



北京中锋资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所 《关于对西安宝德自动化股份有限公司的重组问询函》的回复

深圳证券交易所创业板公司管理部：

根据贵所下发的“创业板非许可类重组问询函（2021）第3号”《关于对西安宝德自动化股份有限公司的重组问询函》（以下简称“问询函”）的要求，我们作为本次交易标的资产评估机构，对问询函中所涉问题进行了分析核查。根据相关法律法规对评估报告时效性的要求，原出具的中锋评报字（2020）第01175号《评估报告》已临近有效期，因此评估基准日更新至2020年12月31日，我们出具了中锋评报字（2021）第01128号《评估报告》，因此本回复中“三、关于评估”部分将根据中锋评报字（2021）第01128号《评估报告》中相关评估数据进行回复。现就贵所问询意见答复如下：

三、关于评估

问题 11

报告期内，名品世家白酒销售毛利率分别为 2.32%、3.10%和 3.65%，收益法评估过程中预测期白酒销售毛利率由 3.90%增长至 7.2%，白兰地及威士忌的毛利率预测期内将由 2.43%增长至 10.12%。

（1）名品世家酒类销售属于批发类流通行业，市场竞争充分，请进一步补充披露在销售模式不发生变化情况下，预测毛利率能够实现大幅提高的具体依据及合理性。

（2）《回函公告》显示，名品世家目前不存在针对预测期（2021年起）内在手订单，请进一步分品类补充披露白酒、葡萄酒类、白兰地及威士忌酒类的预测期内各年度收入增长的合理性及依据的充分性，与历史增长率存在差异的原因及合理性，相关预测是否足够谨慎。请评估师说明在收益法评估过程中基于行业增长的未来前景及名品世家提供的总体规划进行的收入预测是否足够谨慎，是否符合《资产评估执业准则》相关规定。



(3) 《回函公告》显示，2021年起，名品世家运营过程产生的自由现金流可以覆盖名品世家流动资金需求缺口，请补充披露以上结论的具体测算过程及依据，并说明此预测过程是否考虑了预测期内名品世家现金分红的影响，如预测期内名品世家不进行现金分红，宝德股份如何偿还对外借款，并进一步论证财务费用的预测是否充分考虑了并购交易及完成后对上市公司整体运营的影响。

回复：

(1) 名品世家酒类销售属于批发类流通行业，市场竞争充分，请进一步补充披露在销售模式不发生变化情况下，预测毛利率能够实现大幅提高的具体依据及合理性。

一、白酒销售毛利率增长的合理性分析

1、名品世家白酒销售毛利率自 2018 年以来整体呈上升态势，未来这一趋势有望延续

与同行业相比，名品世家白酒目前销售毛利率整体处于较低水平。如下表所示，名品世家 2018 年以来白酒销售毛利率在 2.32%-4.20%之间，处于较低水平。

	2018 年	2019 年	2020 年度
华致酒行（白酒）	20.88%	21.69%	20.06%
壹玖壹玖（酒类）	10.09%	8.54%	13.08%
名品世家（白酒）	2.32%	3.10%	4.20%

注：壹玖壹玖仅公开披露酒类销售收入和销售成本数据，其酒类主要销售收入以白酒为主

在名品世家的发展历程中，一方面名品世家所经营白酒品种众多，不同产品毛利率不同，具有独家经销权产品更具毛利率优势。随着名品世家开发和独家经销产品数量不断增加，报告期内名品世家不断加大高毛利率产品的销售力度使得白酒综合毛利率逐步提升；另一方面为客户以较为优惠价格提供各品系酒的充足货源。客户业务规模的发展壮大与名品世家自身业务的稳健增长持续



相互赋能。而随着公司品牌影响力扩大，名品世家白酒销售毛利率自 2018 年以来整体呈上升态势，未来这一趋势有望延续。主要原因如下：

（1）议价能力和流通效率提升

随着名品世家经营规模提升，在采购端名品世家议价能力逐步提升。此外，酒类经营者资质管理日益完善，市场经营秩序明显改善，流通效率稳步提升，流通成本有所降低。

（2）持续受益于名优白酒涨价

据统计，2015-2019 年，高端白酒逐步提价，次高端白酒持续扩容。茅台、五粮液等高端白酒的批发价和零售价稳步上升；高端白酒的提价拉高了白酒行业价格天花板，为定位紧随其后的次高端白酒提供了广阔的发展空间。根据产业信息网的统计和测算，白酒行业 2018 年高端、次高端、中端和低端市场规模占比分别是 15%、6%、33%和 46%；2022 年预计高端、次高端、中端和低端市场规模占比分别为 19%、10%、33%和 38%¹。根据 2021 年 5 月 13 日，泸州市酒业发展促进局发布中国白酒商品批发价格走势分析，2021 年 5 月上旬全国白酒商品批发价格定基总指数为 107.24，上涨 7.24%。其中，名酒价格指数为 109.18，上涨 9.18%；地方酒价格指数为 104.31，上涨 4.31%；基酒价格指数为 106.91，上涨 6.91%。全国白酒价格环比总指数为 100.07，上涨 0.07%。因此，白酒销售行业整体毛利提升趋势向好。

