



估价及顾问服务

上海老凤祥有限公司拟通过控股子公司增资
所涉及的迈巴赫奢侈品亚太有限公司
股东全部权益价值
估值说明

信资评估字（2025）第 010038 号

上海立信资产评估有限公司

上海市浦东新区沈家弄路 738 号 8 楼

电话：+0086 21 68877288

传真：+0086 21 68877020

公司电子邮箱：lixin@lixin.cn

公司网址：www.lixin.cn

目录

关于估值说明使用范围的声明	1
估值说明	2
第一部分 资产清查说明	2
1. 估值对象与估值范围说明	2
2. 资产核实情况总体说明	3
3. 影响资产核实的事项及处理方法	3
4. 核实结论	3
第二部分 收益法估值技术说明	4
1. 估值对象	4
2. 收益法的应用前提、选择的理由和思路	4
3. 收益法计算公式及各项参数	4
4. 收益预测的假设条件	6
5. 宏观及行业分析	7
6. 公司经营、资产、财务分析	25
7. 估值计算及分析过程	26
8. 收益法估值结果	41
第三部分 市场法估值技术说明（上市公司比较法）	42
1. 估值对象	42
2. 市场法的应用前提及选择的理由和依据	42
3. 市场法的估值思路及公式	42
4. 市场法的假设条件	43
5. 宏观及行业分析	45
6. 企业经营、资产、财务分析	45
7. 估值过程	45
8. 市场法估值结果	54
第四部分 估值结论及分析	55
1. 收益法估值结果	55
2. 市场法估值结果	55
3. 估值结论	55
4. 折价或溢价情况	56
5. 特别事项	57

关于估值说明使用范围的声明

本估值说明仅供国有资产监督管理机构（含所出资企业）、相关监管机构和部门使用。除法律、行政法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

估值说明

第一部分 资产清查说明

1. 估值对象与估值范围说明

1.1 估值对象与估值范围内容

本次估值对象为迈巴赫奢侈品亚太有限公司（以下简称：迈巴赫亚太）的股东全部权益价值。

1.2 本次估值范围为迈巴赫亚太的全部资产与负债。根据迈巴赫亚太在估值基准日的资产负债表，总资产账面值为 0.13 万美元，总负债账面值为 0.00 万美元，所有者权益账面值为 0.13 万美元。具体内容如下表：

估值基准日：2025 年 6 月 30 日

金额单位：美元

项目	账面金额
流动资产	1,273.93
其他应收款	1,273.93
资产总额	1,273.93
负债总额	0.00
所有者权益	1,273.93
注：原币为港元，估值基准日汇率：1 美元：7.8497 港元	

委托估值对象和估值范围与经济行为涉及的估值对象和估值范围一致，上述财务数据摘自被估值单位未审计的会计报表。

1.3 权属状况

1.3.1 涉及抵押的资产；

未发现。

1.3.2 权属存在限制（如涉诉、查封、冻结）的资产；

未发现。

1.3.3 没有权属证明或权属来源文件的资产；

未发现。

1.3.4 权利人与被估值单位名称不符的情况；

未发现。

1.3.5 不属于被估值单位应当承担义务的负债项目及形成原因；

未发现。

1.3.6 清查中发现的其他权属瑕疵事项。

未发现。

除以上事项外，清查中未发现估值范围内的资产存在权属方面的瑕疵事项和估值范围内的负债不需要由被估值单位承担的事项。

1.4 企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况。

无。

1.5 企业申报的表外资产（如有申报）的类型、数量。

无。

1.6 引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额（或者估值值）。

无。

2. 资产核实情况总体说明

2.1 资产核实人员组织、实施时间

由资产估值师王竞宇为项目负责人，组织估值人员根据估值计划的安排，明确各专业负责人及清查工作分工，开展对被估值单位的资产清查工作。清查工作自 2025 年 9 月 1 日至 2025 年 9 月 3 日结束。

2.2 主要清查过程

2.2.1 被估值单位自查：估值机构向被估值单位提出自查及估值明细表的填报要求，由被估值单位按估值机构要求，提供各类资产、负债清查估值明细申报表和收入、成本预测表。

2.2.2 清查核实：估值人员通过询问、函证、核对、监盘、勘察、检查等方式进行调查，获取估值业务所需要的资料，了解估值对象现状，关注估值对象法律权属。

2.2.3 汇总分析：汇总清查结果，分析资产清查的范围和深度是否符合估值的要求，是否与本次经济行为涉及的资产范围一致，能否满足估值阶段工作的要求。

3. 影响资产核实的事项及处理方法

经清查核实，不存在影响资产清查核实的事项。

4. 核实结论

被估值单位已按估值基准日的会计报表的财务数据进行估值明细表的申报。

根据被估值单位的估值明细表，估值人员在被估值单位的配合下，按估值规范的要求进行清查，清查结果与申报的估值明细表基本相符，未发现与账面记录存在差异的事项，估值范围内的资产产权清晰。

第二部分 收益法估值技术说明

1. 估值对象

本次估值对象为迈巴赫奢侈品亚太有限公司（以下简称：迈巴赫亚太）的股东全部权益价值。

2. 收益法的应用前提、选择的理由和思路

2.1. 收益法的定义和原理

公司价值估值中的收益法是指通过将被估值单位预期收益资本化或折现以确定估值对象价值的估值思路。

收益法的基本原理是资产的购买者为购买资产而愿意支付的货币量不会超过该项资产未来所能带来的期望收益的折现值。

2.2. 收益法的应用前提

2.1.1. 被估值资产必须是能够用货币衡量其未来期望收益的单项或整体资产；

2.1.2. 产权所有者所承担的风险也必须是能用货币来衡量的；

2.1.3. 被估值资产预期收益年限可以预测。

2.3. 收益法选择的理由和依据

估值人员在对被估值单位总体情况和历史经营情况进行了解和分析后，被估值单位具备持续经营的条件，所处的行业也处于稳定（或较快）发展的阶段，因此对该公司的估值符合上述收益法应用前提，本次被估值单位股东全部权益估值适宜采用收益法。

2.4. 收益法的估值思路

根据本次估值调查情况以及估值对象资产构成和主营业务的特点，本次估值的基本思路是：

2.4.1. 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。

2.4.2. 将纳入报表范围，但在预期收益（净现金流量）估算中而未予以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。

2.4.3. 由上述二项资产价值的加和，得到估值对象的权益资本（股东全部权益）价值。

3. 收益法计算公式及各项参数

3.1. 收益法计算公式

本次估值采用现金流折现方法（DCF）对企业经营性资产进行估值，收益口径为股

权自由现金流（FCFE），相应的折现率采用 CAPM 模型。基本公式如下：

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产和负债价值

其中：经营性资产价值按以下公式确定：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+i)^i}$$

式中：P：为经营性资产价值；

r：为折现率；

i：为预测年度；

F_i ：为第 i 年净现金流量；

n：为收益期。

付息债务：指基准日账面上需要付息的债务。

溢余资产：是指与公司主营业务无直接关系、超过公司经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、收益法预测中未包括的资产等。

非经营性资产：是指与公司主营业务无直接关系、对主营业务不产生贡献的资产和负债。

3.2. 收益期

公司的收益期限可分为无限期和有限期两种。理论上说，收益期限的差异只是计算方式的不同，所得到的估值结果应该是相同的。由于公司收益并非等额年金以及资产余值估计数的影响，用有限期计算或无限期计算的结果会略有差异。

迈巴赫亚太成立于 2025 年 2 月，为有限公司，考虑到公司所属行业未来产业发展并无限制，本次收益期按照无限期计算。当进行无限年期预测时，期末剩余资产价值可忽略不计。

一般地，将预测的时间分为两个阶段，详细的预测期和后续期。本次估值的估值基准日为 2025 年 6 月 30 日，根据公司的经营情况及本次估值目的，对 2025 年 7 月至 2030 年采用详细预测，因此我们假定 2030 年以后年度被估值单位的经营业绩将基本稳定在预测期 2030 年的水平。

3.3. 未来收益的确定

本次估值采用的收益类型为股权自由现金流量，股权自由现金流量指的是归属于股东的现金流量，其计算公式为：

股权自由现金流量=净利润+折旧与摊销-资本性支出-净营运资金变动-债务本金偿还+新发行债务

3.4. 折现率

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次估值收益额口径为股权自由现金流量，则折现率股权期望报酬率选取资本资产定价模型（CAPM）。公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \varepsilon$$

其中：R_f：无风险利率

β：股权系统性风险调整系数

R_m：市场收益率

(R_m-R_f)：市场风险溢价

ε：特定风险报酬率

3.5. 溢余资产及非经营资产和负债价值的确定

溢余资产是指与公司收益无直接关系、超过公司经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、收益法估值未包括的资产等。非经营性资产和负债是指与公司收益无直接关系、不产生效益的资产和负债。溢余资产和非经营性资产视具体情况采用成本法、收益法或市场法估值。

溢余资产及非经营资产和负债的处理与公司的资产负债结构密切相关。本次估值通过分析被估值单位的资产结构确定溢余资产的价值。

4. 收益预测的假设条件

4.1. 数据预测的基准

本次估值预测基准是根据委托人和被估值单位的未来年度经营计划，在充分考虑公司现实业务基础和发展潜力的基础上，并在下列各项假设和前提下对公司未来经营进行了分析预测。预测所依据的原则与国内以及国际上通用的估值原则相一致。一般来说，有以下几个具体原则：

4.1.1. 参考历史数据，不完全依靠历史数据；

4.1.2. 根据调查研究的数据对财务数据进行调整；

4.1.3. 数据统计与定性综合分析相结合，根据已有数据进行合理修正，求出反映公司价值变化的最佳参数来。

4.2. 预测的假设前提

对被估值单位的收益进行预测是采用收益法进行估值的基础，而任何预测都是在一定假设条件下进行的，本次估值收益预测建立在以下假设条件基础上：

4.2.1. 一般假设

4.2.1.1. 公司所在的行业保持稳定发展态势，所遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化；

4.2.1.2. 不考虑通货膨胀对估值结果的影响；

4.2.1.3. 利率保持为目前的水平，无重大变化；

4.2.1.4. 无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

4.2.2. 特殊假设

4.2.2.1. 被估值单位与合作伙伴关系及其相互利益无重大变化；

4.2.2.2. 被估值单位的现有和未来经营者是负责的，且公司管理能稳步推进公司的发展计划，尽力实现预计的经营态势；

4.2.2.3. 被估值单位核心团队未来年度持续在公司任职，且不在外从事与公司业务相竞争业务；

4.2.2.4. 被估值单位在估值基准日已签署的合同及协议能够按约履行；

4.2.2.5. 被估值单位遵守国家相关法律和法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；

4.2.2.6. 被估值单位提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致；

4.2.2.7. 被估值单位能够根据经营需要筹措到所需资金，不会影响公司正常经营；

4.2.2.8. 被估值单位能够获得充分必要的授权在中国和亚太地区的经营迈巴赫品牌奢侈品；

4.2.2.9. 被估值单位获得的迈巴赫品牌奢侈品的经营授权可以获得无条件续展或续展无实质性障碍；

4.2.2.10. 经销商（精品店、展示店等）对被估值单位的保证采购金额不低于每店每季度 50 万美元；

4.2.2.11. 被估值单位的经销商（精品店、展示店等）至 2030 年的数量不低于 50 家；

4.2.2.12. 销售利润率：25%（to B 业务）、50-60%（新产品业务）、100%（代理权授权业务）；

4.2.2.13. 被估值单位全部收入来源于中国（不含中国香港）、其他亚太国家和地区；

4.2.2.14. 中国香港公司利得税税率为 16.5%（其中法团首 200 万港元内利润适用税率为 8.25%），该税率适用来源于中国香港的收入或利润；

4.2.2.15. 未考虑任何税务当局可能的扣除或预扣除或未来的税费。

根据估值的要求，认定这些假设在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

5. 宏观及行业分析

5.1. 全球经济：供需两端延续疲软态势

供给端。农业产出保持稳定。全球食品价格指数在 5 月环比下降 0.8%，主要受谷物、食糖和植物油价格下跌带动，但乳制品和肉类价格指数有所上涨。联合国粮农组织 6 月发布的《粮食展望》报告显示，2025 年全球粮食生产前景较为乐观，预计除糖类以外的其他所有作物产量都将保持增长，其中水稻、玉米、高粱和油菜籽等主要农产品全球产量将创历史新高。制造业活动表现分化。5 月全球制造业 PMI 指数下降 0.2 个百分点至 49.6%，连续两个月处在收缩区间。美国 ISM 制造业 PMI 下行 0.2 个百分点至 48.5%，连续第三个月收缩，制造业扩张受阻。欧元区 20 国制造业产能利用率从一季度的 76.9% 升至二季度的 77.8%，扭转了此前三个季度持续下滑的局势。一季度日本产能利用率指数逐月提升，但 4 月开始转降。5 月越南、马来西亚、泰国和墨西哥等出口导向型经济体制造业 PMI 分别回升 4.2、0.2、1.7 和 1.9 个百分点，在经历关税政策短暂冲击后出现反弹。服务业景气度有所回暖。5 月全球服务业 PMI 回升 1.1 个百分点至 52%。发达经济体服务业活动多呈现走弱，美国 ISM 服务业 PMI 降至 49.9%，新订单指数降至 46.4%，欧元区和日本服务业活跃度趋于下降。新兴经济体服务业活动整体呈现反弹。5 月印度服务业 PMI 上行 0.1 个百分点至 58.8%，持续处在高景气区间，巴西和俄罗斯分别上行 0.7 和 2.1 个百分点至 49.6% 和 52.2%。

需求端。主要经济体消费增长乏力。5 月美国零售销售环比下降 0.9%，增长明显放缓，前值为-0.1%，关税引发的抢购潮消退，二季度美国密歇根大学消费者信心指数整体降至一年多来的低位，消费需求转弱趋势明显。4 月欧元区 20 国零售销售指数和消费信贷总额分别环比增长 0.1% 和 0.4%，增速较 3 月下降 0.3 个和 0.1 个百分点；同月欧元区消费者信心指数跌至-16.6，5 月小幅反弹 1.4 点至-15.2，但仍处在 2024 年以来的低谷水平。日本劳工实际收入连续 4 个月负增长，4 月日本 2 人以上家庭实际消费支出同比下降 0.1%，时隔两个月再度萎缩。3 月日本消费者信心指数一度降至 31.3，4 月小幅回升至 32.9，但仍处在过去两年的最低水平区间。美国核心资本品订单规模开始下滑，地方联储数据显示企业资本支出意愿下降，投资扩张势头受阻。欧元区投资活动较为稳健，4 月德国销往欧元区的资本货物订单指数环比增长 2.3%，连续两个月正增长，增速快于销往非欧元区的指标。财政支出活动呈现分化。美国政府大力度精简政府人员、削减政府开支，短期内财政支出有所压降，但若特朗普政府“美丽大法案”（One Big Beautiful Bill Act）计划落地生效，后续美国财政将再度转向宽松。欧盟及其主要成员正在打破债务紧缩教条，通过扩大国防开支、放宽政府举债限制、设置预算外专项基金等方式实施财政扩张行动，以期对经济增长形成支撑、重塑自主独立的安全秩序。

展望三季度，关税冲击下全球经济将面临更多挑战。

需求端扩张步伐可能继续放缓。特朗普政府关税政策的大幅频繁调整及其连锁反应，将对美国消费需求及其他经济体投资活动带来广泛影响。美国消费扩张已经出现停滞信号，企业投资扩张预期转弱。欧盟市场需求可能受到连续降息、财政扩张等有利因素支撑。高通胀对居民真实收入的侵蚀将持续困扰日本经济，其内需增长动能相对薄弱。新兴经济体或将加大对本土及非美市场的拓展，全球产业链供应链重构有助于提振部分经济体实体投资，但整体而言全球需求扩张将面临更多不确定性因素。供给端不稳定因素增多。关税政策变化对全球制造业的负面影响仍在发酵，未来一个时期全球生产活动或将反复遭遇关税政策调整冲击，制造业扩张预期转弱，日本、韩国以及部分制造业驱动型新兴经济体受到的不利影响较大，与贸易相关的商务、航运、物流等服务也将持续受挫。随着关税冲击逐渐由生产端传导至就业和收入端，私人服务消费活动扩张将进一步受阻。中东地缘政治冲突升温将对全球能源供给和重点地区航运带来新的冲击，影响全球供应链稳定。预计 2025 年三季度，全球实际 GDP 增速在 2.4% 左右；全年实际 GDP 增速在 2.0% 左右。

