

北京中企华资产评估有限责任公司  
对《关于对广州市香雪制药股份有限公司的关注函》  
所提出的问题的答复

深圳证券交易所：

北京中企华资产评估有限责任公司根据《关于对广州市香雪制药股份有限公司的关注函》(创业板关注函〔2021〕第 540 号)的要求，就其关注函所提出的问题涉及发表意见的事项，我公司组织了相关人员进行核查答复，现就有关问题具体答复说明如下：

请你公司结合香雪亚洲所处行业的竞争情况与发展趋势，香雪亚洲的主营业务和主要产品，原材料及产成品价格变动趋势，2019 年、2020 年以及 2021 年 1-8 月的经营情况、在手订单等，补充说明收益法估值使用的具体假设和未来收益预测资料，相关增长率、费率、利润率、折现率等重要参数的确定依据和合理性，并说明具体测算过程。请评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、行业的竞争情况与发展趋势

(一)饮料行业市场规模

近年来，随着国民经济持续稳定增长、居民消费水平的不断提升及消费结构的升级，中国饮料行业呈现出良好的增长态势。据统计，中国饮料行业销售额由 2016 年的 4997.2 亿元增长至 2019 年的 5785.60 亿元，预计 2021 年饮料行业销售金额将达到 6296 亿元。



数据来源：欧睿国际、中商产业研究院整理

## (二)行业发展前景趋势

### 1.国家政策支持大力推动行业发展

国家的高度重视、法律法规及监管体系的完善，推动了行业规范运作和高质量发展。近年来，国家对饮料行业的大力支持。2019年5月，中共中央、国务院发布了《关于深化改革加强食品安全工作的意见》，该意见提出要推动食品产业高质量发展：推动食品产业转型升级，调整优化食品产业布局，鼓励企业获得认证认可，实施增品种、提品质、创品牌行动。引导食品企业延伸产业链条，建立优质原料生产基地及配套设施，加强与电商平台深度融合，打造有影响力的百年品牌，这大大促进了饮料行业的发展和国产饮料品牌的崛起。

### 2.中西部地区具备较大潜力，推动行业规模扩大

随着中部崛起和西部大开发加速推进，中西部经济快速增速，居民消费水平提高，对饮料的需求也进一步增加。基于经济发展水平、人口总量和消费观念的差异，中国饮料在不同区域之间的生产、消费水平存在较大差异。总体上，经济发达、人口较多地区饮料的生产、消费水平高于中西部地区。以广东省为例，根据国家统计局数据，2019年广东省饮料生产量占中国饮料生产总量的比例为

18.38%，由于饮料行业有经济运输半径，生产基地通常靠近消费集中区域，而广东常住人口占比仅 8.23%，可以合理推断广东省饮料消费水平高于中国平均水平。伴随居民整体收入水平不断提升、消费渠道延伸和观念的革新，中西部地区对饮料的整体需求将逐步释放出来，饮料行业具备更大的发展潜力。

### 3.生产技术的进步及信息化应用加快行业发展

随着饮料行业的不断向前发展，更多智能制造和信息化管理的新技术、新设备运用到生产过程中，一方面，新的生产工艺可提取更多种类的生产原料、可实现更复杂的饮品配方，改良饮品的风味、口感等，满足消费者多样化的需求，另一方面，新设备的运用使得饮料行业的自动化水平显著提高，不仅提高了生产效率，减少了人工成本，还有助于加强对产品质量及安全的管控。同时，信息化的大量运用使产品销售过程更加清晰透明，有助于将产品的生产与销售紧密结合，加快行业的升级。此外，互联网的应用，也带来了营销上的创新，使定制化、个性化等方案更易实现，多方位贴合消费者需求，使得中国饮料行业发展前景十分广阔。

### (三)同行业市场竞争情况分析

#### 1.中国饮料行业区域分布市场现状分析

饮料是供人或者牲畜饮用的液体，它是经过定量包装的，供直接饮用或按一定比例用水冲调或冲泡饮用的，乙醇含量（质量分量）不超过 0.5%的制品，饮料也可分为饮料浓浆或固体形态，它的作用是解渴、补充能量等功能。数据显示，2020 年我国饮料产量达 16347.3 万吨，同比下降 7.7%；2021 年 1-4 月我国饮料产量达 5767.3 万吨，同比增长 26.3%。



数据来源：中商产业研究院数据库

#### (1) 饮料行业区域分布情况

从区域占比来看，2020年华南地区饮料产量占比达25%，华中地区饮料产量占比达20%，前二地区占比高达45%。西南、华东产量占比居中位，分别为13.9%、13.6%。华北、东北产量占比较少，分别为9.5%、8.2%。华北、东北、西北产量占比较少，分别为9.5%、8.2%、5.1%。



数据来源：中商产业研究院数据库

#### (2) 31省市饮料产量排名情况

数据显示，2020年1-12月全国饮料产量为41.3万吨，同比下降

6.1%。2020年1-12月全国饮料产量前十省市分别广东省、四川省、湖北省、浙江省、陕西省、福建省、湖南省、河南省、贵州省和河北省。其中，2020年广东省饮料产量排名第一，累计产量为3108.56万吨。

