

证券代码：002695

证券简称：煌上煌

编号：2023—026

江西煌上煌集团食品股份有限公司

关于中证中小投资者服务中心《股东质询函》回复的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

江西煌上煌集团食品股份有限公司（以下简称“公司”）近日收到中证中小投资者服务中心《股东质询函》（投服中心行权函【2023】11号），公司收到《股东质询函》后高度重视，对相关问题进行了进一步复核并组织相关人员积极回复，现就相关问题回复并公告如下：

问题：

你公司与邵建国签署的《股权转让协议》约定，以标的公司2022年10月31日为基准日的评估结果为股权转让作价依据，双方商定本次股权转让总价款为人民币11,070.00万元。由于本次公告未披露资产评估相关情况，按照收购对价推算，真真老老整体估值达到4.11亿元。截止2022年10月底，真真老老净资产11,071.16万元，本次评估增值约270%。

你公司在本次交易公告中披露，真真老老近两年业绩呈现下滑态势，2021年净利润下滑至91.85万元，营业利润已经转负，2022年前十个月净利润下滑至-3053.45万元。在这种情况下，标的公司评估增值率达270%，请你公司说明本次资产评估的测算方法和测算过程，主要参数的选取情况及依据，充分说明标的公司本次评估值的原因及合理性。

回复：

公司委托上海东洲资产评估有限公司组织资产评估师朱卫明、杨飞燕等人，以2022年10月31日为评估基准日，对因公司拟收购股权所涉及的嘉兴市真真老老食品有限公司股东权益价值进行了清查核实、评定估算，并形成了东洲评报字【2023】第0343号资产评估报告。

一、评估方法介绍及评估方法选取

（一）评估方法

1、评估方法概述

依据《资产评估基本准则》，确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法及其衍生方法。

依据《资产评估执业准则-企业价值》，执行企业价值评估业务可以采用收益法、市场法、资产基础法三种基本方法：

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。对企业价值评估采用收益法，强调的是企业的整体预期盈利能力。

市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。对企业价值评估采用市场法，具有评估数据直接选取于市场，评估结果说服力强的特点。

资产基础法是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。对企业价值评估采用资产基础法，可能存在并非每项资产和负债都可以被充分识别并单独评估价值的情形。

2、评估方法的选择

依据《资产评估执业准则-企业价值》，“执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集等情况，分析收益法、市场法、资产基础法三种基本方法的适用性，选择评估方法。”，“对于适合采用不同评估方法进行企业价值评估的，资产评估专业人员应当采用两种以上评估方法进行评估。”

被评估单位为食品生产行业，除其有形资产外，还具有新型经营模式、服务平台、营销团队、经营资质等众多无形资源难以逐一识别和量化反映价值的特征，故采用资产基础法不能全面合理地反映企业的内在价值。

收益法是从资产的预期获利能力的角度评价资产，能完整体现企业的整体价值，其评估结果具有较好的可靠性和说服力。同时，被评估单位具备了应用收益法评估的前提条件：未来可持续经营、未来收益期限可以预计、股东权益与企业经营收益之间存在稳定的关系、未来经营收益可以预测量化、与企业预期收益相关的风险报酬能被估算计量，本次适合采用收益法评估。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法,适用市场法的前提条件是存在一个发育成熟、公平活跃的公开市场,且市场数据比较充分,在公开市场上有可比的交易案例。目前与被评估单位同一行业,产品类型、业务结构、经营模式相类似的上市公司数量较多。而且,本次评估目的即为股权收购提供市场价值参考,本次适合采用市场法评估。

综上分析,本次评估确定采用收益法和市场法进行评估。

(二) 评估结论选取

(1) 评估结论

根据国家有关资产评估的规定,我们本着独立、公正和客观的原则及执行了必要的评估程序,在本报告所述之评估目的、评估假设与限制条件下,得到被评估单位股东全部权益于评估基准日的市场价值评估结论:

收益法评估值

采用收益法对企业股东全部权益价值进行评估,得出被对评估单位在评估基准日的评估结果如下:

被评估单位合并口径归属于母公司股东权益账面值为 11,071.16 万元,评估值 43,030.00 万元,评估增值 31,958.84 万元,增值率 288.67%。