5.2. 全球通胀：下降速度放缓，不同地区表现分化

全球通胀降幅放缓。2025 年 5 月，主要经济体通胀水平回落，但降幅整体放缓。分地区看，美国 CPI 同比增速较上月上升 0.1 个百分点至 2.4%，但涨幅低于市场预期，关税上调尚未显著影响到美国消费价格水平。欧元区 CPI 同比增速为 1.9%，较上月下降 0.2 个百分点，不含能源、食品、烟酒的核心 CPI 同比上升 2.3%，较上月下降 0.4 个百分点，主要经济体德国、法国、意大利和西班牙通胀率分别为 2.1%、0.6%、1.6% 和 2%，整体趋于下降。受大米成本飙升等因素影响，5 月日本 CPI 同比增速为 3.5%，处在相对高位，核心 CPI 同比增长 3.7%，创下 2023 年 1 月以来最高。除墨西哥外，其他主要新兴经济体 CPI 增速趋降。

展望 2025 年三季度，关税上调与贸易政策不确定性将推高价格水平，中东地区局势变化可能通过影响国际能源价格和全球航运加剧全球通胀压力，但消费市场增长预期低迷可能从需求端缓解价格上行压力，不同经济体通胀走势将面临分化。随着美国前期“抢进口”积累的商品库存消耗见底，关税负担将逐步传导至美国消费品价格和生产成本。美国同主要经济体关税谈判进展不及预期，钢铝、汽车及其零部件等关键产品关税下调概率较小。根据耶鲁大学预算实验室估算，特朗普关税政策将导致美国汽车价格平均上涨 13.5%，每辆新车平均价格将增加 6400 美元。受关税政策影响，美国企业 Brilliant Home Technology 被迫将其智能灯开关的价格从 249 美元提高到 299 美元，涨幅达 20%。另一方面，消费需求疲软将抑制价格上涨势头，相关趋势在美国已经开始显现，除日本等少数经济体外，其他国家和地区通胀压力仍将

趋降。总体而言，需求收缩对通胀的抑制效应可能强于供给端关税和地缘政治因素带来的扰动，全球通胀压力有望小幅放缓。预计 2025 年三季度，全球 CPI 同比增速在 3% 左右；全年 CPI 增速在 3.4% 左右。

5.3. 全球贸易：进出口活动波动加剧，贸易谈判情况成为后势关键变量

2025 年二季度，关税政策不确定性导致全球贸易波动加剧。4 月 2 日，美国宣布自 4 月 5 日起对进口所有国家商品加征 10%“最低基准关税”，自 4 月 9 日起对美国贸易逆差主要来源地征收“对等关税”，对等关税加征幅度在 11%-50%。4 月 9 日，美国宣布对主要贸易伙伴征收的“对等关税”（除中国外）暂缓 90 天执行，90 天期间仅征收 10%“最低基准关税”。美国对华“对等关税”经历 4 月 8 日（由 34% 上调至 84%）、4 月 9 日（由 84% 上调至 125%）两次上调后，5 月 12 日调整至与其他贸易伙伴一致。“对等关税”政策的频繁调整导致二季度全球贸易走势存在较大波动。5 月 20 日，联合国贸发会议将 2025 年二季度全球商品贸易规模环比增速预测值调整为 2.14%，较 4 月初的预测值上调 0.36 个百分点。全球主要经济体贸易表现分化。部分出口导向型经济体存在“抢出口”行为。4 月，日本、墨西哥、印尼、印度、泰国、越南、新加坡出口同比增速分别达到 2.0%、5.8%、5.8%、9.0%、10.2%、21.0%、22.1%。转口贸易重要性凸显。4 月至 5 月，中国出口同比增速为 6.4%，对美出口同比下降 28.0%，对东盟出口同比增长 17.8%。但 10%“最低基准关税”叠加关键产品关税的负面冲击不容忽视。5 月 1 日至 20 日，韩国出口总额同比下降 2.4%，汽车、汽车零部件、钢铁制品的出口同比降幅分别达到 6.3%、10.7%、12.1%。

展望 2025 年三季度，关税政策博弈和地缘政治波动成为影响全球贸易走势的关键变量。90 天“对等关税”暂缓征收期将在 7 月初结束，全球关税政策取向取决于美国与主要贸易伙伴间的贸易谈判走势。目前，美国与印尼、沙特等国家的谈判进程整体明朗，关税优势、资源储备叠加产业政策可能推动跨国企业将产业链向相关地区转移，上述地区的贸易增长潜力值得关注。但美国与欧盟、日本、韩国、印度等谈判则尚未取得实质性进展，汽车关税、钢铝关税、数字税等成为难以调和的分歧点。特朗普政府对钢铝关税态度强硬，6 月 3 日将进口钢铝及衍生品关税税率由 25% 上调至 50%；6 月 12 日将洗碗机、洗衣机、冰箱等 8 大类含钢制部件的家用电器及相关产品新增至钢铁衍生品产品清单，产品中的钢铁零部件部分价值适用于 50% 进口关税税率。6 月 15 日，特朗普出席七国集团领导人峰会，但与多位关键领导人的双边会谈均未取得实质性突破。部分经济体可能在谈判破裂后推出反制措施。5 月 8 日，欧盟公布对美关税反制清单，若双方谈判破裂，欧盟计划对进口美国民用飞机、汽车等总值 950 亿欧元商品加征报复性关税。5 月 13 日，印度向世界贸易组织提交申

诉，计划对进口美国部分商品加征关税，反制美国的钢铝关税。全球主要经济体关税政策博弈将造成外溢影响，全球贸易风险将加速积累。6月13日，以色列和伊朗间爆发冲突，在经历近两周的冲突后，双方于6月24日达成“口头停火”，但和平局面能否持续面临一定不确定性，双方冲突仍存在再起的可能。中东地缘政治冲击升级风险或导致霍尔木兹海峡、红海航线等全球重要能源和货物运输通道受阻、中断，运输成本抬升，全球贸易体系承压，放大全球供应链脆弱性。

5.4. 全球财政政策：主要经济体政策调整步伐加快，财政压力持续加大

2025年二季度，主要经济体加快落实前期财政政策调整。2025财年以来（2024年10月到2025年5月），美国财政赤字规模整体超预期，累计赤字规模为1.36万亿美元，同比增速达到13.5%。其中，联邦政府支出4.85万亿美元，社会保障、利息和医疗保障等主要支出项较2024年同期均大幅增长超600亿美元；联邦政府收入3.48万亿美元，个人所得税、社保医保缴税和企业税是主要收入来源。加征关税背景下，5月美国关税收入大幅增长至223亿美元以上，创历史新高。若维持当前关税水平，预计未来美国年度关税收入将由2024年的770亿美元升至2000亿美元以上，但对整体财政收支的改善力度有限。欧盟委员会于3月提出拟调动8000亿欧元用于“重新武装欧洲”，打造“一个安全而有韧性的欧洲”。5月27日，欧盟理事会正式批准设立金额高达1500亿欧元的“欧洲安全行动”（SAFE）工具，为成员国提供利率优惠的长期贷款，并且35%的贷款可用于采购欧洲区域外所生产的武器零部件。欧盟将通过发债筹集SAFE工具所需资金，但预计不会发行国防相关专项债。日本政府遭遇国债拍卖遇冷、长期债券价格暴跌，财政压力明显增加。5月，20年期日本国债的投标倍数降至2012年8月以来的最低水平，而且“尾差”（即平均中标价与最低中标价的差距）达到1.14，为自1987年以来最大，表明日本长期国债供需严重失衡。拍卖结果出炉后，10年期日本国债收益率一度上涨至1.525%，为3月底以来的最高水平；20年期日本国债收益率飙升约15个基点，至2000年以来的最高水平。国债收益率上升将导致利息支出增加，加剧日本政府债务偿付压力。

展望2025年三季度，主要经济体新财年财政政策将逐步落地，财政赤字压力可能持续扩大。美国特朗普政府计划2026财年大力压降财政开支，但减税法案落地将在中长期加大美国财政压力。5月2日，特朗普政府提交2026财年预算提案，财政预算支出金额为1.7万亿美元，较2025财年削减7.6%。其中，国防支出将增加13%至1.01万亿美元，国土安全支出增加近65%，非国防可自由支配支出将削减23%（约1630亿美元），可持续发展、教育等领域支出将明显受限。另一方面，特朗普政府向国会施压，计划于三季度推出“美丽大法案”，其中包含减税、增加国防和边境相

关支出、削减其他支出以及提高债务上限等内容，预计该法案将使未来十年美国财政赤字增加 3-5 万亿美元，极大地加重财政负担。欧盟成员国财政表现将进一步分化。截至 2025 年一季度，除德国、卢森堡、荷兰、丹麦等 9 个成员国公共债务占 GDP 比重低于 60%，其他成员国均未能满足欧盟财政纪律，尤其是希腊、意大利、法国、比利时等国公共债务占 GDP 比重超 100%。欧盟财政扩张可能将恶化上述成员国债务问题，加剧主权债务风险。为应对美国关税政策，日本政府于 5 月 26 日明确了“紧急应对一揽子计划”财政支出方案，用于减轻普通家庭的电费和燃气费负担，以及为中小企业提供财政支持。该财政支出方案的规模将达到 2.8 万亿日元，包括 9000 亿日元的国家财政资金以及地方政府和民间企业支出。尽管日本政府表示该政策将灵活利用储备金和现有预算，但在政府债务占 GDP 比重超 200%、长期国债拍卖遇冷等因素叠加下，日本政府可能将面临更大财政压力，日本首相石破茂曾公开表态称“日本的财政状况不比希腊好”。

5.5. 全球货币政策：美联储未来将根据经济数据灵活调整利率，欧洲央行延续降息路径但节奏放缓

2025 年二季度，美联储维持利率不变，欧洲央行降息并释放宽松信号，日本央行维持利率水平并放缓缩减购债步伐，英国央行降息 25 个基点以平衡通胀与增长。美联储 2025 年 5 月初决定将联邦基金利率目标区间维持在 4.25%至 4.50%不变。美联储选择维持利率不变，不急于降息，表示将根据经济数据灵活调整政策走向。欧央行 2025 年 4 月如期下调 3 大利率 25 个基点，6 月 5 日再次宣布降息，存款利率降至 2.0%，欧洲央行将这一水平视为“中性”，既不再抑制经济，也尚未刺激经济。日本央行 2025 年 6 月 17 日会议维持目标利率在 0.5%不变，连续第三次按兵不动。英国央行 2025 年 5 月 7 日将基准利率下调 25 个基点至 4.25%。

展望 2025 年三季度，全球货币政策主要呈现以下特征。

美联储政策走向将关注通胀走势、就业市场变化和全球贸易局势，欧洲央行未来降息路径引发争议美联储未来可能面临艰难的权衡，需要判断通胀变化是暂时现象还是更持久趋势的开端，这促使其采取更加观望的态度，6、7 月可能继续维持利率不变，下半年政策路径可能存在较大不确定性，市场预计 2025 年底前将降息两次，首次降息可能会在今年 9 月，并可能在 10 月再次行动。但美联储政策调整仍然取决于经济数据的表现，若后续经济指标显示出显著的疲软，降息预期可能进一步升温。同时，美联储将继续推进资产负债表缩减进程，但将根据市场情况调整步伐。欧洲央行已在过去一年内八次降息，当前通胀水平接近 2%的目标，对于后续政策走向存在一定分歧，预计 2025 年 7 月或将暂停降息，以估值政策效果及内外部风险状况。

日本的政策路径从“主动紧缩”转向“防御性观望”，政策路径将高度依赖数据和经济环境的动态估值；英国央行将根据通胀中期前景灵活调整，未来存在进一步降息空间。日本央行对加息的态度愈发审慎，美国关税风险、国内通胀形势成为未来加息决策的关键考量因素。市场预期日本央行年内不会再度加息，或在 2026 年一季度加息至 0.75%。日本央行计划 2026 财年起放缓缩减购债的步伐，季度购债规模自 2026 年 4 月起减半至约 2000 亿日元，以避免市场剧烈波动，缓解国债收益率上升带来的财政负担。英国央行货币政策聚焦于中期内将通胀率持续稳定在 2% 的目标水平。如果英国经济和通胀受到全球贸易紧张局势和劳动力市场疲软的拖累，英国央行可能转向更快的降息节奏，不排除在三季度再次降息 25 个基点，以刺激经济增长。

5.6. 重点国别/地区经济形势研判

美国：关税预期导致增长失速，政策调整将进一步影响经济表现

2025 年一季度，美国实际 GDP 环比折年率为 -0.5%，较上季度 2.4% 的增速明显回落，2022 年以来首次陷入负增长。关税政策上升预期导致美国企业大量囤货、进口激增，是美国经济陷入负增长的主因。二季度“抢进口”效应退坡后，预计美国实际 GDP 增速大概率回归正增长，但美国经济内生增长动能走弱迹象正在显现。

消费市场扩张步伐放缓。2025 年初，美国个人消费支出连续两个月环比负增长，是 2023 年 3 月以来的首次。3 月美国个人消费支出增速反弹，特别是耐用品消费支出增速环比大幅增长 3.78%，较往年同月增速明显提升，显示出关税上调预期因素驱使下的居民耐用消费前置倾向。4 月美国个人消费支出环比增长 0.13%，继续保持正增长，但同期美国个人可支配收入环比增长 0.74%，个人储蓄占可支配收入比重上行 0.6 个百分点至 4.3%，收入增速明显好于支出，侧面反映出消费者面对未来政策变化不确定性倾向于更加谨慎的开支决策，消费意愿下滑。4 月和 5 月美国密歇根大学消费者信心指数维持在 52.2 的低位，较年初下降近 20 点，6 月反弹至 60.5，但仍低于去年各月份水平，后续美国消费市场可能进一步转弱。

投资活动趋于保守。商用飞机订单需求短暂飙升提振一季度美国企业投资活动，反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资环比折年率为 10.3%，是 2022 年二季度以来的最大值。但在关税政策等不确定性因素影响下，企业投资意愿不佳，4 月美国核心资本品订单（剔除国防和飞机）环比下降 1.3%，是去年 10 月以来的最大跌幅，较一季度大幅转弱。5 月美国部分地方联储调查的企业资本支出意愿下滑，投资扩张趋势受阻。特朗普政府推动“制造业回流”的政策措施尚未有效发挥效力。

贸易活动大幅波动。在加征关税政策预期下，一季度美国贸易活动经历较大波动，商品进口环比折年率激增至 53.3%，出口环比折年率仅为 5%，商品和服务净出口拖

累美国 GDP 环比折年率 4.9 个百分点。伴随着关税政策落地及相关政策反复，美国“抢进口”浪潮消减，4 月美国商品进口额较上月大幅下降 689 亿美元至 2779 亿美元，而出口额增长至 1905 亿美元，贸易逆差大幅收窄 46.2%。近期高关税对美国进口的负面影响进一步蔓延，5 月美国最繁忙的洛杉矶港进口量环比骤降 19%，同比萎缩 9%，港口负责人预计关税可能使该港在 2025 年剩余时间持续处在低迷状态。预计二季度净出口对美国经济增长贡献将由负转正。

需求扩张放缓背景下，供给端活动呈现萎缩。5 月美国 ISM 制造业 PMI 降至 48.5%，连续 4 个月下滑，且连续三个月处于荣枯线以下，ISM 服务业 PMI 降至 49.9%，自 2024 年 6 月来首次跌破 50，制造业和服务业活动同步趋于低迷，美国市场需求不振的影响已经传导至供给端。值得注意的是，当月服务业 PMI 新订单分项指标跌至 46.4%，较上月下降近 6 个百分点，是 2022 年 12 月以来最低水平，对经济真实温度较为敏感的服务消费增长预计大幅下降，后续美国市场需求可能进一步低迷。通胀水平仍处在放缓趋势。5 月美国 CPI 同比增长 2.4%，较上月上升 0.1 个百分点，核心 CPI 同比增速持平 2.8%，均低于市场预期，关税对价格水平的连锁影响尚不明显，而需求收缩对于价格的拖累效果开始显现，“滞”先于“胀”发生。分项来看，核心服务、核心商品、住房、能源等价格环比增速均呈现回落，仅食品价格反弹趋势明显。

展望下半年，关税及财政政策调整将成为牵引美国经济增长表现的主线。

一方面，联邦政府关税政策面临一定不确定性，但关税上调是大概率事件。国内司法博弈对特朗普政府关税政策落地构成一定障碍，但关税政策在其施政目标中扮演着缩减贸易逆差、推动制造业回流以及补充财政收入等多重关键角色，特朗普政府加征关税立场难以改变，后续大概率将通过“301”、“232”、“122”等其他关税政策条款继续推进加征关税计划。关税上调以及贸易政策不确定性大概率推高生产成本，对美国通胀构成一定上行压力。例如，根据耶鲁大学预算实验室估算，特朗普关税政策将导致美国汽车价格平均上涨 13.5%，每辆新车平均价格将增加 6400 美元。与主要经济体贸易谈判进展亦将对全球贸易和经济活动带来复杂影响。另一方面，特朗普政府加速推进财政政策结构性调整。5 月 22 日，美国众议院通过“美丽大法案”，后续最终版本可能在 7 月通过，完成立法程序。该法案包括国内减税、降低财政支出、提高债务上限等一揽子政策方案，其中降低个人与企业边际税率、恢复企业投资抵免等财政赤字扩张措施，短期内可能对美国经济增长带来小幅提振作用，但财政支出的结构性调整将进一步加剧美国贫富分化和中低收入群体的压力，而联邦债务负担的快速扩张将放大美国财政不可持续性，对中长期经济增长带来较大风险。预计 2025 年三季度，美国实际 GDP 增速环比折年率在 1%左右，CPI 同比增速在 2.7%