随着酒类生产企业持续提升自身品牌价值，名品世家将享受存货升值和销售单价提升的市场红利。名品世家所销售白酒中名优白酒所占比例较高，以 2020 年度为例，公司前五大销售产品为：53 度飞天茅台 500ml、52 度五粮液、15 年茅台、五粮液 1618 和 52 度剑南春，上述五大名酒单品合计销售占比达 42.19%。随着茅台、五粮液、国台等品牌价值不断提升，公司将从涨价中持续受益。

（3）名品世具备持续开发高毛利定制产品的能力

对于商品流通企业而言，足够多的定制产品将显著提升销售毛利率水平。以屈臣氏为例，大量定制产品提升了其整体毛利率水平。名品世家深耕酒类流

¹资料来源：国金证券白酒行业 专题分析报告《高端白酒专题：从批价提升看长期发展空间》。



通市场多年，与仁怀酱香酒、国台等名优酒企保持长期深度合作关系，能够及时开发贴合市场需求的定制产品；名品世家作为我国规模较大的酒类流通企业，所开发定制产品能够及时抵达终端市场。

2020年以来，名品世家与国内知名酒类厂商联合定制开发并新取得独家经销权的产品 11 款，且主要为较受市场欢迎的酱香型白酒。具体如下：

序号	产品名称	供应商名称	经销类型	取得独家经销权时间
1	国台御酒	贵州国台酒业销售有限公司 注：贵州国台酒业股份有限公司 控股子公司	独家	2020.6.30
2	仁怀酱香酒 -汉代	贵州省仁怀市酱香酒商贸有限公司	独家	2020.8.20
3	仁怀酱香酒-京剧舞台 艺术酒(红)	贵州省仁怀市酱香酒商贸有限公司 注：贵州省仁怀市酱香酒酒业有 限公司下属控股子公司	独家	2020.8.31
4	仁怀酱香酒-京剧舞台 艺术酒(蓝)		独家	
5	仁怀酱香酒-中国收藏 家酒(棕)		独家	
6	多彩财富（流金岁 月）	贵州省多彩贵州酒业有限公司	独家	2020.9.1
7	多彩贵州酒（红金）		独家	
8	多彩贵州酒（黑金）		独家	
9	多彩贵州酒（青印）		独家	
10	多彩贵州酒（金坛）		独家	
11	茅台不老酒-天酿醇香	贵州茅台酒厂（集团）保健酒业 销售有限公司	独家	2020.10.30

上述酒类产品的丰富，尤其是知名酱香酒类产品的开发和独家经销，为名品世家未来业绩发展提供了良好的产品基础。名品世家持续开发高毛利定制产品将有助于毛利率进一步提升。

2、收益法中白酒毛利率增长参数预测具有合理性



报告期内，名品世家白酒毛利率情况如下：

毛利率	2018年	2019年	2020年度
白酒	2.32%	3.10%	4.20%
毛利率增长值	-	0.78%	1.10%

预测期白酒毛利率如下：

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
预测毛利率	5.20%	6.00%	6.60%	7.00%	7.00%
预测毛利率增长值	1.00%	0.80%	0.60%	0.40%	0.00%

预测期在选择白酒毛利率增长率的参数时，综合考虑了名品世家毛利率历史增长的因素及行业白酒销售毛利率因素，2021年度至2025年度毛利率增长绝对值均未超过2020年度已实现的毛利率增长绝对值，同时处于谨慎性考虑，2021年度至2025年度毛利率增长绝对值呈递减趋势。

综上所述，预测期白酒销售毛利率逐步提升，既参考了名品世家历史毛利率增长情况，也同时考虑了行业发展情况及名品世家后续发展态势，既是基于谨慎性考虑，也具有合理性和可实现性。

二、白兰地及威士忌销售毛利率增长的合理性分析

1、白兰地及威士忌市场前景可期

随着人们消费观念及消费习惯的转变，高端人群对白兰地及威士忌类产品的青睐，白兰地及威士忌类产品在中国有着巨大的市场潜力。近年来，中国烈酒消费市场在保持整体增长的同时，也面临日趋多元化的消费需求。智研咨询根据中国海关统计的白兰地进出口数据以及国内白兰地产量，测算出2013年~2019年中国白兰地消费量从10.22万吨增长至19.67万吨，市场规模达100亿元；2019年，中国威士忌消费量3,191万升，2013年-2019年国内威士忌消费量复合增长率7.22%，2019年中国威士忌市场规模已经达到27.52亿元。同时，根据智研咨询统计，2019年，我国进口烈酒量分别为10,968.72万升，其中白



