证券代码:600539 证券简称:狮头股份 公告编号:临 2022-114

狮头科技发展股份有限公司关于控股子公司变更公司形式并完成工商变更登记的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

狮头科技发展股份有限公司(以下简称"公司")于近日收到控股子公司杭州昆江科技股份有限公司(以下简称"昆江科技")的通知,因其经营发展的需要,昆江科技的组织形式由"股份有限公司"变更为"其他有限责任公司",其原有经营范围保持不变,原股份公司股东股份按照 1:1 比例折合为有限责任公司出资额,原股份公司债权债务由变更后设立的有限责任公司继承。

变更后的企业名称为"杭州昆江数字科技有限公司",现已通过杭州市钱塘区市场监督管理局核准,完成工商变更登记并取得换发的营业执照。具体情况如下:

一、变更情况

	变更前	变更后
公司名称	杭州昆江科技股份有限公司	杭州昆江数字科技有限公司
公司类型	股份有限公司(非上市)	其他有限责任公司
住所	杭州经济技术开发区白杨街道科技园路 2 号 5 幢 12 层 1208-1211 单元	浙江省杭州市钱塘区白杨街道科技园路 2 号 5 幢 12 层 1208-1211 单元

注:除以上事项变更外、其他工商登记事项不变。二、变更后的营业执照信息

名 称:杭州昆江数字科技有限公司

类 型:其他有限责任公司

住 所:浙江省杭州市钱塘区白杨街道科技园路 2 号 5 幢 12 层 1208-1211 单元

法定代表人:方贺兵

注册资本:1276.5957 万人民币

成立日期:2012 年 3 月 8 日

经营范围:一般项目:技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广;信息技术咨询服务;市场营销策划;品牌管理;企业形象策划;软件开发;专业设计服务;化妆品批发;化妆品零售;宠物食品及用品批发;宠物食品及用品零售;日用品批发;日用品销售;第二类医疗器械销售;第一类医疗器械销售;普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目);软件销售;体育用品及器材零售;家用电器销售;母婴用品销售;互联网销售(除销售需要许可的商品)(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动。许可项目:保健食品销售;食品互联网销售;互联网信息服务;货物进出口;技术进出口;食品经营(销售预包装食品)(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以审批结果为准)。

三、备查文件

昆江科技《营业执照》

特此公告。

狮头科技发展股份有限公司董事会

2022 年 12 月 17 日

证券代码:600539 证券简称:狮头股份 公告编号:临 2022-113

狮头科技发展股份有限公司关于上海证券交易所就公司收购股权暨关联交易相关事项问询函的回复公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示:

1、前次公司收购昆江科技 40%股权相关业绩承诺 2021 年度未完成,2022 年度预计无法完成。本次收购昆江科技 18%股权成交价对应的 100%股权价值较前次收购对应的 100%股权价值仅下降 3.38%,较为接近,本次收购可能存在估值偏高的风险。此外,本次收购完成后昆江科技可能存在经营业绩不达预期的风险。

2、公司已充分评估上述风险,但基于本次收购完成后,公司将取得昆江科技绝对控股权,并全面管理和支持昆江科技整体经营,因此公司拟进行本次收购。虽然昆江科技在前次业绩承诺期内实际净利润未达到预测净利润,但考虑到昆江科技 2022 年新承接了宠粮知名品牌 GO! 的线上业务,预计后续经营业绩有所改善。

3、本次交易筹划过程中,董事、监事及高级管理人员(方贺兵除外)就昆江科技评估、审计结果及后续经营业绩预期与中介机构、交易对手方进行多轮谈判,在本次收购中将前述业绩未达标情况及未来经营风险纳入决策过程。董监高一致认为:本次收购的价格合理,未发现侵害中小股东利益的情况。本次收购完成后,有助于提升公司经营业绩和盈利能力,同意进行本次收购。

狮头科技发展股份有限公司(以下简称"公司")于 2022 年 11 月 28 日收到上海证券交易所下发的《关于对狮头科技发展股份有限公司收购股权暨关联交易的问询函》(上证公函【2022】2686 号,以下简称"《问询函》"),现将《问询函》中的有关问题回复并公告如下:

一、请你公司结合昆江科技 2021 年度业绩承诺未完成、2022 年度业绩承诺预计难以完成的具体情况,说明本次评估值较前次收购有所增加的具体原因,以及本次评估是否充分考虑上述业绩未达标情况,评估过程是否审慎合理。请评估机构及独立董事发表明确意见。

