证券代码:603317　　证券简称:天味食品　　公告编号:2023-112

四川天味食品集团股份有限公司关于 2023 年半年度报告的信息披露监管工作函的回复

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法律责任。

四川天味食品集团股份有限公司(以下简称"天味食品""公司")于近期收到上海证券交易所《关于 2023 年半年度报告的信息披露监管工作函》,公司积极组织相关部门对《工作函》涉及问题进行逐项核实和分析,现就有关问题回复如下:

问题一、半年报披露,公司通过股权转让、增资入股的方式获得四川食萃食品有限公司(以下简称食萃食品)55%的股权,投资金额 3.62 亿元并确认商誉 2.91 亿元,增值率较高并形成大额商誉。请公司补充披露:(1)食萃食品的基本情况,包括主要经营业务、主要经营资产、近三年的主要财务数据,包括资产、负债、净资产、收入、成本、各项费用、净利润等;(2)食萃食品股权历史沿革、历次转让对价及支付方式,说明是否存在短期内估值大幅增长的情况,前期交易与本次交易估值是否存在差异,说明差异原因,并结合同行业可比公司、近期可比交易等,说明本次交易定价是否公允;(3)采用的资产评估方法及评估过程、主要假设、评估参数和依据,预测期的收入、成本、费用、净利润等,并结合标的公司的历史业绩情况、行业发展态势、同行业公司对比情况等,说明盈利预测的可实现性;(4)本次交易是否设置业绩承诺,并结合食萃食品过往经营业绩及盈利预测情况,说明未来是否存在计提大额商誉减值的风险;(5)食萃食品是否存在资金占用及对外担保的情况,上市公司与食萃食品及相关方是否存在其他利益安排。

回复:

一、食萃食品的基本情况,包括主要经营业务、主要经营资产、近三年的主要财务数据,包括资产、负债、净资产、收入、成本、各项费用、净利润等

四川食萃食品有限公司(以下简称"食萃食品")成立于 2007 年,是一家集餐饮调料研发、生产、销售、服务为一体的企业,致力于为连锁餐饮、特色餐饮、特色小吃提供标准化定制服务以及餐饮调料整体解决方案。旗下拥有"拾翠坊""面之大""香呷呷"三大品牌,产品近 90 个品类、近 200 个 SKU。在淘宝、天猫、京东、抖音、微信等主流电商平台上拥有 11 家线上店铺。目前,已为全国超过 10 万个餐饮终端门店提供服务。主要经营资产包括复合调味品生产加工线以及部分辅助生产设备,无形资产包括商标及专有技术(复合调味品配方)等。

最近三年的主要财务数据如下:

单位:万元

项目	2023 年 8 月 31 日/2023 年 1-8 月	2022 年 12 月 31 日/2022 年度	2021 年 12 月 31 日/2021 年度	2020 年 12 月 31 日/2020 年度
营业收入	10,862.19	8,981.01	6,557.83	3,888.20
营业成本	6,826.49	7,447.66	5,810.47	3,369.17
销售费用	852.32	368.41	240.47	128.69
管理费用	261.64	243.37	238.56	122.30
财务费用	-32.68	-8.74	-0.88	0.12
净利润	2,476.27	686.77	218.51	227.23
总资产	14,746.80 注	4,275.82	1,800.02	1,579.00
总负债	1,562.05	2,745.12	956.09	953.59
股东权益	13,184.75	1,530.70	843.93	625.41

注:2023 年 8 月 31 日总资产大幅增加系食萃食品收到海南博怀企业管理合伙企业(有限合伙)增资款及净利润增加所致。本表中仅 2022 年财务数据经审计。

二、食萃食品股权历史沿革、历次转让对价及支付方式,说明是否存在短期内估值大幅增长的情况,前期交易与本次交易估值是否存在差异,说明差异原因,并结合同行业可比公司、近期可比交易等,说明本次交易定价是否公允

(一)食萃食品股权历史沿革、历次转让对价及支付方式,说明是否存在短期内估值大幅增长的情况,前期交易与本次交易估值是否存在差异,说明差异原因

1、食萃食品设立

2007 年 7 月,食萃食品由唐海英、张晓惠与张晓华共同设立,成立之初股权结构如下:

股东姓名	注册资本(万元)	持股比例(%)
唐海英	50.00	50.00
张晓惠	25.00	25.00
张晓华	25.00	25.00
合计	100.00	100.00

2、2009 年 6 月,食萃食品第一次股权转让

2009 年 6 月,食萃食品召开股东会,一致同意:股东张晓惠以 10 万元的价格将所持食萃食品 25%股权转让给陈勇,股东张晓华以 10 万元的价格将所持食萃食品 25%股权转让给陈勇。

本次股权转让交易投前估值为 40 万元,交易对价为 20 万元,支付方式为债权债务抵销。本次股权转让陈勇应向张晓惠、张晓华支付股权转让款,而张晓惠、张晓华因前期与陈勇开展业务合作应向陈勇支付货款。经张晓惠、张晓华、陈勇协商一致本次交易的支付方式为债权债务抵销。

根据张晓惠、张晓华于 2022 年 12 月 10 日出具的确认函,2009 年 6 月,张晓惠、张晓华分别以 10 万元的价格将各自所持食萃食品 25%股权转让给陈勇,应收取的股权转让款已通过债权债务抵销。张晓惠、张晓华已足额收到股权转让对价,确认与陈勇之间不存在任何股权或其他争议或纠纷。

本次股权转让完成后,食萃食品的股权结构如下:

序号	股东姓名	出资额(万元)	持股比例(%)
1	唐海英	50.00	50.00
2	陈勇	50.00	50.00
合计		100.00	100.00

3、2015 年 6 月,食萃食品第二次股权转让

2015 年 6 月,食萃食品召开股东会,一致同意:股东唐海英以 50 万元的价格将所持食萃食品 50%股权转让给陈小蓉,股东陈勇以 10 万元的价格将所持食萃食品 10%股权转让给陈小蓉。

本次股权转让交易投前估值为 100 万元,交易对价为 60 万元,支付方式为债权债务抵销。本次股权转让陈小蓉应向唐海英、陈勇支付股权转让款,而陈勇因前期与陈小蓉存在借贷关系应向陈小蓉归还借款。陈勇与陈小蓉系兄妹关系,陈勇与唐海英系夫妻关系,经唐海英、陈勇、陈小蓉协商一致,本次交易的支付方式为债权债务抵销。

根据唐海英、陈勇于 2022 年 12 月 10 日出具的确认函,2015 年 9 月,唐海英以 50 万元的价格将所持食萃食品 50%股权转让给陈小蓉、陈勇以 10 万元的价格将所持食萃食品 10%股权转让给陈小蓉,唐海英、陈勇应收取的股权转让款已通过债权债务抵销。唐海英、陈勇已足额收到股权转让对价,确认与陈小蓉之间不存在任何股权或其他争议或纠纷。

本次股权转让完成后,食萃食品的股权结构如下:

序号	股东姓名	出资额(万元)	持股比例(%)
1	陈小蓉	60.00	60.00
2	陈勇	40.00	40.00
合计		100.00	100.00

4、2018 年 6 月,食萃食品第一次增加注册资本

2018 年 6 月,食萃食品召开股东会,一致同意:食萃食品注册资本由 100 万元增加至 400 万元。股东按持股比例认缴,其中,股东陈小蓉以货币方式出资,认缴出资额由 60 万元增加至 240 万元;股东陈勇以货币方式出资,认缴出资额由 40 万元增加至 160 万元。

本次增资完成后,食萃食品的股权结构如下:

序号	股东姓名	出资额(万元)	持股比例(%)
1	陈小蓉	240.00	60.00
2	陈勇	160.00	40.00
合计		400.00	100.00

5、2023 年 4 月,食萃食品第三次股权转让及第二次增加注册资本

2023 年 4 月,食萃食品召开股东会,一致同意:1、股东陈小蓉以 1.62 亿元的价格将所持食萃食品 114.4876 万元注册资本对应股权转让给海南博怀企业管理合伙企业(有限合伙)(以下简称"海南博怀")、股东陈勇以 1.08 亿元的价格将所持食萃食品 76.3251 万元注册资本对应股权转让给海南博怀;2、食萃食品注册资本由 400 万元增加至 464.8606 万元,其中股东海南博怀以货币认缴出资 64.8606 万元,海南博怀的认缴出资额增加至 255.6733 万元。