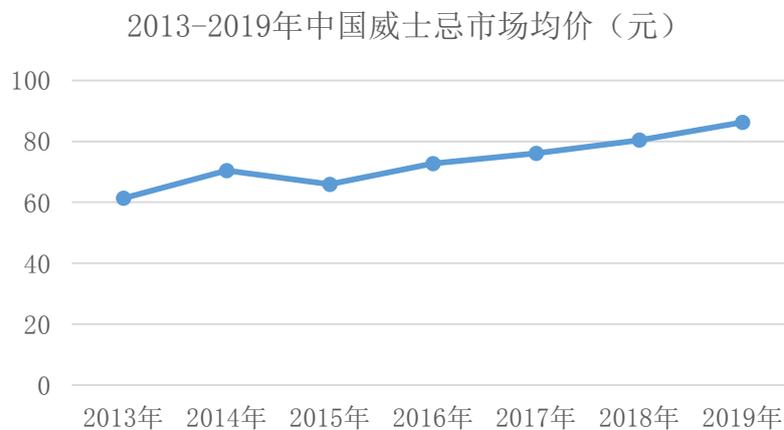
兰地和威士忌进口量分别为 4,679.34 万升和 2,154.74 万升占比分别为 42.66% 和 19.64%。

尽管近年来，我国白兰地及威士忌消费量大幅增长，但在我国烈酒市场中，白酒仍占绝对主导地位。这与海外烈酒市场形成明显反差，在海外烈酒市场，以威士忌、伏特加、白兰地等为代表的洋酒消费占比约 99%，白酒仅为 1%。白兰地及威士忌相较于传统白酒市场，更加吸引年轻群体的消费欲望。随着国民经济水平的提升以及年轻消费群体消费能力的崛起，白兰地及威士忌市场潜力巨大。

2、高档酒品占比提升，毛利率有提升空间

白兰地及威士忌类产品在中国有着巨大的市场潜力，但该产品目前在国内的发展仍受困于“品牌、渠道、市场推广”三大因素。名品世家利用自身销售渠道优势，在市场运作上更注重对消费者的培养和教育，从中高端消费者入手，既满足个性化的消费需求，又达到普及洋酒文化的目的。

根据公开信息，张裕白兰地（国产白兰地市场占比超过九成）平均出厂价呈现逐年上升趋势，从 2014 年的 24.15 元/升上升至 2019 年的 30.25 元/升，2019 年涨幅为 7%。根据国泰君安调研，早期张裕 150 元/瓶以上的白兰地占比预估仅为个位数，而目前高档酒占比已接近 1/3。根据智研咨询统计，我国进口的威士忌单瓶价格伴随着居民“消费升级”一直稳步上升，并在 2017 年后逐步步入高平均单价阶段。



资料来源：智研咨询



国内白兰地及威士忌市场逐步走向成熟，消费者对高品质酒品需求明显增长。相较而言，高档酒在生产和流通环节毛利率更高。名品世家处于酒类流通的重要环节，白兰地及威士忌毛利率有望进一步提升。

3、白兰地及威士忌毛利率预测参考历史毛利率情况

2018年-2020年度名品世家白兰地及威士忌销售收入及毛利率情况如下表所示。

年份	2018年	2019年	2020年度
毛利率(%)	6.64%	1.06%	4.67%
毛利率增长值	-	-5.58%	3.62%

预测期白兰地及威士忌毛利率如下：

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
预测毛利率	5.67%	6.67%	7.67%	8.00%	8.00%
预测毛利率增长值	1.00%	1.00%	1.00%	0.33%	0.00%

2019年以来，名品世家开始重点推广该类产品。为培育市场，名品世家此类产品毛利率控制在较低水平，市场培育取得了良好的效果，2019年名品世家白兰地及威士忌销售收入同比增长801.70%。随着白兰地及威士忌产品市场开拓逐步达到预期目标，2020年度名品世家开始逐步提价销售，使得2020年度白兰地及威士忌类酒品的毛利率较2019年度大幅提升。

预测期在选择白兰地及威士忌毛利率增长率的参数时，综合考虑了名品世家毛利率历史增长的因素及行业发展因素，虽然2020年度白兰地及威士忌毛利率较2019年增加3.62%，但出具谨慎性考虑，2021年度至2023年度白兰地及威士忌毛利率增长绝对值按照1%预测，并2024年至2025年度毛利率增长绝对值呈递减趋势。

综上所述，预测期白兰地及威士忌毛利率既参考了名品世家历史毛利率情况，也同时考虑了行业发展情况及名品世家后续发展态势。基于谨慎性考虑，在预测期，白兰地及威士忌销售毛利率逐步提升具有合理性和可实现性。



(2) 《回函公告》显示，名品世家目前不存在针对预测期（2021年起）内在手订单，请进一步分品类补充披露白酒、葡萄酒类、白兰地及威士忌酒类的预测期内各年度收入增长的合理性及依据的充分性，与历史增长率存在差异的原因及合理性，相关预测是否足够谨慎。请评估师说明在收益法评估过程中基于行业增长的未来前景及名品世家提供的总体规划进行的收入预测是否足够谨慎，是否符合《资产评估执业准则》相关规定。