左右。

欧洲：经济增长呈弱复苏态势，各国经济表现分化

欧元区：经济增长动能较弱，通胀保持平稳。2025 年一季度，欧元区实际 GDP 环比和同比分别增长 0.6%和 1.5%，均较 2024 年四季度上升 0.3 个百分点。私人消费和政府支出增长势头减弱，一季度环比分别增长 0.2%和 0%，增速低于 2024 年四季度；投资明显回暖，环比大幅增长 1.8%，是拉动经济增长的重要动力；贸易表现明显好转，一季度出口和进口环比分别增长 1.9%和 1.4%，带动贸易顺差扩大。工业和服务业表现有所回暖。2025 年 6 月，工业生产指数大幅增长 2.6 个点至 100.9，同比上升 3.6%，为 2023 年 7 月以来首次突破 100；服务业生产指数较 2 月提升 1 个点至 116.7，同比上升 2.9%，信息技术、公共服务、房地产等领域环比增速均超 1%。从成员国表现看，西班牙表现较好，2025 年一季度环比和同比分别增长 0.6%和 2.8%；法国、意大利仍保持缓慢增长，环比分别增长 0.1%和 0.3%，同比分别增长 0.6%和 0.7%；德国经济仍持续季度环比增速正负交替态势，一季度环比和同比分别增长 0.4%和 0%。2025 年二季度，欧元区经济呈弱复苏态势。一是私人消费增长动力减弱。劳动力市场维持平稳，4 月失业率为 6.2%，较 3 月小幅下降 0.1 个百分点。4 月，欧元区零售销售指数和消费信贷总额环比分别上升 0.1%和 0.4%，增速较 3 月分别下降 0.3 个和 0.1 个百分点。二是欧洲央行连续降息带动投资增长。欧洲央行于 2025 年 1 月、3 月、4 月和 6 月分别降息 25 个基点，自 2024 年 6 月宣布降息以来八次下调基准利率，欧元区存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别降至 2.0%、2.15%和 2.40%。利率持续下降提振投资者信心，6 月欧元区 Sentix 投资者信心指数为 0.2，为 2022 年 3 月以来第二次触及正区间。三是欧元区贸易出现萎缩，对经济拉动作用减弱。特朗普关税威胁明显削弱欧元区贸易增长表现，其负面效果开始显现。2025 年 4 月，欧元区出口同比下降 1.4%、进口同比小幅增长 0.1%，贸易顺差规模较 3 月明显缩小。

欧元区通胀保持平稳。2025 年 5 月，欧元区调和 CPI 同比增长 1.9%，核心 CPI 同比增长 2.3%，基本维持在央行目标区间。其中，服务通胀和食品通胀较高，5 月同比增速分别为 3.2%和 3.3%；其他工业品价格小幅上涨 0.6%；能源价格大幅下跌 3.6%。工业生产者价格重新回落，5 月 PPI 同比上涨 0.7%，较 4 月增速下降 1.2 个百分点。展望 2025 年三季度，欧元区经济增长挑战与机遇并存。一是私人消费增长动力减弱。受美国关税政策影响，欧元区消费者信心指数波动较大，消费增速可能延续小幅上升态势。二是欧盟“重新武装欧洲”计划将支撑政府支出与投资增长，但部分成员国主权债务风险可能加大。欧盟推出金额 1500 亿欧元的“欧洲安全行动”（SAFE）工具，

为成员国提供长期贷款，用于防空系统、无人机以及航空运输等武器采购，将带动政府支出和军备领域私人投资，加上投资存在低基数效应，预计将成为拉动欧元区经济的重要力量。但希腊、意大利、法国、比利时等国政府债务占 GDP 比重较高，欧盟推动财政扩张可能将加大上述成员国财政压力。三是美欧贸易谈判存在较大不确定性，中欧合作有望成为支撑欧元区经济增长的抓手。特朗普政府对欧盟施压，将对欧关税提高至 50% 并延迟至 7 月 9 日执行，但美欧利益交换不对称且欧盟成员国内部存在分歧，加大了美欧谈判难度。6 月 11 日，美国商务部长卢特尼克表示，欧盟可能是最后一个与美国达成贸易协议的经济体。预计 2025 年三季度欧元区实际 GDP 环比增速为 0.1%，CPI 同比增速为 2.0%。

日本：经济面临内外双重挑战，未来增长承压

2025 年一季度，日本实际 GDP 增速环比折年率为 -0.2%，时隔三个季度再度转为负增长。当前日本经济面临内需疲软和外需下降双重压力物价上涨导致居民实际工资下降，家庭削减高价商品支出，转向购买低价必需品。2025 年一季度，日本个人消费环比仅增长 0.1%，与上季度持平。大米、面包等主食以及鱼、肉、蔬菜等日常食品消费均表现疲软；冰箱、汽车等耐用商品的消费也较为低迷。服务业和制造业投资表现分化。2025 年一季度，日本企业资本支出同比增加 6.4%，达到 18.8 万亿日元（约合 1300 亿美元），是 2007 年以来最高值。入境日本游客旅游消费推高服务价格，为酒店餐饮业扩大投资提供基础。食品企业投资增加 13% 升级生产线，房地产开发商投资增加 11% 建造酒店公寓。该投资热潮与日本政府力推的“观光立国”战略相呼应。4 月，特朗普对汽车征收全面关税政策生效，丰田、本田等日本车企减少国内投资以应对出口贸易不确定性。整个汽车产业链投资均下滑，为车企提供机床的工厂推迟设备更新计划。汽车厂商投资额同比下降 1.4%，工厂设备制造商同比下降 4.1%。

外需疲软拖累日本经济增长。2025 年一季度，日本商品出口环比下降 0.6%，是四个季度以来首次负增长。知识产权使用费出口大幅减少以及大型研发服务订单于 2024 年四季度结束使得日本出口收缩，汽车、钢铁等支柱产业出口分别下降 5.8%、12.3%。进口增长 2.9%，飞机、半导体和网络服务等进口增加，反映出日本依赖能源和高端设备进口。“出口下滑，进口扩大”暴露出日本经济结构性问题。一季度，净出口对实际 GDP 环比折年率的贡献率由上季度的 2.9% 大幅降低 6.3 个百分点至 -3.4%。

通胀维持上涨。受日本政府能源补贴暂停以及“大米荒”影响，日本核心通胀升至新高。2025 年 5 月，日本 CPI 同比增速 3.5%。去除生鲜食品后的核心 CPI 同比增速上升 0.2 个百分点至 3.7%，连续第三个月增长，创下自 2023 年 1 月以来的最高增速。

食品价格上涨是主因，大米价格同比上涨 101.7%，环比上涨 3.4%。此外，电力和燃气价格均同比上涨。日本央行表示，其更关注服务价格上涨，而非目前由商品价格主导的通胀模式。在 6 月议息会议上，日本央行维持 0.5% 的利率水平不变。

展望三季度，日本经济可能面临内外双重困境。一方面，内需修复动能不足。实际工资下滑导致日本居民消费低迷。4 月，日本劳动者平均薪资同比增长 2.3%，扣除通胀的实际工资同比下降 1.8%。薪资上涨主要由“春斗”加薪以及全国最低时薪上调支撑，但加薪幅度有限且低收入群体收入增长幅度较小。根据日本媒体报道，2024 财年日本家庭消费支出中用于食品的开支占比达到 28.3%，为 1981 财年以来的最高水平。日本政府用于支持国内需求相关的财政支出增幅有限。3 月末，日本国会通过 2025 年财年（2025 年 4 月至 2026 年 3 月）预算案，预算总额 115.2 万亿日元，创历史新高，主要源于防卫预算的大幅增长。与民生相关的社会保障费、文教科学振兴费等支出，在考虑物价上涨后实际呈现负增长，这意味着未来一个财年日本公共开支对于私人消费的托底保障作用有限，财政预算扩张可能无法显著支持实体经济增长。另一方面，对美贸易谈判进展缓慢。截至目前美日两国围绕关税议题已进行 6 轮谈判，但双方分歧较大，汽车及钢铝关税是分歧焦点。汽车是日本支柱产业，且高度依赖海外市场。汽车制造业产值占日本制造业总体产值约 20%，2024 年，对美国汽车出口占日本汽车总出口量的 32.5%。美国对汽车及其零部件加征关税，将对日本出口及国内经济带来较大冲击。4 月，美国对进口汽车加征 25% 关税生效，日本对美出口额同比下降 1.8%，是 4 个月来首次出现下降。其中，汽车出口额同比下降 4.8%。4 月和 5 月，按照合同计算的日本对北美乘用车价格连续两个月下跌，跌幅分别为 8.1% 和 18.9%。汽车出口单价跌幅快于出口额，表明日本汽车厂商在自行承担关税成本，降低售价以稳定出口。车企经营压力会对产业链上下游的企业产生负面溢出效应。企业盈利疲软直接冲击薪资增长，进一步削弱消费复苏动力，企业投资行为将更趋于谨慎。预计 2025 年三季度，日本实际 GDP 环比折年率在 0.6% 左右，CPI 同比增速在 3.6% 左右。

东盟五国：经济增速放缓，关税不确定性冲击较大

2025 年一季度，新加坡、越南、泰国、印度尼西亚 GDP 同比分别增长 3.9%、6.93%、3.1%、4.9%，分别较去年四季度降低 1.1、0.62、0.13、0.15 个百分点。其中，越南未达政府设定目标，印度尼西亚为 2021 年三季度以来最低增速。五国中仅菲律宾 GDP 增长 5.5%，较去年四季度提高 0.31 个百分点。

政府支出与私人消费疲软拖累整体增速。2025 年一季度，新加坡私人消费同比增速为 3.37%，虽较上一季度的 2.22% 有所回升，但仍明显低于去年同期的 5.64%。而政

府消费支出同比增速则较上一季度大幅降低 7.95 个百分点至-8.26%。越南商品零售总额和消费服务收入同比增长 7.5%，虽高于 2024 年同期增速，但仍低于 2023 年同期增速。2025 年 5 月，越南 CPI 同比增长 3.24%，较上月上升 0.12 个百分点。餐饮、文娱旅游等价格涨幅放缓。泰国家庭债务压力持续，汽车等耐用品消费增长乏力。2025 年一季度，泰国耐用品支出同比减少 1.4%，汽车购买量同比下降 2%。私人消费在印度尼西亚 GDP 中占据 50%以上的比例，但 2024 年以来持续呈现走弱态势，2025 年一季度增速仍低于 5%以下。此外，2025 年 2 月成立的主权财富基金 Danantara 激进的干预措施在一定程度上挤压 FDI 的投资空间，总统普拉博沃减少基建预算的措施引发市场担忧，一季度印度尼西亚投资仅同比增长 2.12%，较上季度降低 2.91 个百分点，为 2023 年下半年以来的最低点。得益于抢出口策略，东盟五国出口表现较为亮眼。2025 年 5 月，新加坡、越南、印度尼西亚、泰国、菲律宾 1 出口同比分别大幅增长 11.4%、20.7%、5.8%、2.9%、7%，新加坡和越南贸易顺差同比分别增长 52.6%、155.1%。

展望 2025 年三季度，东盟五国经济增长的不确定性较大，主要原因或在于美国关税冲击。作为出口导向型经济体，美国是东盟五国重要的贸易伙伴，“对等关税”生效将对这些国家的制造业产值、就业增长、投资需求及消费信心产生较大影响。美国 4 月初宣布加征的关税税率为：越南 46%，泰国 36%，印度尼西亚 32%，马来西亚 24%，菲律宾 17%，新加坡 10%。目前东盟国家与美国集体谈判的态度明确，东盟轮值主席安瓦尔郑重表示东盟 10 国已经达成共识，坚决不会在与美国的双边贸易协议中损害其他成员国的利益。若双方未能在 7 月前达成一致，东盟国家较为依赖美国市场的相关产业及与之相关的航运服务将受到较大影响，如印度尼西亚的鞋服产业、越南的电子产业等。2024 年，印度尼西亚服装、鞋靴出口中，分别有超 60%、33%的产品销往美国，越南出口总额的 29%以上流向美国。此外，关税政策不确定性或将使上述国家失去成本优势，从而导致 FDI 减少。根据 IMF 预测，当前的关税政策将使部分亚洲经济体 1 出口增速减少 5.1 个百分点，实际 GDP 增速减少 0.9 个百分点。同时，东盟第一大经济体印度尼西亚为摆脱过度依赖资源而进行的经济转型进展较慢、政策摇摆不定等因素对国内需求造成抑制。在此背景下，上述部分国家已下调 2025 年增长预期。新加坡将全年增长预测区间从 1%-3%下调至 0%-2%。泰国将全年增长预期从 2.3%-3.3%下调至 1.3%-2.3%。宽松货币政策或将对经济增长形成支撑，但程度有限。美国“对等关税”政策发布后，菲律宾、新加坡和泰国央行调降货币政策利率，以采取宽松货币政策应对经济预期走弱，预计上述国家在通胀放缓及关税压力下或将继续降息。综合来看，预计 2025 年三季度，新加坡、越南、泰国、印度

尼西亚、菲律宾实际 GDP 同比增速分别在 2%、5.5%、1.9%、5%、5.7%左右，CPI 同比增速分别在 1.5%、2.9%、-0.2%、1.8%、2.7%左右。

5.7. 中国：2025 年上半年国民经济迎难而上、稳中向好

初步核算，上半年国内生产总值 660,536 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%。分产业看，第一产业增加值 31,172 亿元，同比增长 3.7%；第二产业增加值 239,050 亿元，增长 5.3%；第三产业增加值 390,314 亿元，增长 5.5%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.4%，二季度增长 5.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长 1.1%。

5.7.1. 夏粮稳产丰收，畜牧业平稳增长。

上半年，农业（种植业）增加值同比增长 3.7%。全国夏粮总产量 14,974 万吨，比上年减少 15 万吨，下降 0.1%。上半年，猪牛羊禽肉产量 4,843 万吨，同比增长 2.8%，其中，猪肉、牛肉、禽肉产量分别增长 1.3%、4.5%、7.4%，羊肉产量下降 4.6%；牛奶产量增长 0.5%，禽蛋产量增长 1.5%。二季度末，生猪存栏 42,447 万头，同比增长 2.2%；上半年，生猪出栏 36,619 万头，增长 0.6%。

5.7.2. 工业生产较快增长，装备制造业和高技术制造业增势良好。

上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 6.0%，制造业增长 7.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 1.9%。装备制造业增加值同比增长 10.2%，高技术制造业增加值增长 9.5%，增速分别快于全部规模以上工业 3.8 和 3.1 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 4.2%；股份制企业增长 6.9%，外商及港澳台投资企业增长 4.3%；私营企业增长 6.7%。分产品看，3D 打印设备、新能源汽车、工业机器人产品产量同比分别增长 43.1%、36.2%、35.6%。6 月份，规模以上工业增加值同比增长 6.8%，环比增长 0.50%。6 月份，制造业采购经理指数为 49.7%，比上月上升 0.2 个百分点；企业生产经营活动预期指数为 52.0%。1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 27204 亿元，同比下降 1.1%。

5.7.3. 服务业增长加快，现代服务业发展良好。

上半年，服务业增加值同比增长 5.5%，比一季度加快 0.2 个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业增加值分别增长 11.1%、9.6%、6.4%、5.9%。6 月份，全国服务业生产指数同比增长 6.0%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，金融业，批发和零售业生产指数分别增长 11.6%、8.4%、7.3%、6.9%。1-5 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 8.1%。6 月份，服务业商务活动指数为 50.1%，

服务业业务活动预期指数为 56.0%。其中，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数位于 55.0%以上较高景气区间。

