

招商证券股份有限公司

关于深圳证券交易所

《关于对好想你健康食品股份有限公司的重组问询函》

的核查意见

独立财务顾问

CMS  招商证券

二〇二〇年三月

## 深圳证券交易所：

好想你健康食品股份有限公司（以下简称“公司”、“好想你”）于 2020 年 2 月 24 日披露了《好想你健康食品股份有限公司重大资产出售报告书（草案）》及相关文件。2020 年 2 月 28 日，深圳证券交易所下发《关于对好想你健康食品股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）【2020】第 2 号）（以下简称“《问询函》”）。招商证券股份有限公司作为本次重大资产重组的独立财务顾问，现就《问询函》中的有关问题回复说明如下，请贵所予以审核。

若无单独说明，本核查意见中所使用的简称及释义与同日披露的《好想你健康食品股份有限公司重大资产出售报告书（草案）（修订稿）》保持一致。

本报告采用的上市公司 2019 年度财务数据未经审计。

核查结果如下：

## 一、关于交易影响

问题 1:《草案》中备考财务数据显示,本次交易完成后,你公司 2019 年营业收入下降 82.31%;剔除投资收益对净利润的影响后,2019 年度净利润下降 43.77%。请补充说明以下问题,并请独立财务顾问核查与发表明确意见:

(1)2013 年至 2015 年,你公司归属于上市公司股东的净利润(以下简称“净利润”)分别为 1.02 亿元、0.54 亿元、-323.31 万元,持续大幅下滑。2016 年你公司购买郝姆斯 100%股权,2016 年至 2018 年,你公司净利润分别为 0.39 亿元、1.07 亿元、1.30 亿元。本次交易完成后,你公司将聚焦原有的红枣相关业务。请结合 2016 年以来郝姆斯营业收入、营业利润、净利润等占比情况,以及你公司红枣相关业务营业收入占比、毛利率、市场需求等情况详细论证本次交易是否有利于增强你公司持续经营能力,是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条的规定。

(2)你公司 2015 年年报显示,你公司净利润大幅下降的主要原因包括拓展商超渠道及促销费等渠道费用大幅增加。《草案》显示,你公司在郝姆斯的协助下,积极拓展电商渠道,目前已提升了独立电商运作能力。请结合最近三年你公司线上线下营业收入占比、销售费用占比等,分析论证本次交易完成后是否将导致你公司销售费用大幅增长。

回复:

一、请结合 2016 年以来郝姆斯营业收入、营业利润、净利润等占比情况,以及你公司红枣相关业务营业收入占比、毛利率、市场需求等情况详细论证本次交易是否有利于增强你公司持续经营能力,是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条的规定。

### (一) 郝姆斯及红枣相关业务情况

2017 年以来郝姆斯财务数据及占比情况如下表所示:

单位:万元

项目	2017 年度			2018 年度			2019 年度		
	郝姆斯	郝姆斯 (调整后)	占比	郝姆斯	郝姆斯 (调整后)	占比	郝姆斯	郝姆斯 (调整后)	占比
营业收入	308,544.99	308,544.99	75.80%	390,004.66	390,004.66	78.80%	502,301.06	502,301.06	84.26%
营业利润	12,903.77	12,033.77	95.21%	18,011.13	17,141.13	108.63%	23,243.46	22,373.46	90.74%
归属于上市公司股东的净利润	9,377.84	8,725.34	81.62%	12,959.13	12,306.63	94.98%	17,135.09	16,482.59	85.57%

说明：上市公司自 2016 年 8 月将郝姆斯纳入合并报表范围，因此对比 2017 至 2019 年度数据，并购时郝姆斯无形资产评估增值 8,700.00 万元，每年摊销 870 万元，扣除递延所得税影响 652.5 万元，据此对郝姆斯营业利润及净利润进行调整，占比按照调整后口径测算。

2017 年以来，郝姆斯的营业收入占比逐步提升，主要系休闲食品电商处于高速增长期，郝姆斯营收增长较快所致。

上市公司备考口径红枣相关业务财务数据如下所示：

单位：万元

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
红枣相关收入	94,418.91	94,802.37	100,612.68	93,398.30
红枣相关收入占比	94.80%	92.06%	90.85%	88.54%
红枣相关业务毛利率	42.44%	39.22%	37.25%	30.68%
郝姆斯毛利率	25.24%	25.50%	25.65%	26.52%

上市公司红枣相关业务自 2016 年以来收入规模相对稳定，营业收入占比呈小幅下滑趋势，主要系上市公司其他业务收入增长较快所致。2016 年以来，上市公司红枣相关业务毛利率呈现下滑趋势，主要原因系电商业务收入占比增高，部分线下销售转向线上，电商渠道毛利率相对较低所致。但由于上市公司拥有品牌、渠道等优势，2016 年以来上市公司红枣相关业务毛利率高于郝姆斯毛利率。

## （二）本次出售后上市公司未来业务发展规划

枣是中国最具代表性、最具国际竞争优势的民族果品和药食同源果品（中国原产、历史悠久、国内驰名、国外稀有，中国种植面积占世界 98%），枣产业是事关 2000 万枣农生计和 3000 万亩国土绿化的重要民生产业和生态产业。据赛迪

顾问数据，2016至2018三年间红枣行业年复合增长率6%，2018年中国枣产品市场总额约611亿。

作为红枣上市第一股，好想你深耕红枣行业近30年，公司拥有原材料基地建设、原材料采购、冷藏保鲜、科技研发、生产加工、全渠道销售、观光旅游、品牌建设、大数据运营、教育咨询等全产业链优势。既树立了“中国红枣一二三产融合发展的标杆”，又为公司打造特色农产品运营平台打下基础。

本次交易后，好想你未来将充分发挥29年来沉淀的品牌、供应链、渠道、研发等优势，围绕“红枣+”和星火计划实现公司持续稳定快速发展。

## 1、“红枣+”业务发展规划

### (1) 深耕高端红枣，拓展“红枣+”产品品类

随着市场消费多维度升级，未来原枣类产品的销售增速将出现稳步增长趋势，同质化竞争进一步加大，品牌集中度低，初级枣类产品市场需要有影响力的品牌来带领行业树立标准、引领行业良性竞争。而方便化、休闲化的粗加工枣类产品，例如：枣类天然健康零食、枣类加坚果等营养复合食品将出现大幅增长态势。随着现代生活工作节奏的加快，健康方便速食、健康代餐食品开始兴起，红枣深加工食品作为高营养、高能量健康代餐及FD方便速食将成为下一个枣类制品行业增长的风口。

好想你未来两年内将强化“高端红枣”的品牌定位，核心服务于年轻都市白领、精致妈妈人群，并针对其工作、休闲、家庭、育儿、科学食养等多维度场景开发定制精准化产品线。

产品战略方面，上市公司将在“红枣+”健康食品领域，加强大单品和潜力新品的打造，确保红枣核心品类稳增长，美味零食快扩张。枣类制品主打明星产品：高端健康锁鲜枣、即食去核零食枣、复合营养零食、FD健康速食及高端健康红枣礼。产品开发围绕“腰部核心爆品打造+规模上新并举”策略，升级推出高端滋补粥枣、早餐红枣豆浆、复合养生枣茶、女性红枣姜汤、健康零食脆枣等细分场景化产品，将红枣食养的方法延伸到一日三餐、日常休闲小食、滋补食疗等生活场景。2020年，公司将进一步加大健康食品的产品布局，做到营业收入和毛利

率的双重增长。第一阶段计划上市主要为 FD 类健康产品，包含 FD 天然健康食品、FD 成长型儿童零食系列产品线、FD 健康方便速食、“红枣+”复合营养代餐食品。涉及品类有传统滋补食品类、健康零食类、冲饮麦片类、养生茶类、干货及方便速食类。

产品研发创新方面，公司将依托国家企业技术中心、河南省大枣工程技术研究中心、河南省级果疏创新中心及数字车间、透明工厂等多重优势，拓展“红枣+”特色农产品体系，采取差异化发展战略。以清菲菲（红枣银耳莲子羹）为基础，开发“红枣+药食同源、红枣+地方特色食品、红枣+功能食材、每日果脆（FD 天然复合果蔬脆）、FD 益生菌乳酪、FD 健康冰淇淋”等系列产品，如清菲菲燕窝饮、益生菌型清菲菲、红枣山药粉、红枣花生蛋白露等冻干食品，满足餐饮连锁化和生活便捷化的市场需求。

通过深耕高端红枣，拓展“红枣+”产品品类，提升品牌定位，加大研发投入，开发差异化产品等措施，公司将进一步提升比较优势，打造公司在红枣行业的护城河，巩固红枣行业龙头地位。

## **(2) 丰富渠道类型，增强渠道优势**

好想你目前拥有强大的线上加线下渠道，目前拥有 700 余家线下连锁专卖店，覆盖 28 个省市，未来三年计划开拓线下连锁星火计划门店 1000 家。店型以“旗舰店+社区店”的组合店型为主，将门店打造成“新零售门店+社群会员”的商业模式。以门店为基点，覆盖周围 3 公里的社区及重点大型商圈，实现线上线下的融合，加强客户的互动和体验。

好想你线上渠道已入驻天猫旗舰店、天猫超市、京东旗舰店、京东超市、唯品会、拼多多、小红书等多家全网重点电商平台，并作为平台战略合作伙伴。好想你在线上红枣行业连续 7 年销售第一，品牌增长持续高于行业平均增长率，是线上红枣行业发展的引领者。

未来好想你将开设垂直“社群化云店”，与线下新零售门店群在“人、货、场”全面一体化，以新零售的“多维场景”、“多点触达”的生态闭环思维来构建商业模式。首先，构建互通的人货场：产品结构全渠道化建设，其中价格体系全

渠道化设计、销售场景对应不同的货架形式（建立云货架、当日达货架、全渠道货架）、信息化系统全渠道建设（WMS、OMS、CRM、ERP等），智能门店智能软硬件建设（云菜单、云仓储、LBS、智慧导购系统、智能BI系统等）实现新零售整合营销。另外，利用公司全产业链优势，“从田间到餐桌”多维场景应用联动人货场。开创县域“原产地直播”销售模式，挖掘中国最具特色的天然健康农产品线，从原产地种植、原产地签约、原产地采摘、原产地加工销售等多场景维度开展直播销售，把当地特色好产品推广出去的同时，也让消费者更近、更真实的感受到“从田间到餐桌”的溯源体验。最后，构建云仓储来解决购买体验的“最后3公里”，线上线下门店一盘货。消费者在线上店铺下单，全国门店+全国仓配送；在门店云货架选择商品，最近门店+全国仓配送上门，做到当天下单店铺有货24小时送达，全国仓次日送达。

### **（3）建设高端红枣品牌体系，放大品牌资产**

未来三年重点构建好想你品牌资产，建设高端红枣好想你的品牌VI系统、构建品牌超级符号应用系统、升级规范品牌产品包装应用体系，并围绕高端红枣、高端天然健康食品来进行全渠道（线下、线上）新型店铺的设计、打造。整合营销及品牌广告投放（含代言人）、线上线下广告引流投入、全渠道会员体系建设与会员系统服务。

## **2、县域特色农产品业务规划（星火计划）**

### **（1）项目背景**

随着收入水平提高，消费者对农产品品质要求逐步提升。农产品领域目前发展相对滞后，呈现小、散、乱的特点，具体表现为生产环节粗放、储运环节落后、市场不规范等问题。地域特色农产品具有强烈的地域属性、其知名度甚至超过地名本身成为地域的名片与标识，对地域发展尤其是地域农业发展具有重大意义。县域是基础的地域单元，是最合适服务与支持地域特色农产品发展的地理单元，地域特色农产品也是县域乡村产业振兴的重要抓手。目前相关市场参与者的产品不能适应消费升级的要求，销售困难、产能过剩、利润狭小。县域特色农产品存在巨大的市场空间和整合机会，基于以上判断，上市公司推出“星火计划”，计划布局县域特色农产品。

## (2) 项目具体规划

星火计划的含义为：围绕县域特色农产品的“一县一品”，通过好想你研发、资本、供应链优势资源整合，形成县域特色农产品运营商；通过好想你渠道、品牌、营销等资源，赋能县域当地龙头企业开设“一县一店、一区一店”，采取“一店千品、一品千店”运营模式，打造县域特色农产品运营平台。

星火计划整体实施方案为：以当地政府导向，由当地农产品龙头企业与好想你合作开店，好想你赋能，提供品牌、系统、数据、营销等多方面支持，各方数据共享、线上线下互联互通，形成以专卖店为核心，以体验、购物、前置仓、社群、配送、提货为功能的“一店千品、一品千店”新模式，具体路径如下：

①好想你渠道品牌资源赋能，轻资产运营组建销售平台。政府导向，企业利用所在县域的社会资源，开设店面，借助好想你产品、渠道、用户、品牌的势能，与其它县域店面互联互通、有机融合，构建全国性、专业性地域特色农产品市场平台。

②好想你研发技术优势赋能，需求侧改革，推进特色产品高质量发展。好想你主导对当地龙头企业产品进行二次创新升级、技术改造，使其产品符合好想你“健康、时尚、快乐、品质”的市场诉求，加强、规范、完善农产品标准体系建设，建立分类别分层次的地域特色农产品标准体系，加强地域特色农产品竞争力建设，规范市场秩序，形成诚实守信、货真价实、优质优价的良好市场秩序。

③星火计划产品主要选取各县的主导特色农产品，选取标准如下：①药食同源品种类农产品，如山药、枸杞、杜仲、种植人参等；②两品一标（无公害农产品、绿色食品、有机农产品和农产品地理标志）产品，如山楂、板栗、海红果等产品。

④星火计划初步发展规划：2020年在河南70%县域开设店面60家；2021年河南全县域、全国药食同源部分县域开设店面累计200家；2022年全国县域开设1000家专卖店。目前，公司已与平舆县蓝天农业、河南正花食品集团等多家优质农产品企业及当地政府签署了合作协议。



星火计划采用轻资产运营方式，好想你主要进行品牌、渠道、技术、营销资源的投入，店铺由当地合作伙伴（地方特色农产品龙头企业）投入，根据初步测算，单店投入成本约 40 万元，年销售额可达到 200 万元，其中好想你产品销售额可达 58 万元。

### （三）休闲食品电商行业竞争加剧、增速放缓、经营风险增加，本次交易有利于上市公司规避经营风险和商誉减值风险

#### 1、休闲食品电商行业竞争加剧、增速放缓，经营风险增加

2016 年完成并购后，郝姆斯在好想你的支持下，对赌期业绩实现了快速增长，但随着行业逐步成熟、流量成本增加，休闲食品电商行业竞争进一步加剧，具体呈现以下趋势：

##### （1）行业增速放缓

根据太平洋证券统计，2019 年休闲零食阿里全网销售额 693.79 亿元，同比增长 16.19%，但增速下滑 2.45%。2016 年至 2018 年休闲食品电商行业头部企业营业收入增速也出现明显下滑的趋势，具体如下表所示：

单位：万元

公司名称	2018		2017		2016	
	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速
良品铺子	637,755.86	17.58%	542,406.97	26.45%	428,936.85	36.20%
三只松鼠	700,116.70	26.05%	555,418.66	25.58%	442,269.62	116.47%
郝姆斯	390,004.66	26.40%	308,544.99	32.15%	233,486.26	81.63%

##### （2）行业进入门槛低、产品同质化严重

虽然休闲食品行业市场容量较大，但该行业目前存在进入门槛较低，产品同质化严重等不足，随着行业规模增速放缓，行业内竞争局面将变得更为复杂。目前，休闲食品行业普遍存在品牌之间的同质化竞争，口味、包装等方面的产品同质化以及产品线的趋同化，营销手段、营销途径的同质化现象明显。同质化竞争情况下，相关行业参与者可能通过增加营销投入、价格战等方式获取客户，产品毛利率下降，未来存在一定经营风险。

### （3）新渠道兴起，投入增加，毛利率下降，经营风险增加

随着新零售、短视频、社交电商等新渠道的兴起，大量新的市场竞争者进入休闲食品领域，新兴渠道运营策略与传统电商存在较大差异，同时也需要市场参与者投入更多资源，特别是线下新零售领域，需要市场参与者投入大额资本性支出。此外随着拼多多等平台兴起，休闲食品电商向三四线城市下沉的趋势明显，下沉市场消费者对产品价格较为敏感，进一步加剧了休闲食品电商行业价格战的现象，产品毛利率可能进一步下降，以上都增加了休闲食品电商行业的经营风险和不确定性。

## 2、通过本次交易上市公司可以避免行业发展不利因素导致的经营风险和商誉减值风险

通过本次交易，上市公司回收充裕资金，将主营业务集中在具有优势的红枣+健康食品领域。避免因宏观经济形势变化、行业竞争加剧等因素影响郝姆斯未来经营情况，进而导致大额商誉减值的风险，有利于避免行业发展不利因素导致的郝姆斯经营风险，维护上市公司及全体股东利益。

综上所述，本次交易完成后，上市公司主营业务进一步聚焦到健康食品，采取差异化竞争模式，避免陷入同质化竞争带来的市场风险。随着公司持续加大健康产业领域投入和布局，上市公司持续经营能力增强，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形。本次重组符合《重组管理办法》第十一条第五款的规定。

上述内容已在草案（修订稿）“第七节 交易的合规性分析”之“一、本次交易符合《重组办法》第十一条对重大资产重组要求的情况”之“（五）本次交易有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形”补充披露。

### （四）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易完成后，上市公司主营业务进一步聚焦到健康食品，采取差异化竞争模式，避免陷入同质化竞争带来的市场风险。随着公司持续加大健康产业领域投入和布局，上市公司持续经营能力增强，不存在

可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形。本次重组符合《重组管理办法》第十一条第五款的规定。