本次股权转让及增资交易投前估值为 5.66 亿元,交易对价为 3.62 亿元,其中海南博怀支付股权转让款 2.7 亿元、支付增资款 9,178 万元,支付方式为货币资金。

本次交易定价是各方根据食萃食品在线上中小 B 端复合调味料市场的竞争地位、客户资源积累、业务成长性及业绩承诺情况协商确定。食萃食品 2023 年 1-2 月销售金额同比增长 60%,实现收入 1,765 万元、净利润 300 万元,同时陈小蓉、陈勇向海南博怀承诺 2023 年食萃食品的净利润达到或超过 3,000 万元,经各方友好协商确定本次交易前食萃食品的估值为 5.66 亿元。

本次股权转让及增资完成后,食萃食品的股权结构如下:

序号	股东姓名	出资额(万元)	持股比例(%)
1	海南博怀企业管理合伙企业(有限合伙)	255.6733	55.00
2	陈小蓉	125.5124	27.00
3	陈勇	83.6749	18.00
合计		464.8606	100.00

6、2023 年 6 月,食萃食品第三次增加注册资本

2023 年 6 月,食萃食品召开股东会,一致同意:食萃食品注册资本由 464.8606 万元增加至 3,000 万元。其中,股东海南博怀以资本公积转增出资,认缴出资额由 255.6733 万元增加至 1,650 万元;股东陈小蓉以资本公积转增出资,认缴出资额由 125.5124 万元增加至 810 万元;股东陈勇以资本公积转增出资,认缴出资额由 83.6749 万元增加至 540 万元。本次增资系食萃食品现有股东以资本公积同比例转增注册资本。

本次增资完成后,食萃食品的股权结构如下:

序号	股东姓名	出资额(万元)	持股比例(%)
1	海南博怀企业管理合伙企业(有限合伙)	1,650.00	55.00
2	陈小蓉	810.00	27.00
3	陈勇	540.00	18.00
合计		3,000.00	100.00

本次公司收购食萃食品部分股权与前期交易间隔时间较长,不存在短期内整体估值大幅变化的情况。

本次交易估值与前期交易估值存在差异的原因、主要系:

1、前期交易作价时点食萃食品所处行业情况和发展空间不同。2015 年至 2023 年,食萃食品所属的复合调味品行业增速较快,具有较好的发展前景;

2、前期交易作价时点食萃食品盈利能力不同。在食萃食品成立初期,业务和经营模式处于摸索阶段,尚未形成规模,经过多年的发展,目前食萃食品业务已成功转型至互联网渠道、经营业绩快速增长、净利润水平由亏损提升至 2022 年的 687 万元,2023 年 1-8 月净利润达到 2,476 万元、业绩水平大幅增长,且预计在食萃食品保持现有的业务水平及管理效能状态下,业绩成长将具有可持续性;

3、前期交易主要系原股东或亲属之间的股权交易,与市场化交易适用的前提以及逻辑不同,该等交易估值和定价主要基于交易原股东或亲属之间共同协商,与本次交易不具有可比性。

(二)结合同行业可比公司、近期可比交易等,说明本次交易定价是否公允

1、食萃食品所处行业分类为食品制造业,主要从事调味料的研发、生产和销售,查询同行业可比公司相关估值数据如下:

序号	股票代码	可比公司	主营业务	市值(亿元)	PE 注
1	603288.SH	海天味业	提供酱油、蚝油、酱、醋等各类经典的调料产品和各类新型复合调料产品。	3,688.53	59.51
2	603317.SH	天味食品	从事复合调味料的研发、生产和销售;主要产品包括火锅调料、中式菜品调料、香肠糖肉调料、香辣酱等。	209.69	61.37
3	603027.SH	千禾味业	从事高品质酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售。	200.62	58.33
4	600305.SH	恒顺醋业	从事食醋、酱油、酱菜、复合调味料、调味剂等系列调味品及包装材料的生产、销售。主要产品包括食醋、酱油、酱菜、复合调味料、调味剂等系列调味品。	123.46	89.47
5	603170.SH	宝立食品	从事食品调味料的研发、生产和技术服务;主要产品包括复合调味料、轻型解决方案和饮品甜点配料等。	113.32	52.62
6	603755.SH	日辰股份	从事复合调味品的研发、生产与销售;主要产品包括酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂。	39.71	77.77
7	603696.SH	安记食品	从事调味品的研发、生产和销售;主要产品包括调味品和大健康食品。	25.45	183.89
平均值					83.28