5.7.4. 市场销售增速回升，消费升级类商品销售形势较好。

上半年，社会消费品零售总额 245,458 亿元，同比增长 5.0%，比一季度加快 0.4 个百分点。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 213,050 亿元，同比增长 5.0%；乡村消费品零售额 32,409 亿元，增长 4.9%。按消费类型分，商品零售额 217,978 亿元，增长 5.1%；餐饮收入 27,480 亿元，增长 4.3%。基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，限额以上单位粮油食品类、体育娱乐用品类、金银珠宝类商品零售额分别增长 12.3%、22.2%、11.3%。消费品以旧换新政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类、家具类商品零售额分别增长 30.7%、25.4%、24.1%、22.9%。全国网上零售额 74,295 亿元，同比增长 8.5%。其中，实物商品网上零售额 61,191 亿元，增长 6.0%，占社会消费品零售总额的比重为 24.9%。6 月份，社会消费品零售总额同比增长 4.8%，环比下降 0.16%。上半年，服务零售额同比增长 5.3%，比一季度加快 0.3 个百分点。

5.7.5. 固定资产投资继续扩大，制造业投资增长较快。

上半年，全国固定资产投资（不含农户）248,654 亿元，同比增长 2.8%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 6.6%。分领域看，基础设施投资同比增长 4.6%，制造业投资增长 7.5%，房地产开发投资下降 11.2%。全国新建商品房销售面积 45,851 万平方米，同比下降 3.5%；新建商品房销售额 44,241 亿元，下降 5.5%。分产业看，第一产业投资同比增长 6.5%，第二产业投资增长 10.2%，第三产业投资下降 1.1%。民间投资同比下降 0.6%；扣除房地产开发投资，其他民间投资增长 5.1%。高技术产业中，信息服务业，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资同比分别增长 37.4%、26.3%、21.5%。6 月份，固定资产投资（不含农户）环比下降 0.12%。

5.7.6. 货物进出口持续增长，贸易结构继续优化。

上半年，货物进出口总额 217,876 亿元，同比增长 2.9%。其中，出口 130,000 亿元，增长 7.2%；进口 87,875 亿元，下降 2.7%。民营企业进出口增长 7.3%，占进出口总额的比重为 57.3%，比上年同期提高 2.3 个百分点。对共建“一带一路”国家进出口增长 4.7%。机电产品出口增长 9.5%，占出口总额的比重为 60.0%。6 月份，进出口总额 38,527 亿元，同比增长 5.2%。其中，出口 23,394 亿元，增长 7.2%；进口 15,134 亿元，增长 2.3%。

5.7.7. 居民消费价格基本平稳，核心 CPI 温和回升。

上半年，全国居民消费价格（CPI）同比下降 0.1%。分类别看，食品烟酒价格下降 0.3%，衣着价格上涨 1.3%，居住价格上涨 0.1%，生活用品及服务价格持平，交通通信价格下降 2.9%，教育文化娱乐价格上涨 0.8%，医疗保健价格上涨 0.3%，其他用品及服务价格上涨 6.7%。在食品烟酒价格中，鲜菜价格下降 5.3%，粮食价格下降 1.3%，鲜果价格上涨 2.7%，猪肉价格上涨 3.8%。6 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.1%，环比下降 0.1%。上半年，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.4%，比一季度扩大 0.1 个百分点。其中，6 月份核心 CPI 同比上涨 0.7%，比上月扩大 0.1 个百分点。

上半年，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.8%。其中，6 月份同比下降 3.6%，环比下降 0.4%。上半年，工业生产者购进价格同比下降 2.9%。其中，6 月份同比下降 4.3%，环比下降 0.7%。

5.7.8. 就业形势总体稳定，城镇调查失业率略有下降。

上半年，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，比一季度下降 0.1 个百分点。6 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%。本地户籍劳动力调查失业率为 5.1%；外来户籍劳动力调查失业率为 4.8%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 4.8%。31 个大城市城镇调查失业率为 5.0%。全国企业就业人员周平均工作时间为 48.5 小时。二季度末，外出务工农村劳动力总量 19139 万人，同比增长 0.7%。

5.7.9. 居民收入平稳增长，农村居民收入增长快于城镇居民

上半年，全国居民人均可支配收入 21,840 元，同比名义增长 5.3%，扣除价格因素实际增长 5.4%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 28,844 元，同比名义增长 4.7%，实际增长 4.7%；农村居民人均可支配收入 11,936 元，同比名义增长 5.9%，实际增长 6.2%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长 5.7%、5.3%、2.5%、5.6%。全国居民人均可支配收入中位数 18,186 元，同比名义增长 4.8%。

总的来看，上半年更加积极有为的宏观政策发力显效，经济运行延续稳中向好发展态势，展现出强大韧性和活力。也要看到，外部不稳定不确定因素较多，国内有效需求不足，经济回升向好基础仍需加力巩固。

5.8. 行业分析

贝恩公司与意大利奢侈品行业协会 Altagamma 联合发布的《2025 年全球奢侈品市场中更新》显示，在经济不确定性加剧、社会文化深刻变革的背景下，今年全球奢侈品行业正面临最具颠覆性的挑战，有可能遭遇至少 15 年来的最大挫折。

报告显示，全球奢侈品消费历来容易受到不确定性的影响。尽管 2024 年末，欧洲免税市场实现两位数增长，美国市场也逐步稳定，推动全球奢侈品市场取得相对较好的表现；但当前经济动荡、地缘政治冲突、贸易摩擦、货币和金融市场波动等因素持续冲击消费者信心，导致全球奢侈品市场正面临日益加剧的压力。

同时，奢侈品行业面临着日益明显的文化裂痕，进一步加剧行业波动。现如今，奢侈品牌不仅要面对低迷的消费者情绪，更要应对年轻消费者，尤其是 Z 世代消费者对奢侈品逐步“祛魅”的局面。越来越多的年轻消费者开始审视奢侈品对于自己的意义，同时也会质疑奢侈品行业一直奉行的“价格价值对等公式”。

此外，还有其他多项挑战困扰奢侈品行业。例如，在分销领域，众多分销商正疲于稳定债务、维持现金流，部分甚至进入重组阶段，导致实体与线上多品牌买手店等关键渠道承受一定的财务压力。与此同时，行业整体创新势能似乎也明显减弱——在构成核心竞争力的创意方面，各大奢侈品牌集体陷入瓶颈期，很少有品牌能够长期保持领先地位。更严峻的是，地缘政治冲突升级与全球监管收紧，导致供应链压力不断增大。

在这些颠覆性因素的共同作用下，奢侈品行业遭遇了一定的增长阻力。报告指出，市场波动可能会在未来较长一段时间内成为奢侈品行业的“新常态”，销售额达到 1.5 万亿欧元的全球奢侈品市场有可能在 2008-2009 年后首次遭遇放缓(不包括疫情期间)。以个人奢侈品市场为例，疫情后该市场迎来强劲反弹，2023 年销售额达到 3690 亿欧元，但去年降至 3640 亿欧元，按当前汇率计算，同比下降 1%(按汇率调整后销售额基本不变)。同样，按当前汇率计算，今年一季度市场销售额预计进一步下滑 1%-3%。

5.8.1. 个人奢侈品预计将“继续微降”

虽然奢侈品行业整体保持较强韧性，但个人奢侈品市场在今年依然面临失速风险。

贝恩在报告中预测了个人奢侈品市场今年三种可能的增长情景：

- “继续微降”：这一情景出现的可能性最高，全年销售额缩水 2%-5%；
- “年内反弹”：相对乐观的情景出现可能性较低，2025 年末市场增速将在 -2% 到 2% 之间；
- “需求暴跌”：个人奢侈品市场将陷入较长低迷期，销售额降幅达到 5%-9%，可能性也较低。

5.8.2. 各品类表现不均，体验为王

报告强调，奢侈品市场虽然整体表现略显黯淡，但一些关键细分市场仍然取得亮眼成绩。体验型商品是其中的典型：2025 年一季度，体验型奢侈品的表现依然显著优于实体奢侈品，各类体验型奢侈品也展现出不同的发展态势。

- 豪华酒店：一季度表现亮眼，入住率与平均入住时间双双攀升，高端客群对定制化体验持续追捧；
- 邮轮：小型奢华邮轮的沉浸式慢旅行概念持续受到市场青睐，推动市场稳健增长；
- 私人飞机及游艇：表现坚挺，订单量与租赁需求同步走高；
- 美食和高端餐饮：从业者则通过创新解决方案，将精美奢华用餐体验延伸至消费者家中。
- 精品葡萄酒和洋酒市场增长乏力；
- 豪车销售呈现两极分化趋势：超豪华车型需求旺盛，而入门级豪华车市场明显承压；
- 艺术品市场经历年初低迷后逐渐回暖；
- 高端家具市场在合同渠道(主要是酒店及豪宅)的支撑下初现企稳迹象。

此外，不同品类的个人奢侈品市场表现也存在明显差异。

- 珠宝、服装和眼镜依然强劲，超豪华产品以及入门级产品表现尤为出色。
- 香水市场受到“高端化”趋势推动，护肤品市场则保持稳定，彩妆市场表现相对落后。
- 腕表、皮具和鞋履品类如果没有真正的创新，将面临一定的困难。

贝恩强调，虽然奢侈品整体价位继续延续 2%-3% 的平均增幅，但各品牌通过巧妙的战略强化入门级产品，在不削弱品牌价值的同时吸引更多的消费者。只有实现真正的创新并打造独特的品牌叙事角度，品牌才能在竞争中脱颖而出，成为赢家。

5.8.3. 市场演变，两极化加剧

贝恩注意到，在市场不确定性加剧的背景下，头部奢侈品牌与长尾品牌之间的业务表现差距正在扩大。数据显示，今年一季度领先品牌与落后品牌在相对收入增长方面的差距是 2024 年同期的 1.5 倍。

从地区来看，全球奢侈品市场呈现出复杂的格局。其中，受宏观经济因素影响，全球两大核心市场——美国和中国当前均面临短期需求疲软，不过报告指出，这两大市场仍蕴藏中长期增长动能。

- 美国市场：受关税波动影响导致消费意愿不高，但轻奢品类需求旺盛，高端客群也保持了强大的消费韧性；
- 中国市场：购买主力中等收入人群正处于“观望”状态，本土新兴奢侈品牌关注度持续升温(尽管基数仍较小)，“刚需型”奢侈品表现也优于大盘。此外，户外活动兴起，推动了体验型消费的增长。
- 欧洲和日本市场：受到旅游业疲软的影响，但当地需求能够部分抵消境外游客消费下滑的影响。欧洲市场对珠宝和成衣的兴趣不减，尤其是在旅游热门目的地市场以及免税店、折扣店等性价比较高的业态。在日本，限量版产品和美妆产品成为增长

主力。

- 中东、拉美、东南亚部分地区的奢侈品市场保持稳健。阿联酋、墨西哥、印尼等市场受益于旺盛的本土需求和新客流的涌入，表现出色。

5.8.4. 消费者行为分化，“代沟”显著

报告指出，在奢侈品整体消费疲软的背景下，不同年龄段的消费者行为呈现出逐步分化的趋势。

- Z世代在“个性彰显”与“群体认同”的二元对立中寻求平衡，他们既渴望具有创意颠覆性的感官体验，又亟需重建情感联结；
- 千禧一代则因为经济压力而日趋理性，但仍然会对品牌创新互动模式做出回应；
- 年长消费者对于体验的重视胜过商品。

贝恩数据显示，自2022年起所有年龄段的消费者与品牌的互动均呈现系统性减弱。在价格敏感度上升与创意瓶颈的双重挤压下，超40%的品牌搜索量下滑，社交媒体粉丝数量增速暴跌90%，互动率缩减40%。作为应对，品牌开始着力打造体验为主的业态、推动品类多样化、构建产品外价值体系，并启动新一轮深度创意革新，以重塑消费者的情感共鸣与购买激情。

5.8.5. 行业竞争加剧，渠道变化

报告发现，在全球奢侈品行业发生重大变化的同时，品牌竞争格局正在加速重构。部分传统奢侈品牌因目标客群重叠、身份认同弱化及审美、设计同质化等问题，正逐渐被兼具文化底蕴与市场敏捷性的新锐品牌取代。一些新锐品牌正在将品牌本真性与现代战略融为一体。

与此同时，奢侈品零售市场也在经历重组。长久以来，多品牌买手店等渠道在客户发现和发展方面一直发挥着重要作用。现如今，虽然消费者依然有兴趣在这些渠道购物，但渠道面临的压力越来越大，有超过70%的奢侈品牌在财政压力的影响下减少了对零售平台的供货。贝恩建议多品牌零售商推动转型，深化客户互动，支持新兴品牌，并在消费者购物旅程中提供卓越的服务，只有这样方能保持活力，持续发展。

5.8.6. 利润压力依然存在，扩展市场探索前路

整个奢侈品行业依然面临着一定的利润压力。2018-2021年，奢侈品行业收入达到峰值，但利润(息税前利润 EBIT)增幅始终落后。从2021年开始，整体利润或停滞不前，或有所下降，即使是表现最好的头部品牌也不能幸免。这表明，市场从业者需要更加严谨地关注绩效改善，在维持短期绩效的同时进行长期战略投资。贝恩认为，奢侈品牌必须抓牢技术(尤其是AI)抓手，同时推广先进客户服务，推动供应链现代化

改革，运用营销技术和精细化价格分析，保障未来的盈利能力和业务韧性。

报告认为，目前的短期波动不会影响奢侈品行业稳健的长期基本面和市场格局。未来五年，预计将有超过 3 亿新消费者进入市场，其中一半以上是 Z 世代或 Alpha 世代。

贝恩指出，全球收入水平持续提高、财富代际转移加速，再加上高净值人群数量预计将以 20% 的速度增长。在这些趋势的推动下，奢侈品潜在客群规模将进一步扩大。但同时，如何在不断扩大的市场中抓住机遇，实现增长，是从业者必须思考的问题。贝恩建议，奢侈品牌重新思考如何吸引年轻消费者，避免过度依赖头部客群，并建立超越买卖交易的情感联系，提高消费者忠诚度。

6. 公司经营、资产、财务分析

6.1. 迈巴赫品牌概况

迈巴赫品牌的历史可以追溯到一百多年前，当时威廉·迈巴赫为一个迅速成为传奇的高端汽车品牌奠定了基石。几十年来，迈巴赫一直象征着对品质和奢华最严格的要求。特点是做工精良，材料精美，设计出众。如今，梅赛德斯·迈巴赫是一个子品牌，以最豪华的形式打造梅赛德斯-奔驰汽车，为本已独家的产品系列增添了额外的维度。迈巴赫奢侈品是一家家族企业，通过在许多其他领域创造著名的迈巴赫手工产品，扩大了品牌的影响力。

迈巴赫奢侈品对最优质的材料、最熟练的手工制作和鲜明的个性充满热情，是迈巴赫奢华标志背后的力量，每一件迈巴赫杰作都散发着悠久、鼓舞人心的传统的力量和充满希望的未来的能量。无与伦比的迈巴赫眼镜系列于 2010 年凭借高端手工奢华眼镜和太阳镜在光学界大放异彩，此后不断壮大。必备的皮包和各种手工皮革配饰是我们设计团队的下一个成功挑战，紧随其后的是定制的马具和马术装备，以及华丽的家居饰品和酒吧用具。

迈巴赫奢侈品相信，在当今瞬息万变的世界中，能够花时间手工创造精美的作品是一种奢侈。迈巴赫奢侈品还非常重视可持续性，并谨慎地只使用具有经过验证和健全生态来源的精选材料。

目前，迈巴赫奢侈品在柏林、慕尼黑、纽伯格林、波尔图、克拉科夫、伊斯坦布尔、阿布扎比、迪拜、利雅得、开罗、班加罗尔等城市拥有十余家精品店。

迈巴赫亚太作为迈巴赫奢侈品在中国及亚太地区的区域子公司，将通过与地区业务伙伴（经销商/精品店/展示店）合作在中国和亚太地区市场经营迈巴赫品牌奢侈品。

6.2. 历史经营情况分析

6.2.1. 历史财务报表简表

资产负债简表

金额单位：万美元

项目	2025 年 6 月 30 日
总资产	0.13
总负债	0.00
所有者权益	0.13

6.2.2. 标的公司财务报表分析调整

无。

7. 估值计算及分析过程

7.1. 自由现金流量的预测

本次估值依据委托人和被估值单位提供的未来年度经营计划编制的盈利预测如下：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
一、营业收入	50.00	1,700.00	4,250.00	6,550.00	9,250.00	10,750.00	10,750.00
减：营业成本	50.00	1,700.00	4,250.00	6,550.00	9,250.00	10,750.00	10,750.00
税金及附加							
销售费用							
管理费用	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
研发费用							
财务费用							
加：其他收益							
投资收益							
净敞口套期收益							
公允价值变动收益							
信用减值损失							
资产减值损失							
资产处置收益							
二、营业利润	11.50	499.00	1,229.00	1,879.00	2,629.00	3,079.00	3,079.00
加：营业外收入							
减：营业外支出							
三、利润总额	11.50	499.00	1,229.00	1,879.00	2,629.00	3,079.00	3,079.00
减：所得税费用							
四、净利润	11.50	499.00	1,229.00	1,879.00	2,629.00	3,079.00	3,079.00