市场法评估值

采用市场法对企业股东全部权益价值进行评估,得出被评估单位在评估基准日的评估结果如下:

被评估单位合并口径归属于母公司股东权益账面值为 11,071.16 万元,评估值 43,903.00 万元,评估增值 32,831.84 万元,增值率 296.55%。

不同方法评估值的差异分析

本次评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 43,030.00 万元,比市场法测算得出的股东全部权益价值 43,903.00 万元低 873.00 万元,低 1.99%。

不同评估方法的评估结果差异的原因主要是各种评估方法对资产价值考虑的角度不同,收益法是从企业未来综合获利能力去考虑;市场法是从现时市场可比价格角度进行测算,导致各评估方法的评估结果存在差异。

评估结论的选取

根据《资产评估执业准则-企业价值》,对同一评估对象采用多种评估方法时,

应当结合评估目的、不同评估方法使用数据的质量和数量，采用定性或者定量的方式形成评估结论。

企业价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还应包含技术及研发团队优势、客户资源、业务网络、服务能力、管理优势、品牌优势等重要的无形资源的贡献。公司整体收益能力是企业所有环境因素和内部条件共同作用的结果。鉴于本次评估目的，收益法评估的途径能够客观、合理地反映评估对象的价值。

市场法是以资本市场上的参照物来评价评估对象的价值，由于资本市场波动较大，影响资本市场价格的因素较多，并且每个公司业务结构、经营模式、企业规模和资产配置不尽相同，所以客观上对上述差异的很难做到精确量化。考虑到本次收益法所使用数据的质量和数量优于市场法，故优选收益法结果。

通过以上分析，我们选用收益法评估结果作为本次被评估单位股东全部权益价值评估结论。

经评估，在评估基准日，上述各项假设条件成立的前提下，被评估单位股东全部权益价值为人民币 43,030.00 万元。大写人民币：肆亿叁仟零叁拾万元整。

二、收益法测算过程及主要参数选取

（一）收益法的定义和原理

企业价值评估中的收益法，是指通过将企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。

根据国家有关规定以及《资产评估准则-企业价值》，本次评估按照收益途径，采用现金流折现方法（DCF）估算企业的股东全部权益价值。

根据本次评估尽职调查情况以及评估对象资产构成和主营业务的特点，本次评估的基本思路是以评估对象经审计的会计报表口径为基础估算其权益资本价值。即首先按收益途径采用现金流折现方法（DCF），估算评估对象的经营性资产的价值，再加上基准日其他非经营性或溢余性资产的价值，来得到评估对象的企业价值。企业价值再扣减付息债务价值后，得出评估对象的股东全部权益价值。

（二）评估思路及模型

1、具体估值思路

（1）对纳入报表范围的资产和主营业务，按照最近几年的历史经营状况的

变化趋势和业务类型估算预期收益（净现金流量），并折现得到经营性资产的价值。

（2）将纳入报表范围，但在预期收益（净现金流量）估算中未予考虑的诸如基准日存在的溢余资产，以及定义为基准日存在的非经营性资产（负债），单独估算其价值。

（3）由上述二项资产价值的加和，得出评估对象的企业价值，再扣减付息债务价值以后，得到评估对象的权益资本（股东全部权益）价值。

2、评估模型

本次评估选择企业自由现金流模型。

本次评估的基本模型为：

$$E = B - D$$

式中：

E：评估对象的股东全部权益价值；

D：评估对象的付息债务价值；

B：评估对象的企业价值；

$$B = P + \sum C_i$$

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

式中：r：所选取的折现率；

资产评估专业人员，在综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、被评估单位的特定风险等相关因素确定折现率。

F_i ：评估对象未来第 i 年的预期收益（现金流）；

n ：明确的预测期期间是指从评估基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间。

评估人员在对企业收入结构、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。本次明确的预测期期间 n 选择为 9 年。

根据被评估单位所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等，确定预测期后收益期确定为无限期。

g —未来收益每年增长率，根据企业进入稳定期的因素分析预测期后的收益趋势，本次评估假定 n 年后 F_i 不变， g 取 2%。

ΣC_i : 评估对象基准日存在的溢余资产、非经营性资产或负债的价值。

3. 收益指标

本次评估，使用企业的自由现金流量作为评估对象的收益指标，其基本定义为：

$R = \text{净利润} + \text{税后的付息债务利息} + \text{折旧和摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金增加}$