一、情况说明

(一) 酒类流通行业发展前景良好，为名品世家发展提供良好基础

1、酒类流通行业发展前景良好，市场集中度逐步提升

名品世家的酒类销售主要包括葡萄酒、白兰地及威士忌以及白酒，其中白酒为其主要销售品种；随着销售渠道规模不断扩张，名品世家收入规模不断增长。

随着国民经济的发展和流通标准规范的广泛运用，酒类流通行业取得了巨大的发展。酒类经营者资质管理日益完善，市场经营秩序明显改善，流通效率稳步提升，流通成本有所降低，酒类流通现代化程度不断提高，行业龙头营收规模高速增长，市场占有率不断提升。

根据天风证券研报，对于我国多数地区，由于烟酒店具有网点密集、便利、团购资源丰富等优势，烟酒店渠道是酒类销售最主要的终端，多数地区烟酒店渠道占比达到 70%。近年来，C 端需求的增加倒逼烟酒店转型升级需求，同时非强关系型团购也需要观察门店资质，未来烟酒店转型或将呈现连锁化、品牌化、专业化、规模化等趋势。在这一过程中，以华致酒行、壹玖壹玖、酒便利和名品世家为代表的酒类流通企业脱颖而出，它们依托自身渠道及管理优势，营收规模不断扩大，市场份额快速增长。

与成熟市场美国对比，美国经销商市场份额高度集中。根据天风证券研报，美国酒类流通经过长时间的发展，批发的市场份额被大型经销商把控，集中度较高。根据 MHW 的报告，2014 年美国酒类批发销售额 537 亿美元，TOP10 经销商市占率超过 68%，而我国 2017 年统计的国内 TOP7 仅为 1.81%，市场整合空间巨大。国际酒业集团如帝亚吉欧、百富门、LVMH、百加得，旗下品



牌、品类众多，以线下多层经销为主，主要依靠主流经销商进行全球销售网络的布局。与之对比，我国国内酒类经销商目前格局仍然分散，可以预计近年内，行业头部企业仍将持续加大市场开拓力度，市场集中度将进一步提升。

2、名品世家克服疫情不利影响，业绩逆势增长

2020 年以来，在全行业乃至整个国民经济受疫情严重不利影响的背景下，名品世家对经营策略及时进行了调整，更为积极进取。名品世家根据行业发展特点，不断梳理产品结构，提升产品品质，探索营销策略，完善全国各地的销售网络，不断提高自身的核心竞争力。2020 年度名品世家克服了疫情的不利影响，业绩逆势增长，其中营业收入较 2019 年度增长 21.03%，净利润较 2019 年度增长 52.19%，处于行业领先水平。名品世家主营业务呈高速增长态势，未来随着名品世家在产品结构调整，销售网络拓展等方面的持续布局，这一增长态势有望延续。

（二）在手订单情况

截至 2021 年 4 月 30 日，名品世家在有效期内的销售框架协议金额约为 14.73 亿元（含增值税）。2021 年 1-4 月，名品世家已完成酒类产品销售收入约 4.77 亿元（未经审计）。按照前述销售收入月度平均测算，2021 年可实现的酒类产品销售收入 14.31 亿元，能够达到《资产评估报告》中对 2021 年酒类产品销售收入的预测 12.35 亿元。

名品世家按年度与区域运营商签署营销服务协议，按年度收取营销服务费。该协议主要约定服务种类和次数及服务金额等。截至本回复出具日，名品世家已签署的年度营销服务协议含税金额为 7,538.6 万元，对应营销服务费收入金额约 7,111.89 万元，能够达到《资产评估报告》中对 2021 年营销服务费收入的预测 7,107.71 万元。

（三）名品世家收入预测具有合理性

1、白酒产品收入增长预测具有合理性

历史年度及预测期间内，名品世家白酒类产品收入增长情况如下：

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
----	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------



白酒类产品收入/预测收入	67,141.53	66,527.53	77,149.94	100,294.92	125,368.65	144,173.95	158,591.34	166,520.91
预测收入增长率	-	-0.91%	15.97%	30.00%	25.00%	15.00%	10.00%	5.00%

(1) 酒类流通行业集中度提升还具有较大空间，品牌化成为大趋势

我国酒类流通行业集中度低。我国酒类流通行业属于充分竞争行业，由于我国分销渠道多样、零售终端分散、行业起步较晚，占市场较大份额的大型龙头企业较少，我国酒类流通行业集中度较低。截至 2016 年底，在商务部门备案登记的酒类经营者数量有 82.42 万家，其中批发企业（含批零兼营）占 15%，零售企业占 65%，餐饮企业占 18%，娱乐企业占 1%，其他占 1%。而在成熟的美国酒类流通市场，酒类产品销售的管理更为规范，市场整合程度和集中度较高，前 8 家销售商占据了 70% 的销售量和 68% 的销售额。与美国相比，我国酒类流通市场的集中度还有较大提升空间。

我国传统酒类渠道由于层级较多导致整体效率偏低，市场竞争加剧使得酒类流通产业链中的企业不断提升产品流通速度、降低流通成本、保障产品品质。同时相较于末端经销商，终端零售商更愿意与掌握着较多资源的地区及全国高端酒类产品经销商进行直接合作，提升供应链效率、降低分销层级为未来大势所趋，同时品牌化将成为重要竞争力。