7.2.1. 营业收入的预测分析：

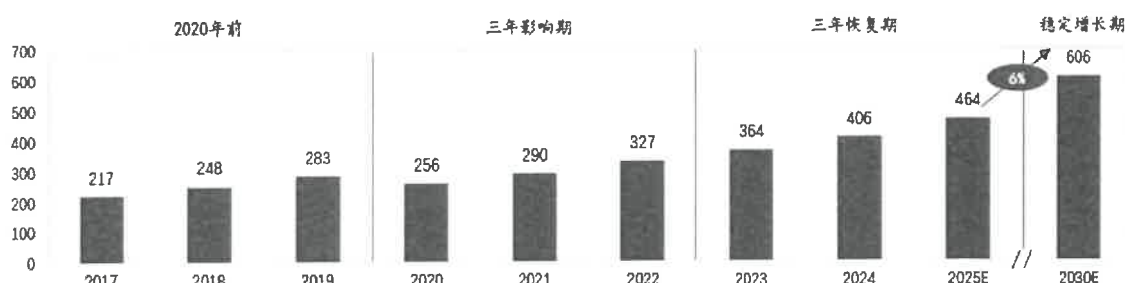
普华永道（PwC）在《2024 中国内地及香港区奢侈品市场报告》预测，全球个人奢

侈品市场计将从预测，全球个人奢侈品市场计将从 2025 年的 4,640 亿美元增长到 2030 年的 6,060 亿美元，年均增长率约为 6%。这一增长主要得益于代际财富转移、新兴市场的扩展以及消费者对高端生活方式的追求。

贝恩公司 (Bain & Company Bain & Company Bain & Company) 在《2024 China Luxury Goods Market: Navigating Turbulent Waters》预测全球个人奢侈品市场全球个人奢侈品市场，到 2030 年，市场规模将达到 4,600 亿至 5,000 亿欧元，年均增长率为 4% 至 6%。其中主要的驱动因素在于新兴市场中产阶级的崛起，尤其是在中国、印度东南亚和拉丁美洲等地区以及年轻消费者的习惯变化。

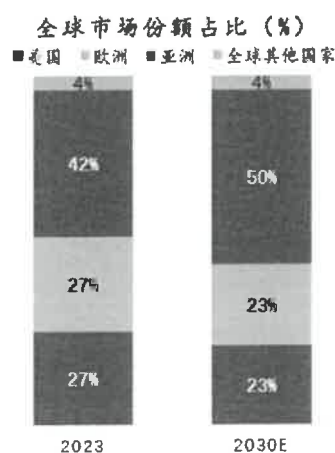
Grand View Research 预计全球奢侈品市场 (包括个人及其他奢侈品类)，预计到 2030 年，市场规模将达到 5,792.6 亿美元，2024 年至 2030 年的均增长率为 6.8%。其中主要的驱动因素在于高净值人群的增加、数字化营销普及以年轻消费者对定制化和体验式奢侈品的需求增长。

全球奢侈品市场规模 2017-2030E (十亿美元)



全球个人奢侈品市场按区域比重中，美国和欧洲比重预计从 2023 年的 27%，下降到 2030 年的 23%。亚洲将从 2023 年的 42%，上升到 2030 年的 50%。亚太地区至 2030 年将成为全球最大奢侈品市场。

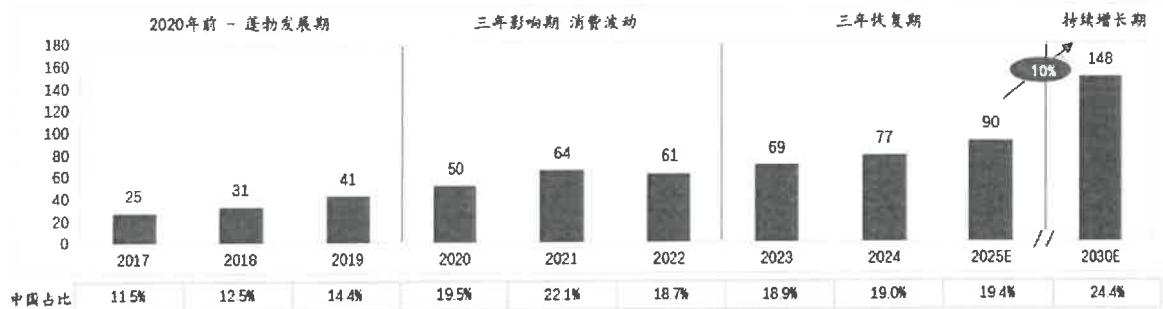
全球奢侈品市场 2023 年及 2030 年按区域比较



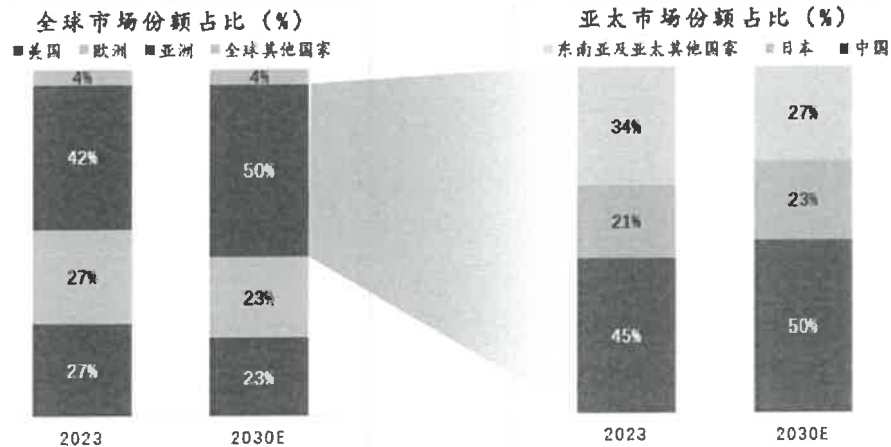
随着中国结束疫情封控，奢侈品消费市场正迅速复苏。预计中国奢侈品市场规模未

来五年将以 10%复合增长率持续，至 2030 年预期规模达 1,480 亿美元，中国市场对奢侈品消费的强劲需求有望抵消美国和欧洲市场奢侈品费的下滑，中国奢侈品市场份额预计将从 2024 年的 19%迅速上升至 2030 年的近 25%，贡献全球奢侈品消费增长的贡献全球奢侈品消费增长的 60%。中国在 2030 年将占据亚太地区 50%的市场份额将确立其作为全球奢侈品增长引擎的地位，或成为全球最大单一奢侈品市场，为奢侈品牌提供新的增长机会。

中国奢侈品市场规模 2017-2030E（十亿美元）



亚太奢侈品市场 2023 年及 2030 年按区域分布



中国奢侈品市场的迅速增长受到多种因素的推动，包括中产阶级崛起、增长受到多种因素的推动，包括中产阶级崛起、新群体及市场的开发、数字化渠道的扩展、消费者对高品质生活方式的追求。

根据中国政府网发布的《2024 年国民经济和社会发展统计公报》，截至 2024 年底，全国居民人均可支配收入为 41,314 元，实际增长 5.1%。其中，城镇居民人均可支配收入为 54,188 元，农村居民为 23,119 元。按收入五等份分组，中间人均可支配收入为 33,925 元，中间偏上收入组为 53,359 元，高收入组为 98,809 元。

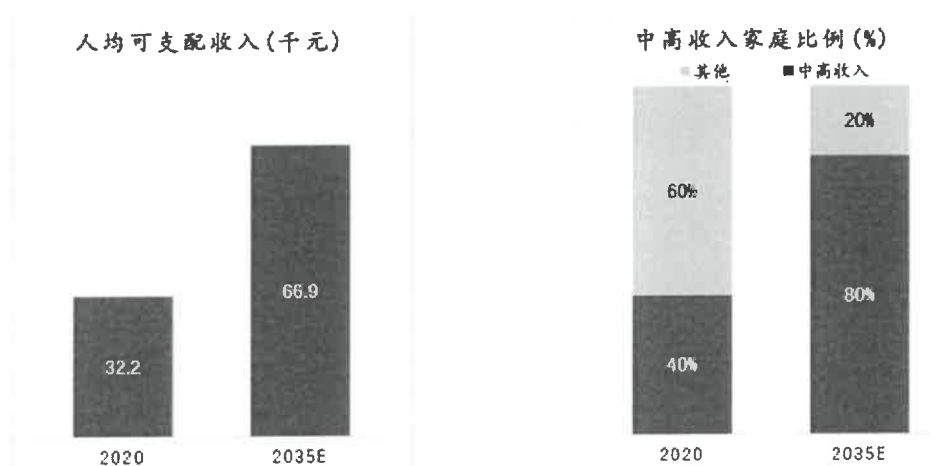
中等收入群体在推动消费升级和经济增长：《经济日报》文章《认清中国经济展优势和潜能》指出：“据最新统计数，我国中等收入群体总量已超过 5 亿人，人均国民

收入已达 1.25 万美元，正处于罗斯托所说的大众高消费阶段，中国市场具有巨大的发展潜力和全球吸引。

2035 年中国居民收入翻番，迈向高收入社会。根据 Springer 出版的《2035 年中国：实现共同富裕愿景》报告，预计到 2035 年，中国居民的人均可支配收入将从 2020 年的 32,200 元增长至约 66,900 元，家庭年收入（按三口之家计算）将达到 200,700 元。这元。这意味着中高收入家庭的比例将从 2020 年的 40% 提高至 80%，约 11.68 亿人。此外，按世界银行的标准中国居民人均日收入将从 2020 年的 21 国际美元增长至 2035 年的 42 国际美元，标志着中将成为全球最大的中等收入群体国家。

中国高净值人群对顶级奢侈品牌的偏好日益增强，将其视为地位的象征，而对价格较低品牌兴趣减弱推动了“超高端化超高端化超高端化”趋势。

中国人均可支配收入及中高收入家庭比重 2020 年与 2035 年比较



中国 171 个公布了 2024 年社会消费品零售总额数据（社零）的非一线城市，在这些城市里，有 97.1% 的社零同比增幅为正增长，三线和四城市的消费数据亮眼，比如云南玉溪社零同增长率是最高达到 8.8%。

非一线城市奢侈品消费力度强劲。根据商业洞察顾问公司 MDRI 调查了 1500 名内地的奢侈品消费者后，发现 2024 年二线城市的奢侈品支出较上年增幅为 22%，二线城市消费者的平均花已接近一线城市水平。而三线城市的奢侈品支出也较上年涨了 9%。南京德基广场在 2024 年实现销售额 245 亿元，超越北京 SKP，成为全球单体商场销售冠军，显示出二线城市在高端消费方面的强劲表现。

奢侈品牌纷在二三线城市开设门店，拓展市场。例如法国奢侈品珠宝品牌梵克雅宝在郑州开设了精品店，南昌的高端购物中心也吸引了多个奢侈品牌入驻。通过线上下融合的方式，利用社交媒体和电商平台与二三城市消费者建立更紧密联系，提升品牌影响力。

人口迁徙提高了二三线城市的消费力，销量和平均售价实现双增长，随着二三线城

市居民收入的提高和消费观念转变，奢侈品市场在这些地区仍有广阔的增长空间。可能成为奢侈品牌未来争夺的新战场。

除了传统的高净值人群外，年轻一代消费者（如 90 后、00 后）正在成为奢侈品市场的重要力量。年轻一代消费者更加注重品牌价值、情感连接与个性表达，正在逐渐成为奢侈品消费的又一主力军。他们追求个性化和情感价值，愿意为独特的商品体验支付溢价。相比以往，年轻消费者更注重产品的设计感和品牌故事，倾向于选择能够体现自身品味和价值观的奢侈品。他们更愿意为具有创新性、文化认同感和潮流引领地位的品牌买单。此外，二次元人群（ACGN）也正突显其消费意愿和实力，品牌通过打造相关 IP 商品来吸引这一群体。

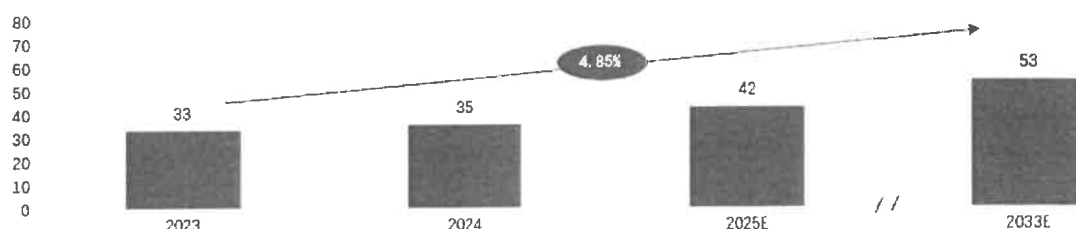
中国近年互联网、数字化及线上渠道飞速发展，为奢侈品牌在中国的销售打开了新路径。中国消费者在购物过程高度依赖数字化工具和社交媒体平台。社交媒体不仅是营销渠道，更是一个全面的生态系统，用于发现、参与和交易。“购物娱乐化”趋势正在兴起，品牌利用数字技术打造流畅的跨平台购物体验，以吸引客户。体验式奢侈品的兴起也为中国消费者在购买奢侈品的过程获得更优的体验和感受。消费者越来越重视购物过程中的体验，奢侈品牌通过打造概念店、快闪店、虚拟现实体验等方式，增加了消费者的参与感。这种体验式模式有助于品牌建立更紧密联系，提升消费者的满意度、品牌忠诚和复购率，推动销售增长。

日本在全球个人奢侈品市场中占据约 7% 的份额，位列全球第三仅次于美国和中国。日本消费者在奢侈品上人均支出高于全球平均水平，显示出较强的购买力。

2024 年，日本接待了创纪录的 3,690 万名外国游客，同比增长 27.6%。游客总消费额达到 8.14 万亿日元（约合 560 亿美元），较 2023 年增长 53.4%，远超疫情前水平。日元的疲软是另一个重要因素。日元疲软吸引了更多的游客来日本，同时也让日本居民留在国内。这两类消费者为日本奢侈品市场繁荣创造了条件，使市场能够抵御经济逆风。

根据 IMARC Group 的数据，2024 年日本奢侈品市场总规模达到 349 亿美元，预计到 2033 年将增长至 534 亿美元，年复合增长率为 4.85%。

日本奢侈品市场规模 2023-2033E(十亿美元)



爱马仕 2025 年一季度实现 7% 的销售增长，收入达到的销售增长，收入达到 41.3 亿

欧元。而其日本市场，销售增长 17.2%，是全球销售增长最快的地区。

历峰集团（Richemont）得益于珠宝部门的突出表现，在日本市场 2025 年第一季度销售额同比增长 22%。

LVMH 视日本为其最重要的市场之一，2025 年第一季度日本市场销售额占 LVMH 集团总销售额的 9%。

Gucci 品牌 2023 年在美国的销售额下降了五分之一，日本的销售额却大涨 26%。

Prada 也表示，日本仍然是其表现最好的市场，2024 年销售猛增 47%，主要受当地消费者的需求所推动。

东南亚奢侈品市场展现强劲增长势头，成为全球行业的新兴引擎。根据 IMARC Group 数据，2024 年该地区市场规模达 107 亿美元，预计到 2033 年将增至 158 亿美元，年均增长率达 4.38%。Milieu Insights 调研显示，尽管面临通胀压力，仍有 42% 的消费者计划维持奢侈品消费，约 20% 更计划增加支出。泰国、新加坡、越南等市场表现尤为突出。伴随中产阶级壮大、旅游复苏、数字渠道扩张、本地化营销策略推动品牌更好触达消费者，东南亚将持续作为全球奢侈品牌的重要战略市场，前景广阔。

全球各大奢侈品集团在 2019 至 2021 时间段因受疫情影响，均出现不同程度的业绩下滑。但后得益于消费者报复性心理、消费需求集中释放、疫情期间促成的线上消费习惯以及各大奢侈品集团迅速调整战略方向和营销方式，各大主要品牌疫情后疫情后业绩快速恢复、利润得到一定修复、并保持良好发展。

爱马仕 Hermès

年份	收入（亿欧元）	营业利润（亿欧元）	净利润（亿欧元）	收入同比变化	营业利润同比变化	净利润同比变化
2018	59.6	20.4	15.3	10%	6%	15%
2019	68.8	23.4	15.3	15%	15%	0%
2020	63.9 ↓	19.8	13.9 ↓	-7%	-15%	-9%
2021	89.8 ↑	35.3	24.5 ↑	41%	78%	77%
2022	116 ↑	46.9	33.7 ↑	29%	33%	38%
2023	134 ↑	56.5	43.1 ↑	16%	20%	28%
2024	152 ↑	62	46 ↑	13%	10%	7%