根据评估对象的经营历史以及未来盈利预测，估算其未来预期的自由现金流量。将未来经营期内的自由现金流量进行折现处理并加和，测算得到企业经营性资产价值。

4. 折现率

本次评估采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 R ：

$$R = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

式中：

W_d ：评估对象的付息债务比率；

$$W_d = \frac{D}{(E + D)}$$

W_e ：评估对象的权益资本比率；

$$W_e = \frac{E}{(E + D)}$$

T ：所得税率；

R_d ：付息债务利率；

R_e ：权益资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 R_e ；

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

式中：

R_f ：无风险报酬率；

MRP ：市场风险溢价；

ε ：评估对象的特定风险调整系数；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

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

式中： β_t 为可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

D、E：分别为可比公司的付息债务与权益资本。

被评企业按公历年度作为会计期间，因而本项评估中所有参数的选取均以年度会计数据为准，以保证所有参数的计算口径一致。

（三）净利润预测及合理性分析

嘉兴市真真老老食品有限公司开创于 1939 年的嘉兴张家弄，历经三代粽子传人的传承经营，目前已成为中国嘉兴粽的代表品牌之一。

嘉兴市真真老老食品有限公司是目前全国最大的粽子生产单体工厂之一，已建成集技术研发、原辅料加工、食品生产为一体的现代化粽子产业园，占地约百亩，厂房建筑面积约 12 万平方米，拥有目前国内先进的粽子生产流水线，日产能突破 150 万只，且拥有强大的仓储实力和一件代发功能。

企业近年来的合并口径盈利情况如下：

项目 \ 年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-10 月	2022 全年
一、营业收入	34,450.10	45,605.39	42,636.67	32,773.49	34,843.09
二、营业利润	2,335.87	979.03	-161.35	-3,480.44	-3,731.36
三、净利润	2,005.44	1,000.71	91.85	-3,053.45	-3,106.78
净利润增长率		-50.10%	-90.82%		-3482.57%

2020 年度以来，国内经济环境变化对整体生产及运输造成不利影响，其季节性人力成本、运输成本均大幅上升；

尤其 2022 年 3 月以来，国内经济环境变化对公司生产经营造成不利影响。公司主要的生产基地位于浙江省嘉兴市，且销售区域主要集中在华东区域，上述地区的生产和销售均受到一定程度的影响。

一方面，公司多家经销商暂停营业，销售金额有所减少；且由于配送地区货物物流及快递运输不畅，导致公司部分客户无法及时收到货物，线上及线下业务均受到影响。另一方面，受经济环境变化影响，生产基地阶段性停工导致公司产量有所减少。

标的公司净利润 2020 年度起大幅下降，2020 年度净利润较 2019 年度下降 50.10%，2021 年度净利润较 2020 年度下降 90.825%，2022 年度标的公司销售旺

季受经济环境变化影响严重，净利润为负数。

2023 年度，全国全面放开，经济环境变化影响已全面消除，2023 年度企业收入水平及净利润水平预计恢复历史年度平均水平，未来年度随着企业的进一步发展，其营业收入及净利润均保持一定比例增长后保持稳定进行预测；

结合上述历史经营情况，管理层根据企业制定的发展规划，管理层对被评估企业盈利预测数据如下：

序号	项目 \ 年份	2023	2024	2025	2026
1	一、营业收入	48,987.57	56,606.56	64,332.97	70,909.80
2	二、营业利润	2,020.81	2,707.15	3,545.85	4,988.51
3	三、净利润	2,120.81	2,807.15	3,570.60	4,460.20

序号	项目 \ 年份	2027	2028	2029	2030
1	一、营业收入	77,254.96	85,238.83	92,439.80	97,014.81
2	二、营业利润	6,434.82	8,204.01	9,214.18	9,835.22
3	三、净利润	5,700.96	7,218.83	8,090.41	8,627.20