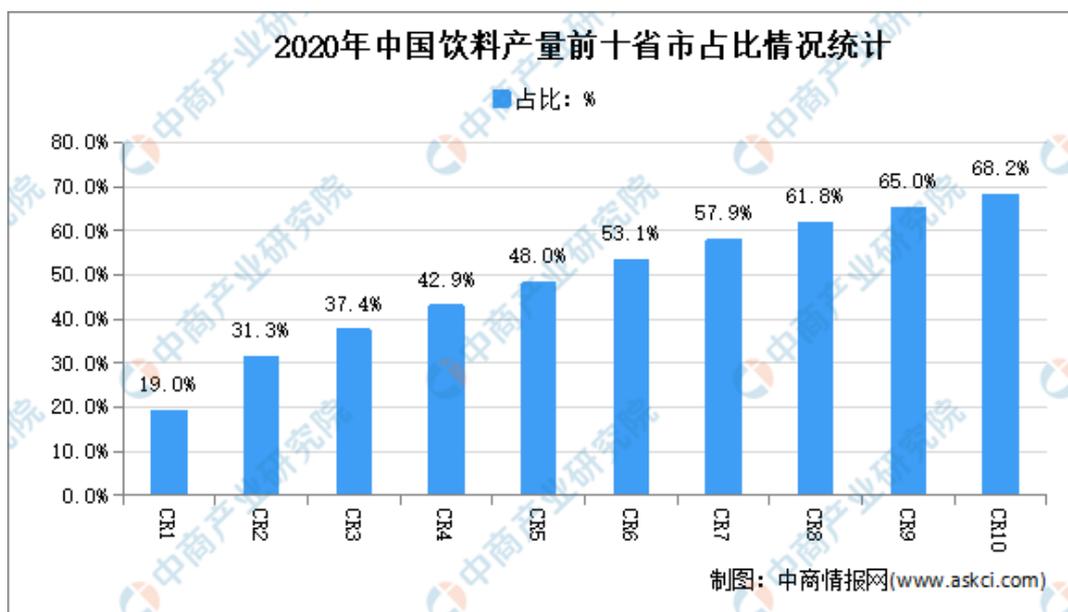
| 2016-2020年中国各省市饮料产量汇总一览表 |         |         |         |         |         |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 省份                       | 产量(万吨)  |         |         |         |         |
|                          | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    |
| 广东省                      | 2875.16 | 2985.43 | 2960.43 | 3264.44 | 3108.56 |
| 四川省                      | 1372.05 | 1408.64 | 1625.79 | 1952.58 | 2002.18 |
| 湖北省                      | 1005.26 | 997     | 912.49  | 1252.13 | 996.26  |
| 浙江省                      | 842.63  | 793.92  | 759.06  | 897.77  | 898.93  |
| 陕西省                      | 670.05  | 728.54  | 705.29  | 1386.82 | 843.1   |
| 福建省                      | 568.64  | 593.14  | 655.85  | 809.2   | 834.43  |
| 湖南省                      | 428.69  | 524.79  | 537.44  | 753.69  | 778.3   |
| 河南省                      | 1726.29 | 1879.74 | 824.51  | 810.62  | 643.52  |
| 贵州省                      | 768.6   | 661.25  | 578.73  | 572.75  | 526.85  |
| 河北省                      | 578.26  | 674.89  | 540.87  | 577.03  | 514.04  |
| 云南省                      | 353.24  | 564.15  | 437.15  | 451.59  | 477.35  |
| 北京市                      | 401.32  | 399.29  | 410.79  | 430.69  | 464.06  |
| 吉林省                      | 921.99  | 942.28  | 570.22  | 569.13  | 443.72  |
| 江西省                      | 332.23  | 364.46  | 427.19  | 458.22  | 432.22  |
| 安徽省                      | 379.44  | 361.78  | 409.63  | 466.44  | 416.88  |
| 山东省                      | 663.11  | 634.3   | 342.57  | 372.77  | 397.2   |
| 江苏省                      | 560.29  | 566.76  | 641.56  | 367.43  | 350.06  |
| 广西                       | 1112.88 | 554.28  | 355.01  | 280.07  | 336.08  |
| 辽宁省                      | 286.95  | 255.42  | 244.5   | 282.87  | 283.98  |
| 上海市                      | 259.65  | 255.99  | 257.08  | 276.89  | 271.79  |
| 天津市                      | 587.81  | 511.66  | 232.65  | 259.51  | 248.89  |
| 重庆市                      | 290.58  | 277.82  | 280.6   | 270.8   | 229.31  |
| 黑龙江省                     | 339.77  | 384.78  | 319.73  | 346.29  | 212.48  |
| 甘肃省                      | 230.34  | 149.62  | 123.13  | 134.58  | 137.05  |
| 新疆                       | 181.51  | 184.22  | 186.89  | 152.55  | 133.32  |
| 山西省                      | 137.1   | 126.09  | 106.87  | 119.47  | 111.3   |
| 海南省                      | 67.75   | 60.59   | 60.82   | 83.66   | 76.18   |
| 内蒙古                      | 245.33  | 63.6    | 54.25   | 61.13   | 74.16   |
| 西藏                       | 61.92   | 73.96   | 68.39   | 58.58   | 48.08   |
| 宁夏                       | 41.01   | 39.29   | 34.72   | 31.33   | 45.73   |
| 青海省                      | 55.24   | 33.37   | 14.84   | 12.3    | 11.17   |

制图：中商情报网(www.askci.com)