二、请结合最近三年你公司线上线下营业收入占比、销售费用占比等，分析论证本次交易完成后是否将导致你公司销售费用大幅增长。

(一) 公司收入结构及销售费用占比

上市公司合并口径及备考口径收入及销售费用的构成及占比情况如下表所示：

单位：万元

项目		2017		2018		2019	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
合并口径	线上收入	330,947.25	81.30%	407,267.75	82.29%	515,962.15	86.55%
	线上销售费用	67,679.71	78.62%	84,487.43	82.82%	111,886.96	87.48%
	线下收入	76,097.72	18.70%	87,675.92	17.71%	80,154.69	13.45%
	线下销售费用	18,405.36	21.38%	17,528.47	17.18%	16,014.39	12.52%
	营业收入合计	407,044.97	100.00%	494,943.67	100.00%	596,116.84	100.00%
	销售费用合计	86,085.07	100.00%	102,015.90	100.00%	127,901.35	100.00%
备考口径	<b>线上收入</b>	<b>33,445.76</b>	<b>32.48%</b>	<b>36,694.53</b>	<b>33.13%</b>	<b>37,161.29</b>	<b>35.23%</b>
	线上销售费用	8,717.66	32.20%	10,627.15	37.75%	11,084.29	41.32%
	线下收入	69,534.75	67.52%	74,048.21	66.87%	68,320.66	64.77%
	线下销售费用	18,356.90	67.80%	17,527.18	62.25%	15,740.46	58.68%
	营业收入合计	102,980.51	100.00%	110,742.74	100.00%	105,481.95	100.00%
	销售费用合计	27,074.56	100.00%	28,154.33	100.00%	26,824.75	100.00%

说明：合并口径为上市公司并表郝姆斯的口径，备考口径为上市公司剔除郝姆斯后的口径。

根据上表数据，在报告期，按合并口径上市公司以线上业务为主，2019 年度线上业务占比为 86.55%。本次交易后，郝姆斯不再纳入合并报表，上市公司业务结构将发生一定调整。按照备考口径，2017 年至今上市公司自有电商业务占比持续增长，自有电商业务占比自 2017 年度占备考营业收入的 32.48% 提升至 2019 年度的 35.23% ，自有电商业务发展态势良好，占比逐年递增。

备考口径中，线上销售费用占比呈上升趋势，但占比高于线上业务收入占比，即上市公司备考口径中，线上业务销售费用率高于线下业务，主要原因为上市公司大力发展自有线上渠道，投入相对较大所致。

## （二）上市公司独立开展自有电商业务，本次交易后将大力发展自有电商业务

自 2016 年重组完成以来，上市公司坚持“好想你”加“百草味”双品牌运营策略，两个品牌的销售渠道、品牌宣传相对独立。上市公司自上市以来即开始运营电商业务，2013 年设立郑州树上粮仓商贸有限公司将自有电商业务独立专业化运营，目前主要通过全资子公司郑州树上粮仓商贸有限公司、杭州好想你电子商务有限公司开展电商业务，拥有独立的电商运营能力，目前已入驻天猫旗舰店、天猫超市、京东旗舰店、京东超市、唯品会、拼多多、小红书等多家电商平台。公司电商业务主要以红枣类产品为主，红枣类产品销售占整体销售规模超过 90%，除红枣产品外，还销售坚果、FD 冻干等其他产品。

本次交易后，上市公司将把相关资源投入发展自有电商业务，除基于上述各大电商平台开展业务外，公司将通过融合公司线下渠道门店与线上渠道、积极拓展社交电商等方式做大多强自有电商业务。

2019 年 8 月 27 日，郑州树上粮仓商贸有限公司与郝姆斯签订《树上粮仓电子商务客服外包托管协议》，树上粮仓委托郝姆斯进行网点客服托管服务，双方约定 2019 年 8-12 月服务费 120.00 万元。2020 年，双方续签了《委托服务协议》，约定郝姆斯代树上粮仓运营相关客服服务及团购业务服务，2020 年度全年服务费为 284.87 万元。好想你 2019 年 1-7 月采用自有客服服务，自有客服年化成本与外包服务成本对比如下：

单位：万元

项目	金额（万元）/占比
自有客服成本（年化）	314.53
外包服务成本（年化）	288.00
节省费用比例	8.43%
当年销售费用	26,824.75

节省费用占当年销售费用比重	0.10%
---------------	-------

好想你独立开展自有电商业务，向郝姆斯采购客服服务所降低的销售费用仅占当年销售费用总额的 0.10%，影响极小，本次交易后好想你将采用自有客服及外部采购专业第三方客服服务相结合的方式开展业务，销售费用不会因此发生较大程度变化。

### （三）2015 年至今上市公司备考口径销售费用率逐年下降

自 2015 年以来，上市公司加强对销售费用的管理，提质增效，备考口径销售费用率呈现逐年下降的趋势，具体如下表所示：

单位：万元

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入	111,305.03	99,595.66	102,980.51	110,742.74	105,481.95
销售费用	34,446.19	30,109.08	27,074.56	28,154.33	26,824.75
销售费用率	30.95%	30.23%	26.29%	25.42%	25.43%

综上所述，上市公司具备独立开展电商业务的能力，不存在对郝姆斯线上渠道等营销资源的重大依赖，本次交易完成后，上市公司不会出现因重新开拓线上渠道导致销售费用大幅增长的情形。

上述内容已在草案（修订稿）“第八节 管理层讨论与分析”之“一、本次交易前上市公司财务状况与经营成果”之“（二）经营成果分析”补充披露。

### （四）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：上市公司具备独立开展电商业务的能力，不存在对郝姆斯线上渠道等营销资源的重大依赖，本次交易完成后，上市公司不会出现因重新开拓线上渠道导致销售费用大幅增长的情形。

**问题 2：**《草案》显示，由于历史期内你公司与郝姆斯因业务协同存在一定程度的业务开展、内部管理、销售渠道重合或依赖的情形，本次交易完成后业务协同的情况存在不确定性，可能会影响上市公司未来发展的主营业务独立性。请具体说明业务开展、内部管理、销售渠道重合或依赖情况，本次交易后如何分割、整合，并详细论证本次交易对你公司主营业务独立性的影响，是否符合

《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条的规定。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

好想你于 2016 年完成对郝姆斯的收购，上市公司原有业务借助郝姆斯的线上营销和多品类产品开发经验，一方面大力发展自有的电商渠道业务，目前好想你本部电商（即郑州树上粮仓公司、杭州好想你公司）销售业务占比大幅提升，提高了电商渠道运营能力；另一方面不断丰富产品品类，在红枣产品之外，还增加了冻干产品、坚果等健康食品，全面布局高端健康食品业务。历史期内上市公司与郝姆斯因业务协同存在一定程度的业务开展、内部管理、销售渠道重合或依赖的情形，后续双方将采取一定措施减少相关重合或依赖的情形，具体情况如下：

**一、报告期内，上市公司和郝姆斯存在一定程度的业务开展、内部管理、销售渠道方面的重合或依赖的情形，但尚未形成重大重合或重大依赖**

自 2016 年上市公司并购郝姆斯以来，双方在业务开展、内部管理、销售渠道方面不断进行融合。但由于双方的主营业务和运营模式存在差异，且郝姆斯在并购后存在三年的业绩承诺期，为保持各自业务的独立性，双方融合的力度有限，目前上市公司与郝姆斯的各方面存在一定重合度，但互相尚未形成重大依赖。

#### （一）业务开展方面

##### 1、上市公司和郝姆斯具体开展的业务类型

好想你与郝姆斯交易主要分为以下几种：劳务服务(含代加工业务、客服外包业务)、产品购销业务和供应链服务（含租赁业务、仓储物流配送业务）。具体如下

##### （1）劳务服务

##### 1) 好想你向郝姆斯提供代加工生产服务

单位：万元

序号	关联方名称	关联交易内容	2019 年	2018 年
1	郝姆斯	提供劳务（代加工生产）	915.25	1,071.48

郝姆斯采用 OEM 模式，委托好想你、沧州好想你代加工生产坚果、蜜饯等系列产品，由郝姆斯提供原材料、包装材料等，好想你根据郝姆斯产品需求进行

生产加工。好想你在食品生产领域拥有较为丰富的生产经验、严格的生产品质管控体系，为郝姆斯提供优质产品。生产任务完成后，好想你向郝姆斯收取代加工费。

双方交易价格参考郝姆斯向其他供应商采购相同或者相似代加工服务的市场价格为基础，经双方协商后，共同确认合同价格。

2) 好想你子公司向郝姆斯采购客服外包服务

单位：万元

序号	关联方名称	关联交易内容	2019年	2018年
1	郝姆斯	采购劳务（客服）	94.34	-

郝姆斯向好想你子公司郑州树上粮仓商贸有限公司(以下简称树上粮仓)线上业务提供客服外包服务。

双方定价原则为根据郝姆斯人工成本加成 9.6%管理费确定。

(2) 产品购销业务

1) 好想你及其子公司向郝姆斯销售产品

单位：万元

序号	关联方名称	关联交易内容	2019年	2018年
1	郝姆斯	销售商品	4,089.05	3,065.37

郝姆斯主要向好想你以及子公司新疆唱歌的果股份有限公司(以下简称新疆唱歌的果)和沧州好想你采购食品等原材料用于加工、生产。采购产品主要为各类型红枣、核桃仁、以及其他礼盒产品。

采购交易价格为产品成本加成 5%-10%基础上，参考市场价格最终确定。

2) 好想你及其子公司向郝姆斯采购产品

单位：万元

序号	关联方名称	关联交易内容	2019年	2018年
1	郝姆斯	采购商品	2,138.24	1,021.07

郝姆斯主要向好想你及其下属子公司销售坚果，果干，豆制品，零食大礼包，礼盒等产品。

销售产品因用于好想你及其子公司不同销售渠道而区分定价：用于电商平台销售的，采用成本加成 5%-10%的方式定价；用于线下渠道销售的参考郝姆斯线下经销商相同原则定价。

### (3) 供应链服务

供应链服务主要指郝姆斯向好想你采购供应链相关服务。

#### 1) 仓储物流配送

单位：万元

序号	关联方名称	关联交易内容	2019 年	2018 年
1	郝姆斯	物流配送	1,880.72	1,312.88

郝姆斯委托好想你为其提供货品仓储服务（货品入库、出库、存储、整理、盘点等）、货品分拣服务（订单管理、货品分拣）、物流配送等服务。

仓储物流配送业务模式下，郝姆斯参考向其他供应商采购仓储物流服务的价格为定价基础，经双方友好协商，最终确定合同价格。

#### 2) 租赁业务

单位：万元

序号	关联方名称	关联交易内容	2019 年	2018 年
1	郝姆斯	仓库租赁	303.95	27.42

郝姆斯向好想你及其子公司承租位于郑州市四港联动大道 6 号的车间和宿舍等房产，用于其产品生产、仓储及发货基地。

双方约定采购价格为根据好想你及其子公司房产成本及市场价为基础定价。

### 2、上述业务开展所涉及具体的关联交易金额占比较小

#### (1) 好想你及其子公司向交易标的出售商品、提供劳务和租赁的关联交易

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度
销售商品/提供劳务金额	6,885.02	5,449.73
仓库租赁	303.95	27.42
好想你营业收入金额	105,481.95	110,742.74



项目	2019 年度	2018 年度
关联交易占比	6.82%	4.95%

注：此处营业收入金额均为剔除郝姆斯的备考合并财务报表口径。

## (2) 好想你及其子公司向交易标的采购商品和接受劳务的关联交易

### ①采购商品

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度
采购商品金额	2,138.24	1021.07
好想你营业成本金额	73,401.58	70,680.95
关联交易占比	2.91%	1.44%

注：此处营业成本金额均为剔除郝姆斯的备考合并财务报表口径。

### ②接受劳务

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度
接受劳务金额	94.34	-
好想你销售费用总额	26,824.75	-
关联交易占比	0.35%	-

注 1：此处销售费用总额为剔除郝姆斯的备考合并财务报表口径。

注 2：此处接受劳务系郝姆斯向好想你部分线上业务提供客服外包服务，好想你将其计入销售费用。

上述内容已在草案（修订稿）之“第十节 同业竞争和关联交易”之“二、关联交易情况”之“（二）标的公司报告期内的关联交易情况”中补充披露。

## (二) 内部管理方面

### 1、公司和郝姆斯在内部管理层面较为独立

由于当前郝姆斯是上市公司的全资子公司，上市公司部分高管及核心人员存在在郝姆斯及其子公司处任职的情况。公司现任的董事、监事及高级管理人员中，副董事长兼副总经理邱浩群先生、董事兼副总经理王强先生、监事周永光先生来自郝姆斯管理团队。郝姆斯现任的董事石聚领先生、董事邵琰女士、董事石训先生、监事张艳菊女士和财务总监李承楼先生均来自公司管理团队，均系在上市公

司收购郝姆斯后由上市公司为实施整合而派驻到郝姆斯任职，上市公司及标的公司日常生产经营的管理层面上独立性较高。本次交易后，公司和郝姆斯在内部管理上将实现完全独立。

上市公司高级管理人员、核心人员在郝姆斯任职情况如下表所述：

姓名	在上市公司任职情况	在郝姆斯及其子公司任职情况	重组完成后在郝姆斯任职安排	重组完成后在上市公司任职安排
石聚彬	董事长、总经理	无	无	无变动
邱浩群	副董事长、副总经理	郝姆斯董事长	郝姆斯董事长	不再担任副总经理，可行使股东权利推荐董事
石聚领	董事、副总经理	郝姆斯董事	无	无变动
王强	董事、副总经理	郝姆斯董事兼总经理	郝姆斯董事兼总经理	不再担任董事及副总经理
豆妍妍	副总经理、董事会秘书	无	无	无变动
邵琰	副总经理	郝姆斯董事	无	无变动
石强	副总经理	无	无	无变动
王帅	副总经理，财务负责人	无	无	无变动
石训	创新中心负责人	郝姆斯董事	无	无变动
张艳菊	董事长助理	郝姆斯监事	无	无变动

杭州好想你电子商务有限公司董高及其在郝姆斯任职情况如下表所示：

姓名	在杭州好想你电子商务有限公司任职情况	在郝姆斯及其子公司任职情况	重组完成后在郝姆斯任职情况
邵琰	执行董事兼总经理	郝姆斯董事	无
张艳菊	监事兼人力资源总监	郝姆斯监事	无
李承楼	财务总监	财务总监	无

郑州树上粮仓商贸有限公司董高及其在郝姆斯任职情况如下表所示：

姓名	在杭州好想你电子商务有限公司任职情况	在郝姆斯及其子公司任职情况	重组完成后在郝姆斯任职情况
邵琰	执行董事兼总经理	郝姆斯董事	无

## 2、上市公司电商团队系独立运营

公司于 2019 年成立全资子公司杭州好想你电子商务有限公司，将公司的电商运营团队整体迁至杭州，依托于杭州的人才资源及互联网优势，并借助郝姆斯线上运营经验以推进公司电商渠道发展。郝姆斯管理团队仅在上市公司电商运营团队整体迁至杭州初期对上市公司在线上运营方面进行指导并提供少量客服服务的人力资源支持，后续上市公司的电商团队始终保持独立运营状态。

### **（三）销售渠道方面**

上市公司的主要销售渠道是专卖和电商，而郝姆斯的主要销售渠道为电商。目前上市公司主要通过全资子公司郑州树上粮仓商贸有限公司、杭州好想你电子商务有限公司开展电商业务。目前已入驻天猫旗舰店、天猫超市、京东旗舰店、京东超市、唯品会、拼多多、小红书等多家电商平台。公司电商业务主要以红枣类产品为主，红枣类产品销售占整体销售规模超过 90%，除红枣产品外，还销售坚果、FD 冻干等其他产品。树上粮仓线上红枣市场份额是第二、三、四、五名总和，是上市公司重要的线上销售渠道。

由于电商渠道的特殊性，在公司和郝姆斯电商业务独立开展的基础上，双方使用的电商平台有所重合，但公司和郝姆斯开设的线上门店均为独立运营，而电商平台作为第三方服务平台，将不会对公司的独立性造成影响。此外，2019 年上市公司与郝姆斯的关联交易产生的营业收入为 7,188.98 万元，占上市公司（剔除郝姆斯）当年度营业收入的比例为 6.82%，占比较低。另外上市公司原有业务具有多样化的销售渠道，包括电商、专卖、商超、流通、出口等全渠道销售网络，在销售渠道方面亦不依赖于郝姆斯。

## **二、本次交易后上市公司将与郝姆斯进行分割，并进一步整合自身资源，从而不会对公司主营业务独立性产生不利影响**

### **（一）本次交易后上市公司将与郝姆斯进行分割，并进一步整合自身资源**

本次交易后，公司将对重合部分进行处理，根据双方业务发展规划及优势资源，按照市场化原则，仅在一定领域开展业务合作，并按照市场化原则收取相关费用。

#### **1、业务开展方面**

本次交易完成后，双方将停止供应链数据的共享，以保持双方在供应链上的独立。同时公司为了更好地发挥自身在红枣原料以及硬件资源的优势，将结合郝姆斯的采购意愿，为其提供红枣等产品、代加工服务、厂房租赁和智能发货服务，并按照市场化原则收取相关费用。

## 2、内部管理方面

本次交易后，公司和郝姆斯在内部管理上将实现完全独立。公司派驻郝姆斯的管理人员将全部退出郝姆斯的管理层，同时邱浩群先生、王强先生、周永光先生也不再担任上市公司的任何职务。

公司的电商渠道始终由全资子公司郑州树上粮仓商贸有限公司、杭州好想你电子商务有限公司开展电商业务，本次交易后将不再接受郝姆斯团队的指导，更好地维持独立运营。

## 3、销售渠道方面

本次交易后，公司与郝姆斯独立地依靠各自的销售渠道进行产品销售，未来若基于商业目的发生相互采购或销售产品，仍将按照市场公允定价的方式进行。

### **(二) 上市公司完成相关分割、整合后，将不会对公司主营业务独立性产生不利影响**

本次交易后，公司将聚焦原有的红枣相关业务，充分发挥红枣行业龙头优势，以“高端红枣好想你”为品牌定位，整合公司品牌、产品、渠道、技术、供应链、资本、管理等资源优势，借助红枣期货套期保值的行业机遇，进一步提高公司在红枣市场的占有率，夯实好想你在全球红枣产业龙头地位；同时，通过“星火计划项目”升级公司商业模式，依托好想你的品牌、产品、渠道、技术、资源等优势，联合各地优质的特色农产品龙头企业及当地政府，围绕延伸产业链、提升价值链、打造供应链做文章，实现“乡村振兴、多方共赢”。