公司回复:

1、前期收购的基本情况

为迅速改善资产质量、提升公司的盈利能力、抗风险能力和持续发展能力,上市公司 2020 年重组进入电商服务及消费品行业,并于 2020 年 9 月完成以支付现金方式购买昆江科技 40.00%股权及受托持有 10.54%表决权,合计持有昆江科技 50.54%表决权并取得对昆江科技的控股权。

前次收购整体交易作价 12,833.20 万元,其中以现金的方式向方贺兵等 7 名交易对方购买其合计持有的昆江科技 17.58%股权,交易对价 5,639.57 万元;以公开竞标的方式向桂发祥购买其持有的昆江科技 22.42%股权,转让价格 7,193.63 万元。同时方林炎、刘佳东将昆江科技合计 10.54%的表决权在表决权委托期限内无条件、不可撤销地委托予上市公司行使。表决权的行使期限自协议生效之日(含当日)起,于下述日期孰早之日终止:(1)上市公司及其控制的主体直接或间接持有标的公司股份比例达到 51%或以上之日;(2)转让股份在中国证券登记结算中心完成变更之日后届满 36 个月之日。

前次收购评估基准日为 2019 年 12 月 31 日,根据天源评估出具的《资产评估报告》,选用收益法评估结果作为评估结论。昆江科技在评估基准日收益法评估值为 32,067.00 万元,较之合并报表归属于母公司的净资产增值额为 21,766.52 万元,增值率为 211.32%。前次收购整体交易对价对应昆江科技 100%股权价值为 32,083.00 万元,与评估值基本一致。

前次收购时,方贺兵等业绩承诺方承诺昆江科技 2020 年度、2021 年度、2022 年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于人民币 3,700 万元、5,000 万元、6,000 万元。截至 2021 年 12 月 31 日,昆江科技业绩承诺期累计实现净利润数为 7,357.38 万元,占同期累计承诺净利润 84.57%。截至 2022 年 1-7 月,昆江科技归母净利润(经审计)为 1,057.52 万元,占 2022 年度承诺净利润 17.63%。截至 2022 年 1-11 月,昆江科技归母净利润(未经审计)为 3,181.79 万元,占 2022 年度承诺净利润 53.03%。若不考虑 2022 年 12 月净利润情况,假设以 2022 年 1-11 月昆江科技归母净利润(未经审计)计 2022 年扣非归母净利润实现数,则前次收购业绩承诺期内累计承诺净利润完成率为 71.70%,故 2020 年前次收购昆江科技 40%股权对应的业绩承诺预计无法完成。

2、评估值及成交价变动情况及合理性分析

本次收购评估值与前次收购有所增加的原因具体见下文评估机构回复内容。为了保障上市公司和投资者利益,本次收购价格在评估值基础上进行了折价。在评估基准日 2022 年 7 月 31 日昆江科技 100%股权的市场价值为 34,737.00 万元,本次收购的昆江科技 100%股份成交定价为 31,000.00 万元,较本次收购评估值折价 10.76%。本次收购完成后,上市公司对昆江科技的直接持股比例由 40%上升为 58%,将取得昆江科技绝对控股权。结合与同行业可比公司对应的市盈率、市净率对比分析后,本次收购作价具备合理性。

结合可比上市公司市盈率、市净率,与本次收购对比分析如下:

可比公司	市盈率(注 1)	市净率(注 2)
壹网壹创(300792.sz)	29.77	2.90
丽人丽妆(605136.sh)	17.54	2.42
若羽臣(003010.sz)	102.51	1.88
凯淳股份(301001.sz)	49.64	2.64
青木股份(301110.sz)	19.87	2.10

注 1:同行业可比上市公司的市盈率=2022 年 6 月 30 日当日股票收盘市值/2021 年扣非后归属于母公司所有者净利润;同行业可比上市公司的市净率=2022 年 6 月 30 日当日股票收盘市值/2022 年 6 月 30 日的归属于母公司所有者净资产;

注 2:昆江科技的市盈率=本次收购 100%股权交易对价/2021 年扣非后归属于母公司所有者净利润;昆江科技的市净率=本次收购 100%股权交易对价/2022 年 6 月 30 日的归属于母公司所有者净资产

