分规模超额收益率和其他特有风险收益率两部分来估算。对于超额规模风险模型为基于总资产规模、总资产报酬率与超额规模回报率之间的关系。对于规模超额收益率，国内评估界参考国际研究的思路，对沪、深两市的1000多家上市公司多年来的数据进行了分析研究，采用线性回归分析的方式得出资产规模超额收益率与总资产规模、总资产报酬率之间的回归方程如下：

$$\text{规模超额收益率} = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times \text{ROA}$$

其中：

S：公司总资产账面值(按亿元单位计算)；

ROA：总资产报酬率；

Ln：自然对数。

规模超额收益率一般在0-3%之间。

对于其他特有风险回报率，目前国内没有一个定量的估算模型，一般采用定性分析的方法估算，考虑的因素包括：

客户聚集度过高特别风险；

产品单一特别风险；

市场过于集中特别风险；

原材料供应聚集度过高特别风险；

管理者特别风险等等。

经综合分析本次居然新零售的特有风险超额收益率 $R_s$ 为1.5%。

### 5、计算居然新零售的权益资本成本 $R_e$

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s \\ &= R_f + \beta \times ERP + R_s \\ &= 4.12\% + 6.85\% \times 0.9158 + 1.5\% \\ &= 11.89\% \end{aligned}$$

### 6、债权收益率 $R_d$ 的估算

债权收益率的估算目前一般套用银行贷款利率，从债权人的角度看，收益的高低与风险的大小成正比，故理想的债权收益组合应是收益高低与风险大小的平衡点，即收益率的平均值，亦即银行贷款利率的平均值。经测算，银行贷款利率的平均值为 4.75%，以此作为本次评估的债权收益率。

### 7、加权平均资本成本(WACC)的估算

根据《资产评估执业准则——企业价值》的规定：

$$\begin{aligned} WACC &= \frac{E}{(D+E)} \times R_e + \frac{D}{(D+E)} \times (1 - T) \times R_d \\ &= 11.89\% \times 95.66\% + 4.75\% \times 4.34\% \times (1 - 25\%) \\ &= 11.53\% \end{aligned}$$

综上所述，本次居然新零售收益法评估中折现率主要参数选取依据是充分的，取值合理。

### (二) 居然新零售收益法评估中折现率选取的合理性

计算居然新零售的折现率时，在上市公司中选取了一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等与居然新零售相当或相近的上市公司作为对比公司，体现了新零售所处行业的业务特点。居然新零售实际经营情况良好，与选取的可比公司趋势一致。本次交易使用折现率 11.53%与可比交易评估折现率平均值 11.13%差异不大，且处于合理范围内，与市场同行业可比交易相比具有合理性。

#### **四、中介机构核查意见**

经核查，评估师开元评估认为：本次评估采用的折现率的相关参数依据是充分的，取值具有合理性；居然新零售使用的折现率 11.53%与可比交易案例折现率平均值 11.13%差异不大，处于合理范围内。

（本页无正文，为《开元资产评估有限公司关于武汉中商集团股份有限公司《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的回复》签章页）

开元资产评估有限公司

资产评估机构负责人： \_\_\_\_\_

胡劲为

资产评估师：

资产评估师

年 月 日