根据上述发展规划，公司主营业务将进一步聚焦以红枣为核心的健康食品，与郝姆斯的业务保持较大的差异。本次交易将为公司提供丰厚的财务回报以及支持未来发展的充裕资金，帮助公司更有效地实施差异化竞争，不会对公司主营业务独立性产生不利影响。

### **三、本次交易符合《重组管理办法》第十一条第六款的相关规定**

本次交易的交易对方为百事饮料，根据交易对方出具的承诺，交易对方和好想你不存在关联关系，因此本次交易不属于与控股股东、实际控制人及其关联方之间的交易。同时，本次交易不会导致公司的控股股东及实际控制人发生变化，公司将继续在资产、人员、财务、机构和业务方面与控股股东、实际控制人及其关联方保持独立性。

综上，本次交易符合《重组管理办法》第十一条第六款的相关规定。

上述内容已在草案（修订稿）“第七节 交易的合规性分析”之“一、本次交易符合《重组办法》第十一条对重大资产重组要求的情况”补充披露。

#### 四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易后上市公司将与郝姆斯进行分割，并进一步整合自身资源，完成相关的分割、整合后，将不会对公司主营业务独立性产生不利影响。同时，本次交易不属于与控股股东、实际控制人及其关联方之间的交易，且本次交易后公司将继续在资产、人员、财务、机构和业务方面与控股股东、实际控制人及其关联方保持独立性，符合《重组管理办法》第十一条第六款的相关规定。

**问题 4：**《草案》显示，本次交易交割前郝姆斯需将新疆百草味农业科技发展有限公司（以下简称“新疆百草味”）全部股权及南通勋铭基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“南通勋铭”）中的合伙权益转让至你公司。请补充说明以下问题：

（1）新疆百草味经营范围包括水果制品、坚果制品等。截至 2019 年 12 月 31 日，新疆百草味净资产账面价值为 5,786.72 万元，2019 年度净利润为-471.95 万元。请结合新疆百草味与郝姆斯业务相似性、本次交易完成后与你公司业务协同性等，说明你公司购买新疆百草味的原因、必要性、定价的公允性，以及新疆百草味未来的经营安排。

（2）本次交易完成后，新疆百草味是否可能会与郝姆斯发生知识产权纠纷及解决措施。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

(3) 请补充说明南通勋铭主营业务、历史沿革、最近三年增减资情况、产权或控制关系、最近一年主要财务指标等，是否存在不得转让的情况，并说明你公司购回南通勋铭权益的必要性及定价的公允性。请独立财务顾问、会计师、律师核查并发表明确意见。

回复：

一、请结合新疆百草味与郝姆斯业务相似性、本次交易完成后与你公司业务协同性等，说明你公司购买新疆百草味的原因、必要性、定价的公允性，以及新疆百草味未来的经营安排。

新疆百草味原为公司的全资子公司，出于好想你和百草味业务融合的目的，公司将其于 2019 年初转让给郝姆斯。

#### (一) 新疆百草味的主营业务情况分析

新疆百草味主要从事红枣制品销售和冷库租赁等业务。

新疆百草味的主要收入为红枣制品的销售收入，2019 年度占营业收入比重达 87.78%，新疆百草味的主营业务按产品结构分类如下：

单位：万元

项目	2019		2018	
	收入	占比	收入	占比
红枣制品等	2658.08	87.78%	802.81	67.04%
仓储收入	369.91	12.22%	394.71	32.96%

新疆百草味的销售模式以线下渠道的销售模式为主，2019 年度线下渠道的营业收入占比达 86.23%，其主营业务收入按渠道分类如下：

单位：万元

项目	2019		2018	
	收入	占比	收入	占比
线上	46.91	1.55%	-	-
线下	2611.17	86.23%	802.81	67.04%
仓储收入	369.91	12.22%	394.71	32.96%

#### (二) 上市公司本次购买新疆百草味的考虑及新疆百草味未来的经营安排

1、本次上市公司购买新疆百草味的原因及必要性

新疆百草味历史上一直为上市公司全资子公司，上市公司认为将新疆百草味出售给郝姆斯，有利于发挥协同效应，由于新疆百草味在新疆当地有一定供应链优势，可以满足郝姆斯部分采购及加工的需求，满足郝姆斯的供应链需求，同时可以由郝姆斯帮助新疆百草味提升产业链管理能力和销售能力，改善盈利能力，盘活新疆百草味相关资产，促进上市公司与郝姆斯进一步整合。基于以上判断，在 2019 年 4 月，上市公司将新疆百草味 100% 股权转让给郝姆斯。

百事饮料本次收购郝姆斯主要是看中郝姆斯丰富的产品品类、品牌创新和消费者洞察能力、线上运营能力、轻资产运营模式等优势以及中国休闲零食市场的发展前景，意图借助郝姆斯卓越的线上运营能力帮助百事饮料实现线上市场的增长，借助郝姆斯的品牌创新和消费者洞察能力推动百事公司其他主要市场的创新和发展。且由于整合时间较短，郝姆斯对新疆百草味业务整合尚未完全完成，新疆百草味从业务类型等方面与郝姆斯尚存在一定差异，而与好想你红枣等健康食品业务有更多的协同。

综合以上原因，本次交易中，双方基于友好谈判和商业考量决定不将新疆百草味纳入交易范围，是交易各方为积极推进本次交易协商一致的结果，具有必要性。

## 2、本次上市公司购买新疆百草味的定价公允性

前次股权转让于 2019 年 4 月完成，本次交易董事会审议时间为 2020 年 2 月 21 日，前后两次转让的时间间隔较短，新疆百草味的经营稳定，不存在影响估值的重大变化。因此，郝姆斯按照前次转让价格 6,662.62 万元将新疆百草味转让给公司，价格公允、合理，有效保障了上市公司的利益。

## 3、新疆百草味未来的经营安排

新疆百草味转回公司后，将继续从事红枣制品销售、鲜果销售和冷库租赁等业务，后期公司将根据战略规划及其经营情况对其主营业务或股权状况进行适当调整。

**二、本次交易完成后，新疆百草味是否可能会与郝姆斯发生知识产权纠纷及解决措施。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。**

### （一）新疆百草味未来不存在发生知识产权纠纷的风险

截至核查意见出具之日，新疆百草味所拥有或正在申请的知识产权具有独立性，不存在与郝姆斯及纳入本次交易范围的控股子公司共有、共用知识产权的情况，不存在相互授权使用知识产权的情形，新疆百草味与郝姆斯未发生过知识产权纠纷，且基于双方过往业务经营情况，未来亦不存在发生知识产权纠纷的法律风险。

此外，届时办理新疆百草味股权转让的工商变更登记手续时，新疆百草味将同时办理公司名称变更手续，公司商号拟由“新疆百草味”变更为“新疆好想你”，变更后的公司名称以工商部门核准登记的为准。

综上，新疆百草味与郝姆斯未发生过知识产权纠纷，且基于双方过往业务经营情况，未来亦不存在发生知识产权纠纷的法律风险。

### （二）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，新疆百草味与郝姆斯未发生过知识产权纠纷，且基于双方过往业务经营情况，未来亦不存在发生知识产权纠纷的法律风险。

三、请补充说明南通勋铭主营业务、历史沿革、最近三年增减资情况、产权或控制关系、最近一年主要财务指标等，是否存在不得转让的情况，并说明你公司购回南通勋铭权益的必要性及定价的公允性。请独立财务顾问、会计师、律师核查并发表明确意见。

#### （一）南通勋铭的基本情况

南通勋铭的基本情况如下：

##### 1. 南通勋铭历史沿革及最近三年增减资情况

###### （1）2018年4月，南通勋铭设立

2018年3月30日，南通琪铭投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称南通琪铭）和钱悦签署了《南通勋铭基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，约定共同出资设立南通勋铭，出资总额为200万元。其中，普通合伙人为南通琪铭，



以货币认缴出资 2 万元；有限合伙人为钱悦，以货币认缴出资 198 万元，缴付期限均为 2048 年 3 月 26 日。

2018 年 4 月 3 日，南通勋铭在江苏省通州湾江海联动开发示范区市场监督管理局办理完毕设立登记手续。

南通勋铭设立时合伙人及其认缴出资额情况如下：

序号	性质	合伙人姓名/名称	认缴出资额（万元）	占出资总额的比例
1	普通合伙人	南通琪铭	2	1%
2	有限合伙人	钱悦	198	99%
	合计	--	200	100%

(2) 2018 年 7 月，出资总额增至 500 万元

2018 年 7 月 20 日，南通琪铭和钱悦签署了《南通勋铭基金合伙企业（有限合伙）变更决定书》，同意将企业出资总额由 200 万元增加至 500 万元，本次增加的 300 万元分别由有限合伙人钱悦以货币出资 297 万元，由普通合伙人南通琪铭以货币出资 3 万元，并相应修改合伙协议。缴付期限均为 2048 年 3 月 26 日。

2018 年 7 月 25 日，南通勋铭就本次变更出资总额在江苏省通州湾江海联动开发示范区市场监督管理局办理了变更登记手续。

南通勋铭出资总额变更后合伙人及其认缴出资额情况如下：

序号	性质	合伙人姓名/名称	认缴出资额（万元）	占出资总额的比例
1	普通合伙人	南通琪铭	5	1%
2	有限合伙人	钱悦	495	99%
	合计	--	500	100%

(3) 2019 年 4 月，合伙人变更

2018 年 11 月 14 日，南通琪铭、上海拉夏企业管理有限公司（以下简称上海拉夏）、宁波梅山保税港区鑫骥源投资合伙企业（有限合伙）（以下简称宁波鑫骥源）、郝姆斯和钱悦签署了《南通勋铭基金合伙企业（有限合伙）变更决定书》，同意吸收上海拉夏、宁波鑫骥源、郝姆斯为新有限合伙人；同意有限合伙人钱悦因个人发展需要退出合伙企业；同意将合伙企业的出资总额变更为 30,300 万元，分别由原普通合伙人南通琪铭增加 295 万元出资额，由新有限合伙人上海拉夏以货币出资 10,000 万元，由新有限合伙人宁波鑫骥源以货币出资 10,000 万元，由

新有限合伙人郝姆斯以货币出资 10,000 万元，并重新制定合伙协议。南通琪铭已实缴出资额 1.25 万元，南通勋铭剩余出资总额的缴付期限均为 2048 年 3 月 26 日。

2018 年 11 月 14 日，钱悦和南通琪铭签署了《南通勋铭基金合伙企业（有限合伙）退伙协议》。同日，南通琪铭、上海拉夏、宁波鑫骥源和郝姆斯共同签署了《南通勋铭基金合伙企业（有限合伙）入伙协议》和《南通勋铭基金合伙企业（有限合伙）有限合伙协议》。

2019 年 4 月 19 日，南通勋铭就本次合伙人变更等在江苏省通州湾江海联动开发示范区市场监督管理局办理了变更登记手续。

南通勋铭合伙人变更后各合伙人及其认缴出资额情况如下：

序号	性质	合伙人姓名/名称	认缴出资额（万元）	占出资总额的比例
1	普通合伙人	南通琪铭	300	1%
2	有限合伙人	上海拉夏	10,000	33%
3	有限合伙人	宁波鑫骥源	10,000	33%
4	有限合伙人	郝姆斯	10,000	33%
合计		--	30,300	100%

截至核查意见出具之日，南通琪铭已实缴出资额 1.25 万元，上海拉夏已实缴出资额 6,500 万元，郝姆斯已实缴出资额 3,000 万元（2018 年 11 月 16 日，郝姆斯以自有资金向南通勋铭支付认缴出资款 3,000 万元）。

## 2. 南通勋铭的主营业务

南通勋铭经营范围为股权投资（不得以公开方式募集资金；不得公开交易证券类产品和金融衍生品；不得发放贷款；不得从事融资性担保；不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益；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）。

南通勋铭的主营业务为从事大消费、高端制造领域的股权投资。

## 3. 南通勋铭的控制关系

南通勋铭的普通合伙人和执行事务合伙人为南通琪铭投资管理合伙企业（有限合伙）。此外，南通勋铭已完成在中国证券投资基金业协会的基金产品备案（基

金编号：SEJ436），基金管理人为南通琪铭投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称南通琪铭）。

南通琪铭的合伙人及其认缴出资情况如下：

序号	性质	合伙人姓名/名称	认缴出资额（万元）	占出资总额的比例
1	普通合伙人	上海湛铭 企业管理咨询有限公司	10	1%
2	有限合伙人	李晟	495	49.5%
3	有限合伙人	李嘉	495	49.5%
合计		--	1,000	100%

根据南通琪铭私募基金管理人登记的法律意见书及南通勋铭的说明，李晟、李嘉分别持有南通琪铭 49.5% 的合伙份额，通过控制上海湛铭企业管理咨询有限公司间接持有南通琪铭 1% 的合伙份额，其直接及间接持有南通琪铭的合伙份额为 100%，且李嘉担任上海湛铭企业管理咨询有限公司的执行董事兼总经理。同时，李嘉、李晟已通过签订《一致行动协议》的方式共同控制南通琪铭。因此，根据李嘉、李晟持有的合伙份额及其担任的职务，李嘉、李晟足以对南通琪铭的经营决策产生重大影响，系南通琪铭的实际控制人，其二人通过共同控制南通琪铭进而共同控制南通勋铭。

综上，南通勋铭的实际控制人为李嘉、李晟。

#### 4. 南通勋铭最近一年主要财务指标

南通勋铭 2019 年主要财务指标：

单位：万元

项 目	2019 年 12 月 31 日/2019 年度
流动资产	220.78
非流动资产	9,120.00
资产总额	9,340.78
流动负债	7.02
负债总额	7.02

所有者权益合计	9,333.76
营业利润	-166.38
利润总额	-166.38
净利润	-166.38
归属母公司股东净利润	-166.38

## （二）南通勋铭份额转让不存在实质性法律障碍

根据南通勋铭的合伙协议第 11.2.2 条、11.2.4 条等相关约定，（1）有限合伙人未经普通合伙人书面同意，不得将其持有的全部或部分有限合伙权益转让给他人；（2）如果拟受让方为转让方的关联人或有限合伙人向现有守约有限合伙人转让合伙权益的，则普通合伙人应予同意；（3）而对于普通合伙人同意转让的合伙权益，同等条件下有限合伙的守约合伙人享有优先受让权，但有限合伙人向关联人或现有守约有限合伙人转让的情形除外。

南通勋铭普通合伙人南通琪铭投资管理合伙企业（有限合伙）已于 2020 年 3 月 4 日就本次份额转让作出了书面同意。且鉴于郝姆斯系将合伙份额转让给其关联人，因此其他有限合伙人不享有优先受让权。因此，本次南通勋铭的份额转让不存在实质性法律障碍。

## （三）上市公司受让南通勋铭权益的必要性及定价的公允性

### 1、上市公司受让南通勋铭权益的必要性

（1）郝姆斯非南通勋铭的实际控制人，仅是持有南通勋铭少数权益的有限合伙人，且买方无意将该并非直接从事线上零食销售业务的私募基金投资权益纳入本次交易收购范围，买方要求本次交易交割前，郝姆斯将其所持有的南通勋铭 33% 的财产份额进行转让；

（2）南通勋铭的主营业务为从事大消费、高端制造领域的股权投资，和上市公司主营业务具有一定的协同性；

（3）从买方的需求出发，考虑到该私募基金与上市公司主营业务具有一定的相关性，且从整个交易方案决策效率和交割先决条件落实确定性角度，上市公

司、买方协商一致，约定将郝姆斯持有的南通勋铭 33%的财产份额参照净资产金额转让给上市公司。

综上，上市公司受让南通勋铭权益是本次交易整体方案的一部分，是在考虑买方需求及交易决策效率和交割确定性等因素基础上，结合上市公司主营业务和南通勋铭投资方向的协同性，而由交易双方为积极推进本次交易协商一致的结果，具有一定的必要性。

## 2、上市公司受让南通勋铭权益的定价公允性

南通勋铭设立于 2018 年 4 月 3 日，南通勋铭自设立至今经营情况未发生重大不利变化，郝姆斯已向南通勋铭实缴出资额 3,000 万元，截至 2019 年 12 月 31 日，郝姆斯对南通勋铭权益投资的账面价值约 2,945.10 万元，上市公司以 3,000 万元的价格受让南通勋铭权益系参考了郝姆斯对南通勋铭的投资成本及该等投资的目前净资产价值。

综上，上市公司受让南通勋铭权益的价格主要参考了郝姆斯对南通勋铭的投资成本及该等投资的目前净资产价值，定价具有公允性。

上述内容已在草案（修订稿）“第四节 交易标的基本情况”之“九、本次交易交割前重组事项”补充披露。

### （四）独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，上市公司受让南通勋铭权益是本次交易整体方案的一部分，是在考虑买方需求及交易决策效率和交割确定性等因素基础上，结合上市公司主营业务和南通勋铭投资方向的协同性，而由交易双方为积极推进本次交易协商一致的结果，具有一定的必要性。上市公司受让南通勋铭权益的价格主要参考了郝姆斯对南通勋铭的投资成本及该等投资的目前净资产价值，定价具有公允性。

**问题 5：《草案》显示，2018 年、2019 年交易标的向你公司及关联方采购商品、接受劳务分别为 5,449.73 万元、6,885.02 万元，交易标的向你公司及关联方出售商品和劳务分别为 1,021.07 万元、2,232.58 万元。请补充说明交易标的与你公司的合作模式、交易内容、主要定价方式、占你公司同类/同期营业收入（或**

营业成本、利润等核心量化指标)的比重等。本次交易完成后上述经营模式是否会发生变化。请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见。

回复:

### 一、交易标的与上市公司的合作模式、交易内容、主要定价方式及财务数据占比情况

标的公司与上市公司的合作模式、交易内容、主要定价方式以及财务数据占比情况详见核查意见第2题回复之“一、报告期内，上市公司和郝姆斯存在一定程度的业务开展、内部管理、销售渠道方面的重合或依赖的情形，但尚未形成重大依赖”之“(一)业务开展方面”。