数据来源:Wind

注:PE=(该公司 2022 年 12 月 31 日收盘价 * 截至 2022 年 12 月 31 日总股本)/该公司 2022 年的净利润

根据上表,截至 2022 年 12 月 31 日食萃食品同行业可比上市公司市盈率平均值为 83.28 倍,同行业公司因经营规模、产品品类差异,估值不尽相同。食萃食品 2022 年实现净利润 686.77 万元,收购对价 5.66 亿元,对应本次交易估值的市盈率为 82.4 倍,系公司考虑了食萃食品在"互联网渠道服务中小 B 端餐饮客户"领域的头部竞争地位、积累的优质客户资源和控股权转让溢价,且食萃食品未来盈利能力相对良好,未来业绩成长性可匹配当前估值水平。

2、根据上市公司公开披露的信息,近期部分同行业上市公司的可比交易估值情况如下:

序号	收购方	收购方主营业务	被收购方	被收购方主营业务	收购概要	定价依据	PE
1	宝立食品(603170.SH)	从事食品调味料的研发、生产和技术服务;主要产品包括复合调味料、轻型解决方案和饮品甜点配料等。	杭州厨房阿芬科技有限公司	为轻烹解决方案类产品的销售,目前主要资产为持有空刻网络股权。	2022 年 9 月,宝立食品以人民币 6,375 万元收购厨房阿芬 25%股权。	截至评估基准日,厨房阿芬估值为 2.5 亿元。	19.4
			杭州空刻网络科技有限公司	轻烹解决方案类产品的销售,主要产品为空刻意面。	2022 年 9 月,控股子公司厨房阿芬以人民币 3,500 万元收购空刻网络 10%股权。	截至评估基准日,空刻网络估值为 3.5 亿元。	12.3
2	海天味业(603288.SH)	提供酱油、蚝油、酱、醋等各类经典的调料产品和各类新型复合调料产品。	合肥燕庄食用油有限责任公司	食用植物油分装、加工、销售;农产品采购、销售;芝麻酱、芝麻饼(粕)加工、销售。	2020 年 1 月,海天味业以 16,917.5 万元人民币的价格取得合肥燕庄食用油有限公司 67%的股权。	-	13.2 注
3	千禾味业(603027.SH)	从事高品质酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售。	镇江恒康酱醋有限公司	食醋的生产、销售。	2019 年 7 月,千禾味业以现金 15,023.15 万元收购镇江恒康酱醋有限公司 100%股权。	截至评估基准日,镇江恒康酱醋有限公司估值 1.5 亿元。	160.4

数据来源:上市公司公告

注:因投资时点在 2020 年 1 月,2019 年财务数据尚未公开,故选取 2018 年财务数据进行估值。若无特别说明,本表 PE 计算公式均为估值/投资时间前一年度的净利润。

食萃食品 2023 年预计实现净利润 3,351 万元(全年净利润预测数据源自食萃食品估值报告,2023 年 1-8 月已实现净利润 2,476 万元),届时投前估值 5.66 亿元对应 2023 年预计净利润 3,351 万元的 PE 倍数为 16.9 倍,符合可比公司近期可比交易的估值水平。

因此,本次交易定价具备公允性。

三、采用的资产评估方法及评估过程、主要假设、评估参数和依据,预测期的收入、成本、费用、净利润等,并结合标的公司的历史业绩情况、行业发展态势、同行业公司对比情况等,说明盈利预测的可实现性

(一)采用的资产评估方法及评估过程、主要假设、评估参数和依据,预测期的收入、成本、费用、净利润等

1、采用的资产评估方法

根据四川中天华成房地产土地资产评估有限公司出具的《资产估值报告》(川中天华成估报字(2023)第 89 号),本次估值采用资产基础法和收益法对食萃食品的所有者权益价值进行估值。

(1)资产基础法估值结果

在估值基准日 2023 年 4 月 30 日食萃食品资产账面总价值为 12,890.63 万元,估值价值为 14,156.88 万元,增值额为 1,266.25 万元,增值率为 9.82%;负债账面价值为 10,294.65 万元,负债估值价值为 10,294.65 万元;股东全部权益账面价值为 2,595.98 万元,估值为 3,862.23 万元,增值额为 1,266.25 万元,增值率 48.78%。