名品世家深耕酒类流通行业多年，遍及全国的销售渠道，以及与酒类生产企业多年的良好合作关系，提升了其供应链效率以，为其产品品类和品质都提供了有利保障，均有利于名品世家市场份额的拓展。

(2) 酱酒需求强劲，盈利能力较强

酱香型白酒为代表的白酒类产品将是近年来白酒行业的热点。随着我国经济的不断发展，人均可支配收入提升，人们对白酒更加追求高品质。酱酒凭借较高的品质，酱酒在消费升级的趋势下不断被消费者接纳和喜爱。在名品世家白酒类产品销售中，以酱酒销售比例最高。同时，酱香型白酒作为名品世家的主推产品，在产品端名品世家与国台酒业、仁怀酱香酒等酱香白酒领域龙头企业开展深度合作，合作开发产品，满足消费者多元化需求；在渠道端，通



过客户拓展、网络直播销售以及新零售渠道，全方位拓展产品销售。根据名品世家总体规划，白酒方面，随着公司规模及品牌影响力的提升，公司现阶段已与多家知名酒厂洽谈成为其一级经销商，扩大知名酒厂的厂家配额，并已逐步优化独家开发产品。

(3) 2021年1-4月，名品世家已实现酒类产品销售收入4.77亿元（未经审计），其中白酒类产品销售实现3.59亿元，按照上述销售收入月度平均值测算，预计2021年度全年可实现白酒类销售收入约10.77亿元，较2020年度白酒类收入增长39.54%。处于谨慎考虑，本次评估将2021年度白酒类产品增长率预计为30%，且2022年至2025年白酒类产品预测的销售收入增长率趋缓。

综上，本次评估综合考虑了白酒行业市场情况及发展前景，名品世家针对白酒销售的规划，以及名品世家2021年1-4月已实现的销售情况后，对白酒销售收入增长作出的预测，相关预测是合理且谨慎的。

2、白兰地及威士忌产品收入增长预测具有合理性

历史年度及预测期间内，名品世家白兰地及威士忌产品收入增长情况如下：

项目	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度
白兰地及威士忌产品收入/预测收入	908.25	8,189.76	15,100.74	20,386.00	26,501.80	33,127.25	39,752.70	43,727.97
预测收入增长率	-	801.70%	84.39%	35.00%	30.00%	25.00%	20.00%	10.00%

虽然随着经济发展，人们消费观念及消费习惯的转变，高端人群对白兰地及威士忌类产品的青睐，白兰地及威士忌类产品在中国有着巨大的市场潜力，但是该类产品在国内的发展也受困于“品牌、渠道、市场推广”三大因素。2018年度以来，名品世家利用自身销售渠道优势，在市场运作上更注重对消费者的培养和教育，从中高端消费者入手，既满足个性化的消费需求，又达到普及洋酒文化的目的，为迅速推广白兰地及威士忌类产品，采取薄利多销的模式以获取更大的市场占有率。

截至2019年度，名品世家白兰地及威士忌市场开拓取得较大成绩，2019年名品世家白兰地及威士忌类产品销售收入较2018年度增长约8倍。2020年上



半年尽管受疫情影响，仍实现了 7,310.32 万元的销售收入，接近 2019 年全年的 90%。2020 年度白兰地及威士忌实现销售收入 15,100.74 万元，较 2019 年度增长 84.39%。

白兰地及威士忌相较于传统白酒市场，更加吸引年轻群体的消费欲望。随着国民经济水平的提升以年轻消费群体消费能力的崛起，白兰地及威士忌市场潜力巨大，未来将延续高速增长态势。

2021 年 1-4 月，名品世家已实现白兰地及威士忌产品销售收入 1.08 亿元（未经审计），按照上述销售收入月度平均值测算，预计 2021 年度全年可实现白酒类销售收入 3.23 亿元，较 2020 年度白酒类收入增长 113.65%。处于谨慎考虑，本次评估将 2021 年度白兰地及威士忌类产品增长率预计为 35%，且 2022 年至 2025 年白兰地及威士忌类产品预测的销售收入增长率趋缓。

综上所述，对于白兰地及威士忌销售收入的预测，综合考虑了名品世家针对白兰地及威士忌品类的业务规划，白兰地行业市场情况及发展前景，以及历史增长率综合情况，相关预测合理谨慎，具有可实现性。

3、葡萄酒类产品收入增长预测具有合理性

历史年度及预测期间内，名品世家葡萄酒类收入增长情况如下：

项目	2018 年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
葡萄酒类产品收入/预测收入	2,564.86	3,877.52	2,705.63	2,840.91	2,982.96	3,132.11	3,288.71	3,453.15
预测收入增长率	-	51.18%	-30.22%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%

名品世家目前拥有 10 多个国家的产品不断优化迭代，与海外酒庄或大型经销商开展合作，已有效解决原酒及成品供货问题。由于我国葡萄酒行业整体仍处于调整阵痛期，但我国葡萄酒市场潜力巨大，行业的调整与重构也不断为市场复苏积累动，2021 年 1-4 月，名品世家葡萄酒销售额同比增长 17.1%，因此基于谨慎性考虑，2021 年及以后年度公司葡萄酒销售增速按 5% 递增。