### 二、本次交易完成后上述经营模式是否会发生变化

好想你及其子公司与郝姆斯交易定价方式主要以市场价为基础经过友好协商确定，可持续性比较强，预期本次交易完成后上述经营模式不会发生变化。

上述内容已在草案(修订稿)之“第十节 同业竞争和关联交易”之“二、关联交易情况”之“(二)标的公司报告期内的关联交易情况”中补充披露。

若郝姆斯未能在交割前偿还所有银行借款，导致上市公司对郝姆斯的担保未能在交割前解除，或未能就担保协议的解除取得相关债权人的同意，未来仍存在标的资产无法交割履约的风险，提请投资者关注该风险。

上述内容已在草案(修订稿)之“重大风险提示”之“一、本次交易有关的风险”之“(六)标的资产交割的风险”中补充披露。

### 三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：报告期内，好想你与郝姆斯的交易主要包括劳务服务(含代加工业务、客服外包业务)、产品购销业务和供应链服务(含租赁业务、仓储物流配送业务)，交易金额占比较低，定价方式主要以市场价为基础经过友好协商确定。好想你与郝姆斯的交易具备商业合理性，本次交易完成后，双方将继续基于市场化原则开展交易。好想你与好姆斯的合作模式、交易内容、主要定价方式及财务数据占比情况已在草案(修订稿)之“第十节 同业竞争和关

联交易”之“二、关联交易情况”之“(二)标的公司报告期内的关联交易情况”中补充披露。

**问题 6:**《草案》显示,根据《股权转让协议》,限制期内上市公司不能在限制区域内开展、参与或从事任何竞争性业务或者在其中持有权益,同时对上市公司对外投资行为也存在相应限制。请结合上述不竞争条款所涉及限制条件,详细分析不竞争条款对你公司的具体影响,并做出充分的风险提示。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复:

一、请结合上述不竞争条款所涉及限制条件,详细分析不竞争条款对你公司的具体影响,并做出充分的风险提示。

(一)不竞争条款所涉及上市公司业务及对外投资方面的限制条件

1、根据《股权转让协议》第 8.1.1 条,本次交割后三年内,上市公司及其合并报表范围内子公司(整体而言,而非每一单体)不得在中国大陆地区主要开展、参与或从事任何竞争性业务或者在其中持有权益。

根据《股权转让协议》的约定,竞争性业务是指通过线上平台销售、经销或营销以下任何或所有零食食品:坚果、种子、糕点、烘焙食品、糖果、肉类和海鲜(不包括枣、枣礼品盒和以枣为前三大原料之一的食品)。

2、根据《股权转让协议》第 8.1.2 条,本次交割后三年内,上市公司及其合并报表范围内子公司(每一单体)不得收购、投资或获得从事零食食品销售、经销或营销的任何人士的任何股份、股权或其他所有者权益、表决权、业务或资产。但在不影响第 8.1.1 条所规定的限制的前提下,第 8.1.2 条的限制不应禁止卖方:

(i)收购在前 12 个月期间内符合以下情形的从事零食食品销售、经销或营销的任何人士或业务(包括但不限于通过购买股份或其他所有者权益、资产或合并):

(a)该人士或业务(a)净销售收入总额达人民币 2 亿元或以上、(b)面向终端顾客的线上及线下销售的净销售收入占其净销售收入总额的 30%或以下、且(c)面向终端顾客的线上销售的净销售收入占其净销售收入总额的 20%或以下;或

(b)该人士或业务(a) 净销售收入总额少于人民币 2 亿元、且(b) 面向终端顾客的线上及线下销售的净销售收入占其净销售收入总额的 49%或以下；或

(ii)收购、投资或获得从事零食食品销售、经销或营销的任何其他人士不超过 5%的股份或股权（但不得有权委派任何董事或管理层）；或

(iii)收购、投资或获得非从事零食食品销售、经销或营销的任何人士的股份或股权。

综上，基于不竞争条款，上市公司在交割后三年内在中国大陆地区的业务及对外投资将受到如下条件的限制：

(1) 上市公司及其合并报表范围内子公司（整体而言，而非每一单体）不得主要通过线上平台销售、经销或营销以下任何或所有零食食品：坚果、种子、糕点、烘焙食品、糖果、肉类和海鲜（不包括枣、枣礼品盒和以枣为前三大原料之一的食品）或在其中持有权益；

(2) 除《股权转让协议》中约定的上述例外情形外，上市公司及其合并报表范围内子公司（每一单体）不得收购或对外投资从事零食食品销售、经销或营销的公司股权等权益。

## （二）不竞争条款对上市公司的具体影响

### 1、不竞争条款对上市公司主营业务不存在实质重大不利影响

根据上市公司测算以及天健会计师事务所针对本次重组出具的备考财务报表，假设重大资产重组事项已于 2017 年 1 月 1 日实施完成，则上市公司 2017 年至 2019 年的营业收入构成中，竞争性业务（即线上销售坚果、种子、糕点、烘焙食品、糖果、肉类和海鲜，但不包括枣、枣礼品盒和以枣为前三大原料之一的食品）营业收入及占比分别如下表：

#### ①2017 年竞争性业务营业收入及占比

业务类别	营业收入（万元）	营业收入占比
坚果、种子	4,899.46	4.76%
糕点、烘焙食品、糖果	81.29	0.08%
肉类和海鲜	-	0.00%



备考营业收入及竞争性业务占比	102,980.51	4.84%
----------------	------------	-------

### ②2018 年竞争性业务营业收入及占比

业务类别	营业收入（万元）	营业收入占比
坚果、种子	3,673.85	3.32%
糕点、烘焙食品、糖果	661.47	0.60%
肉类和海鲜	-	0.00%
备考营业收入及竞争性业务占比	110,742.74	3.91%

### ③2019 年竞争性业务营业收入及占比

业务类别	营业收入（万元）	营业收入占比
坚果、种子	2,508.64	2.38%
糕点、烘焙食品、糖果	970.25	0.92%
肉类和海鲜	-	0.00%
备考营业收入及竞争性业务占比	105,481.95	3.30%

因此，上市公司 2017 年-2019 年的备考营业收入中，竞争性业务占比很小，而本次交易完成后，上市公司的存量主营业务为红枣及相关产品，而枣、枣礼品盒和以枣为前三大原料之一的食品销售业务并不受不竞争条款的约束。

此外，公司的销售渠道已实现线上线下全渠道覆盖，线上电商渠道目前并非公司唯一或第一大销售渠道，预计未来三年内公司关于受线上平台销售限制的产品的线上销售收入不会成为公司主要的产品销售收入来源方式。

综上，上市公司 2017 年-2019 年的备考营业收入中，竞争性业务占比很小，上市公司在限制期内即本次交割后三年内发展受线上平台销售限制的产品的空间充裕，且本次交易完成后，上市公司的存量主营业务即红枣及相关产品不受不竞争条款的限制，因此不竞争条款对上市公司主营业务不存在实质重大不利影响。

2、不竞争条款对上市公司未来战略发展规划的实施和落实不存在重大不利影响

上市公司本次交易获取丰厚的财务回报以及支持未来发展的充裕资金，并做出相关的未来发展的战略规划：

(1) 在上市公司主业方面，公司将把所有精力聚焦主业并基于原有产品大力布局健康食品产业，符合大众消费升级方向，借助星火计划项目的实施，公司

将集中资源围绕“高端红枣好想你”的品牌定位，整合公司品牌、技术、渠道、人才等优势，赋能“有特色、有基础”的县域地方龙头企业，扶持、支持、参股、控股地方龙头企业，大力推广实施“一县一品、一区一店、一店千品、一品千店，打造特色农产品运营平台，做县域特色农产品运营商”商业模式，打造全国特色农产品运营平台，形成全国县域特色农产品运营商共享模式；

(2) 在投资并购方面，上市公司或寻求与健康食品相关的投资和产业布局机会，依托好想你的品牌、渠道、技术、资源等优势，联合各地优质的特色农产品企业及当地政府，围绕延伸产业链、提升价值链、打造供应链做文章，共建全国县域特色农产品运营平台，成为全国县域特色农产品运营商，打造“一品千店，一店千品”的销售新模式。目前，公司已与平舆县蓝天农业、河南正花食品集团等多家优质农产品企业及当地政府签署了合作协议。公司将凭借自身优势，为合作企业赋能，实现共赢，促进好想你自身实现转型升级，助推公司向健康食品领域扩张。

综上，不竞争条款对上市公司未来战略发展规划的实施和落实不存在重大不利影响。

### 3、不竞争条款不会限制公司在既定目标下的业务发展

上市公司未来发展的主营业务将围绕延伸产业链、提升价值链、打造供应链开展业务。将基于原有红枣类产品，围绕消费升级的方向，大力布局高端健康食品产业。根据发展战略，上市公司将联合各地优质的特色农产品企业及当地政府，共建全国县域特色农产品运营平台，成为全国县域特色农产品运营商，与不竞争条款中限制的竞争性业务及面向终端顾客的销售渠道不存在矛盾。

综上，不竞争条款不会限制公司在既定目标下的业务发展。

### (三) 在报告书中已充分披露不竞争条款可能造成的风险

#### 1、不竞争条款对上市公司业务发展限制及可能造成支付赔偿的风险

根据《股权转让协议》，限制期内上市公司不能在限制区域内主要开展、参与或从事任何竞争性业务或者在其中持有权益，同时除《股权转让协议》中约定的例外情形外，不能从事涉及竞争性业务的收购或对外投资行为（详见草案（修

订稿)“第六节 本次交易合同的主要内容”之“二、《股权转让协议》的主要内容”),若上市公司违反前述条款,将承担违约责任,对交易对方造成的损失进行赔偿。虽然根据备考数据,上市公司在本次交易后将主要从事红枣类产品相关业务,红枣相关业务不属于竞争性业务,但上市公司在本次交易交割后三年内从事线上休闲零食等竞争性业务受限,可能对上市公司的生产经营和业务拓展造成不利影响,提请投资者关注该风险。

上述内容已在草案(修订稿)之“第十一节 风险因素”之“二、本次重大资产出售对上市公司持续经营影响的风险”之“(四)不竞争条款对上市公司业务发展限制及可能造成支付赔偿的风险”中补充披露。

## 二、独立财务顾问核查意见

经核查,独立财务顾问认为:不竞争条款对上市公司主营业务不存在实质重大不利影响,不竞争条款对上市公司未来战略发展规划的实施和落实不存在重大不利影响,不竞争条款不会限制公司在既定目标下的业务发展。不竞争条款可能造成的风险在《重组报告书》之“第十一节 风险因素”之“二、本次重大资产出售对上市公司持续经营影响的风险”之“(四)不竞争条款对上市公司业务发展限制及可能造成支付赔偿的风险”中补充披露。

## 二、关于交易对方与交易标的

**问题 8:** 请按照《26 号准则》第二十四条的规定,详细披露交易标的评估测算过程、测算数据、调整因素等。请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见。

回复:

本次交易的定价系双方在公平、自愿的原则下,经过友好协商及谈判最终确定的,未以评估报告结论作为定价依据。同时,上市公司已聘请中同华评估作为评估机构,以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日对交易标的模拟剥离后的企业整体价值进行评估并出具《评估报告》,从独立评估机构的角度为标的公司市场价值提供参考。评估机构采用市场法和收益法对标的公司评估基准日企业价值进行评估,并选取收益法的评估结果作为最终评估结论。

本题答复中涉及的郝姆斯的历史数据及未来预测的数据，均是模拟剥离其全资子公司新疆百草味及郝姆斯持有的南通勋铭合伙权益后的数据。

## 一、收益法评估情况

### （一）选用收益法评估的理由

本次评估对象是郝姆斯的企业整体价值，鉴于被评估企业未来收益期和收益额可以预测并可以用货币衡量；获得预期收益所承担的风险也可以量化，故本次评估选用了收益法。

### （二）收益法简介

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。

收益法常用的具体方法包括股利折现法、股权自由现金流折现法和企业自由现金流折现法。

股利折现法是将预期股利进行折现以确定评估对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值评估。

股权自由现金流折现法，现金流口径为归属于股东的现金流量，对应的折现率为权益资本成本，评估值内涵为股东全部权益价值。现金流计算公式为：

股权自由现金流量=净利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金增加额-偿还付息债务本金+新借付息债务本金。

企业自由现金流折现法，现金流口径为归属于股东和付息债务债权人在内的所有投资者现金流量，对应的折现率为加权平均资本成本，评估值内涵为企业整体价值。现金流计算公式为：

企业自由现金流量=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出。

本次评估选用企业自由现金流折现模型。基本公式为： $B=P+\sum C_i$ 。

式中： $P$ 为经营性资产价值， $\sum C_i$ 为评估基准日存在的非经营性资产负债（含溢余资产）的价值。

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

式中： $R_i$ ：评估基准日后第  $i$  年预期的企业自由现金流量； $r$ ：折现率； $P_n$ ：终值； $n$ ：预测期。

各参数确定如下：

(1) 自由现金流  $R_i$  的确定

$$R_i = \text{净利润} + \text{折旧/摊销} + \text{税后利息支出} - \text{营运资金增加} - \text{资本性支出}$$

(2) 折现率  $r$  采用加权平均资本成本 (WACC) 确定，公式如下：

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

式中： $R_e$ ：权益资本成本； $R_d$ ：负息负债资本成本； $T$ ：所得税率。

(3) 权益资本成本  $R_e$  采用资本资产定价模型 (CAPM) 计算，公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

式中： $R_e$  为股权回报率； $R_f$  为无风险回报率； $\beta$  为风险系数； $ERP$  为市场风险超额回报率； $R_s$  为公司特有风险超额回报率

(4) 终值  $P_n$  的确定

根据企业价值准则规定：资产评估师应当根据企业进入稳定期的因素分析预测期后的收益趋势、终止经营后的处置方式等，选择恰当的方法估算预测期后的价值。

企业终值一般可采用永续增长模型(固定增长模型)、价格收益比例法、账面价值法等确定。本次评估对企业终值的预测采用持续经营前提下的永续增长模型。

(5) 非经营性资产负债 (含溢余资产)  $\Sigma C_i$  的价值

非经营性资产负债 (含溢余资产) 在此是指在企业自由现金流量预测不涉及的相关资产与负债。

### （三）收益年限的确定

在对企业收入成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素，确定预测期为 5 年，收益期为无限期。

本次评估将预测期分二个阶段，第一阶段为 2020 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日；第二阶段为 2025 年 1 月 1 日直至永续。

### （四）评估预测说明

#### 1、营业收入预测

（1）以前年度主营业务收入情况，2017 年至 2019 年各项收入如下表：

单位：万元

产品类别	2017 年度	2018 年度	2019 年度
坚果系列	102,043.55	120,545.82	129,888.91
糕点糖果系列	28,094.90	45,478.71	63,877.09
果干系列	53,085.91	68,576.86	81,867.97
肉脯海鲜系列	49,317.05	46,494.77	75,955.98
礼盒系列	63,632.46	96,496.64	125,072.97
其他	11,076.57	10,366.66	20,042.86
合计	307,250.44	387,959.47	496,705.77
增长率	-	26.27%	28.03%

从企业历史数据可以看出，郝姆斯主营业务收入 2018、2019 年度增长较快。

（2）未来年度主营业务收入的预测

郝姆斯旗下的百草味品牌目前已进驻天猫商城、淘宝、京东、1 号店、苏宁易购、唯品会、亚马逊、当当网等电商平台，做到了主流电商的全覆盖，并且已与部分主流网站客户保持长期的合作关系，主营业务稳定。通过网络旗舰店的运营，郝姆斯可以向终端消费者提供包括坚果、糕点糖果、果干、肉脯海鲜等食品的零售服务，积累终端用户消费数据，了解终端的销售需求，为郝姆斯开拓食品品类提供更好的增值服务，促进主营业务的发展。

另外，郝姆斯主要通过参与各大电子商务平台活动（如双十一、年终大促、尝鲜等）以及在各大电商平台投放钻石展位、直通车等广告吸引更多客户尝试购

买品牌产品，能够更好的增强品牌知名度及品牌口碑，进一步促进主营业务的增长。

郝姆斯销售淡旺季明显，每年中秋节后至农历春节为销售旺季，同时电子商务的销售旺季也集中在平台店庆期间，受到“双 11 网购狂欢节”、“双 12”、“双诞节”等影响。

此外，郝姆斯这几年不断优化销售渠道分布，特别是线上入仓渠道销售的产品比重逐年上升，未来将形成 B2C、入仓和线下经销三种主要渠道模式，从而应对单一渠道依赖带来的经营风险。

结合郝姆斯近年收入增长情况、各系列收入占比的变化趋势，对未来营业收入进行预测，未来几年预测期内收入的增长逐渐放缓，至 2024 年以后每年的经营情况趋于稳定。

未来年度营业收入预测表如下：

单位：万元

产品类别	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
坚果系列	142,877.80	157,165.58	172,882.14	186,712.71	201,649.73
糕点糖果系列	86,234.07	107,792.59	129,351.11	148,753.77	163,629.15
果干系列	97,422.88	114,959.00	132,202.85	148,067.19	155,470.55
肉脯海鲜系列	110,136.17	143,177.02	171,812.43	197,584.29	217,342.72
礼盒系列	156,341.21	190,736.28	225,068.80	258,829.13	284,712.04
其他	30,064.28	39,083.57	46,900.28	51,590.31	54,169.83
合计	623,076.42	752,914.04	878,217.61	991,537.40	1,076,974.01
增长率	25.44%	20.84%	16.64%	12.90%	8.62%

### （3）其他业务收入的预测

其他业务收入包括原辅料销售、废旧纸箱销售、服务费、房屋租赁等。考虑到原辅料销售几乎没有毛利且具有很大的不确定性，未来不预测该项收入。对服务费和房屋租赁，按上年度的实际数预测。对废旧纸箱参考上年收入以及未来收入增长率进行预测。

## 2、营业成本预测

(1) 以前年度营业成本及毛利率

2017年至2019年主营业务成本如下：

单位：万元

产品类别	2017年度	2018年度	2019年度
坚果系列	78,488.69	91,759.28	100,775.60
糕点糖果系列	19,268.22	32,703.76	45,976.16
果干系列	39,247.98	49,717.67	59,040.39
肉脯海鲜系列	38,132.52	36,202.24	55,294.97
礼盒系列	44,575.37	69,956.09	89,567.24
其他	9,189.03	7,492.64	14,215.32
合计	228,901.81	287,831.68	364,869.69
毛利率	25.50%	25.81%	26.54%