净利润预测具体分析如下：

1、营业收入合理性分析

企业历史年度及未来年度预测收入具体情况如下：

单位：万元（下同）

项目 \ 年份	2019 年 A	2020 年 A	2021 年 A	2022 年 A	2023	2024
营业收入合计	34,450.10	45,605.39	42,636.67	34,843.09	48,987.57	56,606.56
增长率		32.38%	-6.51%	-18.28%	40.59%	15.55%

项目 \ 年份	2025	2026	2027	2028	2029	2030
营业收入合计	64,332.97	70,909.80	77,254.96	85,238.83	92,439.80	97,014.81
增长率	13.65%	10.22%	8.95%	10.33%	8.45%	4.95%

公司近两年来营业收入持续下滑，尤其 2022 年较为明显，主要为受经济环境变化影响；随着 2023 年全面放开，预计 2023 年起营业收入将恢复至历史年度水平，未来年度收入保持一定比例增长并逐渐保持稳定。

粽子又称“角黍”、“角粽”，是我国历史文化积淀最为深厚的传统美食之一，除了具有节令食品的功能，粽子的礼品属性受到越来越多的关注，礼盒粽子、福利粽子等礼品粽子逐渐占据礼品市场的一席之地。粽子由于其口味独特、品种多样的特点，在浙江、江苏、上海等华东地区，粽子已成为主要的早餐及主食食品

之一。

➤ 标的公司行业发展情况趋势良好，各细分市场增量明显

从主营产品角度来看，标的公司所处行业为食品制造业；标的公司主要产品为粽子系列产品及其他类产品，其所属细分行业包括粽子食品、速冻食品、烘焙食品、方便食品等。标的公司行业发展情况趋势良好，各细分市场增量明显。

随着国民经济的稳步发展、居民消费水平的不断提高，我国食品制造业已形成门类比较齐全、技术不断进步、产品日益丰富、营销网络通畅的生产经营体系，食品制造业的快速发展成为我国经济发展的重要增长点之一。近年来，我国食品制造业总体发展态势良好，食品制造业企业顺应市场变化，推进结构调整，方便食品、焙烤食品等细分行业持续增长。2022年1-5月，全国规模以上食品制造业增加值同比增长4.3%；全国食品制造业营业收入8826.6亿元，同比增长7.2%；利润总额709.3亿元，同比增长10.1%。受益于我国庞大的人口基数和城镇化进程，食品制造业作为刚需行业，未来仍将保持稳步增长态势。

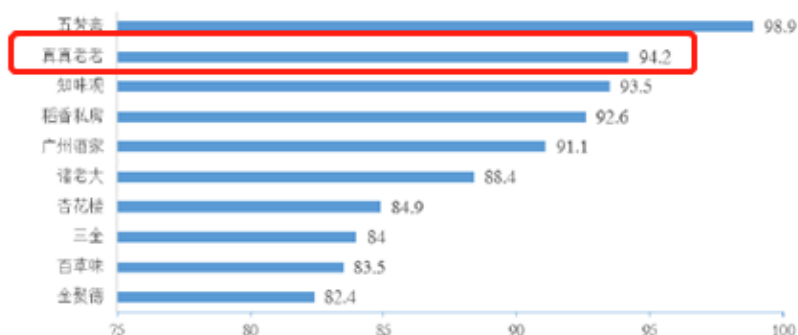
据统计，2015年我国粽子市场规模为49.16亿元，到2019年增长至73.37亿元，年复合增长率达10.53%。未来，随着传统文化的回归与弘扬，叠加粽子方便食品的属性，预计到2024年我国粽子市场规模将增长至102.91亿元，2020年至2024年的年复合增长率预计为7%，仍将保持良好的发展态势。

➤ 标的公司客户稳定，在手订单情况良好，未来经营预计能够达到预期

标的公司-嘉兴市真真老老食品有限公司开创于1939年的嘉兴张家弄，历经三代粽子传人的传承经营，目前已成为中国嘉兴粽的代表品牌之一。标的公司是目前全国最大的粽子生产单体工厂之一，已建成集技术研发、原辅料加工、食品生产为一体的现代化粽子产业园，占地约百亩，厂房建筑面积约12万平方米，拥有目前国内先进的粽子生产流水线。