数据来源：中商产业研究院数据库

### (3) 前十省市产量占比稳定

数据显示，2020 年中国饮料行业排名前三的省市产量占总产量的 37.4%，前五省市饮料产量占总产量的 48%，前十省市饮料产量占总产量的 68.2%，可见 2020 年中国饮料行业的区域集中度较高。



数据来源：中商产业研究院数据库

数据显示，2016-2018 年中国饮料行业前十个省市的产量占比较为稳定，均在 60% 以上，2019 年-2020 年前十个省市饮料占比明显增长。2020 年中国饮料行业前十个省市的产量占比达 68.2%。

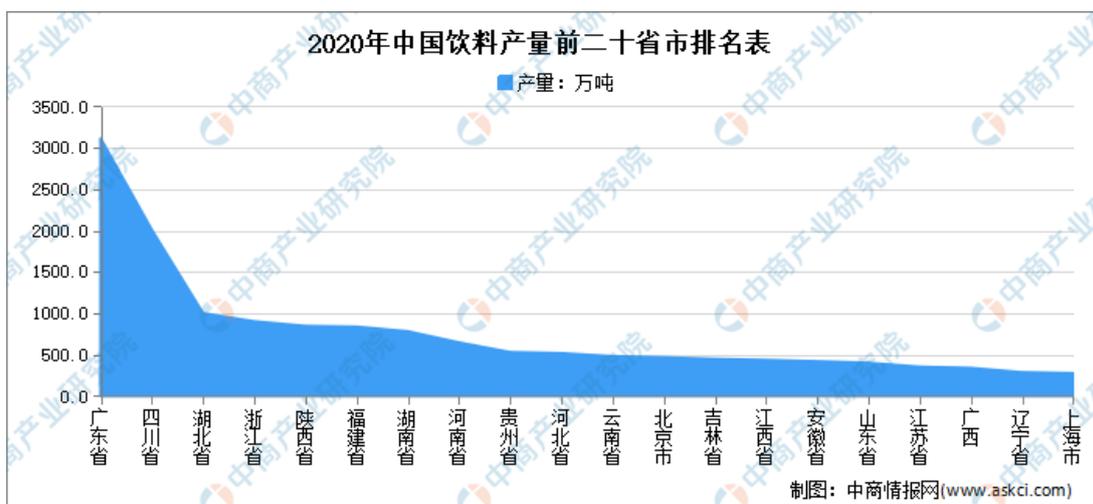


数据来源：中商产业研究院数据库

#### (4) 广东四川两地产量突出

数据显示，2020 年饮料产量排名前 20 的地区中，产量排名前二

的省市倾斜角度较大，产量明显高于其他地区，即中国饮料产量在这两个地区较为集中。前20省市产量占比高达91.9%，其中排名前二的广东和四川占比31.3%，特别是广东省产量占比将近20%。



数据来源：中商产业研究院数据库

## 2.中国软饮料行业竞争格局及市场份额分析

我国软饮料行业发展速度较快，从上世纪80年代开始，随着改革开放进程不断加快，由国外的可口可乐和百事可乐、国内的天府可乐和健力宝共同掀起了国内的碳酸饮料浪潮。目前，国内软饮料行业逐步进入平稳的温和增长期。从企业市占率来看，软饮料行业格局愈发分散，竞争情况加剧。

### (1) 可口可乐位居中国软饮料市场第一

根据 Euromonitor 数据显示，2020年软饮料行业市占率排名前三的企业分别为可口可乐(主要业务为碳酸饮料)、养生堂(主要业务为包装饮用水)、顶新(主要饮料业务为茶饮料)，其市场占有率分别为9.3%、8.4%和5.8%。

从品牌维度看，2020年中国前二十的品牌，可口可乐占据四个，百事、统一分别占据两个，其余企业均只占据一个。

### (2) 包装饮用水企业更受欢迎

目前中国软饮料行业，以农夫山泉、怡宝为代表的包装饮用水品牌占据较大的软饮料市场。2020年农夫山泉为国内软饮料市场最大的品牌，市占率为7.0%，排名前六的品牌中有三个都是包装饮用水品牌。

2020年，中国软饮料行业前六品牌中只有农夫山泉、怡宝、雪碧和百岁山的市占率相较2019年有所提高，除雪碧外其余三个品牌皆为包装饮用水品牌。可以看出，中国消费者更青睐包装饮用水，包装饮用水企业更受欢迎。

### （3）中国软饮料市场格局分散，市场竞争激烈

目前，越来越多的厂商把目光投向软饮料行业，之前没有进入这一市场的玩家，例如伊利、蒙牛都将通过推出新产品进入这一市场。根据Euromonitor数据显示，2011-2020年，中国软饮料行业历年TOP10企业的市占率呈下降趋势。

2011年，中国软饮料前十企业占据全国一半以上的市场，市占率达到54.0%。而到了2020年，中国软饮料前十企业市占率下降到44.9%，中国软饮料市场格局分散，行业的竞争愈发激烈。

### 二、香雪亚洲的主营业务和主要产品

香雪亚洲的主营业务为生产销售碳酸饮料为主，非碳酸饮料为辅。

主要产品为PET沙示0.5L×24、PET沙示2L×8、PET沙示0.3L×24、金典沙示汽水（旋盖）325ML×15瓶、PET豆奶330ml×24加盖、其他碳酸产品、其他非碳酸产品以及红牛安奈吉饮料250ml罐等八大类。