3、本次收购过程中对经营风险控制、投资者保护等事项的安排

(1)本次收购完成后,上市公司将加快对昆江科技的整合及赋能

本次收购完成后,昆江科技将成为上市公司绝对控股子公司,上市公司对昆江科技的控制力将进一步增强。未来,公司将进一步聚焦电商服务及消费品牌创建主营业务,通过直接委派昆江科技董事长等核心治理层,结合方贺兵为核心的现有经营团队,加快对昆江科技在业务、资产、财务、人员、机构等方面的整合,充分利用目身的资本平台优势及规范化管理经验,支持昆江科技业务的规模扩张及业务拓展,并在筹融资、公司治理等方面进行赋能,帮助昆江科技实现预期收益,提升上市公司的持续盈利能力。

(2)本次收购严格履行必要决策程序,严格进行审计评估

公司于 2022 年 10 月 28 日召开第八届董事会第三十五次会议,审议通过了《关于签署交易备忘录暨关联交易的议案》,公司与方贺兵签订《关于收购杭州昆江科技股份有限公司 18%股份交易备忘录》("交易备忘录"),在交易备忘录生效后,方贺兵立即将其持有昆江科技的 25%的股份质押给公司。在办理完毕质押登记手续次日起 5 个工作日内,公司向方贺兵支付诚意金 1,500 万元。

2022 年 11 月 25 日,天源评估出具的《狮头科技发展股份有限公司拟收购股权涉及的杭州昆江科技股份有限公司股东全部权益价值资产评估报告》(天源评报字[2022]第 0671 号),本次评估选取了收益法的评估结果作为评估结论。在评估报告揭示的假设条件下,昆江科技的股东全部权益价值在评估基准日 2022 年 7 月 31 日的市场价值为 34,737.00 万元,评估价值与合并财务报表中归属于母公司的净资产相比增加 18,773.11 万元,增值率为 117.60%。

公司于 2022 年 11 月 25 日召开第八届董事会第三十六次会议,审议通过了《关于购买股权暨关联交易的议案》,拟以现金方式购买方贺兵持有的昆江科技 18%股权,以昆江科技 100%股权评估值 34,737.00 万元为基础,交易双方协商确定昆江科技 18%股权的交易总金额为 6,180 万元,即本次购买 18%股权对应昆江科技 100%股权价值为 34,333.33 万元。

公司于 2022 年 12 月 12 日召开第八届董事会第三十七次会议,审议通过了《关于购买昆江科技 18%股权暨关联交易的议案》,将本次购买的昆江科技 18%股权的交易金额调整为 5,580 万元,即本次购买 18%股权对应昆江科技 100%股权价值调整为 31,000.00 万元。

截至本回复出具之日,本次收购已严格按照相关规定,履行了相关决策程序。上市公司已聘请具有证券期货相关业务资格的审计机构、资产评估机构进行审计、评估;上市公司董事会已对本次拟购买的标的资产评估定价的公允性发表了意见。本次收购构成关联交易,在相关议案在提交董事会讨论时,独立董事已就相关事项发表了事前认可意见及独立意见,关联董事已回避表决。

(3)折价收购有利于保障上市公司及投资者利益

为了保障上市公司和投资者利益,本次收购价格在评估值基础上进行了折价。在评估基准日 2022 年 7 月 31 日昆江科技 100%股权的市场价值为 34,737.00 万元,本次收购的昆江科技 100%股份成交定价为 31,000.00 万元,较本次收购评估值折价 10.76%。

评估机构回复:

1、本次评估估值较前次收购有所增加的具体原因分析

前次收购评估基准日为 2019 年 12 月 31 日,公司 100%股权评估值为 32,067.00 万元,本次评估基准日为 2022 年 7 月 31 日,公司 100%股权评估值为 34,737.00 万元。本次估值较上次估值增加 2,670.00 万元,增加比例为 8.33%。以下先单独说明新增经销 GO! 品牌产品带来的影响,再对比分析两次评估测算中相关参数的差异以及对最终估值的影响,说明如下:

(1)公司经销品牌的更新换代

根据资产评估师对昆江科技管理层的访谈结合近年来的经营情况来看,昆江科技在稳定现有合作品牌的基础上,积极拓展新的优质品牌。2022 年昆江科技重点发力宠粮优势品类经销业务,承接了宠粮知名品牌 GO! 的线上业务。