公司主要产品为粽子系列产品及其他类产品，其中其他类产品包含粥类产品、青团类、其他米制品类等。根据艾媒金榜发布的《2021年中国粽子品牌线上发展排行榜单TOP10》，通过企业综合实力指标、全网媒体传播态势评价指标、用户口碑监测指标、专业分析师团队评价指标等综合评选。真真老老上榜2021年端午节粽子品牌排行榜，排名第二。

2021 年端午节粽子品牌排行榜



资料来源：《2021 年中国粽子品牌线上发展排行榜单 TOP10》，艾媒金榜，2021 年 6 月。

截至目前，标的公司在手订单金额合计 22,544.00 万元，覆盖 2023 年度预计收入 50%，受 2023 年度农历闰二月影响，2023 年端午节较历史年度推迟 1 个月，且考虑粽子等米面制品行业主要为经销模式，通常与经销商签订经销协议，经销商按照协议约定进行销售，标的公司已构建了较为成熟的销售网络，通过长期的品牌建设，其品牌认可度较高，并已入驻各大主流线上电商平台。

➤ 标的公司按照产品分类，营业收入分析如下：

公司主要产品为粽子系列产品及其他类产品，其中其他类产品包含粥类产品、青团类、其他米制品类等。

公司粽子系列产品按照保存工艺不同，分类为速冻类、锁鲜类及真空类。

（1）速冻类粽子

未来年度，按照企业战略规划，将逐步缩小该部分粽子的销售占比，主打产品逐渐转向高端粽子类市场，2022 年度经济环境变化影响，收入较历史年度下降明显，未来年度按照销售额逐渐下降后保持稳定进行预测。

（2）锁鲜类粽子

企业自主研发了常温锁鲜技术及工艺，并投入大额资金进行技术改革，采用常温锁鲜技术，以保持粽子的最佳口感，该技术为行业领先。2022 年度受经济环境变化影响，收入较历史年度下降明显，2023 年度逐渐恢复企业正常销售单价，且未来年度，根据企业战略规划，将加大该部分产品的推广及销售，结合企业的技术优势、品牌优势、生产优势、治疗优势、销售渠道优势，其未来年度销售单价按照逐步上升后保持稳定进行预测，销售数量于 2023 年度至 2025 年度销售维持较高增长率，2026 年度及以后年度销售量增长率逐渐下降后保持稳定进

行预测；

(3) 真空类粽子

真空类粽子为企业主打产品，2022 年度受经济环境变化影响，收入较历史年度下降明显，未来年度，销售单价逐步恢复正常销售单价，未来年度销售单价按略有增长后保持稳定，进行预测；销售数量保持稳定比例增长进行预测。

其他类产品

近年来，公司充分利用品牌影响力及原材料优势，持续在粥品类、青团类、方便米饭类等其他米制品类细分领域发力。

粥品类产品，未来年度销售单价按略有增长后保持稳定进行预测；销售数量按照增长率逐渐下降后保持稳定进行预测；

青团类产品，未来年度销售单价按照保持稳定进行预测；销售数量按照稳定增长率增长进行预测；

其他米制品类产品，未来年度，按照企业战略规划，将增加部分产品种类，其产品定价未来年度将逐步提高，销售数量按照稳定增长率进行预测；

2021 年度，受经济环境变化的影响，在销售旺季中，临时性生产人员未能完全充足，较历史年度其产能利用率有所降低，因此其销售收入 2021 年度较 2020 年度略有下降。

2022 年度，其主要销售区域上海地区经济环境变化，时间长达 3 个月，覆盖标的公司的销售旺季，对其销售收入影响较为明显，其 2022 年度全年预计较 2021 年度收入下降较为明显。

2023 年起全面放开，预计 2023 年度营业收入恢复至历史年度正常水平。2024 年度起，随着企业厂房类资本投入完成，生产规模大幅提升、技术进步明显，企业加大新产品类及高端产品类研发及推广，加强销售渠道建设，未来年度按照增长率逐步放缓后保持稳定进行预测。

结合上述的分析计算过程，我们认为营业收入的预测具备合理性。

1、营业成本预测合理性

项目 \ 年份	2019 年 A	2020 年 A	2021 年 A	2022 年 A	2023	2024
营业成本合计	24,869.29	33,914.77	34,280.53	30,332.97	36,833.44	42,642.32