### 三、原材料及产成品价格变动趋势

原材料包括白糖、果葡糖浆、二氧化碳、新橙宝、无水葡萄糖、赤藓糖醇、果糖、沙示主剂、橙宝主剂、金典沙示主剂等，从历史年度价格变动趋势，部分原、辅料的价格部分略有上涨，部分原、辅料的价格部分略有下降，整体趋势略有上涨并趋于稳定，成本会受到一定的影响，故毛利率会呈下降并趋于稳定。

产成品价格近几年各产品销售单价较为稳定，部分产品逐年呈上升趋势，部分产品略有下降，根据广州市香雪亚洲饮料有限公司发展规划并经与其经营管理层分析讨论，结合未来随着全国市场的不断竞争，销售价格逐步略有下降后并趋于稳定。

四、2019年度、2020年度以及2021年1-8月的经营情况、在手订单等。

近两年及一期的经营状况如下：

## 合并口径

金额单位：人民币万元

| 项目   | 2019 年度   | 2020 年度   | 2021 年 1-8 月 |
|------|-----------|-----------|--------------|
| 营业收入 | 14,343.23 | 17,569.83 | 13,182.41    |
| 利润总额 | 500.53    | 1,492.47  | 1,719.34     |
| 净利润  | 481.59    | 1,095.56  | 1,360.71     |

## 母公司口径

金额单位：人民币万元

| 项目   | 2019 年    | 2020 年    | 2021 年 1-8 月 |
|------|-----------|-----------|--------------|
| 营业收入 | 12,793.31 | 17,335.66 | 13,178.77    |
| 利润总额 | 557.91    | 1,409.64  | 1,669.92     |
| 净利润  | 538.97    | 1,012.72  | 1,319.10     |

广州市香雪亚洲饮料有限公司在手大额订单金额合计约 4,482.16 万，主要客户有施来客食品（广州）有限公司、广州市凤安贸易有限公司、广州市白云新区市新广强商行、佛山市南海区银贵商贸有限公司、佛山市雄鹤贸易有限公司、广州市花都新区雅雨怡商行、清远市清城区龙塘镇德木商行、浈江区东胜商行、广州臻萃贸易有限公司等。

四、补充说明收益法估值使用的具体假设和未来收益预测资料，相关增长率、费率、利润率、折现率等重要参数的确定依据和合理性，并说明具体测算过程。

(一)收益法值使用的具体假设如下：

1.假设所有评估标的已经处在交易过程中，评估专业人员根据被评估资产的交易条件等模拟市场进行估价；

2.假设在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，交易行为都是自愿的、理智的，都能对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断；

3.假设国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

- 4.针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营；
- 5.假设和被评估单位相关的利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等评估基准日后不发生重大变化；
- 6.假设评估基准日后被评估单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；
- 7.除非另有说明，假设公司完全遵守所有有关的法律法规；
- 8.假设评估基准日后无不可抗力及不可预见因素对被评估单位造成重大不利影响；
- 9.假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本资产评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；
- 10.假设评估基准日后被评估单位后续需要增加的资本性支出能够及时足额投入，各年预期的生产销售目标能够如期顺利实现。
- 11.假设评估基准日后被评估单位所使用的亚洲商标在未来合同期限到期后仍能按照已签署的合同约定的继续使用。
- 12.假设评估基准日后被评估单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出。

(二) 收益法评估过程如下：

#### 1.收益法具体方法和模型的选择

本次采用收益法中的现金流量折现法对企业整体价值评估来间接获得股东全部权益价值，企业整体价值由正常经营活动中产生的经营性资产价值和与正常经营活动无关的非经营性资产价值构成，对于经营性资产价值的确定选用企业自由现金流折现模型，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出。计算模型如下：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

#### (1) 企业整体价值

企业整体价值是指股东全部权益价值和付息债务价值之和。根据被评估单位的资产配置和使用情况，企业整体价值的计算公式如下：

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-非经营性负债价值

#### 1)经营性资产价值

经营性资产是指与被评估单位生产经营相关的，评估基准日后企业自由现金流量预测所涉及的资产与负债。经营性资产价值的计算公式如下：

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

其中：P：评估基准日的企业经营性资产价值；

$F_i$ ：评估基准日后第*i*年预期的企业自由现金流量；

$F_n$ ：详细预测期末年预期的企业自由现金流量；

$r$ ：折现率(此处为加权平均资本成本,WACC)；

$n$ ：详细预测期；

$i$ ：详细预测期第*i*年；

$g$ ：永续期增长率。

其中，企业自由现金流量计算公式如下：

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧与摊销-资本性支出-营运资金增加额

其中，折现率(加权平均资本成本,WACC)计算公式如下：

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-t) \times \frac{D}{E+D}$$

其中： $k_e$ ：权益资本成本；

$k_d$ ：付息债务资本成本；

$E$ ：权益的市场价值；

$D$ ：付息债务的市场价值；

$t$ ：所得税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。计算公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta_L + r_c$$

其中： $r_f$ ：无风险收益率；

$MRP$ ：市场风险溢价；

$\beta_L$ ：权益的系统风险系数；

$r_c$ ：企业特定风险调整系数。

## 2)溢余资产价值

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。被评估单位的溢余资产包括现金等，本次评估采用成本法进行评估。

### 3)非经营性资产、非经营性负债价值

溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。被评估单位的溢余资产包括现金和长期投资等，本次评估采用成本法进行评估。