(2) 未来年度营业成本的预测

营业成本主要包括商品（或材料）采购成本、折旧费、生产人员人工费及外加工费用，经分析近两年一期的财务数据，各系列的毛利率有升有降，且从2013年开始，郝姆斯一直在优化产品结构，逐步降低毛利率较低的坚果炒货的品类，并通过优化上游供应链，提高果干、糕点、礼盒等毛利率较高的产品销量。各类产品毛利率情况如下：

产品类别	2017年度	2018年度	2019年度
坚果系列	23.08%	23.88%	22.41%
糕点糖果系列	31.42%	28.09%	28.02%
果干系列	26.07%	27.50%	27.88%
肉脯海鲜系列	22.68%	22.14%	27.20%
礼盒系列	29.95%	27.50%	28.39%
其他	17.04%	27.72%	29.08%
平均毛利率	25.50%	25.81%	26.54%

结合郝姆斯五大系列食品销售模式及定价情况，并参考历史年度毛利率水平进行预测。未来年度营业成本预测表如下：

单位：万元

产品类别	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
坚果系列	106,015.33	116,616.86	128,278.55	138,540.83	149,624.10
糕点糖果系列	62,088.53	77,610.66	93,132.80	107,102.72	117,812.99
果干系列	69,657.36	81,620.89	93,203.01	104,387.37	109,606.74
肉脯海鲜系列	79,298.04	102,369.71	121,986.82	140,284.85	154,313.33



礼盒系列	111,002.26	133,515.39	155,297.48	176,003.81	193,604.19
其他	21,195.32	27,358.50	32,830.20	36,113.22	37,918.88
合计	449,256.84	539,092.02	624,728.85	702,432.79	762,880.22
毛利率	27.90%	28.40%	28.86%	29.16%	29.16%

### 3、税金及附加预测

税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加及地方教育费附加。城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加税率分别为 7%、3%、2%；郝姆斯为一般纳税人企业，对销售收入缴纳增值率，税率为 13%。郝姆斯历史年度税赋情况如下：

年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度
附加税合计（万元）	1,211.46	1,557.44	1,659.71
收入合计（万元）	307,250.44	387,959.47	496,705.77
税金/收入	0.394%	0.401%	0.334%

考虑到增值税率的调整（2018 年 5 月 1 日由 17% 调整到 16%，2019 年 4 月 1 日再调整为 13%），以及资本性支出（购置固定资产）进项税的影响，郝姆斯未来税赋按 0.33% 估算。

### 4、销售费用预测

销售费用主要包括工资薪酬及福利、运输费、促销费、业务用包装费、业务宣传费、租赁费、折旧费、办公费、差旅费、店面装修及转让费、水电费等。

（1）工资薪酬及福利：主要根据企业人力资源部门确定的销售人员人数变化、现有工资及其及其增长情况等综合计算确定。

（2）折旧：按企业评估基准日现有固定资产以及以后每年新增的资本性支出资产，按各类资产折旧年限综合计算确定。

（3）运输费、促销费、业务用包装费、业务宣传费、租赁费、办公费、差旅费、店面装修及转让费、水电费等：根据历史年度费用和营业收入的比例的平均值结合企业实际情况确定其预测值。

有关销售费用的历史数据和预测数据详见下表：

单位：万元

序号	项目名称	历史数据		未来预测数据				
		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
1	工资薪酬及福利	8,603.48	10,921.29	13,024.25	15,238.37	16,944.34	18,405.06	19,432.68
2	运输费	32,951.96	43,551.42	55,450.40	67,727.37	79,902.68	91,186.49	100,174.56
3	促销费	8,411.31	11,099.86	15,265.37	19,952.22	25,029.20	30,241.89	35,001.66
4	业务用包装费	5,875.44	7,214.04	9,049.42	10,935.15	12,755.03	14,400.86	15,641.72
5	业务宣传费	12,646.49	20,700.19	26,792.29	33,572.44	41,100.58	48,486.18	53,848.70
6	租赁费	690.29	1,285.65	1,869.23	2,258.74	2,634.65	2,974.61	3,230.92
7	折旧费	1,711.00	1,594.19	2,870.31	3,185.25	3,185.25	3,185.25	3,185.25
8	办公费	158.52	329.01	369.95	408.47	442.44	470.97	491.25
9	差旅费	96.63	215.48	242.28	267.51	289.76	308.45	321.73
10	店面装修及转让费	52.18	173.57	195.16	215.48	233.40	248.46	259.16
11	水电费	231.73	279.69	314.49	347.23	376.11	400.36	417.60
12	其他	2,431.27	4,125.79	4,639.12	5,122.16	5,548.15	5,905.94	6,160.28
	合 计	73,860.28	101,490.17	130,082.26	159,230.38	188,441.60	216,214.51	238,165.50
	销售费用/营业收入	19.00%	20.30%	20.83%	21.11%	21.42%	21.77%	22.07%

## 5、管理费用预测

管理费用包括工资薪酬及福利费、折旧摊销、业务招待费、租赁水电维修费、办公费、中介费、差旅费、汽车费等。

(1) 工资薪酬及福利费：主要根据企业人力资源部门确定的管理人员人数变化、现有工资水平及其增长情况等综合计算确定。

(2) 折旧摊销：包括固定资产折旧以及长期待摊费用 and 无形资产摊销。按企业评估基准日现有固定资产、长期待摊费用 and 无形资产，以及以后每年新增的资本性支出资产，按各类资产折旧和摊销年限综合计算确定。

(3) 业务招待费、租赁水电维修费、办公费、中介费、差旅费、汽车费等：根据历史年度费用结合企业实际情况确定其预测值。

有关管理费用的历史数据和预测数据详见下表：

单位：万元

序号	项目名称	历史数据		未来预测数据				
		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
1	工资薪酬及福利	4,773.15	6,536.20	7,143.14	7,794.42	8,338.56	8,917.63	9,533.76

序号	项目名称	历史数据		未来预测数据				
		2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
2	办公费	484.72	605.21	635.47	667.24	700.60	735.63	772.41
3	差旅费	215.37	254.94	267.69	281.08	295.13	309.89	325.38
4	折旧及无形资产摊销	244.73	279.31	279.31	279.31	279.31	279.31	279.31
5	租赁水电维修费	22.25	444.18	466.39	489.71	514.20	539.91	566.90
6	业务招待费	401.16	422.03	443.13	465.29	488.55	512.98	538.63
7	中介费用	1,078.90	222.05	233.15	244.81	257.05	269.90	283.39
8	汽车费	52.37	68.45	71.87	75.46	79.24	83.20	87.36
9	其他	318.68	483.44	507.61	532.99	559.64	587.62	617.00
	合 计	7,591.33	9,315.81	10,047.76	10,830.31	11,512.28	12,236.07	13,004.15
	管理费用/营业收入	1.95%	1.86%	1.61%	1.44%	1.31%	1.23%	1.21%

## 6、财务费用预测

财务费用中主要是银行存款所带来的利息收入、手续费和利息支出等。

由于经营现金的货币时间价值已在评估值中体现，所以不再对利息收入进行预测。手续费与营业收入紧密相关，故评估时以预测年度的营业收入为基础，参考历史年度的手续费支付水平预测未来年度的手续费。利息支出与公司的借款本金和利率密切相关，故估值时以预测年度的借款金额为基础，参考估值基准日同期贷款利率水平预测未来年度的利息支出。

有关财务费用的历史数据和预测数据详见下表：

单位：万元

序号	项目名称	历史数据		未来预测数据				
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	利息支出小计	932.09	894.42	894.42	894.42	894.42	894.42	894.42
2	利息收入	196.29	566.43					
3	银行手续费	20.81	130.09	162.34	196.14	228.77	258.27	280.52
	合 计	756.62	458.10	1,056.76	1,090.56	1,123.19	1,152.69	1,174.94

## 7、营业外收支的预测

营业外收入主要是与日常经营无关的收入；营业外支出主要是固定资产处置成本等。由于营业外收支对被评估企业收益影响较小，且具有很大不确定性，所以本次评估不考虑未来年度的营业外收支。

## 8、所得税及税后净利润的预测

根据上述一系列的预测，可以得出被评估企业未来各年度的利润总额，在此基础上，按照郝姆斯执行的所得税率 25%，对未来各年的所得税和净利润予以估算。

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-期间费用-所得税。

被评估企业未来各年的预测损益表如下：

单位：万元

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
一、营业收入	624,374.55	754,397.67	879,880.27	993,361.96	1,078,920.63
减：营业成本	449,286.65	539,121.83	624,758.66	702,462.60	762,910.03
税金及附加	1,391.06	2,489.51	2,903.60	3,278.09	3,560.44
销售费用	130,082.26	159,230.38	188,441.60	216,214.51	238,165.50
管理费用	10,047.76	10,830.31	11,512.28	12,236.07	13,004.15
研发费用	1,111.23	1,289.22	1,218.85	1,276.64	1,337.27
财务费用	1,056.76	1,090.56	1,123.19	1,152.69	1,174.94
二、利润总额	31,398.83	40,345.86	49,922.09	56,741.36	58,768.30
减：所得税费用	7,849.71	10,086.46	12,480.52	14,185.34	14,692.08
三、净利润	23,549.12	30,259.39	37,441.57	42,556.02	44,076.23

## 9、企业自由现金流的预测

企业自由现金流=净利润+税后利息支出+折旧及摊销-年资本性支出-年营运资金增加额。

### (1) 折旧及摊销与资本性支出的预测

郝姆斯临江二期工程厂房于 2019 年 11 月建成并投入使用，相应的生产设备计划于 2020 年购置，根据郝姆斯资本支出计划，预计包括更新和二期工程支出，总共需要 9,482.69 万元的投入。

鉴于郝姆斯属于轻资产企业，对于折旧摊销采用简化预测方式：假设折旧/摊销期满即行更新，即每年以折旧额作为资本性支出，以保持资产规模不变，每年的折旧额不变。对于折旧/摊销年限较短的资产，预测期内每年的资本性支出与折旧相当；对于构建时间不长的房产土地，预测期不考虑资本性支出，永续期

(终值) 资本性支出与年折旧/摊销额相当。

未来各年的折旧/摊销预测如下：

单位：万元

资产类型	2020	2021	2022	2023	2024	终值
机器设备	974.34	974.34	974.34	974.34	974.34	974.34
电子设备	683.44	683.44	683.44	683.44	683.44	683.44
车辆	91.34	91.34	91.34	91.34	91.34	91.34
建筑物	1,627.18	1,627.18	1,627.18	1,627.18	1,627.18	1,627.18
土地	66.88	66.88	66.88	66.88	66.88	66.88
其他无形资产	126.58	126.58	126.58	126.58	126.58	126.58
长期待摊费用	29.52	29.52	29.52	29.52	29.52	29.52
2020年新增设备	449.91	899.82	899.82	899.82	899.82	899.82
折旧/摊销合计	4,049.19	4,499.11	4,499.11	4,499.11	4,499.11	4,499.11

未来各年的资本性支出预测如下：

单位：万元

费用明细项		2020	2021	2022	2023	2024	终值
用于现有生产设备和无形资产的维护方面的支出	机器设备	974.34	974.34	974.34	974.34	974.34	974.34
	电子设备	683.44	683.44	683.44	683.44	683.44	683.44
	车辆	91.34	91.34	91.34	91.34	91.34	91.34
	房产、土地	-	-	-	-	-	1,694.07
	其他无形资产	126.58	126.58	126.58	126.58	126.58	126.58
	长期待摊费用	29.52	29.52	29.52	29.52	29.52	29.52
	未来新增资产的更新支出		899.82	899.82	899.82	899.82	899.82
	小计	1,905.22	2,805.04	2,805.04	2,805.04	2,805.04	4,499.11
用于新增生产能力方面的支出		7,577.47	-	-	-	-	-
合计		9,482.69	2,805.04	2,805.04	2,805.04	2,805.04	4,499.11

## (2) 营运资金增加预测

为保证业务的持续发展，在未来期间，企业需追加营业资金，影响营运资金的因素主要包括经营性应收项目和经营性应付项目的增减，其中经营性应收项目包括应收账款、预付账款和其他应收款等；经营性应付项目包括应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费和其他应付款等。营运资金的预测，可以根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展加以调整。通过计算一个资金周转周期内

所需的资金，确定每年企业营运资金需求量及营运资金占营业收入的比例；通过测算营运资金占营业收入的比例为 6.5%。营运资金预测情况见下表：

单位：万元

序号	项目名称	历史数据		未来预测数据				
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	营运资金占用	25,175.67	33,905.72	40,584.35	49,035.85	57,192.22	64,568.53	70,129.84
2	存货增加	14,581.72	50,000.82	-	-	-	-	-
3	经营性应收增加	4,029.24	5,977.65	-	-	-	-	-
4	经营性应付减少	-8,493.36	-47,248.42	-	-	-	-	-
5	营运资金增加	10,117.60	8,730.05	6,678.63	8,451.50	8,156.37	7,376.31	5,561.31
6	营运资金占用/营业收入	6.48%	6.78%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%

### (3) 终值预测

终值是企业在预测经营期之后的价值。

本次评估采用 Gordon 增长模型进行预测，假定企业的经营在 2024 年后每年的经营情况趋于稳定，由于通胀因素存在还会保持一定的增长，本次评估采用 2.4% 作为稳定期永续增长率。

## 10、折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。由于被评估单位不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估单位期望投资回报率。为此，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数  $\beta$  (Levered  $\beta$ )；根据对比公司资本结构、对比公司  $\beta$  以及被评估单位资本结构估算被评估单位的期望投资回报率，并以此作为折现率。

### (1) 对比公司选取

由于被评估单位为盈利企业，并且主营业务为休闲食品生产和销售行业，因此在本次评估中，初步采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

- ①对比公司近两年经营为盈利公司；
- ②对比公司必须为至少有两年上市历史；

③对比公司只发行人民币A股；

④对比公司所从事的行业或其主营业务为休闲食品生产和销售行业，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于2年。

根据上述四项原则，利用同花顺 iFinD 数据系统进行筛选，最终选取了以下 6 家上市公司作为对比公司：洽洽食品（002557.sz）、好想你（002582.sz）、来伊份（603777.sh）、黑芝麻（000716.sz）、三全食品（002216.sz）、保龄宝（002286.sz）。

## （2）加权资金成本的确定（WACC）

WACC（Weighted Average Cost of Capital）代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

### ①股权回报率的确定

为了确定股权回报率，利用资本定价模型（Capital Asset Pricing Model or “CAPM”）。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

其中： $R_e$  为股权回报率； $R_f$  为无风险回报率； $\beta$  为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率； $R_s$  为公司特有风险超额回报率

#### A、确定无风险收益率

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率。

以上述国债到期收益率的平均值 3.9699 % 作为本次评估的无风险收益率。

## B、确定股权风险收益率

通过估算近十年每年的市场风险超额收益率 ERP，结果如下：

序号	年分	算术平均值 Rma	几何平均值 Rmg	无风险收益率 Rf 距到期剩余年限>10 年	ERP= Rma -Rf	ERP= Rmg-Rf
1	2009	45.41%	16.89%	4.09%	41.32%	12.80%
2	2010	41.43%	15.10%	4.25%	37.18%	10.85%
3	2011	25.44%	0.12%	3.98%	21.46%	-3.86%
4	2012	25.40%	1.60%	4.15%	21.25%	-2.55%
5	2013	24.69%	4.26%	4.32%	20.37%	-0.06%
6	2014	41.88%	20.69%	4.31%	37.57%	16.37%
7	2015	31.27%	15.55%	4.12%	27.15%	11.43%
8	2016	17.57%	6.48%	3.91%	13.66%	2.57%
9	2017	25.68%	18.81%	4.23%	21.45%	14.58%
10	2018	13.42%	7.31%	4.01%	9.41%	3.30%
11	平均值	29.22%	10.68%	4.14%	25.08%	6.54%
12	最大值	45.41%	20.69%	4.32%	41.32%	16.37%
13	最小值	13.42%	0.12%	3.91%	9.41%	-3.86%
14	剔除最大、 最小值后的 平均值	<b>29.17%</b>	<b>10.75%</b>	<b>4.14%</b>	<b>25.01%</b>	<b>6.62%</b>

由于几何平均值可以更好表述收益率的增长情况，以及本次评估的标的企业理论上的寿命期为无限年期，因此采用超过 10 年期的 ERP=6.62% 比较恰当。

## C、确定对比公司相对于股票市场风险系数 $\beta$ (Levered $\beta$ )。

目前中国国内同花顺 iFinD 是一家从事于  $\beta$  的研究并给出计算  $\beta$  值的计算公式的公司。本次评估选取该公司公布的  $\beta$  计算器计算对比公司的  $\beta$  值，股票市场指数选择的是沪深 300 指数，选择沪深 300 指数主要是考虑该指数是国内沪深两市第一个跨市场指数，并且组成该指数的成份股是各行业股票交易活跃的领头股票。选择该指数最重要的一个原因是在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数的成份股，因此在估算  $\beta$  值时需要与 ERP 相匹配，因此应该选择沪深 300 指数。

采用上述方式估算的  $\beta$  值是含有对比公司自身资本结构的  $\beta$  值。

## D、计算对比公司 Unlevered $\beta$ 和估算被评估单位 Unlevered $\beta$



根据以下公式，可以分别计算对比公司的 Unlevered  $\beta$ ：

$$\text{Unlevered}\beta = \text{Levered}\beta / [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T—适用所得税率。

将对比公司的 Unlevered  $\beta$  计算出来后，取其平均值作为被评估单位的 Unlevered  $\beta$ 。

E、确定被评估单位的资本结构比率

在确定被评估企业目标资本结构时参考了以下两个指标：

- 1) 对比公司资本结构平均值；
- 2) 被评估企业自身账面价值计算的资本结构。

最后选择对比公司资本结构平均值作为被评估企业目标资本结构。

F、估算被评估单位在上述确定的资本结构比率下的 Levered  $\beta$

将已经确定的被评估单位资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估单位 Levered  $\beta$ ：

$$\text{Levered}\beta = \text{Unlevered}\beta \times [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T：适用所得税率。