①宠粮品牌 GO! 简介及前任经销商的历史销售情况

宠粮品牌 GO! 系加拿大 Petcurean 佩科安旗下的宠物食品品牌,凭借良好的口碑和较高的性价比,逐渐成为宠物食品行业进口品牌中,知名度较大的品牌之一,收获了许多消费者的青睐与认可。基于该品牌的市场影响力和竞争力,昆江科技把其作为 2022 年主要发展的新增经销品牌,已于 2022 年 6 月洽谈成功并签署经销合同。根据淘宝、天猫超市、京东等各大电商不完全统计,2020 年-2022 年 1-8 月 GO! 的经销收入分别为 8 亿、3 亿、1.2 亿。从两年一期的收入来看呈下降趋势,资产评估师关注到该问题并调查了解的变动原因:

A.2021 年经销收入较 2020 年下降的主要原因系 2021 年初被网络恶意公关事件拖累,导致销量骤降。

B.2022 年 1-8 月经销收入下降存在几方面的原因:

i. 2022 年 2 月初加拿大爆发禽流感,导致其爆款宠粮产品"9 种肉"出现缺货情况,整体禽类宠粮受到严重影响,故 2022 年 1-8 月主要销售鱼类宠粮;

ii. 因前任经销商需将其备案的各大电商平台店铺转至由昆江科技备案的同名各大电商平台店铺,前任经销商将其持有的存货在各大电商销售平台进行较大折扣甩货;

iii. 昆江科技成为新的代理商后,在各平台申报 GO! 旗舰店需要一定的周期;截至 2022 年 10 月,已成功转入天猫旗舰店-"Go Solutions 旗舰店"和"GO Solutions 海外旗舰店",其他平台的品牌店铺仍在转店或注册申请中,导致销售渠道暂时性减少。

以上因素综合导致 GO! 全网整体销售额的下滑。但据品牌方与昆江科技预测,随着加拿大禽流感的结束,未来 GO! 在中国宠粮市场仍占据重要地位。

②宠粮品牌 GO! 经销收入的预测情况

根据昆江科技提供的已签订 GO! 鱼肉宠粮经销合同约定,2023 年度目标采购额为 1,900.00 万加拿大元(约 1 亿元人民币),公司经营层预计于 2022 年年底能签订 GO! 禽类宠粮经销合同,2023 年度目标采购额约为 1 亿元人民币。由于该品牌进入中国市场多年,用户认知度较高,昆江科技经营层根据品牌合作情况提供的预计销售情况如下:

金额单位:人民币万元

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
收入	1,000.00	29,970.00	37,775.00	45,582.00
增长率		2,897%	26%	21%

结合昆江科技目前的经营进度及市场情况,本次评估对该品牌的相关预测数为:2022 年销售收入为 560.00 万元(根据昆江科技财务核算,2022 年 10-11 月已实现该品牌收入约 743.93 万元,整体毛利率约 35-40%,与其他代理宠物相关产品基本一致),2023 年销售收入为 1 亿元,2024 年-2027 年的年增长率分别为 4.00%、3.00%、2.00%、1.00%,进入稳定期后收入不再增长。鉴于 GO! 宠粮销售毛利率与昆江科技综合经销毛利率基本持平,本次评估对于经销品牌 GO! 的收入预测以及根据综合净利润率测算的各年净利润具体明细如下:

金额单位:人民币万元

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	稳定期
GO! 经销收入	560.00	10,000.00	10,400.00	10,712.00	10,926.24	11,035.50	11,035.50
增长率			4.00%	3.00%	2.00%	1.00%	0.00%
净利润	53.20	1,046.33	1,057.73	1,046.93	1,045.46	1,037.16	1,037.16

经测算,按照本次评估折现率进行折现,GO! 对估值的影响约 9,050.86 万元。

(2)两次评估测算相关参数的对比分析以及对最终估值的影响

两次评估均以收益法评估结果作为评估结论,并采用企业自由现金流折现模型。经仔细核实对比了两次企业自由现金流计算过程,主要从净利润、营运资金变动额及折现率三个方面进行对比分析。具体比较如下:

①两次评估净利润差异的影响

前次收购时预测情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	稳定期
息前税后净利润	3,787.36	4,978.08	5,735.98	6,191.38	6,465.21	6,465.21