#### (2) 付息债务价值

付息债务是指评估基准日被评估单位需要支付利息的负债。被评估单位的付息债务为 0。

### 2.收益期和预测期的确定

#### (1) 收益期的确定

由于评估基准日被评估单位经营正常，没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限进行限定和对企业生产经营期限、投资者所有权期限等进行限定，或者上述限定可以解除，并可以通过延续方式永续使用。故本资产评估报告假设被评估单位评估基准日后永续经营，相应的收益期为无限期。

#### (2) 预测期的确定

由于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差，按照通常惯例，评估人员将企业的收益期划分为预测期和预测期后两个阶段。广州市香雪亚洲饮料有限公司是一家主要从事制造业-食品、饮料行业的企业。成立至今，经营状况较为平稳，无特殊情况表明其未来难以持续经营。根据企业的未来发展规划及其所处行业的特点，管理层对企业未来收益进行了五年的预测，并预计在 2026 年及以后年度企业进入稳定期。

### 3.收益预测的具体过程

#### (1)收入预测的依据

1946 年，亚洲汽水厂在广州越秀大德路 80 号开业。1949 年亚洲汽水厂年产量达 500 多万瓶，亚洲汽水是广州市场上惟一的甲级汽水。1964 年，生产首批亚洲苹果汽水，是当时我国惟一打入国际市场的

汽水产品。1993年，亚洲汽水厂与百事可乐合资，成立百事—亚洲饮料有限公司。2002年，中方收回亚洲汽水厂，并成立广州亚洲饮料有限公司。2009年，被广州香雪制药股份有限公司收购。2016年，与营元堂强强联手，原百事可乐南区团队加盟，启动大健康饮料发展战略。

广州市香雪亚洲饮料有限公司不断开拓市场，主营业务收入逐年增长。

其他业务收入主要系公司污水处理服务费、销售原材料、包装物收入、租金收入、咨询服务收入、陈列入场费收入以及废品款或者其他等收入，其占营业收入很小具有不可持续性，根据公司的发展规划和收集的资料，未来仅对租金收入预测到2024年，其余预测年度不予考虑。

#### 销售数量预测

##### 1) 饮料“内循环”

##### ① 饮料产量

数据显示，2016-2018年中国饮料产量呈下降趋势，2019年有小幅回升，2020年中国饮料产量达16347.3万吨，同比下降7.7%。2021年1-6月中国饮料产量达9254.5万吨，同比增长16.5%。

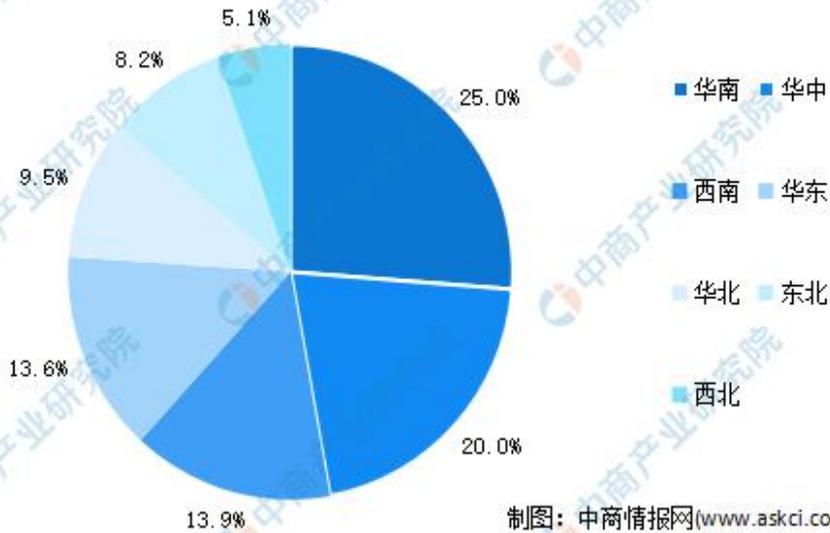


数据来源：中商产业研究院大数据库

##### ② 饮料行业区域分布

从区域占比来看，2020年华南地区饮料产量占比达25%，华中地区饮料产量占比达20%，前二地区占比高达45%。西南、华东产量占比居中位，分别为13.9%、13.6%。华北、东北产量占比较少，分别为9.5%、8.2%。华北、东北、西北产量占比较少，分别为9.5%、8.2%、5.1%。