G、估算公司特有风险收益率  $R_s$

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合（Portfolio）的组合投资回报率，资本定价模型不能直接估算单个公司的投资回报率，一般认为单个公司的投资风险要高于一个投资组合的投资风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的针对投资组合所具有的全部特有风险所产生的超额回报率。

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价（Size Premium）和特别风险溢价。

公司规模溢价为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对大公司而言。如果其规模较小，对于投资者而言其投资风险就相对较高。

公司特别风险溢价主要是针对公司具有的一些非系统的特有因素所产生风险的风险溢价或折价，一般认为这些特别风险包括，但不局限于：经营管理风险、知识产权被侵权的风险、核心人才流失风险等。

考虑被评估企业上述诸因素风险后，以 2% 作为公司特有风险超额收益率  $R_s$  的值。

#### H、计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中，就可以计算出被评估单位的股权期望回报率。

#### ② 债权回报率的确定

债权投资回报率实际上是被评估企业的债权投资者期望的投资回报率。

不同的企业，由于企业经营状态不同、资本结构不同等，企业的偿债能力会有所不同，债权人所期望的投资回报率也应不尽相同，因此企业的债权投资回报率与企业的财务风险，即资本结构密切相关。

鉴于债权投资回报率需要采用复利形式的到期收益率；同时，在采用全投资现金流模型并且选择行业最优资本结构估算 WACC 时，债权投资回报率  $R_d$  应该选择该行业所能获得的最优的  $R_d$ ，因此，一般应选用投资与标的企业相同行业、相同风险等级的企业债券的到期收益率作为债权投资回报率指标。

标的企业实际利率与 1 年期贷款市场报价利率（LPR）差异不大，因此本次评估选用 1 年期 LPR 即 4.15% 作为债权投资回报率。

#### ③ 被评估企业折现率的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重按评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

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

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值； $R_e$  为期望股本回

报率；D 为付息债权价值； $R_d$  为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到被评估单位总资本加权平均回报率为 11.12%，以其作为被评估公司的折现率。

## 11、非经营性资产负债的评估

根据分析，被评估单位非经营性资产和负债的情况如下表：

单位：万元

项目	账面价值	评估值
<b>溢余和非经营性资产</b>	38,817.66	38,817.66
非正常经营所需货币资金	29,194.64	29,194.64
其他应收款	4,980.74	4,980.74
其它流动资产	4,642.28	4,642.28
<b>溢余和非经营性负债</b>	9,494.65	9,494.65
应付账款	5,334.12	5,334.12
其它应付款	4,160.53	4,160.53
<b>溢余和非经营性资产/负债净值</b>	29,323.02	29,323.02

上述非经营性资产主要为向电商平台缴纳的保证金、待抵扣进项税、预缴税费以及预付的购买设备款等，以审计后的账面价值确定评估值。对非经营性负债以审计后的账面价值确定评估值。

### （五）收益法评估结果

经评估，截止评估基准日 2019 年 12 月 31 日，郝姆斯模拟剥离后的企业价值，在持续经营条件下收益法的评估值为人民币 452,000.00 万元。

上述内容已在草案（修订稿）之“第五节 标的资产评估情况”之“二、收益法评估情况”中补充披露。

## 二、市场法评估情况

### （一）选用市场法评估的理由

本次评估对象是郝姆斯的企业价值。

运用市场法，是将评估对象置于一个完整、现实的经营过程和市场环境中，评估基础是要有产权交易、证券交易市场，因此运用市场法评估整体资产必须具

备以下前提条件：

- 1、产权交易市场、证券交易市场成熟、活跃，相关交易资料公开、完整；
- 2、可以找到适当数量的案例与评估对象在交易对象性质、处置方式、市场条件等方面相似的参照案例；
- 3、评估对象与参照物在资产评估的要素方面、技术方面可分解为因素差异，并且这些差异可以量化。

鉴于：被评估企业主营业务为食品业务，在产权交易市场，考虑到交易案例比较法由于受数据信息收集的限制而无法充分考虑评估对象与交易案例的差异因素对股权价值的影响，交易案例比较法不适用；另一方面与证券市场上存在一定数量的与被评估企业类似的上市公司，且交易活跃，交易及财务数据公开，信息充分，故本次市场法评估采用上市公司比较法。

## （二）市场法简介

市场法是根据与被评估单位相同或相似的对比公司近期交易的成交价格，通过分析对比公司与被评估单位各自特点分析确定被评估单位的股权评估值，市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业其市场价值是相同的（或相似的）。市场法中常用的两种方法是上市公司比较方法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

## （三）对比公司的选择及可比性分析

由于被评估企业为盈利企业，并且主营业务为食品行业，因此在本次评估中，初步采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

- 1、对比公司近两年为盈利公司；
- 2、对比公司必须为至少有两年上市历史；
- 3、对比公司只发行人民币 A 股；

4、对比公司所从事的行业或其主营业务为食品行业，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于 2 年。

具体选择的对比公司详见收益法折现率计算中的“对比公司选取”部分。

#### **（四）比率乘数的选择和分析**

市场比较法要求通过分析对比公司股权（所有者权益）和/或全部投资资本市场价值与收益性参数、资产类参数或现金流比率参数之间的比率乘数来确定被评估单位的比率乘数，然后，根据委估企业的收益能力、资产类参数来估算其股权和/或全投资资本的价值。因此采用市场法评估的一个重要步骤是分析确定、计算比率乘数。

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。

根据本次被评估单位的特点以及参考国际惯例，本次评估选用如下收益类比率乘数：

##### **1、EBIT 比率乘数**

全投资资本的市场价值和税息前收益指标计算的比率乘数最大限度地减少了由于资本结构影响，但该指标无法区分企业折旧/摊销政策不同所产生的影响。

##### **2、EBITDA 比率乘数**

全投资资本市场价值和税息折旧摊销前收益可以在减少资本结构影响的基础上最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的影响。

##### **3、NOIAT 比率乘数**

税后现金流不但可以减少由于资本结构和折旧/摊销政策可能产生的可比性差异，还可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等对价值的影响。

#### **（五）市场法分析计算过程**

##### **1、比率乘数的调整**

由于被评估单位与对比公司之间存在经营风险的差异，包括公司特有风险等，因此需要进行必要的修正。以折现率参数作为被评估单位与对比公司经营风险的

反映因素。

另一方面，被评估单位与对比公司可能处于企业发展的不同期间，对于相对稳定期的企业未来发展相对比较平缓，对于处于发展初期的企业可能会有一段发展相对较高的时期。另外，企业的经营能力也会对未来预期增长率产生影响，因此需要进行预期增长率差异的相关修正。相关的修正方式如下：

采用单期间资本化模型得到企业市场价值的方式，市场价值为：

$$FMV = \frac{DCF_0 \times (1 + g)}{r - g}$$

因此：

$$\frac{FMV}{DCF_0} = \frac{(1 + g)}{r - g} \quad (A)$$

实际上  $\frac{FMV}{DCF_0}$  就是要求的比率乘数，因此可以定义：

$$\text{比率乘数 } \sigma = \frac{FMV}{DCF_0} = \frac{1 + g}{r - g}$$

式中：r 为折现率；g 为预期增长率。

对于对比公司，有：
$$\frac{1}{\sigma_1} = \frac{DCF_0 \times (1 + g_1)}{FVM_1} = \frac{r_1 - g_1}{(1 + g_1)}$$

对于被评估企业，有：

$$\begin{aligned} \frac{1}{\sigma_2} &= \frac{DCF_0 \times (1 + g_2)}{FVM_2} = \frac{1}{(1 + g_2)} \times (r_2 - g_2) \\ &= \frac{1}{(1 + g_2)} \times (r_1 - g_1 + r_2 - r_1 + g_1 - g_2) \\ &= \frac{1}{(1 + g_2)} \times \left[ \frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2) \right] \end{aligned}$$

$$\text{即: } \sigma_2 = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)} \quad (\text{B})$$

式中：(r<sub>2</sub>-r<sub>1</sub>)即规模风险因素修正，(g<sub>1</sub>-g<sub>2</sub>)即增长率因素修正；

r<sub>1</sub>：为对比公司规模风险； g<sub>1</sub>：为对比公司预期增长率；

r<sub>2</sub>：为被评估企业规模风险； g<sub>2</sub>：为被评估企业预期增长率；

σ<sub>1</sub>：为对比公司的(1+g)/(r-g)。

被评估单位市场价值为：

$$\text{FMV}_2 = \text{DCF}_2 \times \sigma_2$$

NOIAT、EBIT、EBITDA 比率乘数分别按如下方法估算和修正：

#### (1) NOIAT 比率乘数计算过程

式(A)中 r-g 实际就是资本化率，或者准确地说是对于 DCF 的资本化率。如果 DCF 是全投资资本形成的税后现金流，如 NOIAT，相应的 r 应该是全部投资资本的折现率 WACC。因此有如下公式：

$$\frac{\text{FMV}}{\text{NOIAT}} = \frac{1 + g}{\text{WACC} - g}$$

#### ①折现率 r 的估算

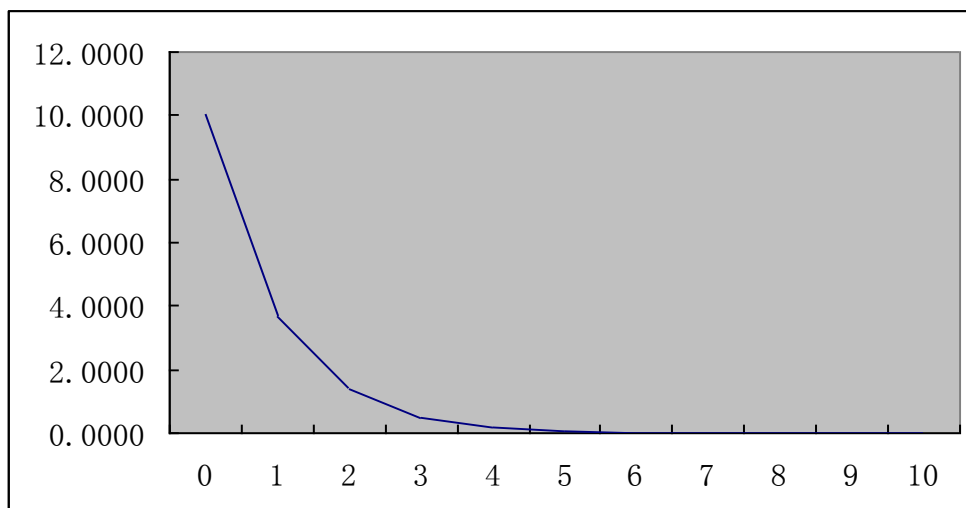
由于对比公司全部为上市公司，因此其市场价值可以非常容易确定，可以通过其加权资金成本估算其折现率，即

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

对于被评估单位的折现率采用对对比公司的折现率修正的方法进行估算。有关对比公司折现率和被评估单位折现率的估算，请详见市场法估算附表和收益法估算附表。

## ②预期长期增长率 g 的估算

所谓预期长期增长率就是对比公司评估基准日后的长期增长率,对于企业未来的增长率应该符合一个逐步下降的一个趋势,也就是说其增长率应该随着时间的推移,增长率逐步下降,理论上说当时间趋于无穷时,增长率趋于零,其关系可以用以下图示:



根据对比公司和被评估单位的历史数据为基础分别采用高登增长模型和趋势预测法预测预期增长率 g。

## ③NOIAT 比率乘数 $\sigma$ 的估算

根据式(B), 有:

$$\sigma_2 \Big|_{\text{NOIAT}} = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)} \Big|_{\text{NOIAT}}$$

式中:  $r_1$  : 为对比公司折现率 WACC;  $g_1$ : 为对比公司预期增长率;

$r_2$ : 为被评估企业折现率 WACC;  $g_2$ : 为被评估企业预期增长率;

$\sigma_1$ : 为对比公司的  $(1+g)/(r-g)$ 。

### (2) EBIT 比率乘数计算过程

#### ①折现率 r 的估算



根据公式：

$$\frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} = \frac{NOIAT}{D + E} = \frac{EBIT}{D + E} \times \frac{NOIAT}{EBIT}$$

因此：
$$\frac{EBIT}{D + E} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBIT}{NOIAT} = \frac{r_{EBIT} - g_{EBIT}}{1 + g_{EBIT}}$$

即：
$$r_{EBIT} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBIT}{NOIAT} \times (1 + g_{EBIT}) + g_{EBIT}$$

## ②预期长期增长率 g 的估算

根据公式：

$$EBIT = \frac{NOIAT - DA \text{ (折旧 / 摊销)}}{(1 - T)}$$

在企业按现状持续经营假设前提下，企业每年的 DA 变化不大，可以忽略，则有：

$$\Delta EBIT = \frac{\Delta NOIAT}{(1 - T)}$$

$$\frac{\Delta EBIT}{EBIT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT} \times \frac{1}{(1 - T)} \times \frac{NOIAT}{EBIT}$$

定义：

$$\lambda = \frac{NOIAT}{EBIT}, \quad g_{EBIT} = \frac{\Delta EBIT}{EBIT}, \quad g_{NOIAT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT}$$

则：
$$g_{EBIT} = \frac{\lambda \times g_{NOIAT}}{1 - T}$$

## ③EBIT 比率乘数 σ 的估算

根据式(B)，有：

$$\sigma_2 \Big|_{\text{EBIT}} = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)} \Big|_{\text{EBIT}}$$

### (3) EBITDA 比率乘数计算过程

#### ①折现率 r 的估算

根据公司：

$$\frac{\text{WACC} - g_{\text{NOIAT}}}{1 + g_{\text{NOIAT}}} = \frac{\text{NOIAT}}{D + E} = \frac{\text{EBITDA}}{D + E} \times \frac{\text{NOIAT}}{\text{EBITDA}}$$

$$\frac{\text{EBITDA}}{D + E} = \frac{\text{WACC} - g_{\text{NOIAT}}}{1 + g_{\text{NOIAT}}} \times \frac{\text{EBITDA}}{\text{NOIAT}} = \frac{r_{\text{EBITDA}} - g_{\text{EBITDA}}}{1 + g_{\text{EBITDA}}}$$

即：

$$r_{\text{EBITDA}} = \frac{\text{WACC} - g_{\text{NOIAT}}}{1 + g_{\text{NOIAT}}} \times \frac{\text{EBITDA}}{\text{NOIAT}} \times (1 + g_{\text{EBITDA}}) + g_{\text{EBITDA}}$$

#### ②预期长期增长率 g 的估算

根据公式：

$$\text{EBITDA} = \frac{\text{NOIAT}}{(1 - T)} - \frac{T}{(1 - T)} \text{DA}$$

在企业按现状持续经营假设前提下，企业每年的 DA 变化不大，可以忽略，则有：

$$\Delta \text{EBITDA} = \frac{\Delta \text{NOIAT}}{(1 - T)}$$

$$\frac{\Delta \text{EBITDA}}{\text{EBITDA}} = \frac{\Delta \text{NOIAT}}{\text{NOIAT}} \times \frac{1}{1 - T} \times \frac{\text{NOIAT}}{\text{EBITDA}}$$

定义：

$$\delta = \frac{\text{NOIAT}}{\text{EBITDA}}, \quad g_{\text{EBITDA}} = \frac{\Delta \text{EBITDA}}{\text{EBITDA}}, \quad g_{\text{NOIAT}} = \frac{\Delta \text{NOIAT}}{\text{NOIAT}}$$

$$\text{则: } g_{\text{EBITDA}} = \frac{\delta \times g_{\text{NOIAT}}}{1 - T}$$

### ③比率乘数 $\sigma$ 的估算

根据式(B), 有:

$$\sigma_2 \Big|_{\text{EBITDA}} = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)} \Big|_{\text{EBITDA}}$$

分别采用上述的比率乘数修正系数修正被评估单位的相应比率乘数后可以通过以下方式得到被评估单位的市场价值:

$$\text{对比公司比率乘数} = \left( \frac{\text{对比公司市场价值}}{\text{对比公司分析参数}} \right)_{\text{对比公司}}$$

被评估单位比率乘数 = 对比公司比率乘数  $\times$  修正系数 P

被评估单位市场价值 = 被评估单位比率乘数  $\times$  被评估单位相应分析参数。

## 2、比率乘数的计算时间

在计算比率乘数时限时选用与评估基准日相近的年报或中报财务数据即可, 比率乘数采用最近一年的数据。

## 3、缺少流通折扣的估算

### (1) 缺少流通性对股权价值的影响

流通性定义为资产、股权、所有者权益以及股票等以最小的成本, 通过转让或者销售方式转换为现金的能力。

缺少流通折扣定义为: 在资产或权益价值基础上扣除一定数量或一定比例, 以体现该资产或权益缺少流通性。

股权的自由流通性是对其价值有重要影响的。由于本次评估的企业是非上市公司, 其股权是不可以在股票交易市场上交易的, 这种不可流通性对其价值是有影响的。

流通性实际是资产、股权、所有者权益以及股票在转换为现金时其价值不发生损失的能力，缺少流通性就是资产、股权等在转换为现金时其价值发生一定损失。美国评估界在谈论缺少流通性时一般包含两个层面的含义：1）对于控股股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少变现性”（Discount for Lack of Liquidity 或者 DLLOL），既该股权在转换为现金的能力方面存在缺陷，也就是股权缺少流通折扣就是体现该股权在不减少其价值的前提下转换为现金的能力方面与具有流通性的股权相比其价值会出现的一个贬值；2）对于少数股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少交易市场”（Discount for Lack of Marketability 或者 DLLOM），既，由于这类股权没有一个系统的有效的交易市场机制，使这些股权可以方便的交易，造成这类股权交易的活跃程度等方面受到制约，不能与股票市场上的股票交易一样具有系统的市场交易机制，因此这类股权的交易价值与股票市场上交易的股票相比存在一个交易价值的贬值。