项目 \ 年份	2019年A	2020年A	2021年A	2022年A	2023	2024
综合毛利率	27.81%	25.63%	19.60%	12.94%	24.81%	24.67%

项目 \ 年份	2025	2026	2027	2028	2029	2030
营业成本合计	48,589.06	53,009.13	56,765.65	61,346.79	66,119.94	69,159.88
综合毛利率	24.47%	25.24%	26.52%	28.03%	28.47%	28.71%

公司近两年来综合毛利率水平持续下滑，尤其 2022 年较为明显，主要为受经济环境变化影响；随着 2023 年全面放开，预计 2023 年起综合毛利率水平将逐步恢复至历史年度水平，未来年度保持一定比例增长并逐渐保持稳定。

由于企业所处行业特点，其成本主要以材料费、人工成本、折旧摊销费、能源动力费、装卸费、冷冻费用、运费、租赁费、仓储服务费等各项其他费用组成。

公司主要经营业务为粽子类产品及米制品类相关产品，其原材料主要为猪肉、米类、赤豆、粽叶等。公司根据市场波动建立米、肉、粽叶等主要原辅料的战略储备机制，完备供应商管理及原材料采购管理，并通过工艺革新，减少原材料损耗，未来年度按照占收入比例稳定预测。综合考虑公司新产品投入及技术改革的逐步完成及完善，公司直接人工薪酬按占收入比例逐渐下降进行预测；

综合考虑公司新产品投入及技术改革的逐步完成及完善，人工成本按占收入比例逐渐下降进行预测；

综合考虑公司技术改革、内部管理制度的完善及成熟、未来年度不受经济环境变化影响，其相关制造费用按占收入比例较为稳定进行预测；

结合上述的分析计算过程，我们认为营业成本的预测具备合理性。

2、期间费用预测合理性

随着业务的进一步发展及企业战略规划，企业将进一步加大企业宣传力度，销售费用按照占收入比例逐渐增长后保持稳定，进行预测；

随着公司内部管理制度的成熟及完善、财务预算的严格管理，未来年度销售费用按照占收入比逐渐下降后保持稳定，进行预测；

随着公司研发团队的进一步建设及稳定，未来研发计划较为清晰，未来年度研发费用按照占收入比例略有下降后保持稳定，进行预测；

评估基准日，企业借款较多，其中主要借款为用于固定资产技术改革，随着技改的进一步完成，及企业财务资金计划，2026 年度起起借款金额预计保持稳定，未来年度财务费用逐渐下降后保持稳定，进行预测；

结合上述的分析计算过程，我们认为期间费用的预测具备合理性。

3、净利润预测合理性

企业历史年度及未来年度预测净利润具体情况如下：

单位：万元（下同）

项目 \ 年份	2019年A	2020年A	2021年A	2022年A	2023	2024
净利润	2,005.44	1,000.71	91.85	-3,106.78	2,120.81	2,807.15
净利润率	5.82%	2.20%	0.22%	-8.92%	4.37%	5.01%

项目 \ 年份	2025	2026	2027	2028	2029	2030
净利润	3,570.60	4,460.20	5,700.96	7,218.83	8,090.41	8,627.20
净利润率	5.60%	6.34%	7.44%	8.53%	8.82%	8.96%

公司近三年来净利润率持续下滑，尤其 2022 年出现亏损，主要原因为受经济环境变化影响；随着 2023 年全面放开，预计 2023 年起净利润率水平将恢复至历史年度水平并保持稳定增长。

公司 2020 年度净利润水平较历史年度下降明显，2020 年度净利润水平大幅下降，主要为受经济环境变化影响，季节性成本增加、运输费用增加、其他费用增加等，2020 年度毛利率水平下降，费用占收入比有所增长；

2021 年度至 2022 年度净利润水平持续下降并亏损，主要为受经济环境变化影响，2020 年度以来，国内经济环境变化对整体生产及运输造成不利影响，其季节性人力成本、运输成本均大幅上升；

尤其 2022 年 3 月以来，国内经济环境变化，对公司生产经营造成不利影响。公司主要的生产基地位于浙江省嘉兴市，且销售区域主要集中在华东区域，导致公司的生产和销售均受到一定程度的影响。