本次评估时预测情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2022 年 8-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	稳定期
息前税后净利润	2,779.77	5,389.53	5,444.20	5,385.67	5,376.19	5,332.58	5,332.58

考虑到 2020-2022 年 7 月昆江科技实际业绩完成情况及 2022 年全年预计净利润情况,本次评估据实调减了净利润的预测数。本次评估相关预测收入、毛利率、净利率、费用率等具体分析见本问题回复"3、本次收购评估过程审慎合理具体分析"。

如假设营运资金变动及折现率等其他参数不变的情况下,以上净利润的减少影响估值下降约 7,650.00 万元。

②两次评估营运资金变动额差异对估值的影响

前次收购时营运资金的变动情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	稳定期
收入	26,560.86	33,687.56	42,894.81	50,900.04	54,368.59	56,987.86	56,987.86
增长率		27%	27%	19%	7%	5%	0%
营运资金增加		6,705.07	5,202.47	4,486.28	1,934.10	1,494.88	0.00
合计数	19,822.80						

本次评估时营运资金的变动情况如下:

金额单位:人民币万元

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	稳定期
收入	40,414.26	39,988.29	51,509.14	53,529.51	55,105.40	56,187.51	56,739.39	56,739.39
增长率		-0.97%	28.88%	3.92%	2.94%	1.96%	0.98%	0.00%
营运资金增加		950.70	6,392.23	1,181.60	941.79	658.87	360.03	0.00
合计数	10,485.22							

前次评估时,基于 2017-2019 年收入快速增长的情况下,昆江科技预计收入增长较快。在收入快速增长时期,存货及应收账款占用资金较多,对新增营运资金需求较高,详细预测期内所需增加的营运资金总额为 19,822.80 万元。

本次评估时,昆江科技现经营情况比较稳定,预计收入增长比较平稳,从而后期所需的营运资金有较大的下降,详细预测期内所需增加的营运资金总额为 10,485.22 万元,两次相差 9,337.58 万元(折现前)。

如假设折现率等其他参数不变的情况下,以上营运资金变动额的减少影响估值增加约 6,470.00 万元。

③两次评估折现率差异对估值的影响

两次评估的折现率对比如下:

	前次收购时评估	本次评估
基准日	2019/12/31	2022/7/31
无风险利率	3.53%	3.27%
无财务杠杆 beta	0.94246	0.95184
加载标的公司财务杠杆 beta	0.96544	1.09383
ERP	6.74%	6.49%
个别风险	3.00%	3.00%
CAPM	13.04%	13.37%
D/E	3.12%	19.26%
负债资本成本	6.26%	3.24%
所得税率	21.81%	22.53%
WACC	12.79%	11.61%

本次评估折现率较前次评估折现率降低 1.18%,折现率下降的主要原因系 A. 无风险利率下降 0.26%;B.ERP 下降 0.25%;C.负债资本成本下降 3.02%,同时 D/E 增加 16.14%。

以上折现率的下降影响估值增加约 3,850.00 万元。

综合以上各因素的变动导致本次估值增加约 2,670.00 万元。资产评估师认为,本次估值与上次评估相比增长是合理的。

2、通过对两次评估 PE、PB 对比说明本次评估审慎合理性

根据前后两次评估结果计算的市盈率、市净率对比如下:

评估基准日	市盈率(PE)	市净率(PB)
2019 年 12 月 31 日(2020 年首次收购)	11.19	3.11
2022 年 7 月 31 日(本次交易评估值)	9.76	2.71
变动幅度	-11.23%	-30.31%

注:PE 计算的基数为最近一个完整自然年度的净利润,PB 计算基数为评估基准日时的账面净资产。

相对于上次评估,本次评估 PE、PB 较上次收购时均有较大幅度下降,本次评估预测具备审慎合理性。

3、本次收购评估过程审慎合理具体分析

(1)本次评估对于未来的收入预测审慎合理性分析

1)收入增长率测算情况:

昆江科技收入按照业务类型分别预测,具体收入增长率预测如下:

金额单位:人民币万元

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	稳定年度
经销业务收入	37,747.17	49,545.26	51,487.07	53,001.68	54,041.71	54,572.13	54,572.13
增长率	2.88%	31.26%	3.92%	2.94%	1.96%	0.98%	0.00%
代运营服务	2,220.36	1,963.88	2,042.44	2,103.72	2,145.80	2,167.26	2,167.26
增长率	-38.24%	-11.55%	4.00%	3.00%	2.00%	1.00%	0.00%
总收入	39,967.53	51,509.14	53,529.51	55,105.40	56,187.51	56,739.39	56,739.39
总收入增长率	-0.97%	28.88%	3.92%	2.94%	1.96%	0.98%	0.00%