2020年中国饮料产量区域占比情况统计

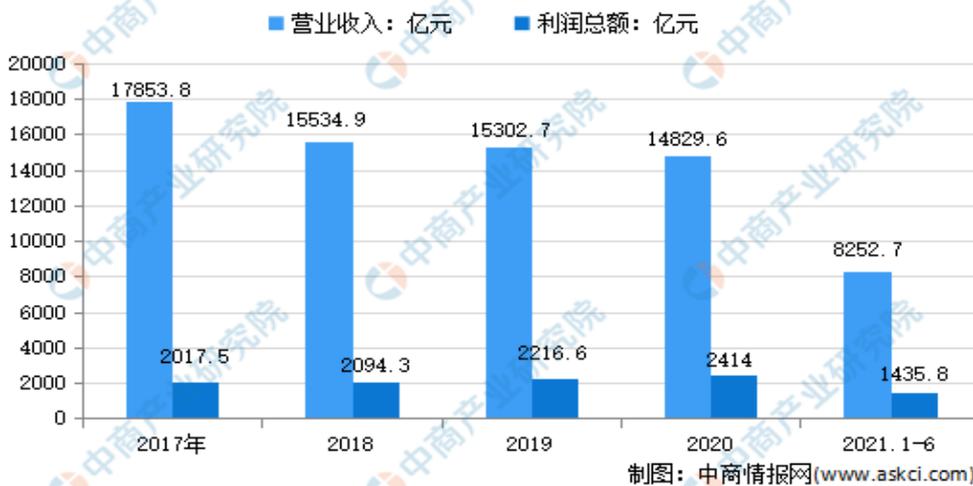


数据来源：中商产业研究院大数据库

### ③ 饮料行业经营情况

数据显示，2020年我国酒、饮料和精制茶制造业营业收入达14829.6亿元，同比下降2.6%；利润总额达2414亿元，同比增长8.9%。2021年1-6月我国酒、饮料和精制茶制造业营业收入达8252.7亿元，同比增长18.3%；利润总额达1435.8亿元，同比增长29.7%。

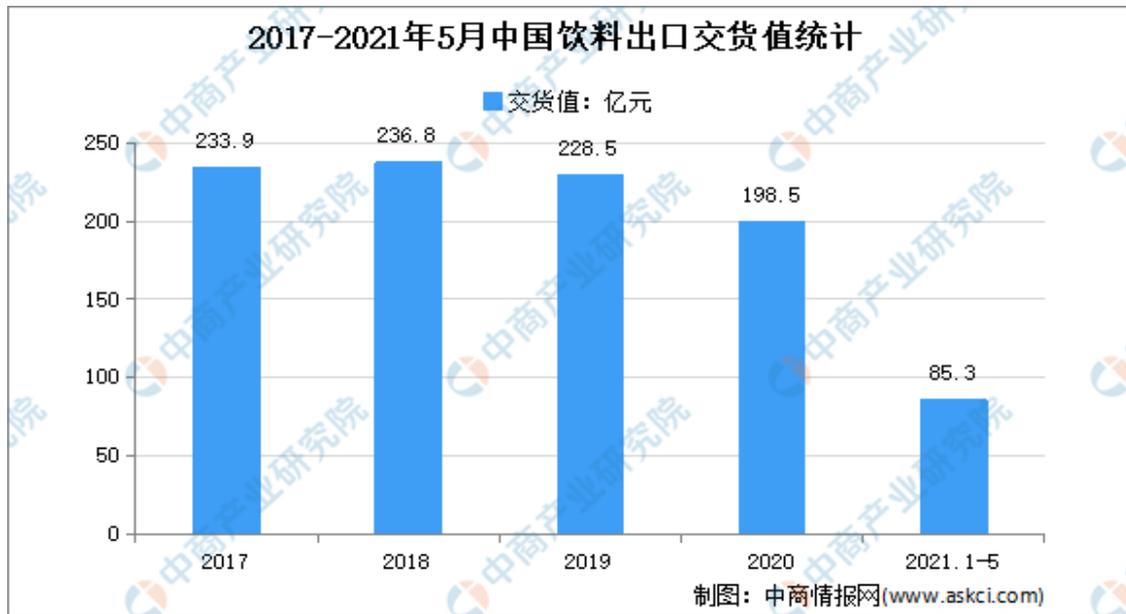
2017-2021年6月中国饮料和精制茶制造业经营情况统计



数据来源：中商产业研究院大数据库

## 2) 饮料“外循环”

数据显示，2020年我国酒、饮料和精制茶制造业出口交货值达到食品行业出口交货值198.5亿元，累计下降12.9%。最新数据显示，2021年1-5月我国酒、饮料和精制茶制造业出口交货值达到食品行业出口交货值85.3亿元，累计同比增长0.6%。



数据来源：中商产业研究院大数据库

根据上述市场需求情况以及公司积极的营销策略、公司未来发展规划及产品品牌战略，公司主要采用多种渠道提高市场份额。

A、便利店渠道：随着城市化发展，近年连锁便利店成为线下实体店中年轻时尚消费群集中购买力的场所，发展迅猛，该渠道也是目前我司主要推广新品及销量贡献最大的主力渠道。我司已从华南的合作，逐步推向全国性合作（全家及美宜佳等）；

B、商超渠道：线下实体店商超渠道要100%覆盖，并增加店内售卖SKU数量，提升至7个以上/间；

C、传统渠道（含即饮渠道）：通过业代人数逐年增加，增加区域覆盖面，增加有效售点数，增加店均产品数，增加旺季冰冻陈列、库存及排面；

D、线上电商渠道：销售以品牌宣传及新品推广为主要目的，让全国各地消费者可以尝试及方便购买。

## 销售单价预测

历史年度，近几年各产品销售单价较为稳定，部分产品逐年呈上升趋势，部分产品略有下降，根据广州市香雪亚洲饮料有限公司发展规划并经与其经营管理层分析讨论，未来随着全国基层市场的不断布局与覆盖提高，销售价格逐步略有下降并趋于稳定。