酩悦轩尼诗路易威登 LVMH

年份	收入（亿欧元）	营业利润（亿欧元）	净利润（亿欧元）	收入同比变化	营业利润同比变化	净利润同比变化
2018	468	99.6	63.5	12.00%	20.50%	18.40%
2019	537	115	71.7	13.90%	15.20%	12.90%
2020	447 ↓	83.2	47 ↓	-19.10%	-27.50%	-34.40%
2021	642 ↑	171	120 ↑	52.50%	105.80%	156.00%
2022	792 ↑	211	148 ↑	23.60%	22.60%	17.00%
2023	862 ↑	228	152 ↑	13.00%	8.00%	8.00%
2024	847 ↓	196	126 ↓	-2.00%	-14.00%	-17.30%

历峰 Richemont

年份	收入 (亿欧元)	营业利润 (亿欧元)	净利润 (亿欧元)	收入同比变化	营业利润同比变化	净利润同比变化
2018	110	18.4	12.2	9%	12%	-6%
2019	140	19.4	28	27%	5%	130%
2020	142 ↑	15.2	9.3 ↓	1%	-22%	-67%
2021	131 ↓	14.8	13 ↑	-7%	-3%	40%
2022	192 ↑	33.9	20.8 ↑	46%	129%	60%
2023	200 ↑	50.3	3 ↓	4%	48%	-86%
2024	206 ↑	47.9	23.6 ↑	3%	-5%	687%

普拉达 Prada

年份	收入 (亿欧元)	营业利润 (亿欧元)	净利润 (亿欧元)	收入同比变化	营业利润同比变化	净利润同比变化
2018	32.4	3.24	2.05	5.90%	-30.60%	-17.70%
2019	32.4	3.07	2.56	0.00%	-5.30%	24.90%
2020	24.2 ↓	0.89	0.54 ↓	-25.30%	-71.00%	-78.90%
2021	33.7 ↑	4.89	2.94 ↑	39.30%	449.40%	444.40%
2022	42 ↑	8.45	4.65 ↑	24.60%	72.80%	58.20%
2023	47.3 ↑	10.6	6.71 ↑	12.60%	25.40%	44.30%
2024	54 ↑	13	8.39 ↑	14.20%	22.60%	25.00%

迈巴赫是德国著名的超豪华汽车品牌，创立于1909年，由威廉·迈巴赫与其子卡尔·迈巴赫共同创立。

迈巴赫奢侈品业务早在2009年就已启动，最初以迈巴赫品牌推出高端眼镜系列随后扩展至皮具、配饰和马术用等领域。迈巴赫奢侈品公司于2013年成立，进一步专注于手工制作的高端配饰和生活方式产品，目前已发展成具有全球影响力的奢侈品公司。

迈巴赫奢侈品根植于百年迈巴赫品牌，又为延生出新的触角予美学、匠制、奢华以不懈新思，现有九大产品线：



迈巴赫奢侈品公司运用代理商分销模式经营业务。在全球各主要地区设立域子公司，管理区域内的区域总代理，区域总代理继而覆盖该范围内的经销商或在许可下开立

直营精品店。区域子公司向迈巴赫奢侈品公司采购货品，再向区域总代理出售货品，以 to B 的业务模式赚取其中差价。

迈巴赫奢侈品公司及其各区域子公司（例如迈巴赫奢侈品亚太有限公司）并不直接开设营店进行零售，因此迈巴赫奢侈品及迈巴赫奢侈品的子公司没有货品囤积的风险，没有零售店铺的租金开支，也没有零售店铺人员及一系列运维成本，故可在一定程度上规避零售市场波动带来的负面影响，只要区域代理有下单，迈巴赫奢侈品即盈利。

代理商分销模式是奢侈品公司进入新市场最高效的方式。在 1990 年代初，历峰旗下的品牌如卡地亚（Cartier）、伯爵（Piaget）、登喜路（Dunhill）等都通过代理商或经销进入中国市场，这样的策略使得历峰获了巨大“先发优势”。登喜路在 1990 年代末至 2000 年代初，是中国高端男装市场最知名的英伦品牌之一，其皮具和打火机在高端消费群体中非常流行。伯爵 2003 年左右已在中国多个城市设有销售点，市场增长率超过 20%。到 2005 年年前后，卡地亚在中国高端珠宝市场的知名度和份额已跃居三。

Hermès 的香水在中国由颖通控股有限公司代理分销，在新加坡和马来西亚由 Luxasia 代理分销，尽管 Hermès 近年来发展势头正劲，集团仍非常肯定代理商对其业务带来的帮助。

Capri Holdings 三大品牌 Versace、Jimmy Choo、MichaelKors 均使用代理商分销模式。特别是 Versace 在被 Capri Holdings 收购后，亚洲市场营从 2019 财年的财年的 49 百万美元跃升至 2020 财年的 237 百万美元，增长近 4.8 倍，显示出集团分销模式对亚洲市场拓展的积极影响。

另有一些品牌在运用分销模式开拓业务后选择回归直营，但因相对高的成本及对管理的团队高要求，采用直营模式后品牌业务也有下降。Burberry 在 1990 年代末进入中国市场主要由香港利丰集团旗下的邦公司（Li & Fung Retailing）代理运营。2010 年，Burberry 宣布以 7000 万美元回购中国大陆的代理权，被认为是当时奢侈品牌“收潮”代表性事件。Gucci 于 1997 年在中国上海开设了首家门店，标志着其正式进入市场。最初的业务由香港百仕通集团（Peace Mark Holdings）等代理商负责运营门店与分销。2004 年，Gucci 在中国的门店数量已达到 30 家，2012 年，门店数量增加到了 60 家，Gucci 在中国市场的销售额约占其全球 13%，《Global Times》早在 2011 年就报道，亚太地区已成为 Gucci 最大的市场，占据了 Gucci 总收入的 37%。尽管没有详细报道，但是根据信息显示 Gucci 于 2010 年至 2014 年期间逐步收回代理权，转向直营模式。

而 Burberry 及 Gucci 也是业绩表现欠佳的几大品牌，过去几年出连续下滑，虽也有其他因素影响，但拿回代理权，集团直接运营所有零售店也增加了品牌的管理负担和利润压力，加速了业绩下滑。

迈巴赫亚太公司未来年度运营计划如下：

计划的收入来源：（1）通过经销商成立精品店/展示店；（2）与投资方共同开发新产品创造收益；（3）特许第三方合作使用迈巴赫奢侈品品牌并支付授权费。

计划截至 2030 年，经销商（精品店/展示店）数量不少于 50 家。

计划的销售毛利率：现有产品线 25%；新产品线 50-60%；授权费 100%。

经销商（精品店/展示店）数量发展预测如下：

单位：家

数量预测	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
精品店	0	10	16	24	30	30	30
展示店	0	4	8	12	20	20	20
精品店-马具-久事体育	1	1	1	1	1	1	1
小计	1	15	25	37	51	51	51

品牌授权数量发展预测如下：

单位：家

数量预测	2025 年 7-12 月	2026	2027	2028	2029	2030	2031 及以 后
品牌授权	0	2	4	6	8	10	10

各类型单店的年度营业收入预测如下：

单位：万美元/年

收入类型	2025 年 7-12 月	2026	2027	2028	2029	2030	2031 年及 以后年度
精品店		200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
展示店		200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
精品店-马具-久事体育	50.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
新产品			50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
品牌授权		50.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00

年度营业收入预测如下：

单位：万美元

年份	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
精品店	0.00	1,000.00	2,600.00	4,000.00	5,400.00	6,000.00	6,000.00
展示店	0.00	400.00	1,200.00	2,000.00	3,200.00	4,000.00	4,000.00

年份	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
精品店-马具-久事体育	50.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00	200.00
新产品	0.00	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
品牌授权	0.00	100.00	200.00	300.00	400.00	500.00	500.00

具体详见收益法预测表 SY10 主营业务收入。

综上分析，营业收入的预测如下所示：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
营业收入	50.00	1,700.00	4,250.00	6,550.00	9,250.00	10,750.00	10,750.00

7.2.2. 营业成本的分析预测

迈巴赫奢侈品公司运用代理商分销模式经营业务。在全球各主要地区设立域子公司，管理区域内的区域总代理，区域总代理继而覆盖该范围内的经销商或在许可下开立直营精品店。区域子公司向迈巴赫奢侈品公司采购货品，再向区域总代理出售货品，以 to B 的业务模式赚取其中差价。

被估值单位计划的销售毛利率如下表：

毛利率	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年以 后年度
精品店	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
展示店	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
精品店-马具-久事体育	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
新产品			60%	60%	60%	60%	60%
品牌授权	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

被估值单位计划的销售成本率如下表：

成本率	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年以 后年度
精品店	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
展示店	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
精品店-马具-久事体育	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
新产品			40%	40%	40%	40%	40%
品牌授权	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

被估值单位计划的销售成本预测如下表：

单位：万美元

销售成本	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年以 后年度
精品店	0.00	750.00	1,950.00	3,000.00	4,050.00	4,500.00	4,500.00

销售成本	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年以 后年度
展示店	0.00	300.00	900.00	1,500.00	2,400.00	3,000.00	3,000.00
精品店-马具-久事体育	37.50	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
新产品	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00	20.00
品牌授权	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

具体详见收益法预测表 SY20 主营业务成本。

综上分析，营业成本的预测如下所示：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
营业成本	37.50	1,200.00	3,020.00	4,670.00	6,620.00	7,670.00	7,670.00

7.2.3. 税金及附加的分析预测

香港不征收增值税或销售税，未来年度不预测。

7.2.4. 管理费用的分析预测

根据被估值单位的未来年度业务运营方式，管理费用(SG&A)包括行政秘书服务、代理记账服务、董事费用或指定代表服务等。

根据香港相关费用支出水平，每个年度的相关支出合计约 1 万美元。

具体详见收益法预测表 SY40 管理费用。

综上分析，管理费用的预测如下所示：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
管理费用	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

7.2.5. 研发费用的分析预测

被估值单位不从事研发活动，未来年度不预测。

7.2.6. 财务费用的分析预测

财务费用包括利息费用、利息收入和手续费。

被估值单位未来年度无借款计划，未来年度不预测利息支出；利息收入和手续费具有波动性且金额较小，未来年度不预测。

7.2.7. 其他支出的预测

其他支出包括信用减值损失、资产减值损失、营业外收入和营业外支出等。

其他支出具有波动性和偶发性，未来年度不预测。

7.2.8. 所得税费用的分析预测

公司利得税税率为 16.5%（其中首 200 万港元内的利润适用税率为 8.25%），该税率适用来源于中国香港的收入或利润。

预测收入/利润来源于中国香港之外，本次预测以后年度所得税率为 0%。

具体详见收益法预测表 SY75 所得税预测表。

综上分析，所得税费用的预测如下所示：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
所得税费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

7.2.9. 资本性支出的分析预测

资本性支出是指公司为开展生产经营活动而需增加的固定资产、无形资产等长期资产发生的支出。资本性支出包括存量资产的更新支出和新增资产的资本支出。

假设存量资产的更新支出在固定资产、无形资产和长期待摊费用的经济寿命年限内均衡发生，则按经济寿命年限测算年均支出，在理论上等于存量资产的年折旧和摊销额。

根据公司实际经营情况和未来发展计划，截至估值基准日，被估值单位无固定资产、无形资产和长期待摊费用，未来年度也无资本性支出计划。

7.2.10. 折旧与摊销的分析预测

截至估值基准日，被估值单位无固定资产，未来年度也无资本性支出计划。未来年度不预测。

7.2.11. 营运资金预测、营运资金增加额的分析预测

营运资本是指公司经营性流动资产与流动负债的差额，反映公司在未来经营活动中是否需要追加额外的现金。如果经营性流动资产大于流动负债，则公司需要额外补充现金，在现金流量预测中表现为现金流出，反之为现金流入。

一般而言，随着公司经营活动范围或规模的扩大，公司向客户提供的正常商业信用会相应增加，为扩大销售所需增加的存货储备也会占用更多的资金，同时为满足公司日常经营性支付所需保持的现金余额也要增加，从而需要占用更多的流动资金，但公司同时通过从供应商处获得正常的商业信用，减少资金的即时支付，相应节省了部分流动资金。

一般情况下，流动资金的追加需考虑应收账款、预付账款、存货、经营性现金、应付账款、预收账款等因素的影响。

本次对营运资本的变化预测思路如下：首先分别对未来经营性营运资产、营运负债进行预测，得出营运资本，然后将营运资本与上一年度的营运资本进行比较。如果

大于则表现为现金流出，反之为现金流入。

预测年度应收账款=当年销售收入/该年预测应收账款年周转次数

预测年度存货=当年销售成本/该年预测存货年周转次数

预测年度预付账款=当年销售成本/该年预测预付账款年周转次数

预测年度应付账款=当年销售成本/该年预测应付账款年周转次数

预测年度预收账款=当年销售收入/该年预测预收账款年周转次数

追加营运资金=当年度需要的营运资金—上一年度需要的营运资金

具体详见收益法预测表 SY60 营运资金。

综上分析，营运资金增加额的预测如下所示：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
营运资金增加额	10.58	329.37	515.67	467.50	552.50	297.50	0.00

7.2.12. 自由现金流的预测

本次估值采用的收益类型为股权自由现金流量，其计算公式为：

股权自由现金流量=净利润+折旧与摊销—资本性支出—净营运资金变动—债务本金偿还+新发行债务

2030 年，由于被估值单位的各项主营业务已较成熟，其盈利水平将步入相对稳定的时期，故我们假定 2031 年及以后年度被估值单位经营规模以 2030 年为准，不考虑生产经营规模的变化，因此未来各年度公司净现金流量预测如下：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
净利润	11.50	499.00	1,229.00	1,879.00	2,629.00	3,079.00	3,079.00
加：付息债务净增加额							
加：折旧和摊销							
减：资本性支出							
减：营运资金追加	10.58	329.37	515.67	467.50	552.50	297.50	0.00
股权自由现金流量	0.92	169.63	713.33	1,411.50	2,076.50	2,781.50	3,079.00

7.2. 折现率的确定

按照收益额与折现率口径一致的原则，本次估值收益额口径为股权自由现金流量，则折现率股权期望报酬率选取资本资产定价模型（CAPM）。公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m + R_f) + \varepsilon$$

其中：R_f：无风险利率

β : 股权系统性风险调整系数

R_m : 市场收益率

$(R_m - R_f)$: 市场风险溢价

ε : 特定风险报酬率

7.2.1. R_e 股权期望报酬率的确定

7.2.1.1. R_f 无风险利率的确定

无风险利率是对资金时间价值的补偿。本次估值选取 www.market-risk-premia.com 公布的香港无风险报酬率，即在估值基准日香港市场无风险利率 R_f 为 2.97%。

7.2.1.2. $(R_m - R_f)$ 市场风险溢价的确定

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。

本次估值采用美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 的方法，通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整，得到中国香港的市场的风险溢价。具体计算过程如下：

中国香港市场风险溢价计算公式为：

中国香港市场风险溢价=成熟股票市场的风险溢价+国家风险溢价

其中：成熟股票市场的风险溢价取 1928-2024 年美国股票与国债的算术平均收益差，计算求得该值为 7.00%；国家风险溢价参考 Aswath Damodaran 对全球各国的国家风险溢价的研究数据，选用中国香港的国家风险溢价系数为 0.8%。

中国香港市场风险溢价=成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+中国香港的国家风险溢价=7.80%

即当前中国香港市场风险溢价为 7.80%。

7.2.1.3. β 股权系统性风险调整系数的确定

股权系统性风险调整系数是衡量被估值单位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。样本公司的选择，通常来说选择与被估值公司在同一行业或受同一经济因素影响的上市公司作为参考公司，且尽量选择与被估值公司在同一国家或地区的公司作为参考公司。我们选取了类似行业的 3 家上市公司，通过同花顺资讯金融终端查询了其调整后 β 值，将参考公司有财务杠杆 β 系数换算为无财务杠杆 β 系数。

其计算公式：

剔除杠杆调整 β = 调整后 β / [1 + (1 - T) × D/E]

公司简称	付息债务 D/所有者权益 E	所得税率 T	剔除杠杆调整系数	原始 β	剔除财务杠杆的原始 β
开云集团	60.43%	25.83%	1.4482	1.6497	1.1391
LVMH 集团	10.03%	25.83%	1.0744	1.4561	1.3553
爱马仕国际	0.01%	25.83%	1.0001	1.3874	1.3873
平均值	23.49%	25.80%	1.1742	1.4977	1.2939