2)收入增长率测算审慎合理性说明:

①与企业历史收入增长率相对比

A.经销业务

对于经销业务,与 ZIWI、ABC、片仔癀等品牌均已合作三年以上,合作稳定。历史经销业务增长率明细如下:

金额单位:人民币万元

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年
经销业务收入	22,770.09	32,716.73	36,690.51
经销业务增长率		44%	12%

本次评估预测 2022 年经销收入增长率为 2.88%,期后财务核算数据已完成预测数据的 90%;2023 年收入增长率为 31.26%,主要原因系新增宠粮品牌 GO! ,当年收入预测增加 1 亿元,其分析详见回复问题 1 所说明。2024 年及以后年度经销收入预测增长率分别为 3.92%、2.94%、1.96%、0.98%,进入稳定期后收入不再增长。故相较于历史经销业务收入增长率,本次评估对于未来年度经销业务收入的预测是谨慎合理的,且已充分考虑上述业绩未达标情况对于估值的影响。

B.代运营业务及营销业务

对于代运营及营销业务,昆江科技与片仔癀、桂发祥等官方旗舰店、柏氏旗舰店等主要客户稳定合作。历史代运营及营销业务增长率明细如下:

金额单位:人民币万元

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年
代运营服务及营销业务	3,714.96	2,937.93	3,668.03
代运营服务增长率		-21%	25%

2020 年代运营服务及营销业务收入降低 21%,主要系昆江科技根据自身电商运营经验,对合作品牌进行全面分析和筛选,提前终止了部分盈利能力较弱的项目;2021 年昆江科技签订新的代运营服务客户,并加大了对 ZIWI 等品牌客户的品牌服务收入,因此代运营服务及营销业务增长率为 25%。

2022 年代运营服务及营销业务预测收入增长率为-39%,主要系以下两个方面原因:i.受疫情及经济环境影响,很多中小品牌为控制整体成本,降低代运营业务成本预算或品牌方内部进行运营;ii. 2022 年 1-7 月营销业务收入占比仅为 0.12%,公司战略规划的改变,专注于优势核心品类,其他品类营销业务考虑终止。本次评估对于营销业务不再预测,后续预测均为代运营服务收入。

基于目前昆江科技代运营业务主要服务于核心客户,本次评估对于代运营服务基于 2022 年较低水平基础上考虑微小增长率预测。2023 年及以后年度代运营服务预测的收入增长率分别为-11.55%、4.00%、3.00%、2.00%、1%,进入稳定期后收入不再增长。故本次评估对于未来年度代运营服务收入的预测是谨慎合理的,且已充分考虑上述业绩未达标情况对于估值的影响。

②与行业增长率相对比

根据行业相关数据,2011-2021 年我国电子商务交易额逐年增长。2021 年,全国电子商务交易额达到 42.3 万亿元,同比增长19.6%,恢复高速增长。其中商品类交易额 31.3 万亿元,服务类交易达到 11 万亿元。2021 年全国网上零售额达到 13.09 万亿元,同比增长 14.1%,其中实物商品网上零售额是 10.8 万亿元,占社会消费品零售总额比重为 24.5%。

昆江科技相较于同行业上市或拟上市电商企业,收入规模相对较小,但增速较快。同时昆江科技的美妆、宠物等优势类目具备较大的发展空间。本次评估出于谨慎性考虑,未来年度预测收入增长率逐年下降。

综上所述,本次昆江科技未来年度收入增长根据昆江科技历史收入增长情况、在手的品牌合作合同、未来业务发展规划及电子商务行业发展情况进行预测,结合行业分析报告预测情况,本次收益法评估中昆江科技未来年度营业收入增长率预测是审慎合理的。

(2)本次评估对于未来的销售毛利率预测审慎合理性分析

①昆江科技销售毛利率测算情况

昆江科技业务可分为代运营及营销业务、经销业务,业务类型的不同导致销售毛利率有一定差异,本次评估分业务类型对销售毛利率分别进行预测。未来年度销售毛利率预测情况如下:

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	稳定年度
经销业务毛利率	37.35%	37.24%	37.13%	37.02%	36.91%	36.80%	36.80%
代运营服务毛利率	42.55%	42.55%	42.55%	42.55%	42.55%	42.55%	42.55%
整体销售毛利率	35.01%	34.80%	34.69%	34.59%	34.48%	34.37%	34.37%

②销售毛利率测算审慎合理性说明

A.与企业历史销售毛利率相对比

历史分业务类型销售毛利率明细如下:

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-7 月
经销业务毛利率	37.52%	38.65%	33.99%	37.35%
代运营服务毛利率	47.89%	38.49%	46.81%	42.55%
整体毛利率	38.98%	38.63%	33.33%	34.90%

昆江科技 2019-2020 年整体平均销售毛利率为 38.81%。

2021 年整体销售毛利率为 33.33%,销售毛利率有所下降,主要原因系 i.2021 年经销业务中部分日化产品在某电商平台销售时优惠力度过大,品牌方未及时管控,使得该部分经销收入和毛利率降低;ii.2021 年为获取部分新增业务,部分经销业务品牌进货价偏高。

2022 年对上述问题进行了解决:i.昆江科技经与前述日化品牌方沟通协调,品牌方对于某电商平台价格管理问题完成整顿,2022 年市场售价恢复正常,毛利水平恢复正常;ii.终止部分投入管理多、回报比例小的低毛利率经销品牌。2022 年 1-7 月整体毛利率恢复至 34.90%。随着品牌合作的深入,昆江与品牌方应该是相辅相成的,未来的毛利率是稳中有降,故相较于历史销售毛利率,未来年度预测销售毛利率保持基本稳定并略有下降,本次评估对于未来年度销售毛利率的预测是谨慎合理的,且已充分考虑上述业绩未达标情况对于估值的影响。

B.与同行业可比公司销售毛利率相对比

可比公司销售毛利率情况如下:

可比公司/毛利率	2021 年	2020 年	2019 年
壹网壹创	47.61%	47.83%	43.04%
丽人丽妆	36.46%	35.90%	35.61%
青木股份	47.24%	48.45%	43.55%
平均值	43.77%	44.06%	40.73%

同行业可比公司销售毛利率近三年均处于 40.73%-44.06%之间,本次评估对于昆江科技未来年度毛利率预测均低于可比公司毛利率区间水平,较为审慎合理。

C.分业务类型与同行业可比公司毛利率相对比

i.经销业务

可比公司经销业务毛利率情况如下:

可比公司/毛利率	2021 年	2020 年	2019 年
壹网壹创	44.86%	48.18%	42.20%
丽人丽妆	34.41%	34.22%	35.21%
青木股份	37.80%	36.33%	20.75%
平均值	39.02%	39.58%	32.72%

同行业可比公司经销业务毛利率近三年均处于 32.72%-39.58%之间,本次评估对于昆江科技未来年度毛利率预测处于可比公司毛利率区间水平,较为审慎合理。

ii.代运营服务业务

可比公司代运营服务业务毛利率情况如下:

可比公司/毛利率	2021 年	2020 年	2019 年
壹网壹创	58.70%	66.69%	70.84%
丽人丽妆	82.44%	79.61%	57.05%
青木股份	54.84%	59.12%	54.08%
平均值	65.33%	68.47%	60.66%

同行业可比公司代运营业务毛利率近三年均处于 60.66%-68.47%之间,本次评估对于昆江科技未来年度毛利率预测低于可比公司毛利率水平,较为审慎合理。

综上,结合昆江科技历史业务收入、成本及费用构成情况及未来业务发展战略,本次评估销售毛利率预测具备审慎合理性。

(3)本次评估对于未来的费用预测审慎合理性分析

①昆江科技费用测算情况

昆江科技费用主要包括销售费用和管理费用。

销售费用主要包括职工薪酬等不可控费用及市场推广费、差旅费、包装及仓库费等可控费用。销售费用与主营业务收入存在较大相关性,故结合历史年度销售费用与营业收入的比率来估算未来各年度的销售费用。

管理费用主要包括职工薪酬、折旧摊销、房租费水电及物业费等不可控管理费用及业务招待费、咨询服务费、办公会务费差旅费等可控管理费用。管理费用与收入增长关联度较低,故结合历史年度管理费用的增长情况,按照一定的增长率预测。