标的公司主营业务-粽子类产品其生产和销售均具有明显的季节性特征，2020 年度至 2022 年度，标的公司经济环境变化对其产能利用率及人力成本、运输成本影响较为明显，随着 2023 年度国内经济环境恢复正常，标的公司预计能够迅速恢复历史年度正常生产、经营情况，其未来年度经营状况预计能够达到预期。

综上，企业净利润的预测具备合理性。

（四）折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定评估企业市场价值的重要参数。

由于被评估企业不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取可比企业进行分析计算的方法估算被评估企业期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取可比企业，然后估算可比企业的系统性风险系数 β ；第二步，根据可比企业平均资本结构、可比企业 β 以及被评估公司资本结构估算被评估企业的期望投资回报率，并以此作为折现率。

按照折现率需与预期收益额保持口径一致的原则，本次折现率选取加权平均资本成本(WACC)，即股权期望报酬率和经所得税调整后的债权期望报酬率的加权平均值，计算公式为：

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

其中：

R_d ：债权期望报酬率；

R_e ：股权期望报酬率；

W_d ：债务资本在资本结构中的百分比；

W_e ：权益资本在资本结构中的百分比；

T ：为公司有效的所得税税率。

股权期望报酬率采用资本资产定价修正模型(CAPM)来确定，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

式中： R_f ：无风险利率；

MRP ：市场风险溢价；

ε ：特定风险报酬率；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_t \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right)$$

式中： β_t 为可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

D 、 E ：分别为企业自身的债务资本与权益资本。

1、无风险利率 R_f 的确定：根据国内外的行业研究结果，并结合中评协发布的《资产评估专家指引第12号—收益法评估企业价值中折现率的测算》的要求，本次无风险利率选择最新的十年期中国国债收益率均值计算。数据来源为中评协网上发布的、由“中央国债登记结算公司(CCDC)”提供的《中国国债收益率曲线》。

国债收益率曲线是用来描述各个期限国债与相应利率水平的曲线。中国国债

收益率曲线是以在中国大陆发行的人民币国债市场利率为基础编制的曲线。

考虑到十年期国债收益每个工作日都有发布,为了避免短期市场情绪波动对取值的影响,结合本公司的技术规范,按照最新一个完整季度的均值计算,每季度更新一次,本次基准日取值为 2.71%。

2、市场风险溢价 (MRP, 即 $R_m - R_f$) 的计算: 市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益,即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。我们利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据计算得到市场风险溢价。

R_m 的计算: 根据中国证券市场指数计算收益率。

指数选择: 根据中评协发布的《资产评估专家指引第 12 号—收益法评估企业价值中折现率的测算》,同时考虑到沪深 300 全收益指数因为修正了样本股分红派息因而比沪深 300 指数在计算收益率时相对更为准确,我们选用了沪深 300 全收益指数计算收益率。基期指数为 1000 点,时间为 2004 年 12 月 31 日。

时间跨度: 计算时间段为 2005 年 1 月截至基准日前一年年末。

数据频率: 周。考虑到中国的资本市场存续至今为 30 年左右,指数波动较大,如果简单按照周收盘指数计算,则会导致收益率波动较大而无参考意义。我们按照周收盘价之前交易日 200 周均值计算(不足 200 周的按照自指数发布周开始计算均值)获得年化收益率。

年化收益率平均方法: 我们计算分析了算数和几何两种平均年化收益率,最终选取几何平均年化收益率。

R_f 的计算: 无风险利率采用同期的十年期国债到期收益率(数据来源同前)。和指数收益率对应,采用当年完整年度的均值计算。

市场风险溢价 (MRP, $R_m - R_f$) 的计算:

我们通过上述计算得出了各年度的中国市场风险溢价基础数据。考虑到当前我国经济正在从高速增长阶段转向高质量发展阶段,增速逐渐趋缓,因此我们采用最近 5 年均值计算 MRP 数值,如下:

期间	社会平均收益率	十年期国债到期收益率	MRP, $R_m - R_f$
均值			6.88%
2021 年	9.95%	3.03%	6.92%
2020 年	9.90%	2.94%	6.96%

期间	社会平均收益率	十年期国债到期收益率	MRP, R_m-R_f
2019 年	9.87%	3.18%	6.69%
2018 年	10.48%	3.62%	6.86%
2017 年	10.53%	3.58%	6.95%