综上，对于各类产品销售情况的预测，综合考虑了名品世家的业务发展规划、各类产品的市场状况及发展前景，以及历史上各类产品收入及增长率，对



白酒、葡萄酒类、白兰地及威士忌酒类产品销售收入增长作出预测是谨慎合理的。

二、评估机构意见

根据《资产评估职业准则-企业价值》，评估专业人员应当对委托人和其他相关当事人提供的企业未来收益资料进行必要的分析、判断和调整，结合被评估单位的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，合理确定评估假设，形成未来收益预测。

此次评估中，评估人员充分收集了行业发展资料。我国作为全球最大的酒类消费市场，酒类流通企业市场集中度将逐步提升，在这一过程中，行业头部企业市场份额将逐步扩大。评估人员收集并分析了名品世家目前各品类产品品类的产品开发、渠道建设等相关资料；结合名品世家经营状况、历史业绩、发展等因素，以及 2021 年 1-4 月已实现的销售情况，认为名品世家具有良好的发展潜力。

综上所述，我们认为，企业提供的关于未来收益预测基于企业经营现状，及未来发展规划，符合行业发展趋势。此次评估中，关于收入预测谨慎，符合《资产评估执业准则》相关规定。

(3) 《回函公告》显示，2021 年起，名品世家运营过程产生的自由现金流可以覆盖名品世家流动资金需求缺口，请补充披露以上结论的具体测算过程及依据，并说明此预测过程是否考虑了预测期内名品世家现金分红的影响，如预测期内名品世家不进行现金分红，宝德股份如何偿还对外借款，并进一步论证财务费用的预测是否充分考虑了并购交易及完成后对上市公司整体运营的影响。

一、自由现金流测算过程

1、收益法预测过程无需考虑预测期内名品世家现金分红的影响



此次评估对象为名品世家全部股东权益在基准日的市场价值，由于预测期的分红对于基准日市场价值没有实质性影响，因此收益法预测中，通常不考虑分红影响。

2、测算过程

名品世家采用轻资产运营模式，资本支出较少，预测期随着经营规模增长，名品世家对于资金的需求主要体现在流动资金占用上。此次评估收益法采用现金流折现方法（DCF）对名品世家酒业连锁股份有限公司的股东全部权益价值进行评估。DCF模型属于绝对估值法，是将一项资产或企业在未来所能产生的自由现金流根据合理的折现率（WACC）折现，得到该项资产或企业在基准日的价值。

其中：自由现金流=（净利润+折旧摊销+扣税后付息债务利息）-（资本支出+营运资本增加）

预测期名品世家自由现金流如下表所示：

单位：万元

	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
净利润	11,240.83	14,220.56	17,209.37	19,413.46	17,630.38
加：固定资产折旧	30.82	30.82	30.82	30.82	30.82
加：无形资产长期待摊摊销	19.86	19.17	19.17	19.17	17.15
加：借款利息(税后)	74.51	77.99	77.99	77.99	77.99
减：资本性支出	14.21	-	1.66	14.21	
减：营运资金增加额	8,826.15	8,304.56	5,092.45	3,893.83	929.30
企业自由现金流	2,525.67	6,043.99	12,243.24	15,633.40	16,827.05

其中自由现金流即企业产生的在满足了再投资需要之后剩余的现金流量，这一指标已经考虑了公司流动资金缺口（体现在营运资金增加额）。由上表可知，预测期，在满足名品世家业务发展对流动资金的需要的前提下，名品世家自由现金流仍较为充足。在实际经营过程中，企业通常从利益最大化出发，仍维持



一定财务杠杆，因此基于谨慎原则，本次评估中对于名品世家仍按照一定规模的债务融资进行相关预测。

企业自由现金流在不影响公司持续发展的前提下，为可供分配给企业资本供应者的最大现金额。因此在预测期，名品世家具有分红能力。同时，上述预测的每年度自由现金流为当年度各自自由现金流金额，不受以往年度自由现金流及是否分红的影响。因此即使在预测期内，名品世家在自由现金流额度内进行现金分红，也不影响其他年度预测自由现金流金额。预测期内，名品世家财务费用规模较小，且符合预测性名品世家对现金流的实际需求，因此对上市公司整体运营不会构成显著不利影响。

综上，在并购完成后，名品世家现金分红具有可行性。

二、根据本次调整后的交易方案，宝德股份所需借款金额较小

根据本次调整后的交易方案，上市公司收购资金缺口不超过 3,000 万元。因本次收购而产生的相关负债利息，根据问题 2（1）测算，预计银行借款金额为 3,000 万元，假设上市公司 7 月末获得该笔贷款，2021 年 8 月末至 2023 年末上市公司累计需偿还的本息合计金额为 3,516.93 万元，借款金额较小。