一般认为不可流通股与流通股之间的价格差异主要由下列因素造成：①承担的风险。流通股的流通性很强，一旦发生风险后，流通股持有者可以迅速出售所持有股票，减少或避免风险。法人股持有者在遇到同样情况后，则不能迅速做出上述反映而遭受损失。②交易的活跃程度。流通股交易活跃，价格上升。法人股缺乏必要的交易人数，另外法人股一般数额较大，很多投资者缺乏经济实力参与法人股的交易，因而，与流通股相比，交易缺乏活跃，价格较低。

## （2）缺少流通性对股权价值影响的定量研究

不可流通性影响股票价值这一事实是普遍存在的，有很多这方面的研究。目前国际上定量研究缺少流通折扣率的主要方式或途径主要包括以下几种：

### ①限制性股票交易价格研究途径（“Restricted Stock Studies”）。

该类研究途径的思路是通过研究存在转让限制性的股票的交易价与同一公司转让没有限制的股票的交易价之间的差异来定量估算缺少流通性折扣。在美国的上市公司中，存在一种转让受到限制性股票，这些股票通常有一定的限制期，在限制期内不能进入股票市场交易，或者需要经过特别批准才能进场交易。但这些股票可以进行场外交易。

下面的表格是对上述限制股研究的一个总结：

序号	研究名称	覆盖年份	折扣率平均值(%)
1	SEC Overall Average	1966-1969	25.8
2	SEC Non-reporting OTC Companies	1966-1969	32.6
3	Gelman	1968-1970	33
4	Trout	1968-1972	33.5
5	Moroney		35.6
6	Maher	1969-1973	35.4
7	Standard Research Consultants	1978-1982	45
8	Willamette Management Associates	1981-1984	31.2
9	Silber Study	1981-1988	33.8
10	FMV Study	1979-1992.4	23
11	FMV Restricted Stock Study	1980-2001	22.1
12	Management Planning, Inc.	1980-1995	27.7
13	Bruce Johnson	1991-1995	20
14	Columbia Financial Advisors	1996-1997.2	21
15	Columbia Financial Advisors	1997.5-1998	13

从上述研究结论中可以看出利用上世纪 90 年代前限制期为 2 年的限制股交易价格研究缺少流通折扣率大约在 30%左右，利用 90 年代后的数据研究的结论则在 20%左右，这个差异主要是由于限制股的限制期由 2 年变为 1 年的原因。

## ②IPO 前交易价格研究途径（“Pre-IPO Studies”）。

该类研究的思路是通过公司 IPO 前股权交易价格与后续上市后股票交易价格对比来研究缺少流通折扣率。根据美国证券市场的相关规定，公司在进行 IPO 时需要向美国证监会（SEC）报告公司前 2 年发生的所有股权交易情况，因此 IPO 前研究一般是根据公司 IPO 前 2 年内发生的股权交易的价格与 IPO 后上市后的交易价格的差异来定量估算缺少流通折扣率的。

IPO 前研究主要 Robert W. Baird & Company 的研究，该研究包含了 1980 年到 2000 年超过 4,000 个 IPO 项目以及 543 项满足条件的 IPO 前交易案例的数据，研究结果表明从 1980 年到 2000 年缺少流通折扣率的中位值和平均值分别为 47% 和 46%。研究结果数据如下：

研究涵盖日期	IPO 项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1997-2000	1,847	266	50%	52%
1995-1997	732	84	43%	41%

研究涵盖日期	IPO 项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1994-1995	318	45	45%	47%
1991-1993	443	49	45%	43%
1990-1992	266	30	34%	33%
1989-1990	157	17	46%	40%
1987-1989	98	21	43%	43%
1985-1986	130	19	43%	43%
1980-1981	97	12	59%	68%
1980-2000	4,088	543	46%	47%

另一个研究是 Valuation Advisor 研究，该研究收集并编辑了大约 3,200 个 IPO 前交易的案例，并建立一个 IPO 前研究缺少流通折扣率的数据库。这个研究包括的数据主要是公司 IPO 前 2 年内普通股、可转换债券、优先股以及股票期权等的交易价格。1999 年到 2008 年的交易汇总表如下：

IPO 前交易时间	1-90 天	91-180 天	181-270 天	271-365 天	1-2 年
1999 折扣率中位值	30.80%	53.90%	75.00%	76.90%	82.00%
2000 折扣率中位值	28.70%	45.10%	61.50%	68.90%	76.60%
2001 折扣率中位值	14.70%	33.20%	33.40%	52.10%	51.60%
2002 折扣率中位值	6.20%	17.30%	21.90%	39.50%	55.00%
2003 折扣率中位值	28.80%	22.30%	38.40%	39.70%	61.40%
2004 折扣率中位值	16.70%	22.70%	40.00%	56.30%	57.90%
2005 折扣率中位值	14.80%	26.10%	41.70%	46.10%	45.50%
2006 折扣率中位值	20.70%	20.80%	40.20%	46.90%	57.20%
2007 折扣率中位值	11.10%	29.40%	36.30%	47.50%	53.10%
2008 折扣率中位值	20.30%	19.20%	45.80%	40.40%	49.30%

目前，美国一些评估分析人员相信 IPO 前研究缺少流通折扣率与限制股交易研究相比，对于非上市公司，可以提供更为可靠的缺少流通折扣率的数据。原因是 IPO 前的公司股权交易与实际评估中的非上市公司的股权交易情况更为接近，因此按 IPO 前研究得出的缺少流通折扣率更为适合实际评估中的非上市公司的情况。

### ③国内缺少流通折扣率的定量估算

缺少流通性的资产存在价值贬值这一规律在中国国内也是适用的，国内的缺少流通性折扣也是客观存在的。借鉴国际上定量研究缺少流通折扣率的方式，本次评估结合国内实际情况采用非上市公司购并市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率。其基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市盈率

(P/E)，然后与同期的上市公司的市盈率 (P/E) 进行对比分析，通过上述两类市盈率的差异来估算缺少流通折扣率。

通过收集发生在 2018 年的 625 个非上市公司的并购案例和截止 2018 年底的 2318 多家上市公司的数据，分析对比上述两类公司的市盈率数据，得到如下数据：

**缺少流通折扣率计算表**

序号	行业名称	非上市公司 并购		上市公司		缺少流 通折扣 率
		样本 点数 量	市盈 率平 均值	样本 点数 量	市盈 率平 均值	
1	采矿业	6	21.44	49	24.26	<b>11.62%</b>
2	电力、热力生产和供应业	33	16.94	51	26.92	<b>37.05%</b>
3	水的生产和供应业	10	18.28	14	23.03	<b>20.61%</b>
4	房地产业	25	13.66	94	19.27	<b>29.10%</b>
5	建筑业	16	17.34	76	21.90	<b>20.81%</b>
6	仓储业	3	18.99	5	39.68	<b>52.13%</b>
7	运输业	18	19.63	65	25.20	<b>22.08%</b>
8	装卸搬运和运输代理业	4	12.57	5	19.69	<b>36.18%</b>
9	教育	3	43.08	2	80.61	<b>46.56%</b>
10	货币金融服务	17	12.26	28	7.16	<b>-71.30%</b>
11	其他金融业	18	18.64	8	32.10	<b>41.91%</b>
12	资本市场服务	12	22.18	33	37.38	<b>40.66%</b>
13	科学研究和技术服务业	13	40.69	3	65.55	<b>37.92%</b>
14	专业技术服务业	18	31.33	37	40.78	<b>23.19%</b>
15	农、林、牧、渔业	8	29.04	20	40.49	<b>28.29%</b>
16	零售业	26	21.29	64	28.15	<b>24.35%</b>
17	批发业	48	22.23	59	27.31	<b>18.62%</b>
18	生态保护和环境治理业	5	18.91	29	26.56	<b>28.79%</b>
19	卫生和社会工作	10	16.90	8	52.33	<b>67.71%</b>
20	文化、体育和娱乐业	7	33.84	18	42.24	<b>19.90%</b>
21	互联网和相关服务	9	26.25	42	33.20	<b>20.92%</b>
22	软件和信息技术服务业	48	28.49	131	48.68	<b>41.47%</b>
23	电气机械和器材制造业	22	20.14	155	33.68	<b>40.19%</b>
24	纺织业	5	15.85	53	30.91	<b>48.72%</b>
25	非金属矿物制品业	7	18.90	59	22.91	<b>17.50%</b>
26	黑色金属冶炼和压延加工业	5	6.29	28	8.54	<b>26.37%</b>
27	化学原料和化学制品制造业	39	21.44	205	29.72	<b>27.86%</b>
28	计算机、通信和其他电子设备制造业	32	31.47	220	41.89	<b>24.88%</b>

序号	行业名称	非上市公司 并购		上市公司		缺少流 通折扣 率
		样 本 点 数 量	市 盈 率 平 均 值	样 本 点 数 量	市 盈 率 平 均 值	
29	金属制品业	11	20.02	42	32.51	<b>38.44%</b>
30	汽车制造业	11	16.74	88	27.00	<b>37.99%</b>
31	食品制造业	14	25.95	32	36.43	<b>28.77%</b>
32	通用设备制造业	9	18.02	89	36.21	<b>50.24%</b>
33	橡胶和塑料制品业	9	13.65	52	33.11	<b>58.78%</b>
34	医药制造业	17	27.17	187	33.56	<b>19.06%</b>
35	仪器仪表制造业	3	36.28	36	41.63	<b>12.84%</b>
36	有色金属冶炼和压延加工业	10	22.26	44	33.09	<b>32.73%</b>
37	造纸和纸制品业	3	33.53	19	26.68	<b>-25.69%</b>
38	专用设备制造业	24	24.98	131	35.77	<b>30.19%</b>
39	商务服务业	50	25.09	34	29.06	<b>13.66%</b>
40	租赁业	3	25.97	3	39.84	<b>34.82%</b>
<b>41</b>	<b>合计/平均值</b>	<b>625</b>	<b>22.69</b>	<b>2318</b>	<b>33.38</b>	<b>27.90%</b>

说明：（1）本表通过非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较估算(2018 年按行业)；（2）原始数据来源：Wind 资讯、CVSource

通过上表中的数据，可以看出每个行业中非上市公司的平均值市盈率与上市公司的平均市盈率相比存在一定差异，这个差异应该可以认为主要是缺少流通因素造成的，因此通过这种方式估算缺少流通折扣率的数值。通过分析得到各行业的平均值大约为 27.90%。

#### 4、非经营性资产/负债的评估

根据企业提供的评估基准日经审计的资产负债表，对被评估单位提供的财务报表进行必要的审查，对其资产和收益项目根据评估的需要进行必要的分类或调整。对非经营性资产/负债的评估，参见收益法相关内容。

#### 5、上市公司比较法评估结论的分析确定

##### （1）比率乘数确定

EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 都是反映企业获利能力与全投资市场价值之间关系的比率乘数，这种比率乘数直接反映了获利能力和价值之间的关系，其中 EBIT 比率乘数最大限度地减少了由于债务结构和所得税造成的影



响，EBITDA 比率乘数在 EBIT 比率乘数的基础上又可以最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的税收等方面的影响，NOIAT 比率乘数在 EBITDA 比率乘数的基础上可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等方面的影响。因此最后确定采用计算的 NOIAT 比率乘数、EBIT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数的分别计算企业全投资市场价值。具体计算采用如下公式：

$$\text{被评估单位比率乘数} = \text{对比公司比率乘数} \times \text{修正系数}$$

NOIAT 比率乘数、EBIT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数的计算结果如下：

**NOIAT 比例乘数计算表**

对比公司名称	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 NOIAT 增长率	目标公司 NOIAT 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
洽洽食品	12.17%	11.25%	7.00%	7.58%	-0.93%	-0.58%	17.71	23.73	25.84
好想你	10.35%	10.02%	4.00%	7.58%	-0.33%	-3.58%	12.16	23.20	
来伊份	12.29%	11.43%	8.50%	7.58%	-0.86%	0.92%	25.71	25.18	
黑芝麻	8.89%	8.65%	5.00%	7.58%	-0.25%	-2.58%	16.31	29.83	
三全食品	11.57%	11.02%	8.50%	7.58%	-0.55%	0.92%	31.19	27.97	
保龄宝	10.10%	9.38%	4.00%	7.58%	-0.73%	-3.58%	12.10	25.13	

**EBIT 比例乘数计算表**

对比公司名称	NOIAT/EBIT(λ)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 EBIT 增长率	目标公司 EBIT 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
洽洽食品	97.32%	14.50%	13.05%	9.08%	8.79%	-1.45%	0.30%	17.23	21.02	26.26
好想你	133.78%	12.02%	11.62%	7.14%	8.79%	-0.40%	-1.65%	16.27	24.02	
来伊份	279.29%	33.30%	13.26%	31.65%	8.79%	-20.04%	22.87%	71.81	23.35	
黑芝麻	115.17%	11.14%	10.02%	7.68%	8.79%	-1.12%	-1.11%	18.79	31.06	
三全食品	216.37%	26.15%	12.78%	24.52%	8.79%	-13.37%	15.74%	67.48	25.81	
保龄宝	204.41%	12.77%	10.87%	9.62%	8.79%	-1.89%	0.83%	24.74	32.29	

**EBITDA 比例乘数计算表**

对比公司名称	NOIAT/EBITDA(δ)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司EBITDA增长率	目标公司EBITDA增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
洽洽食品	81.71%	13.99%	12.55%	7.63%	7.78%	-1.44%	-0.16%	14.47	18.46	20.50
好想你	84.36%	12.06%	10.95%	4.50%	7.78%	-1.11%	-3.28%	10.26	18.61	
来伊份	81.37%	13.91%	12.79%	9.22%	7.78%	-1.13%	1.44%	20.92	19.48	
黑芝麻	77.72%	10.20%	9.17%	5.18%	7.78%	-1.03%	-2.60%	12.68	23.12	
三全食品	97.66%	14.28%	12.25%	11.07%	7.78%	-2.03%	3.28%	30.46	21.98	
保龄宝	91.91%	10.98%	10.11%	4.33%	7.78%	-0.87%	-3.46%	11.13	21.34	

## (2) 市场法评估结论的分析确定

根据上述计算得出被评估单位 NOIAT 比率乘数、EBIT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数后，采用计算的 NOIAT 比率乘数、EBIT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数的分别计算企业全投资市场价值，并考虑缺少流通折扣，最后取其平均值作为被评估企业的全投资市场价值。

具体计算结果如下表：

金额单位：万元

序号	参数名称	NOIAT	EBIT	EBITDA
1	被评估公司企业价值	416,858.02	482,577.45	428,761.50
2	企业价值平均值	442,732.32		
3	企业价值(取整)	442,700.00		

## (六) 市场法评估结论

经评估，截止评估基准日 2019 年 12 月 31 日，郝姆斯模拟剥离后的整体企业价值在持续经营条件下市场法的评估值为人民币 442,700.00 万元。

上述内容已在草案（修订稿）之“第五节 标的资产评估情况”之“三、市场法评估情况”中补充披露。

## 三、独立财务顾问查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易的定价系双方在公平、自愿的原则下，经过友好协商及谈判最终确定的，未以评估报告结论作为定价依据。上市公司聘请中同华评估作为评估机构，以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日对交易标的模

拟剥离后的企业整体价值进行评估并出具《评估报告》，是为从独立评估机构的角度为标的公司市场价值提供参考；上市公司已补充披露了评估测算过程、测算数据、调整因素等内容。

**问题 9：**《草案》显示，郝姆斯在其杭萧国用（2014）第 3000025 号《国有土地使用权》载明的国有土地上自建的房屋建筑物、浙（2018）杭州（大江东）不动产权第 0000153 号《不动产权证》载明的国有土地上自建的房屋建筑物均未取得房屋产权证书。请补充说明上述产权是否存在权属纠纷及相关法律风险，本次交易完成后对上市公司是否存在影响。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

**回复：**

**一、请补充说明上述产权是否存在权属纠纷及相关法律风险**

**（一）杭萧国用（2014）第 3000025 号《国有土地使用证》载明的国有土地上自建的房屋建筑物**

根据郝姆斯提供的资料及说明，截至本核查意见出具之日，郝姆斯在其杭萧国用（2014）第 3000025 号《国有土地使用证》载明的国有土地上自建了房屋建筑物即 1#厂房、2#厂房、3#厂房、4#厂房、5#宿舍楼（本题项下，以上简称为房屋建筑物），就该等房屋建筑物建设事宜，郝姆斯已分别取得了编号为地字第 330109201400272 号的《建设用地规划许可证》、编号为建字第 330111201500026 号的《建设工程规划许可证》、编号为 330190201507230101 号的《建筑工程施工许可证》，并已取得建设工程竣工验收消防备案情况登记表。该等房屋建筑物的产权不存在产权纠纷，但因在该自有土地上建设了临时性建筑，郝姆斯尚未就该等房屋建筑物取得相应房屋产权证书。

根据《中华人民共和国城乡规划法》的相关规定，未经批准进行临时建设的，由所在地城市、县政府城乡规划主管部门责令限期拆除，可以并处临时建设工程造价一倍以下的罚款。郝姆斯上述自建临时性建筑未履行相关批准手续，存在被主管部门责令限期拆除并处罚款的风险。

根据郝姆斯的说明，截至本核查意见出具之日，上述临时建筑物未收到任何主管部门责令限期拆除或罚款的通知。根据杭州市规划和自然资源局钱塘新区分局于 2020 年 1 月 16 日出具的说明“郝姆斯 2018 年至今未曾因其违反规划管理法规进行过违法认定，也无违法违规用地处罚记录。”根据郝姆斯的说明，郝姆斯拟于 2020 年 3 月完成上述临时性建筑的拆除，并有望于 2020 年 4 月取得该等房屋建筑物的产权证书，上述房屋建筑物取得权属证书不存在法律障碍，郝姆斯上述房屋建筑物不存在产权纠纷或其他潜在纠纷。

## **（二）浙（2018）杭州（大江东）不动产权第 0000153 号《不动产权证书》载明的国有土地上自建的房屋建筑物**

根据郝姆斯提供的资料及说明，郝姆斯在其浙（2018）杭州（大江东）不动产权第 0000153 号《不动产权证书》载明的国有土地上已自建了房屋建筑物，就该等房屋建筑物建设事宜，郝姆斯已分别取得了编号为地字第 330111201700044 号的《建设用地规划许可证》、编号为建字第 330111201800070 号的《建设工程规划许可证》、330190201810230101 号的《建筑工程施工许可证》。但前述房产因尚未竣工验收，暂未取得相关房屋产权证书。