即目前中国市场风险溢价约为 6.88%。

3、贝塔值 (β 系数) 的确定: 该系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度, 也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业目前为非上市公司, 一般情况下难以直接对其测算出该系数指标值, 故本次通过选定与委估企业处于同行业的可比上市公司于基准日的 β 系数 (即 β_t) 指标平均值作为参照。

综合考虑可比上市公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面的可比性, 最终选择 7 家可比上市公司。浙江核新同花顺网络信息股份有限公司是一家专业的互联网金融信息服务提供商, 我们在其金融数据终端查询到该 7 家可比上市公司加权剔除财务杠杆调整平均 $\beta_t=0.706$ 。

β 系数数值选择标准如下:

标的指数选择: 沪深 300

计算周期: 周

时间范围: 2 年

收益率计算方法: 对数收益率

剔除财务杠杆: 按照市场价值比

D 根据基准日的有息负债确定, E 根据基准日的股票收盘价对应的市值计算。

最后得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值

系数	2022 全年	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031 年以后
β_e	0.957	0.991	0.933	0.845	0.785	0.784	0.784	0.784	0.784	0.784

4、特定风险报酬率 ϵ 的确定: 我们在综合考虑委估企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素及与所选择的可比上市公司的差异后, 主要依据评估人员的专业经验判断后确定。我们经过分析判断最终确定特定风险报酬率 ϵ 为 3%。

5、债权期望报酬率 R_d 的确定: 考虑到企业的利率评和市场利率差异不大,

处于合理的范围，因此本次选取被评估企业的实际债务利率。

6、资本结构的确定：我们分析了委估企业所处发展阶段、未来年度的融资安排、与可比公司在融资能力和融资成本等方面的差异、资本结构是否稳定等各项因素，本次确定采用委估企业真实资本机构。

7、折现率的计算：

结合上述风险系数和风险报酬率的确定，并根据加权平均资本成本(WACC)

计算公式： $WACC = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$

确定本次折现率计算如下表：

系数	2022 全年 E	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031 年以后
WACC	10.00%	10.60%	10.60%	10.50%	10.40%	10.40%	10.40%	10.40%	10.40%	10.40%

(五) 股东全部权益价值计算

评估对象的全部权益价值 $E = B - D$

=43,030.00 万元（取整）

式中：

E：评估对象的股东全部权益价值；

B：评估对象的企业价值；

D：评估对象付息债务价值。

$$B = P + \sum C_i$$

P：评估对象的经营性资产价值；

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

式中：r：所选取的折现率：

资产评估专业人员，在综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、被评估单位的特定风险等相关因素确定折现率。

Fi：评估对象未来第 i 年的预期收益（现金流）；

n：明确的预测期期间是指从评估基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间。

评估人员在对企业收入结构、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。本次明确的预测期期间 n 选择为 8 年。

根据被评估单位所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等，确定预测期后收益期确定为无限期

g —未来收益每年增长率，根据企业进入稳定期的因素分析预测期后的收益趋势，考虑到通货膨胀因素后，本次评估假定 n 年后 F_i 不变， g 取 2%。

ΣC_i : 评估对象基准日存在的溢余资产、非经营性资产或负债的价值。

三、评估结论合理性分析

综上所述，标的公司所处的食品行业整体市场规模在未来年度将持续保持较快增长幅度扩张，随着 2023 年度国内经济环境恢复正常，整个食品行业产业链复苏明显，食品类消费持续上涨，行业整体发展良好。

标的公司客户稳定、在手订单情况良好，同时标的公司继续加强销售队伍建设，国内经济环境恢复正常后未来年度收入实现可能性较大，未来年度经营情况预计能够达到预期。

受标的公司主营业务-粽子类产品其生产和销售均具有明显的季节性特征，2020 年度至 2022 年度，标的公司受经济环境变化影响严重。

随着 2023 年度国内经济环境恢复正常，标的公司预计能够迅速恢复历史年度正常生产、经营情况，其未来年度经营状况预计能够达到预期。

综合判断，本次交易评估增值较为合理、交易定价较为公允。

特此公告。

江西煌上煌集团食品股份有限公司 董事会

二〇二三年四月六日