根据问题 2（2）分析，结合名品世家业绩承诺期间自由现金流预测情况以及收购完成后上市公司持有表决权比例，名品世家现金分红具有可行性。如预测期内名品世家不进行现金分红，本次交易完成后，（1）上市公司新设子公司天禄盛世（北京）酒业有限公司主营业务为酒类销售业务，该公司所产生的现金流可作为该笔银行贷款的偿还来源；（2）宝德股份计划剥离石油钻采电控系统与自动化业务及相关资产，因此通过置出资产能够获得现金流用于归还上述贷款。

综上所述，上市公司本次收购资金缺口较小，不会对本次交易造成实质性障碍。预测期，在满足名品世家业务发展对流动资金的需要的的前提下，名品世家自由现金流仍较为充足，名品世家具备分红能力。如预测期内名品世家不进行现金分红，宝德股份仍可通过子公司天禄盛世酒业开展酒类流通业务以及置出资产获得现金流用于归还上述贷款。此外，由于预测期名品世家财务费用规



模较小，且符合预测性名品世家对现金流的实际需求，因此对上市公司整体运营不会构成显著不利影响。

问题 12

2016 年至 2020 年上半年，名品世家实现营业收入分别为 60,877.30 万元、66,156.99 万元、75,622.73 万元、84,250.09 万元和 44,058.54 万元，综合毛利率分别为 8.96%、9.90%、8.66%、9.39%和 9.24%，净利润分别为 3,053.05 万元、3,861.89 万元、4,026.43 万元、5,248.81 万元和 2,893.87 万元（2016-2017 年数据为新三板披露数据），营业收入及净利润增长幅度均未体现其处于高速增长期。请结合名品世家历史发展进程，报告期内市场份额变动情况，进一步论证对其采用市场法进行评估的依据是否充分。

回复：

一、本次市场法所选取的方法为交易案例比较法

交易案例比较法是指通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，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。适用前提如下：

- (1) 拥有一个充分发展、活跃的资本市场；
- (2) 在上述资本市场中存在着足够数量的可比交易案例；
- (3) 能够收集并获得参考企业或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；
- (4) 可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在评估基准日是有效的。

交易案例比较法与参考企业比较法区别在于：（1）参考企业比较法是通过参考企业的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率；（2）交易案例比较法则是通过分析与被评估企业处于同一或类似行业的公司买卖、收购及合并案例计算适当的价值比率。采用市场法之交易案例比较法时，营业收入、净利润增速存在一定差异，并非制约使用市场法的限制性因素，但在进行差异修



正时，应该充分考虑。例如：反映企业成长能力的营业收入及净利润增速等指标，属于企业差异因素，在评估过程中，评估人员应结合各家企业的打分情况，对价值比率进行调整。

二、可比案例选择具有充分合理性

1、近年来，我国多层次资本市场建设有了长足发展，累计超过 1 万家企业在全国中小企业股份转让系统（新三板）挂牌转让，成为非上市公众公司；截止 2020 年 6 月末，正常挂牌企业 8,547 家，合格投资者 130.82 万户。以 2020 年上半年为例，根据全国股转系统公司披露，新三板市场融资 106.29 亿元，环比上升 17.43%；二级市场日均成交金额环比提升 23.21%。近年来，随着各项改革措施落地，新三板市场经历了跨越式发展，市场各项功能指标回升，积极效应逐渐显现、定价功能持续完善，已经成我国多层次资本市场的重要环节。

2、与名品世家主营业务接近的同行业企业包括：华致酒行、壹玖壹玖、酒便利等，其中华致酒行已在深交所创业板上市。而壹玖壹玖、酒便利包括名品世家自身均在近年借助新三板这一平台完成过增资扩股等经济行为。

本次交易案例比较法选择的交易案例为壹玖壹玖 2018 年定增、酒便利 2018 年两次定增、名品世家 2018 年定增。壹玖壹玖主营业务为基于线下实体门店和线上电商平台的，以信息化管理为核心的酒类零售业务与酒类供应链管理服务。酒便利主营业务为基于线下实体门店和线上互联网平台、以信息化管理为核心的 O2O 即时酒类零售业务。

因此，本次评估所选取的交易案例企业与名品世家均于酒类流通行业，经营模式及经营业务与名品世家相似，公司类型上具有一致性，具有较强的可比性；且所选交易案例均发生于 2018 年，交易已经全国股转系统公司审核备案通过且已完成发行，交易日期距本次评估基准日较为接近。因此，基于上述企业的定增交易信息，选取壹玖壹玖、酒便利以及名品世家自身近期 4 次定增交易作为可比交易案例，满足市场法评估所需参比案例企业类型及案例数量的要求。

3、壹玖壹玖、酒便利以及名品世家作为新三板挂牌非上市公众公司，信息披露较为规范、详尽，评估机构能够从公开信息中获取挂牌公司自身以及交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料。



4、本次评估选取的4个交易案例，除酒便利第二次定增外，其余交易案例均为非关联交易，均属正常交易情况；酒便利第二次定增仅面向关联股东发行了较少比例股票，且定价与非关联方一致，也属于正常交易状况。