未来年度费用预测情况如下:

金额单位:人民币万元

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	稳定年度
销售费用	6,957.24	9,100.84	9,457.54	9,735.76	9,926.81	10,024.24	10,024.24
管理费用	1,598.94	1,730.59	1,944.55	2,117.77	2,251.18	2,339.77	2,339.77
费用合计	8,556.18	10,831.43	11,402.09	11,853.53	12,177.99	12,364.01	12,364.01
费用/营业收入	21.41%	21.03%	21.30%	21.51%	21.68%	21.79%	21.79%

②总费用测算审慎合理性说明

A.与企业历史总费用/营业收入比例相对比

历史年度总费用/营业收入明细如下:

金额单位:人民币万元

年份	2019 年	2020 年	2021 年
销售费用	5,074.70	6,732.98	6,857.22
管理费用	1,279.86	1,317.05	1,422.28
总费用合计	6,354.56	8,050.03	8,279.50
总费用/营业收入	23.92%	22.56%	20.49%
去除快递费总费用/营业收入	20.93%	20.43%	20.49%

昆江科技 2019-2020 年总费用/营业收入比例较高的主要原因系包含快递费,2021 年审计根据会计准则,将快递费调整至主营业务成本。故去除快递费后总费用/营业收入历史三年较为稳定,平均占比为 20.62%。2022 年总费用/营业收入为 21.41%,2023 年总费用/营业收入为 21.03%,主要原因系新增宠粮品牌 GO! 收入大幅度增长,管理费用中部分费用为固定费用,与收入增长关联度较低,导致 2023 年总费用/营业收入比例下降。2024 年及以后年度占比逐年上升,故相较于总费用/营业收入比例,故本次评估对于未来年度费用的预测是谨慎合理的。

B.与同行业可比公司总费用/营业收入相对比

可比公司总费用/营业收入情况如下:

可比公司/毛利率	2021 年	2020 年	2019 年
壹网壹创	14.73%	15.08%	23.61%
丽人丽妆	23.08%	24.30%	27.07%
青木股份	21.99%	18.57%	22.51%
平均值	19.93%	19.32%	24.40%

同行业可比公司近两年总费用/营业收入呈下降趋势,2021 年总费用/营业收入为 19.93%,本次评估对于昆江科技未来年度毛利率预测高于可比公司近两年总费用/营业收入水平,较为审慎合理。

(4)本次评估对于未来的净利率预测审慎合理性分析

①昆江科技销售净利率测算情况

本次评估对未来年度净利率预测情况如下:

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	稳定年度
整体净利率	9.50%	10.46%	10.17%	9.77%	9.57%	9.40%	9.40%

注:2023 年因新增宠粮品牌 GO! 收入大幅度增长,但昆江科技管理费用中部分费用为固定费用,与收入增长关联度较低,导致 2023 年净利率较有所上升。

②销售净利率测算审慎合理性说明

A.与企业历史销售净利率相对比

历史销售净利率明细如下:

年份	2019 年	2020 年	2021 年
销售净利率	10.98%	10.57%	8.81%

昆江科技 2019-2020 年平均销售净利率为 10.77%。2021 年销售净利率为 8.81%,销售净利率有所下降,主要原因系 2021 年毛利率下降,存在以下两方面原因:i.2021 年经销业务中部分日化产品在某电商平台销售时优惠力度过大,品牌方未及时管控,使得该部分经销收入和毛利率降低;ii.2021 年为获取部分新增业务,部分经销业务品牌进货价偏高。

2022 年对上述问题进行了解决:i.昆江科技经与前述日化品牌方沟通协调,品牌方对于某电商平台价格管理问题完成整顿,2022 年市场售价恢复正常,毛利水平恢复正常;ii.终止部分投入管理多、回报比例小的低毛利率经销品牌。

本次评估预测中销售净利率最高为 10.46%,且逐年净利率下降,稳定在 9.40%。故相较于历史销售净利率,本次评估对于未来年度销售净利率的预测是谨慎合理的,且已充分考虑上述业绩未达标情况对于估值的影响。

B.与同行业可比公司销售净利率相对比

可比公司净利率情况如下:

可比公司/净利率	2021 年	2020 年	2019 年
壹网壹创	31.69%	26.60%	15.10%
丽人丽妆	9.86%	7.34%	7.34%