具体计算如下：

参考公司的平均财务杠杆（D/E）为 23.49%，剔除杠杆调整 β 均值 1.2939，按照平均财务杠杆系数换算为被估值单位目标财务杠杆 β 为 1.3651。

注：本次可比上市公司 β 值计算，标的指数选取法国 CAC40，计算周期按照周，观察值点数为 156。

7.2.1.4. 特定风险报酬率的确定

公司特定风险报酬率，是公司股东对所承担的与其它公司不同风险因而对投资回报率额外要求的期望。

特定风险报酬率：公司相比于上市公司而言规模很小，存在一定的规模风险，因此，综合上述因素确定公司特定风险报酬率为 3.00%。

即特定风险报酬率为 3.00%。

综上，股权期望报酬率：

$$R_e = 2.97\% + 7.80\% \times 1.3651 + 3.00\% = 16.60\% \text{（保留一位小数）}$$

本次估值采用的股权期望报酬率 R_e 取 16.60%。

7.2.2. 溢余资产及非经营性资产、负债的确定

溢余资产是指与公司主营业务收益无直接关系、超过公司经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、收益法预测中未包括的资产等。非经营性资产和负债是指与公司主营业务收益无直接关系、对主营业务不产生贡献的资产和负债。溢余资产和非经营性资产和负债视具体情况采用成本法、收益法或市场法估值。

溢余资产及非经营资产和负债的处理与公司的资产负债结构密切相关。本次估值通过分析被估值单位的资产负债结构，资产利用方式等因素确定溢余资产及非经营性资产和负债的价值。

7.2.2.1. 非经营性资产

无。

7.2.2.2. 非经营性负债

无。

7.2.2.3. 溢余资产

无。

8. 收益法估值结果

经收益法估值，迈巴赫奢侈品亚太有限公司在估值基准日的股东全部权益价值的估值如下：

金额单位：万美元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及 以后年度
净利润	11.50	499.00	1,229.00	1,879.00	2,629.00	3,079.00	3,079.00
加：付息负债的增加（减少）							
加：折旧和摊销							
减：资本性支出							
减：营运资金追加	10.58	329.37	515.67	467.50	552.50	297.50	0.00
股权自由现金流	0.92	169.63	713.33	1,411.50	2,076.50	2,781.50	3,079.00
折现率	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%	16.60%
折现系数	0.9623	0.8576	0.7356	0.6308	0.5410	0.4640	2.7952
折现值	0.89	145.47	524.73	890.37	1,123.39	1,290.62	8,606.42
公司自由现金流折现值合计	12,581.89						
加：溢余资产	0.00						
加：非经营性资产	0.00						
减：非经营性负债	0.00						
公司全部权益价值	12,581.89						
减：有息负债	0.00						
股东全部权益价值（取整）	12,600.00						

因此，采用收益法估值，于估值基准日迈巴赫亚太的股东全部权益价值的市场价值为美元 12,600.00 万元。

第三部分 市场法估值技术说明（上市公司比较法）

1. 估值对象

本次估值对象为迈巴赫奢侈品亚太有限公司的股东全部权益价值。

2. 市场法的应用前提及选择的理由和依据

2.1. 市场法简介及适用的前提条件

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。

市场法实质是利用活跃交易市场上已成交的类似案例的交易信息或合理的报价数据，通过对比分析的途径确定委估企业或股权价值的一种估值技术。市场法的理论基础是在市场公开、交易活跃情况下，相同或相似资产的价值也是相同或相似。

企业相同或相似的概念：

功效相同：经营产品或提供服务相同或相似；

能力相当：经营业绩和规模相当；

发展趋势相似：未来成长性相同或相似。

由于现实中的绝对相同企业是不存在的，因此在估值操作操作中都是相对相同的“可比对象”。

根据可比对象选择的不同，市场法可以分为上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、增资及合并案例资料，计算价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

2.2. 市场法选择的理由和依据

估值对象属服装、服饰与奢侈品行业，该领域有一定数量的上市公司，因此，本次估值采用上市公司比较法对估值对象的股东全部权益价值进行估值。

3. 市场法的估值思路及公式

3.1. 市场法的估值思路

根据被估值单位基本情况，对其同行业上市公司进行如下筛选：

3.1.1. 分析被估值单位的基本状况，主要包括其所在的行业、经营范围、规模和财务状况等。

3.1.2. 确定可比上市公司。确定可比公司的原则包括：

3.1.2.1. 可比公司发行普通股，上市时间 3 年以上；

3.1.2.2. 可比公司所从事的行业或其主营业务和目标公司相同或相似，本次估值选取的可比公司均属于服装、服饰与奢侈品行业；

3.1.2.3. 可比公司经营规模/市值和目标公司接近或具有可比性。

3.1.3. 分析比较被估值单位和可比公司的主要财务和经营指标，主要包括销售规模、盈利水平和发展能力等多方面指标。

3.1.4. 对可比公司选择适当的价值比率（市净率[P/B]/市盈率[P/E]/市销率[P/S]/企业价值倍数[E/V/EBITDA]等），并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算被估值单位的价值比率。

3.1.5. 根据被估值单位的价值比率，在考虑缺乏市场流动性折扣的基础上，最终确定被估值单位的股权价值。

根据估值对象所处行业特点，本次估值采用上市公司比较法——市盈率[P/E]模型对标的公司股权价值进行估值。

3.2. 市场法的计算公式及各项参数

本次市场法估值采用上市公司比较法，选用市盈率[P/E]估值模型与上市公司对应比率进行比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市盈率[P/E]，据此计算目标公司股权价值。公式如下：

目标公司权益价值=目标公司经营性权益价值×（1-缺乏市场流动性折扣）+目标公司非经营性资产和负债价值

其中：目标公司经营性权益价值=目标公司净利润×目标公司 PE

目标公司 PE=修正后可比公司 PE 的加权平均值

$$= \sum \text{可比公司 PE} \times \text{可比公司 PE 修正系数} \times \text{可比公司所占比重}$$

可比公司 PE=可比公司经营性权益价值/净利润

可比公司经营性权益价值=市值-非经营性资产和负债价值

可比公司 PE 修正系数= $\prod$ 影响因素 Ai 的调整系数

影响因素 Ai 的调整系数=目标公司系数/可比公司系数

4. 市场法的假设条件

4.1. 基本假设

4.1.1. 持续经营假设

即假定委估的资产在估值目的实现后，企业的供销模式、与关联企业的利益分配等运营状况均保持不变。

4.1.2. 公开市场假设

即假定资产可以在充分竞争的市场上自由买卖，其价格高低取决于一定市场的供给

状况下独立的买卖双方对资产的价值判断。

公开市场是指一个有众多买者和卖者的充分竞争的市场。在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获得足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的，而非强制或不受限制的条件下进行的。

4.1.3. 交易假设

任何资产的价值来源均离不开交易，不论委估资产在与估值目的相关的经济行为中是否涉及交易，我们均假定估值对象处于交易过程中，估值师根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。

4.2. 一般假设

4.2.1. 企业所在的行业保持稳定发展态势，所遵循的国家和地方的现行法律、法规、制度及社会政治和经济政策与现时无重大变化；

4.2.2. 不考虑通货膨胀对估值结果的影响；

4.2.3. 利率、汇率保持为目前的水平，无重大变化；

4.2.4. 无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

4.3. 特定假设

4.3.1. 被估值单位与合作伙伴关系及其相互利益无重大变化；

4.3.2. 被估值单位的现有和未来经营者是负责的，且企业管理能稳步推进企业的发展计划，尽力实现预计的经营态势；

4.3.3. 被估值单位核心团队未来年度持续在公司任职，且不在外从事与公司业务相竞争业务；

4.3.4. 被估值单位遵守国家相关法律和法规，不会出现影响企业发展和收益实现的重大违规事项；

4.3.5. 被估值单位提供的历年财务资料所采用的会计政策和进行收益预测时所采用的会计政策与会计核算方法在重要方面基本一致；

4.3.6. 每年收入和支出现金流均匀流入和流出；

4.3.7. 被估值单位能够根据经营需要筹措到所需资金，不会因融资事宜影响企业经营；

4.3.8. 被估值单位能够获得充分必要的授权在中国和亚太国家、地区经营迈巴赫品牌奢侈品；

4.3.9. 被估值单位获得的迈巴赫品牌奢侈品的经营授权可以获得无条件续展或续展无实质性障碍；

4.3.10. 经销商（精品店、展示店等）对被估值单位的保证采购金额不低于每店每季度 50 万美元，该金额不包括：数量折扣、增值税（VAT）、运费和调度费用以及单

独显示的税费；

4.3.11. 被估值单位的经销商（精品店、展示店等）至 2030 年的数量不低于 50 家；

4.3.12. 销售利润率：25%（to B 业务）、50-60%（新产品业务）、100%（代理权授权业务）

4.3.13. 被估值单位全部收入来源于中国（不含中国香港）和其他亚太国家及地区；

4.3.14. 中国香港公司利得税税率为 16.5%（其中法团首 200 万港元内利润适用税率为 8.25%），该税率适用来源于中国香港的收入或利润；

4.3.15. 未考虑任何税务当局可能的扣除或预扣除或未来的税费；

4.3.16. 来源于同花顺/万得资讯/Capital IQ 的上市公司相关数据真实可靠；

4.3.17. 可比上市公司所在的证券交易市场均为有效市场，其股票交易价格公允有效；

4.3.18. 没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式可能追加付出的价格等对估值结论的影响。

根据资产估值的要求，认定这些假设在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

5. 宏观及行业分析

参见收益法估值技术说明。

6. 企业经营、资产、财务分析

参见收益法估值技术说明。

7. 估值过程

7.1. 可比公司的选取

确定可比公司的原则包括：

7.1.1. 可比公司发行普通股，上市时间 3 年以上；

7.1.2. 可比公司所从事的行业或其主营业务和目标公司相同或相似，本次估值选取的可比公司均经营奢侈品业务；

7.1.3. 可比公司相似业务规模和目标公司具有可比性。

7.1.4. 经查询，本次估值选取开云集团、LVMH 集团、爱马仕国际三家上市公司作为可比公司。

7.2. 可比公司介绍

7.2.1. 开云集团（KER.PA）

开云集团 SA 是一家总部位于法国的公司，专门从事零售和奢侈品分布。经营 PPR SA 和设计的奢侈品集团下属分公司，主要生产和销售奢侈品，如成衣服装，皮具，皮

鞋，手表，珠宝，香水和化妆品产品：本公司通过两个核心部分工作和体育生活方式细分，主要设计并在品牌彪马，VOLCOM 和电力开发鞋类，服装及配饰。豪华各种品牌包括古驰，圣罗兰，亚历山大·麦昆，布里俄尼，克里斯托弗·凯恩，斯特拉·麦卡特尼，是 Sergio Rossi，宝诗龙，芝柏，尚维沙，波米雷特和麒麟珠宝。

公司中文名称	--
公司本土名称	Kering
公司英文名称	Kering
所属行业	服装、服饰与奢侈品
成立日期	1881/06
上市日期	1988/1/1
注册资本	--
注册地址	40, rue de Sèvres, 75007 Paris, France
办公地址	40 Rue de Sevres, Paris, 75007 France
员工人数	46,930
董事长	François-Henri Pinault
总经理	François-Henri Pinault
法定代表人	François-Henri Pinault
第一股东	Artémis group(42.52%)
实际控制人	--
公司网站	www.kering.com

7.2.2. LVMH 集团 (MC.PA)

路威酩轩路易威登集团(LVMH)是一家奢侈品公司。经营活动分为五大业务群组：葡萄酒和烈酒；时装和皮革制品；香水和化妆品；手表和珠宝，以及选择性零售。葡萄酒和烈酒部门的活动包括香槟和葡萄酒分支，干邑及烈酒分支。截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有约 3,708 家门店。该公司的葡萄酒和烈酒品牌组合包括酩悦香槟，香槟王，凯歌香槟，库克，名士，鲁纳尔，迪襟庄园，酒庄白马，轩尼诗，本公司格兰杰和 Ardbeg 等等。该公司的时装和皮革制品品牌包括路易威登，芬迪，唐娜·凯伦，罗伟，Marc Jacobs 的，席琳，高田贤三，纪梵希和托马斯粉红。该公司还从事商业和金融媒体，豪华超级游艇制造和提供热情好客的操作。

公司中文名称	--
公司本土名称	LVMH MOËT HENNESSY LOUIS VUITTON
公司英文名称	LVMH MOËT HENNESSY LOUIS VUITTON
所属行业	服装、服饰与奢侈品
成立日期	1923/01/01
上市日期	1985/01/07
注册资本	--

注册地址	22 avenue Montaigne, 75008 Paris (France)
办公地址	22 Avenue Montaigne, Paris, 75008, France
员工人数	215,637
董事长	Bernard Arnault
总经理	Bernard Arnault
法定代表人	Bernard Arnault
第一股东	Arnault family group(49%)
实际控制人	--
公司网站	www.lvmh.com

7.2.3. 爱马仕国际 (RMS.PA)

Hermes International SCA 是一家法国公司，专门从事奢侈品的设计，制造和营销。该公司提供多种类型的产品，包括皮革制品，丝绸制品和纺织品，香水，钟表，鞋子，服装和配件，以及餐具等。Hermes International SCA 通过独家商店和零售店网络在欧洲，亚洲，太平洋地区和美洲开展业务。该公司通过众多子公司开展业务，例如 Castille 投资公司，阿登 Maroquinerie 公司，Hermes 纺织公司，Hermes 加拿大公司，Hermes 伊斯坦布尔公司，ERM WHG Warenhandels GmbH 和 Hermes GmbH 公司，Haute Maroquinerie 制造公司等。2013 年 4 月，它成为大股东约瑟夫·埃拉德控股公司。

公司中文名称	爱马仕国际
公司本土名称	
公司英文名称	HERMES INTL ORD
所属行业	服装、服饰与奢侈品
成立日期	1938/06
上市日期	1993/6/3
注册资本	--
注册地址	24, rue du Faubourg Saint Honore, 75008 Paris, France
办公地址	24, rue du Faubourg Saint Honore, 75008 Paris, France
员工人数	25,185
董事长	Axel Dumas
总经理	Axel Dumas
法定代表人	Axel Dumas
第一股东	Hermès family group(66.7%)
实际控制人	--
公司网站	www.hermes-international.com

7.3. 目标公司非经营性资产和负债的确定

无。

7.4. 价值比率的确定

7.4.1. 价值比率的选择和定义

采用上市公司比较法，一般是根据估值对象所处市场的情况，选取某些公共指标如市净率[PB]、市盈率[PE]/市销率[PS]、企业价值倍数[EV/EBITDA]等与可比公司进行比较，通过对估值对象和可比公司各指标相关因素的比较，调整影响指标因素的差异，来得到估值对象的市净率[PB]、市盈率[PE]、市销率[PS]、企业价值倍数[EV/EBITDA]，据此计算目标公司股权价值。

根据估值对象所处行业特点，且考虑到被估值单位业务发展快速，因此采用市盈率[PE]估值模型对被估值单位股权价值进行估值。

上市公司比较法—市盈率[PE]估值模型估值公式如下：

目标公司权益价值=目标公司经营性权益价值×（1－缺乏市场流动性折扣）+目标公司非经营性资产和负债价值

7.4.2. 市值、总股本

根据万得资讯，三家可比上市公司 2025 年 6 月末的市值和总股本如下：

项目	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
市值（万美元）	2,655,885.2394	26,059,712.1195	28,487,368.2922
总股本（万股）	12,260.1693	49,937.2818	10,556.9412

7.4.3. 非经营性资产和负债的确定

无。

7.4.4. 调整后市值

可比上市公司 2025 年 6 月末调整后市值如下：

金额单位：万美元

项目	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
调整后市值	2,655,885.24	26,059,712.12	28,487,368.29

7.4.5. 营业收入的确定

开云集团、LVMH 集团、爱马仕国际和被估值单位 2022 年-2025 年 6 月的营业收入如下：

金额单位：万美元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
开云集团	2,376,460.16	2,284,792.86	2,007,805.80	885,961.54
LVMH 集团	9,246,603.16	10,060,398.60	9,888,741.36	4,648,758.23
爱马仕国际	1,354,807.66	1,567,919.54	1,771,455.98	938,159.35
被估值单位	-	-	-	-

从上表可以看出，可比公司近几年营业收入总体呈稳定、小幅波动状态，公司步入成熟发展阶段。而被估值单位于 2025 年设立，目前业务处于起步阶段，因此本次估

值计算市盈率时，采用动态市盈率[PE]。

根据网络查询数据，开云集团、LVMH 集团、爱马仕国际和被估值单位净利润如下：

金额单位：万美元

项目	2025 E	2026 E
开云集团	92,750.27	123,339.94
LVMH 集团	1,319,478.38	1,458,937.72
爱马仕国际	531,513.96	608,673.17
被估值单位	11.50	499.00