## 销售收入

销售收入=销售数量×销售单价

## (2)主营业务收入预测及相关增长率的合理性分析

企业历史年度 2018 年至 2020 年收入增长分别为-1.91%、-0.14%、33.42%，前三年的平均增长率为 10.46%，公司原租赁的厂房到期，故 2018 年的增长率为-1.91%，原因是受 2018 年公司生产线搬迁的影响。2019 年的增长率为-0.14%，原因是受 2018 年公司生产线搬迁的影响，市场还未开拓成效。由于 2019 年收入基数较低以及经过公司近几年不断对饮料市场开发，同时也逐步对公司逐步加强管理，使公司在 2020 年的增长率达到 33.42%，其增长率远高于行业的平均水平。

企业预测年度 2022 年至 2024 年均增长 18.17%是包含了红牛安奈吉饮料产品，该产品是公司于 2020 年 9 月 29 日与广州市鸿宏贸易进出口有限公司签署《红牛安奈吉产品经销协议》，于年底才取得在广州市、佛山市、清远市、韶关市、珠海市范围内独家经销。预测年度扣除红牛安奈吉饮料产品的收入，2022 年至 2024 年增长率分别为 5.00%、10.67%、16.81%（其中 2022 年收的收入增长仅为 5.00%，公司陆续开发外省市场，与当地有客户资源且自带销售团队的经销商合作，结合抖音、小红书、微信等线上宣传（覆盖全国），共同开发华东、华中、西北、东北等区域市场，在成熟区域（广州大区、广东西区）

重点开发餐饮渠道，每年增加餐饮售点；2023 年收入增长率 10.67%，主要是公司开拓的市场不断扩大，经济逐步复苏；2024 年增长率达到 16.81%，主要是经过及几年的市场不断开拓，市场已基本稳定）、其预测三年度的平均增长率为 10.83%，略高于公司历年年度前三年（2018 至 2020 年）平均增长率 10.46%。

经与公司领导层多次沟通，经过近几年的不断发展，公司规模趋于稳定，公司在 2025 年度及以后年度的收入规模保持 2024 年不变，故认为未来年度收入预测是合理的。

### (3) 主营业务成本预测合理性分析

主营业务成本包括为原辅料、委托加工、工资及福利费、生产管理人员、生产管理人员部门费用、折旧、能耗等。

1) 针对企业主营业务成本的构成情况，结合企业经营策略，本次评估对主营业务成本的预测首先是根据主营业务成本与收入的相关性对其进行划分为固定费用和变动费用。对于固定费用，参考企业以前年度的实际发生情况及费用发生的合理性进行分析后，根据费用的实际情况进行测算，如人员工资、折旧等。对于变动费用，主要考虑主营业务成本中各明细项目与收入的线性相关性，并对其合理性进行分析后确定，如原辅料以及能耗等。

2) 对于工资薪酬，主要依据企业的未来用工计划及人员工资增长比例，在历史数据的基础上未来按一定的增长率进行预测。

3) 对于折旧费用，按企业已有的固定资产和发展规划中将要投入的资产状况，结合企业现执行的固定资产折旧制度计算确定。

4)对于变动费用，如原辅料以及能耗等，用主营业务成本中各明细项目与收入的历史比例数据，历史无数据的主要依据公司提供的资料并对其合理性进行分析后结合未来的收入确定。

| 项目  | 2019年 | 2020年 | 2021年<br>1-8月 | 2021年<br>9-12月 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 |
|-----|-------|-------|---------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 42.9% | 31.3% | 34.4%         | 25.2%          | 31.9% | 29.3% | 27.5% | 27.4% | 27.4% |

毛利率：公司历史年度毛利率逐下降，未来随着市场竞争，销售价格逐步略有下降，同时部分原材料等略有上涨，预测年度发毛利率逐渐下降并趋于稳定，故认为主营业务成本预测是合理的。

#### (4)费率、利润率合理性分析

| 项目    | 2019年 | 2020年 | 2021年<br>1-8月 | 2021年<br>9-12月 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 2026年 |
|-------|-------|-------|---------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 30.4% | 14.1% | 17.1%         | 17.6%          | 19.7% | 18.2% | 17.6% | 17.6% | 17.6% |
| 管理费用率 | 7.4%  | 5.1%  | 5.5%          | 4.9%           | 4.4%  | 4.1%  | 3.2%  | 3.2%  | 3.1%  |
| 净利润率  | 4.2%  | 5.8%  | 10.0%         | 0.9%           | 4.8%  | 3.9%  | 3.7%  | 3.6%  | 3.6%  |

销售费用率：2019年因开拓市场的影响导致销售费用率较高，受疫情影响2020年销售费用率下降，随着公司对市场的不断开拓，其费用率逐步趋于稳定。

管理费用率：公司历史年度管理费用率逐下降，主要原因是该部分费用主要固定费用占比较大，其收入规模的逐渐增加，其费用率逐渐下降并趋于稳定。

净利润率：历史年度净利润率持续上涨较低，根据上述对毛利率和销售费用率等指标的分析，未来预测年度净利润率逐渐下降后并趋

于稳定是合理的。

### (5)折现率合理性的分析

#### 1) 折现率确定方法和确定过程

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次评估收益额口径为企业净现金流量，则折现率选取加权平均资本成本 WACC。

公式：

$$WACC = K_e \times \left[ \frac{E}{E + D} \right] + K_D \times (1 - T) \times \left[ \frac{D}{E + D} \right]$$