在上述交易案例中，均为正常交易状况，股票发行对象均属于合格投资者；且发行对象包括国资机构以及知名企业，其认购股票价格能够公允反应发行人的市场价值；发行定价符合《全国中小企业股份转让系统股票定向发行规则》相关要求；所涉及非上市公司及股票发行对象均严格遵守了《非上市公司监督管理办法》、《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》以及全国股转系统公司关于股票发行业务的有关规定，非上市公司均按规定召开了董事会及股东大会，并且在股票发行过程的关键节点中严格履行了信息披露义务，相关股票发行已经全国股转系统审核备案。

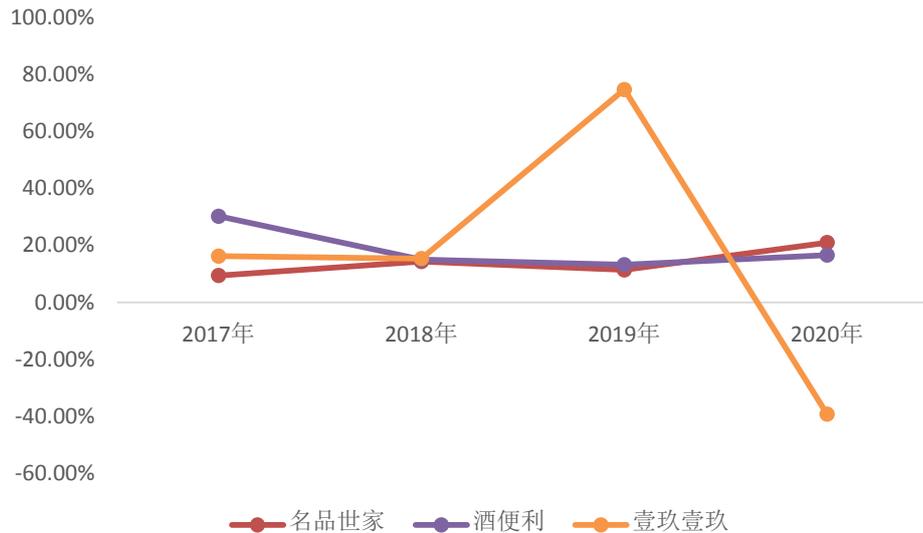
因此，采用新三板定增交易案例作为本次上市公司拟收购标的资产评估的可比案例具有合理性。

三、在评估过程中，评估人员对于可比交易案例差异进行了合理修正

此次评估选择市场法符合其应用前提，所选择交易案例均属于我国规模较大的酒类流通企业，行业地位较为接近，经营模式类似、主营业务类似，具有较强的可比性。市场法的选择符合《资产评估执业准则》有关要求。在此前提下，营收、净利润增速存在一定差异，并非制约使用市场法的限制性因素，但在进行差异修正时，应该充分考虑。

依据《资产评估执业准则——资产评估方法》，评估师在运用市场法时对评估对象与可比参照物进行比较分析，应对价值影响因素和交易条件存在的差异做出合理修正。例如：反映企业成长能力的营业收入及净利润增速等指标，属于企业差异因素，在评估过程中，评估人员应结合各家企业的打分情况，对价值比率进行调整。

名品世家、酒便利、壹玖壹玖三家企业2017年以来营收增速如下：



从历史营收增速来看，2017年-2019年壹玖壹玖、酒便利及名品世家营收均实现了显著增长。2020年家企业营收增速开始分化，名品世家和酒便利营收依然保持稳健增长，而壹玖壹玖则出现下滑。

从历史归属于母公司股东净利润方面，酒便利2017年亏损，2018年和2019年处于微利状态；壹玖壹玖则连续亏损。而名品世家实现了净利润连续稳健增长，尤其在2020年，尽管受疫情影响，但名品世家净利润仍保持了较高增速，成长性良好。

此次评估在可比交易案例的差异修正中，考虑了交易日期、企业差异、交易情况修正。其中企业差异修正参照了国务院国资委财务监督与考核评价局制定的《企业绩效评价标准值》（2020）中的食品、饮料及烟草制品批发与零售行业指标，修正指标涉及盈利能力、债务风险、资产质量状况及经营增长状况等各个方面。评估人员对各企业进行打分，以营收增长率为例，如某家企业增速偏低，则这一指标的得分也相应降低。评估人员在汇总各企业总体得分的基础上，对价值比率进行调整，从而得出评估对象的价值，其更接近市场价值。

综上所述，此次评估方法选择市场法中的可比案例法是符合其应用前提的，所选择交易案例企业均属于我国规模较大的酒类流通企业及新三板挂牌企业，行业地位及经营情况均较为接近，具有较强的可比性。且在可比交易案例修正中，综合考虑了营业收入、净利润等各方面的因素进行修正，对价值比率进行调整。此次评估市场法的选择和评估程序，充分遵循了《资产评估执业准则》



有关要求，此次评估选择市场法符合其应用前提，可比交易案例选择依据充分合理。



此页无正文，为北京中锋资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所《关于对西安宝德自动化股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函（2021）第3号）的核查意见之盖章页。

评估机构法定代表人(陈微):

资产评估师(解西臣):

资产评估师(李明生):

北京中锋资产评估有限责任公司

二〇二一年六月十日