(2)收益法估值结果

在企业持续经营假设前提下,经采用收益法估值,食萃食品股东全部权益账面价值 2,595.98 万元,估值为 57,150.75 万元,增值额为 54,554.77 万元,增值率为 2102%。

(3)对估值结论的分析和选择

基于被估值单位历史经营业绩和管理层对企业未来的前景预测,其价值不仅体现在估值基准日存量有形资产及申报的无形资产上,更多体现于被估值单位所具备的,包括技术经验、市场地位、客户资源、团队优势等方面的整体无形资产上。在行业政策及市场形势支持被估值单位持续获得经营收益的趋势下,收益法估值从整体资产预期收益出发,结果能够较全面地反映其依托并利用上述资源所形成的整体组合价值,而资产基础法仅从资产构建成本上反映单项资产的简单组合价值。相对资产基础法而言,收益法能够更加充分、全面地反映估值对象的整体价值。故选用收益法估值结果作为估值结论,具体估值结论如下:

在估值基准日 2023 年 4 月 30 日,食萃食品股东全部权益为人民币 57,150.75 万元,与企业申报的账面净资产 2,595.98 万元相比较,估值增值 54,554.77 万元,增值率为 2102%。

2、评估过程

2.1. 估值准备阶段

(1)明确估值业务基本事项,评价项目风险,选定估值专业人员,签订资产估值委托合同。

(2)根据本项目的估值目的、估值基准日、估值范围等,制定出本次资产估值工作计划。

(3)配合企业进行资产清查、填报资产估值申报明细表等工作;估值项目组人员对委估资产进行了详细了解,布置资产估值工作,收集资产估值所需文件资料。

2.2. 现场调查及查验阶段

项目组现场估值阶段的主要工作如下:

(1)听取委托人及被估值单位有关人员介绍企业总体情况和委估资产的历史及现状,了解企业的财务制度、经营状况等情况。

(2)对企业提供的资产估值申报明细表进行审核、鉴别,并与企业有关财务记录数据进行核对,对发现的问题协同企业做出调整。

(3)根据资产估值申报明细表,对资产进行了全面清查核实。

(4)查阅收集委估资产的产权证明文件。

(5)根据委估估值对象的实际状况和特点,确定具体估值方法。

(6)对企业提供的权属资料进行查验。

2.3. 分析估值及汇总阶段

(1)对通过多种方式获得的相关信息数据予以加工、分析,形成估值模型适用参数,按选定的估值方法进行估算。

(2)对形成的各类资产估算结果予以汇总。

2.4. 提交报告阶段

在上述工作基础上,起草初步资产估值报告,初步审核后与委托人就估值结果交换意见。在独立分析相关意见后,按估值机构内部资产估值报告审核制度和程序进行修正调整,最后出具正式资产估值报告。

3、主要假设

3.1. 一般假设

(1)交易假设

交易假设是假定所有待估值资产已经处在交易的过程中,估值人员根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产估值得以进行的一个最基本的前提假设。

(2)公开市场假设

公开市场假设,是假定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,以便于对资产的功能、用途及其交易价格等做出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

(3)资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据被估值资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用,或者在有所改变的基础上使用,相应确定估值方法、参数和依据。

3.2. 特殊假设

(1)本次估值假设估值基准日外部经济环境不变,国家现行的宏观经济不发生重大变化;

(2)企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化;

(3)企业未来的经营管理班子尽职,并继续保持现有的经营管理模式;

(4)被估值资产在可预知的法律、经济和技术条件许可的范围内处于正常、合理、合法的运营、使用及维护状况;

(5)被估值单位未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致;

(6)企业在未来经营期内的主营业务结构、收入成本构成以及未来业务的成本控制及经营模式等与预测基本一致,不发生较大变化。不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境等变化导致的主营业务状况的变化所带来的损益;

(7)本次估值假设委托人及被估值单位提供的基础资料和财务资料真实、准确完整;

(8)本次估值的各项资产均以估值基准日的实际存量为前提,有关资产的现市价以估值基准日的国内有效价格为依据;

(9)无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素等对被估值单位造成重大不利影响;

(10)对于价值估算所依据的资产使用方式所需由有关地方、国家政府机构、私人组织或团体签发的一切执照、使用许可证、同意函或其他法律性或行政性授权文件假定已经或可以随时获得更新,未办理权证的资产可以获批。