式中，E：权益的市场价值。

D：债务的市场价值。

$K_e$ ：权益资本成本。

$K_d$ ：债务资本成本。

T：被评估单位的所得税率。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型进行求取，公式如下：

$$K_e = r_f + MRP \times \beta + r_c$$

式中， $r_f$ ：无风险利率；

MRP：市场风险溢价；

$\beta$ ：权益的系统风险系数；

$r_c$ ：企业特定风险调整系数。

#### ①无风险收益率的确定

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。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 2.85%，本资产评估报告以 2.85% 作为无风险收益率。

#### ②权益系统风险系数的确定

被评估单位的权益系统风险系数计算公式如下：

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

式中： $\beta_L$ ：有财务杠杆的权益的系统风险系数；

$\beta_U$ ：无财务杠杆的权益的系统风险系数；

t：被评估单位的所得税税率；

D/E：被评估单位的目标资本结构。

根据被评估单位的业务特点，评估人员通过 WIND 资讯系统查询了 3 家沪深 A 股可比上市公司 2020 年 8 月 31 日的  $\beta_L$  值，然后根据可比上市公司的所得税率、资本结构换算成  $\beta_U$  值，并取其平均值 0.7394 作为被评估单位的  $\beta_U$  值，具体数据见下表：

| 序号            | 股票代码      | 公司简称 | $\beta_U$ 值 |
|---------------|-----------|------|-------------|
| 1             | 000848.SZ | 承德露露 | 0.578       |
| 2             | 603156.SH | 养元饮品 | 0.7237      |
| 3             | 603711.SH | 香飘飘  | 0.9166      |
| $\beta_U$ 平均值 |           |      | 0.7394      |

取(可比上市公司资本结构的平均值)4.18%作为被评估单位的目标资本结构。被评估单位评估基准日执行的所得税税率为 25%。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

$$\beta_L = [1 + (1 - t) \times D/E] \times \beta_U$$

### ③市场风险溢价的确定

市场风险溢价是市场投资报酬率与无风险报酬率之差。其中，市场投资报酬率以上海证券交易所和深圳证券交易所股票交易价格指数为基础，选取 1992 年至 2020 年的年化周收益率加权平均值，经计算市场投资报酬率为 10.07%，无风险报酬率取评估基准日（2021 年 8 月 31 日）10 年期国债的到期收益率 2.85%，即市场风险溢价为 7.22%。

### ④企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数在分析公司的经营风险、市场风险、管理风险以及财务风险等方面风险及对策的基础上综合确定。结合被评估单位业务规模、历史经营业绩、行业地位、经营能力、竞争能

力、内部控制等情形对企业风险的影响，确定该公司的企业特定风险调整系数为 3.20%。

⑤预测期折现率的确定

A、计算权益资本成本

将上述确定的参数代入权益资本成本计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本。

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times \text{MRP} + R_c \\ &= 11.56\% \end{aligned}$$

B、计算加权平均资本成本

评估基准日被评估单位无付息债务，结合行业及评估单位的发展规划，本次评估采用五年期市场报价利率（LPR）作为贷款利率，将上述确定的参数代入加权平均资本成本计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本。

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E} \\ &= 11.23\% \end{aligned}$$

2) 折现率合理性分析

根据上述各项指标分析计算，故认为折现率为 11.23%是合理的。

（5）结合上述收益法评估过程合理性分析及可比上市公司情况分析，说明收益法评估结论的合理性。

本次评估是按照有关法律、行政法规和资产评估准则的规定，坚持独立、客观、公正的原则，采用合理的评估方法对广州市香雪亚洲饮料有限公司股东全部权益在评估基准日市场价值进行的评估，因此本次评估结果是公允的，是合理的。

通过Wind查询2020年12月31日软饮料行业选取可比上市公司，剔除掉PE为负数(泉阳泉)和过大（如PE > 49的均瑶健康）的公司，其余上市公司PE如下：

| 证券代码      | 证券简称 | 市盈率 PE |
|-----------|------|--------|
| 000848.SZ | 承德露露 | 19.00  |
| 603156.SH | 养元饮品 | 15.33  |
| 603711.SH | 香飘飘  | 34.04  |
| 平均市盈率 PE  |      | 22.79  |

本次广州市香雪亚洲饮料有限公司股东全部权益评估值为 11,916.77 万元，在 2020 年的净利润为 1,012.72 万元，折合对应的市盈率为 11.77。广州市香雪亚洲饮料有限公司根据评估值折合的市盈率低于行业平均市盈率，其主要原因有目前公司的产品全是委托外加工，根据《得力道香雪亚洲生产线搬迁合作协议 20180328》，合作协议期限从 2018 年 3 月 30 日至 2023 年 12 月 30 日，协议期满后，广州市香雪亚洲饮料有限公司不再拥有拆迁过来生产线设备的所有权；根据 2021 年 7 月的香雪亚洲饮料生产基地项目投资合同、2021 年 7 月 21 日的股东会决议、国有建设用地使用权出让合同等资料，广州市香雪亚洲饮料有限公司在广东省肇庆市鼎湖区投资建设饮料生产基地，未来投资支出能否及时足额投入以及各年预期的生产销售目标能够如期顺利实现存在一定的不稳定性，同时公司规模小，产品主要集中在广东省市场，与上市公司存在较大的差异，并且考虑转让的部分股权缺少上市公司的流动性，经相关统计食品制造业非流动性折扣在 39.2%，低于上市公司平均市盈率是合理的，因此收益法评估结论是合理客观的。

北京中企华资产评估有限责任公司

2022 年 1 月 4 日