7.4.6. 调整后 PE 的确定

可比上市公司 2026 年调整后 PE 如下：

项目	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
调整后 PE	34.54	19.65	46.81

调整后 PE=调整后市值/2026 年净利润

7.5. 目标公司和可比公司比较因素分析

分析比较因素主要包括交易时间因素、市场因素、营业规模、盈利能力、发展能力和其他因素等方面指标。

7.5.1. 交易时间因素的比较

被估值单位和可比公司的交易时间的比较如下：

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
交易时间因素	交易时间差异	基准日	基准日	基准日	基准日

7.5.2. 市场因素的比较

被估值单位和可比公司的市场因素的比较如下：

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
市场因素	市场差异	100	100	100	100

和可比上市公司相比，被估值单位的国别市场差异修正系数=100，修正如下：

中国香港市场风险溢价为 7.8%，法国市场风险溢价为 7.8%，故市场因素修正系数=7.8%/7.8%=100%。

7.5.3. 营业规模的比较

被估值单位和可比公司的营业规模的比较如下：

金额单位：万美元

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
营业规模	2025 年 06 月 30 日总资产	0.13	4,954,938.69	16,532,226.75	2,548,934.81
	2025 年 06 月 30 日资产负债率	0%	63.21%	52.76%	23.87%
	2024 年营业收入	0.00	2,007,805.80	9,888,741.36	1,771,455.98

7.5.4. 盈利能力的比较

被估值单位和可比公司 2024 年的盈利能力的比较如下：

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
盈利能力	销售毛利率（1yr）	0%	73.75%	67.03%	70.26%
	销售净利率（1yr）	0%	7.14%	15.30%	30.53%
	净资产收益率（1yr）	0%	7.52%	19.53%	28.30%

7.5.5. 发展能力的比较

被估值单位和可比公司的发展能力的比较如下：

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
发展能力	营业总收入复合增长率	0%	-0.86%	9.66%	19.09%
	净利润复合增长率	0%	-29.08%	1.40%	23.48%
	归属母公司股东的净利润复合增长率	0%	-64.33%	4.27%	88.26%

7.5.6. 其他因素的比较

被估值单位和可比公司的其他因素的比较如下：

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
其他因素	业务范围	奢侈品	奢侈品	奢侈品	奢侈品
	品牌知名度	优	优	优	优
	业务种类	奢侈品	奢侈品	奢侈品	奢侈品

和可比上市公司相比，被估值单位业务范围和业务种类接近，品牌知名度相似。

7.6. 修正系数的确定

7.6.1. 修正因素的确定

根据上述对目标公司和可比公司的比较分析，综合指标分析如下：

金额单位：万美元

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
交易时间因素	交易时间差异	基准日	基准日	基准日	基准日
市场因素	市场差异	中国香港	法国	法国	法国
营业规模	2025 年 06 月 30 日总资产	0.13	4,954,938.69	16,532,226.75	2,548,934.81
	2025 年 06 月 30 日资产负债率	0%	63.21%	52.76%	23.87%
	2024 年营业收入	0.00	2,007,805.80	9,888,741.36	1,771,455.98
盈利能力	销售毛利率（1yr）	0%	73.75%	67.03%	70.26%
	销售净利率（1yr）	0%	7.14%	15.30%	30.53%
	净资产收益率（1yr）	0%	7.52%	19.53%	28.30%
发展能力	营业总收入复合增长率	0%	-0.86%	9.66%	19.09%
	净利润复合增长率	0%	-29.08%	1.40%	23.48%
	归属母公司股东的净利润复合增长率	0%	-64.33%	4.27%	88.26%
其他因素	业务范围	奢侈品	奢侈品	奢侈品	奢侈品

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
	品牌知名度	优	优	优	优
	业务种类	奢侈品	奢侈品	奢侈品	奢侈品

7.6.2. 修正系数的确定

目标公司被估值单位作为比较基础和调整目标，因此将目标公司即被估值单位各指标系数均设为 100，可比公司各指标系数与目标公司比较后确定，低于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，高于目标公司指标系数的则修正系数大于 100。

根据上述对调整因素的描述及修正系数的确定方法，各影响因素修正系数如下：

项目	内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
交易时间因素	交易时间差异	100	100	100	100
市场因素	市场差异	100	100	100	100
营业规模	2025 年 06 月 30 日总资产	40	41	43	41
	2025 年 06 月 30 日资产负债率	30	31	31	30
	2024 年营业收入	30	30	32	30
盈利能力	销售毛利率（1yr）	40	41	41	41
	销售净利率（1yr）	30	30	31	32
	净资产收益率（1yr）	30	30	31	31
发展能力	营业总收入复合增长率	30	40	41	42
	净利润复合增长率	40	27	30	32
	归属母公司股东的净利润复合增长率	30	24	30	39
其他因素	业务范围	30	30	30	30
	品牌知名度	40	40	40	40
	业务种类	30	30	30	30

7.6.3. 修正系数调整表

根据已确定的调整系数，则市盈率[PE]的系数调整表如下：

内容	被估值单位	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
交易时间因素	100	100	100	100
市场因素	100	100	100	100
营业规模	100	102	106	101
盈利水平	100	101	103	104
发展能力	100	91	101	113
其他因素	100	100	100	100

7.7. 目标公司市盈率[PE]的确定

目标公司市盈率[PE]计算如下：

项目	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
可比公司调整后乘数	34.54	19.65	46.81
交易时间因素修正系数	100	100	100

项目	开云集团	LVMH 集团	爱马仕国际
市场因素修正系数	100	100	100
营业规模修正系数	102	106	101
盈利能力修正系数	101	103	104
发展能力修正系数	91	101	113
其他因素修正系数	100	100	100
修正后乘数	36.85	17.82	39.44
权重	1/3	1/3	1/3
加权后修正乘数	31.40（保留一位小数）		

7.8. 缺乏市场流动性折扣的确定

流动性（marketability）是指一项资产在公开市场上易手的可行性和便利性。完全不允许流通的资产因与投资性资产的定义相悖，其投资价值近于零。如果资产具有流通方面的限制，其价值会大打折扣。

缺乏市场流动性是指企业非控股股权的所有者缺乏把他的投资在一个合理和可以预见的低成本下很快地转换为现金的能力。

我们通过分析国内国外对非流动性折扣研究的统计数据，同时根据委估企业自身的资产负债、经营状况的特点，得到缺乏市场流动性折扣。

7.8.1. 国外关于流动性折扣的研究

流动性影响股票价值在各个国家均存在，在资本市场比较发达的美国关于此方面的研究有：

研究报告	研究时期	平均折扣率(%)
SEC overall average	1966-1969	25.8
SEC nonreporting OTC company.	1966-1969	32.6
Gelman	1968-1970	33.0
Trout	1968-1972	33.5
Moroney	1969-1973	35.6
Maher	1969-1973	35.4
Standard Research Consultants	1978-1982	45.0
Willamette Management Associates	1981-1985	31.2
Emory	1980-1981	60.0
Emory	1985-1986	43.0
Emory	1987-1989	45.0
Emory	1989-1990	45.0
Emory	1990-1992	42.0
Emory	1992-1993	45.0
Emory	1994-1995	45.0
Management Planning, Inc.	1980-1998	27.7

研究报告	研究时期	平均折扣率(%)
Silber	1981-1988	33.8
FMV Opinions Inc.	1979-1992	23.0

上述研究可概述如下：

SEC 机构投资研究 1966-1969：作为机构投资者行为研究的一部分，SEC 研究对比了有限制交易条款的股票与同类的公开市场上股票的交易价格之间的关系来确定缺少流动性折扣率。在此研究中，超过 56%的柜台交易的上市公司的折扣率超过 30%，非公告公司（数量占 34%）的折扣率为 32.6%，平均值和中间值均为 25.8%。

另外，在 1971 年到 1972 年，SEC 进行了关于股票发行的成本研究，该报告研究了发行成本与发行价之间的比例关系。发行成本包括发行佣金、给承销商的折扣以及其他成本。研究结果表明每股发行成本平均为发行价格的 12.43%。当发行量低于 1000 万元时，平均成本为 16.29%。这是一个非上市公司想通过公开发行股票成为上市公司的最低成本。

Gelman 研究：Gelman 先生研究了 4 个投资公司的 89 个有限制股票的交易案例，缺少变现能力折扣的平均值和中间值均为 33%。

Trout 研究：该报告研究了 60 例互助基金在 1968 年到 1972 年购买有限制股票的案例。利用回归分析模型得出平均折扣率为 33.5%。

Moroney 研究：Moroney 研究了 146 笔 10 个投资公司投资有限制股票的交易案例，平均的折扣率为 35.6%，中间值为 33%。

Maher 研究：Maher 先生研究了 1969 年到 1973 年间 4 个互助基金购买有限制股票的案例。该研究的资料来源于有关公司上报 SEC 的报告。折扣率的确定是通过比较购买有限制股票的价格与没有限制股票的交易价格。上述研究的平均折扣率为 35.4%。

Standard Research Consultants 研究：Standard Research Consultants 研究了从 1978 年 10 月到 1982 年 6 月间的 28 例个人购置有限制股票的案例。该研究的目的是为了测试 SEC 1966-1969 的研究结论。该研究的折扣率为 7%-91%，中间值为 45%。

Willamette Management Associates 研究：Willamette Management Associates 分析了 1981 年到 1985 年个人购置有限制股票的案例。在 33 个被确认为公平交易的案例中，折扣率中间值为 31.2%。

Emory 研究：Robert W. Baird & Company 公司的 Emory 先后发表了 7 份独立的关于缺少流动性对股票价格影响的研究报告。这些报告研究了公司最初上市的股票价格。Emory 先生将首次上市价格与上市前 5 个月的股票交易价格相比。这些报告显示平均折扣率为 45%。

MPI 研究：MPI 公司对 1980 年 1 月 1 日到 1998 年 12 月 31 日的受限股票的交易情

况进行了较为全面的调查研究。MPI的研究对象是上市公司受限股票与该公司上市流通股票，前者价格一般低于后者，其原因在于受限股票离自由上市流通存在一段锁定期。MPI研究了231笔交易，取53笔交易的调查结果作为研究结果。

除了上述研究外，还有很多其他研究，如 Silber, FMV Opinions Inc.对过去的交易数据进行了量化以确定折扣率。这些研究成果都用非常充分的论据说明了缺乏流动性的股权，相对于上市交易的股票的价格应该有很大的折扣。研究认为减值折扣率在一定的范围之内不等，一般在30%~45%之间。

7.8.2. 关于流动性折扣的选取

根据 MOORE 《CONTROL PREMIUM & DISCOUNT FOR LACK OF MARKETABILITY STUDY》（Issue 2 – May 2025）统计分析，截至2025年3月31日的连续12个月，非上市公司购并市盈率与上市公司市盈率比较估算缺少流动性折扣率计算结论如下：

Range	Average	Median	Upper Quartile	Lower Quartile
2.6%–42.9%	17.6%	15.7%	20.5%	15.7%

本次估值被估值单位缺乏市场流动性折扣的确定因素如下：

被估值单位参照上表缺少流通折扣率为15.7%。

综上，本次估值被估值单位缺乏市场流动性折扣率取15.7%。

8. 市场法估值结果

采用上市公司比较法，迈巴赫亚太股东全部权益价值的估值结果如下：

$$\begin{aligned}
 \text{估值值} &= \text{经营性权益价值} \times (1 - \text{缺乏市场流动性折扣}) + \text{非经营性资产和负债价值} \\
 &= \text{目标公司 2026 年净利润} \times \text{目标公司 PE} \times (1 - \text{缺乏市场流动性折扣}) + \text{非经营性资产和负债价值} \\
 &= 13,200.00 \text{ 万美元 (取整)}
 \end{aligned}$$

即采用上市公司比较法，于估值基准日，迈巴赫亚太股东全部权益价值的市场价值为美元13,200.00万元。

第四部分 估值结论及分析

1. 收益法估值结果

经收益法估值，迈巴赫亚太在估值基准日的股东全部权益价值的估值为美元12,600.00 万元，增值额 12,599.87 万元，增值率 9,692,207.69%。

估值结果汇总如下：

收益法估值结果汇总表

估值基准日：2025 年 6 月 30 日

金额单位：万美元

项目	账面值	估值	增减额	增减率%
	A	B	C=B-A	D=C/A
流动资产	0.13			
非流动资产	0.00			
资产总计	0.13			
流动负债	0.00			
非流动负债	0.00			
负债总计	0.00			
所有者权益	0.13	12,600.00	12,599.87	9,692,207.69

2. 市场法估值结果

经市场法估值，迈巴赫亚太在估值基准日的股东全部权益价值的估值为美元13,200.00 万元，增值额 13,199.87 万元，增值率 10,153,746.15%。

估值结果汇总如下：

市场法估值结果汇总表

估值基准日：2025 年 6 月 30 日

金额单位：万美元

项目	账面值	估值	增减额	增减率%
	A	B	C=B-A	D=C/A
流动资产	0.13			
非流动资产	0.00			
资产总计	0.13			
流动负债	0.00			
非流动负债	0.00			
负债总计	0.00			
所有者权益	0.13	13,200.00	13,199.87	10,153,746.15

3. 估值结论

收益法和市场法估值结果存在差异，如下表：

金额单位：万美元

估值方法	账面值	估值	增减值	增减率%
收益法	0.13	12,600.00	12,599.87	9,692,207.69
市场法	0.13	13,200.00	13,199.87	10,153,746.15
差异		600.00		

两种估值方法差异的原因主要是：迈巴赫奢侈品有着较高的知名度，综合获利能力较强。收益法估值是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小。市场法估值采用的大多是市场交易的历史数据，估值人员对可比公司的财务信息比较有限，比较因素调整方式的主观性相对较强。

通常来说，奢侈品行业的企业价值取决于企业的品牌影响力、经营模式以及高素质的员工和管理团队。因此对该行业的企业估值需要更多的关注企业的品牌影响力、公司未来的收益能力，因此对于有获利能力的企业通常选用收益法估值。

由于市场法是通过分析对比公司的各项指标，以对比公司股权或企业整体价值与其某一收益性指标、资产类指标或其他特性指标的比率，并以此比率倍数推断被估值单位应该拥有的比率倍数，进而得出被估值单位股东权益的价值。估值人员对可比公司的财务信息比较有限，可能存在可比公司独有的不确定因素或难以调整的因素，致使存在上市公司比较法的估值结果与实际企业价值离散程度较大的风险。

考虑到收益法估值是以预期未来能够获取利润为基础，相对全面地体现了企业的整体价值。

经以上综合分析，收益法估值结果更能客观合理的反映被估值单位的股东全部权益价值，因此采用收益法作为本次估值结论。

估值结论根据以上估值工作得出：迈巴赫亚太于本次估值基准日的股东全部权益价值的市场价值为美元壹亿贰仟陆佰万元（USD 12,600.00 万元）。

4. 折价或溢价情况

本次估值结论仅对股东全部权益价值发表意见。

本次估值未考虑由于控股权和少数股权等因素产生的溢价或折价。

股东部分权益价值并不必然等于股东全部权益价值与股权比例的乘积。

《资产估值执业准则—企业价值》（中评协[2018]38 号）中并未提及在收益法估值中考虑流动性对估值的影响。结合本次估值的具体情况，收益法估值中没有考虑资产的流动性对估值对象价值的影响。

上市公司比较法计算中，我们参考 MOORE 《CONTROL PREMIUM & DISCOUNT FOR LACK OF MARKETABILITY STUDY》(Issue 2 – May 2025)估算缺少流动性折扣率，考虑了流动性对估值对象价值的影响。

5. 特别事项

本次估值基于被估值单位和委托人的未来经营规划，关键假设和基本参数如下：

5.1 被估值单位能够获得充分必要的授权在中国和亚太国家及地区经营迈巴赫品牌奢侈品；

5.2 被估值单位获得的迈巴赫品牌奢侈品的经营授权可以获得无条件续展或续展无实质性障碍；

5.3 经销商（精品店、展示店等）对被估值单位的保证采购金额不低于每店每季度 50 万美元，该金额不包括：数量折扣、增值税（VAT）、运费和调度费用以及单独显示的税费；

5.4 被估值单位的经销商（精品店、展示店等）至 2030 年的数量不低于 50 家；

5.5 销售利润率：25%（to B 业务）、50-60%（新产品业务）、100%（代理权授权业务）；

5.6 被估值单位全部收入来源于中国（不含中国香港）和其他亚太国家及地区；

5.7 中国香港公司利得税税率为 16.5%（其中法团首 200 万港元内利润适用税率为 8.25%），该税率适用来源于中国香港的收入或利润；

5.8 未考虑任何税务当局可能的扣除或预扣除或未来的税费。

上海立信资产评估有限公司

估值人员：王竞宇、苏海华

二〇二五年十月二日