根据郝姆斯的说明，该等房屋预计于 2020 年 6 月完成竣工验收，并拟于竣工验收后申请办理相关房屋产权证书。上述房屋建筑物取得权属证书不存在法律障碍，郝姆斯上述房屋建筑物不存在产权纠纷或其他潜在纠纷。

## **二、本次交易完成后对上市公司是否存在影响**

根据好想你与百事饮料于 2020 年 2 月 21 日签署的《股权转让协议》，（1）上市公司已向百事饮料充分披露了上述土地自建的房屋建筑物未取得房屋产权证书的情形；（2）双方约定，若因郝姆斯未获得与任何物业有关的房屋所有权证，或不能获得任何该等房屋所有权证，从而给交易对方、郝姆斯及其各自的继受人（以下简称买方受偿人）造成任何或实际损失，均由好想你作出补偿；（3）买方应在交割日后两年内向卖方提出权利主张；（4）本协议项下，上市公司的违约赔偿责任应受限于免赔额和赔偿限额的约定。上市公司就所有索赔合计享有 500 万元的免赔额，若上市公司承担的所有索赔总额超出 500 万元，则上市公司的责

任应限于该超出的金额。上市公司就所有索赔的合计赔偿限额（不包括郝姆斯股权权属纠纷等特定事项）不超过购买价款的 15%。

上述内容已在草案（修订稿）之“第四节 交易标的基本情况”之“八、主要资产、负债状况及对外担保情况”之“（一）主要资产及权属状况”之“1、房屋产权及租赁的情况”补充披露。

### 三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

郝姆斯于杭萧国用（2014）第 3000025 号《国有土地使用证》载明的国有土地上自建的房屋建筑物不存在权属纠纷或其他实质性法律风险；郝姆斯于浙（2018）杭州（大江东）不动产权第 0000153 号《不动产权证书》载明的国有土地上自建的房屋建筑物不存在权属纠纷或其他实质性法律风险。好姆斯在报告期内无违法违规用地处罚记录。

根据《股权转让协议》，如因郝姆斯上述房产不能获得房屋产权证书从而给买方受偿人造成任何或实际损失，且买方受偿人在交割日后两年内提出权利主张，上市公司需在特定限额范围内向买方受偿人作出补偿。同时，考虑免赔额和赔偿限额的保护，上市公司因无法办理房屋所有权证所需承担的赔付金额较低。上述违约赔偿风险已在草案（修订稿）之“第十一节 风险因素”之“一、本次交易有关的风险”之“（五）交易对方未来就相关陈述、保证和补偿事项向上市公司追索赔偿的风险”中披露。除此之外，上述事项在本次交易后对上市公司不存在其他实质不利影响。

**问题 11：《草案》显示，2019 年末，郝姆斯对上市公司其他应收款余额为 2,490 万元，主要为与上市公司往来款、押金保证金等。除此之外，截至报告书签署日，不存在其他关联方对郝姆斯非经营性资金占用情况。上述非经营性往来应于交割前全额结清或解除。请详细说明上述其他应收款发生的具体原因。请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见。**

回复：

#### 一、其他应收款发生的具体原因

截至 2019 年 12 月 31 日，郝姆斯其他应收上市公司 2,490.00 万元，该笔款项系郝姆斯向好想你转让其对浙江恒宇的预付款债权所致。浙江恒宇为郝姆斯食品生产供应商，主要向郝姆斯供应冻干榴莲干、冻干黄桃干等产品，为便于浙江恒宇榴莲原料季节性采购，郝姆斯向浙江恒宇支付预付款，并将采购预付款用于抵扣部分货款。

2019 年 12 月 31 日，好想你、郝姆斯、浙江恒宇签订《债权转让协议》，郝姆斯将其对浙江恒宇享有的债权全部转让给好想你，债权转让金额为 2,490.00 万元。协议约定，转让后浙江恒宇向好想你交付满足好想你需求的产品（产品价值与债务金额相等），否则好想你有权要求浙江恒宇履行偿还上述预付款的义务，并按协议签署之日起按照 4.25% 年利率支付相应利息给好想你。浙江恒宇法定代表人张哲玮对该债务承担连带清偿保证责任。

*上述内容已在草案（修订稿）“第四节 交易标的基本情况”之“七、未决诉讼、关联方非经营性资金占用、为关联方提供担保”之“（二）关联方非经营性资金占用、为关联方提供担保情况”补充披露。*

## 二、独立财务顾问查意见

经核查，独立财务顾问认为：郝姆斯对好想你 2490 万元其他应收款余额发生的原因符合企业的实际情况，以上内容已补充披露。

## 三、关于交易进展

**问题 12：**《草案》显示，你公司向郝姆斯进行担保且未到期余额 6.7 亿元。根据《股权转让协议》，上市公司对郝姆斯的担保将于交割前解除。截至 2019 年 12 月 31 日，郝姆斯资产负债率达 74.09%。请补充说明上述担保解除方式、解除进展情况、是否已取得相关债权人的同意、是否将对本次交易产生重大障碍。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

一、担保解除方式、解除进展情况、是否已经取得债权人的同意、是否将对本次交易产生重大障碍

根据郝姆斯提供的资料并经郝姆斯说明，上市公司向郝姆斯进行担保且未到期余额为 6.7 亿元，其中，郝姆斯向银行实际借款合计为 5.25 亿元，截至本核查意见出具之日，郝姆斯已归还 1.03 亿元，就尚未到期的 4.22 亿元，郝姆斯的还款时间安排及还款能力主要如下：

银行名称	借款金额 (万元)	借款期限	具体还款时间 安排	还款说明/ 还款计划
招商银行	5,000.00	2019.8.26-2020.02.26	已归还	该借款协议已到期，郝姆斯已及时归还
	10,000.00	2019.9.10-2020.3.10	2020.3.10	到期还款
	5,000.00	2019.11.27-2020.3.27	2020.3.27	到期还款
民生银行	5,346.00	2019.9.17-2020.2.28	已归还	该借款协议已到期，郝姆斯已及时归还
	5,194.20	2020.01.03-2020.6.16	2020.6.16	到期还款
交通银行	3,000.00	2019.11.12-2020.5.12	2020.5.12	到期还款
	2,000.00	2019.11.26-2020.5.12	2020.5.12	到期还款
	3,000.00	2019.12.24-2020.6.24	2020.6.24	到期还款
	2,000.00	2019.12.25-2020.6.24	2020.6.24	到期还款
	2,000.00	2019.12.26-2020.6.24	2020.6.24	到期还款
北京银行	5,000.00	2019.12.06-2020.12.05	2020.6.24	2020年6月24日还款
	5,000.00	2019.12.18-2020.12.17	2020.6.24	2020年6月24日还款
合计	52,540.20	--		--

根据郝姆斯提供的预测现金流量表、郝姆斯自 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 3 月 4 日的大额银行流水、郝姆斯的银行余额表等资料，并根据郝姆斯出具的还款来源说明，郝姆斯财务状况良好，具备充分的还款能力，具体如下：（1）截至 2020 年 3 月 4 日，郝姆斯银行账户余额合计为 2.64 亿元，因此对于上述 2020

年3月10日到期的1亿元借款，郝姆斯账上有充足的现金确保及时还款；（2）郝姆斯盈利能力较好，具有较为充裕的现金流，上述1亿元借款还款后，郝姆斯银行账户余额为1.64亿元，而经郝姆斯测算，郝姆斯预计2020年3-6月经营活动产生的现金流量净额为2.73亿元，合计为4.37亿元。因此，郝姆斯具备充分的还款能力。对于剩余未到期的3.22亿元借款，郝姆斯财务部也将实时监控，确保按照如上还款时间及时还款。

上市公司及郝姆斯分别出具说明，确认上市公司、郝姆斯及相关贷款银行已口头协商一致，待郝姆斯履行完毕上述银行还款义务后，郝姆斯、上市公司、相关贷款银行将签署补充协议，解除相关授信额度协议、借款协议及担保协议。

上述内容已在草案（修订稿）之“第十节 同业竞争和关联交易”之“二、关联交易情况”之“（二）标的公司报告期内的关联交易情况”中补充披露。

## 二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：郝姆斯如按照上述还款计划在交割日前及时履行银行还款义务并及时解除相关担保协议，则上市公司对郝姆斯的担保需于交割前解除事项对本次交易不构成重大障碍。

**问题 13：**《草案》显示，本次交易尚需国家市场监督管理总局反垄断局对本次交易经营者集中申报的批准同意。请补充说明上述事项的进展情况，是否会对本次交易构成重大障碍。若未通过反垄断审批，你公司未来的发展计划。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

**回复：**

### 一、请补充说明上述事项的进展情况，是否会对本次交易构成重大障碍

根据从买方聘请的负责本次经营者集中申报事项的律师了解到的信息，同时查阅《中华人民共和国反垄断法》《国务院关于经营者集中申报标准的规定》《关于经营者集中申报的指导意见》《经营者集中申报办法》《经营者集中审查办法》等相关法律法规及拟提交国家市场监督管理总局反垄断局（“反垄断局”）的有关本次经营者集中事项的相关申报材料，并登录反垄断局官方网站查阅相关政策解读及审批案例，本次交易经营者集中申报进展如下：



(1) 双方目前正在积极准备有关本次经营者集中事项的相关申报材料，并拟于近期向反垄断局提交本次经营者集中申报；

(2) 郝姆斯和买方的产品仅存在有限横向重叠关系，本次交易不具有排除、限制竞争的效果，因此本次交易无法通过经营者集中审查的可能性较小；

(3) 买方聘请的负责本次经营者集中申报事项的律师也将积极与反垄断局沟通，及时推动本次经营者集中审查顺利完成。

此外，根据交易双方签署的《股权转让协议》，本次交易涉及的经营者集中申报为本次交易实施的先决条件，在反垄断局作出不实施进一步审查/对经营者集中不予禁止的决定或者逾期未作出决定之前，本次交易不能实施，但经营者集中申报事项及其进度不影响本次交易其他程序及《股权转让协议》约定的其他交割前事项的正常推进。

综上，根据从买方聘请的负责本次经营者集中申报事项的律师了解到的信息，本次交易不具有排除、限制竞争的效果，本次交易无法通过经营者集中审查的可能性较小；经营者集中申报事项及其进度不影响本次交易其他程序及《股权转让协议》约定的其他交割前事项的正常推进，本次交易的经营者集中申报事项预计对本次交易不构成重大障碍，但最终尚需以反垄断局的审查意见为准。

## **二、若未通过反垄断审批，你公司未来的发展计划**

根据《股权转让协议》的相关约定，若未通过反垄断审批，上市公司和买方可解除《股权转让协议》，上市公司和买方均不因此承担违约责任。

但若未通过反垄断审批，上市公司将无法实施本次交易，届时上市公司将继续落实红枣产业发展战略的同时采取更加积极的融合策略，加快与郝姆斯的融合步伐，具体规划如下：

公司将大力布局以红枣为核心的健康食品产业，落实健康食品发展战略。借助星火计划项目的实施，整合公司各类资源优势，赋能“有特色、有基础”的县域地方龙头企业，共建全国县域特色农产品运营平台，成为全国县域特色农产品运营商，打造“一品千店，一店千品”的销售新模式，完成“新一代健康食品的引领者”的战略目标。

在坚持布局以红枣为核心的健康食品产业基础上，上市公司将与郝姆斯在产品开发、供应链、信息系统等方面加强融合，进一步提升管理水平，发挥协同效应。

上述内容已在草案（修订稿）之“第七节 交易的合规性分析”之“一、本次交易符合《重组办法》第十一条对重大资产重组要求的情况”之“（一）符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定”中补充披露。

### 三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问：根据从买方聘请的负责本次经营者集中申报事项的律师了解到的信息，本次交易不具有排除、限制竞争的效果，本次交易无法通过经营者集中审查的可能性较小；经营者集中申报事项及其进度不影响本次交易其他程序及《股权转让协议》约定的其他交割前事项的正常推进，本次交易的经营者集中申报事项预计对本次交易不构成重大障碍，但最终尚需以反垄断局的审查意见为准。

**问题 14：**本次交易《股权转让协议》之“5.1 先决条件”所约定的先决条件是否已全部满足，若未全部满足，请说明相关事项进展情况及对本次交易的影响。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、《股权转让协议》之“5.1 先决条件”相关事项进展及对本次交易影响

##### （一）关于“5.1 先决条件”所约定的先决条件及其进展情况

截至本核查意见出具之日，本次交易《股权转让协议》之“5.1 先决条件”所约定的先决条件进展情况如下：

##### 1、先决条件一：上市公司股东大会正式批准本次交易

目前进展：尚未满足

根据中国证监会《关于〈上市公司重大资产重组管理办法〉实施后有关监管事项的通知》及深交所相关监管规定，深交所需对本次交易相关文件进行事后审

核。上市公司董事会决定暂不召开公司股东大会，待深交所事后审核完成后，上市公司将重新召开董事会，并将发布召开股东大会的通知，提请股东大会审议本次交易方案等相关事项。

## 2、先决条件二：需取得或完成的交易批准

(1) 竞争主管部门（如要求）已作出所有必要审查和批准，或被视为按双方可合理接受的条款已获得竞争主管部门的该等必要审查和批准，且所有该等审查和批准仍然完全有效

目前进展：尚未满足

本次交易双方目前正在积极准备有关本次经营者集中事项的相关申报材料，并拟于近期向反垄断局提交本次经营者集中申报。

(2) 郝姆斯已通过企业登记系统就本交易完成提交外商投资信息初始报告；郝姆斯完成在市场监管局的工商变更登记手续；郝姆斯已就郝姆斯变更为外商投资企业，完成向外汇局或其银行（如适用）的外商投资登记

目前进展：尚未满足

根据郝姆斯的说明，郝姆斯将于上市公司股东大会审议通过本次交易且本次交易完成经营者集中审查后，及时办理工商变更登记手续、提交外商投资信息初始报告，并完成向银行的外商投资登记工作。

## 3、先决条件三：上市公司已开立一个可用于接收购买价款的资产变现账户

目前进展：尚未满足

上市公司尚未开立可用于接收购买价款的资产变现账户。根据外汇相关法律法规的规定，待郝姆斯完成本次股权转让的工商变更登记手续并在银行完成基本信息登记后，上市公司才能在境内开立可用于接收购买价款的资产变现账户。根据上市公司的说明，在前述事项完成后，开立相关资产变现账户不存在法律障碍。

4、先决条件四：上市公司每项保证于本协议签署日在所有重大方面均是真实、准确且没有误导性，且直至交割日（或按照第 7.2.3 条确定的任何新交割日，含该日）在所有重大方面仍然是真实、准确且没有误导性，且未发生导致或合理

预期会导致对集团有重大不利变化的、对保证的任何未获补救的违反（忽略该等保证中包含的任何对重要性的限制条件）

目前进展：目前满足，但需截至交割日持续满足

上市公司每项保证于《股权转让协议》签署日在所有重大方面均是真实、准确且没有误导性，且上市公司已出具说明，说明其将切实遵守并敦促郝姆斯遵守该协议约定，确保直至交割日持续遵守和满足该先决条件。

5、先决条件五：未发生任何重大不利影响

目前进展：目前满足，但需截至交割日持续满足

根据上市公司的说明，郝姆斯目前满足该先决条件，且上市公司将切实敦促郝姆斯遵守该协议约定，确保直至交割日持续遵守和满足该先决条件。

6、先决条件六：不存在任何有效的适用法律或任何有权审批机关的政府命令禁止任何一方完成本协议项下拟议的交易

目前进展：目前满足，但需截至交割日持续满足

根据中国现行法律法规及规范性文件之规定，截至本核查意见出具之日，本次交易满足该先决条件；若相关法律法规及规范性文件于本次交易交割前未发生重大变化，则本次交易交割日将持续满足该先决条件。

7、先决条件七：已按照附件十六完成交割前重组

目前进展：尚未满足

根据上市公司、郝姆斯出具的说明，上市公司、郝姆斯拟于近期按照《股权转让协议》附件十六的约定启动交割前重组，并于交割日前完成。

8、先决条件八：股东个人不竞争承诺仍然完全有效。

目前进展：目前满足，但需截至交割日持续满足

目前满足该先决条件，且在石聚彬、石聚领关于承诺函承诺事项得以完全遵守的情况下，本次交易交割日将持续满足该先决条件。

## （二）若未能满足先决条件对本次交易的影响

根据《股权转让协议》的相关约定，（1）如果一方未能尽其商业上的合理努力以确保先决条件尽快满足，且该违反无法补救或未能及时补救，另外一方可单方终止本协议；（2）如果在最后截止日（股权转让协议签署之日起 12 个月）仍未能满足交割条件，买方可以单方解除《股权转让协议》，而无需因此承担违约责任；（3）如果上市公司股东大会审议通过本次交易且本次交易完成经营者集中审查后，郝姆斯未能及时办理工商变更登记手续，而被买方终止股权转让协议的，上市公司将构成违约并需向买方支付违约金 70,500,000 美元。

*上述内容已在草案(修订稿)之“第六节 本次交易合同的主要内容”之“二、《股权转让协议》的主要内容”之“(三) 交易合同主要内容”补充披露。*

## 二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：根据《股权转让协议》的相关约定，若未能满足先决条件且未经买方书面豁免（除经营者集中审查以外的事项，可经买方书面豁免），买方可以终止或解除股权转让协议，本次交易将不能实施；且在前述第（3）种达到股权交割条件但上市公司迟延办理股权交割并进而导致买方解约情形下，买方有权要求上市公司支付相应违约金。但根据《股权转让协议》的相关约定，上市公司和买方将尽其商业上的合理努力以确保上述先决条件尽快得到满足。

（本页无正文，为《招商证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对好想你健康食品股份有限公司的重组问询函>的核查意见》之签章页）

财务顾问主办人

\_\_\_\_\_  
王嘉成

\_\_\_\_\_  
赖 斌

招商证券股份有限公司

年 月 日