(11)假设估值基准日后被估值单位的现金流入为平均流入,现金流出为平均流出。

4、收益法中主要的估值参数

4.1. 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 r 采用资产定价模型(CAPM)确定:

即:r=Rf+ β e(Rm-Rf)+Rs

r:折现率;

Rf:无风险报酬率;

Rm:市场期望报酬率;

Rs:企业特有风险调整系数;

β e:估值对象权益资本的预期市场风险系数。

(1)根据中央国债登记结算公司统计数据显示,截至估值基准日无风险报酬率取 2023 年 4 月 30 日十年期国债投资平均收益率 2.78%;

日期	期限	当日(%)
2023-4-28	3 月	1.95
	6 月	2.02
	1 年	2.15
	2 年	2.35
	3 年	2.45
	5 年	2.61
	7 年	2.75
	10 年	2.78
	30 年	3.14

数据来源:中央国债登记结算公司(CCDC)

(2)Rm-Rf 为市场风险溢价,即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率(通常指长期国债收益率)的部分。本次估值中,估值人员借助 WIND 资讯专业数据库对我国沪深 300 的超额收益率进行了测算分析,测算结果为 16 年(2007 年 1 月一 2021 年 12 月)的月平均收益率为 0.8431%,则市场年平均收益率为 10.12%,则本次估值中的市场风险溢价取 7.34%。

(3)所在行业 β 系数值确定

被估值项目系复合调味品生产公司,通过同花顺查询涉及调味发酵品的上市公司。

板块名称	–	调味发酵品
证券数量	–	14
标的指数	–	沪深 300
计算周期	–	周
时间范围	–	
–	从	2019-04-30
–	至	2023-04-30
收益率计算方法	–	普通收益率
加权方式	–	算数平均
加权原始 Beta	–	0.7290
加权调整 Beta	–	0.8184
加权剔除财务杠杆原始 Beta	–	0.7169
加权剔除财务杠杆调整 Beta	–	0.8103

数据来源:同花顺 iFinD

企业加权剔除财务杠杆调整 β =0.8103。

(4)确定目标资本结构比率

企业估值基准日没有负债,网络销售回款快,未来生产不需要借款。企业 D/E=0。

(5)估算被估值企业在上述确定的资本结构比率下的 Levered Beta

我们将已经确定的被估值企业资本结构比率代入到如下公式中,计算被估值企业 Levered Beta:

Levered Beta=Unlevered Beta × [1+(1-T)D/E]

式中:D:债权价值;

E:股权价值;

T:适用所得税率(取 25%);

经计算,"食萃食品"的含资本结构因素的 Levered Beta 等于:

β =0.8103 × [1+(1-25%) × 0%]=0.8103

(6)估算公司特有风险收益率 Rs

在综合考虑被估值企业在行业中的规模、所处经营阶段、主要客户情况、企业内部管理机制及控制机制、管理人员及人力资源水平等基础上,确定企业特定风险调整系数为 1.8%。

(7)计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中,我们就可以计算出对被估值企业的股权期望回报率。

R=Rf+ β × ERP+Rs=2.78%+0.8103 × 7.34%+1.8%=10.53%

(8)被估值企业 WACC 的确定

=100% × 10.53%+0%=10.53%

因企业没有负债,根据上述计算得到被估值企业 WACC 为 10.53%,故我们以 10.53%作为被估值企业加权平均资本成本。

5、预测期的收入、成本、费用、净利润等

单位:万元

项目	2023 年 5-12 月	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续年
一、营业收入	12,715.62	19,610.62	21,728.57	24,075.25	26,675.38	29,556.32	32,748.40	34,385.82	34,385.82
减:营业成本	8,455.89	13,041.06	14,449.50	16,010.04	17,739.13	19,654.95	21,777.69	22,866.57	22,866.57
营业税金及附加	88.51	133.98	147.75	163.48	180.71	199.71	220.88	231.73	230.72
销售费用	699.05	1,078.11	1,194.55	1,323.56	1,466.51	1,624.89	1,800.38	1,890.40	1,890.40
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	245.17	409.55	440.66	473.69	509.90	549.22	592.17	636.95	636.27
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	3,226.99	4,947.92	5,496.11	6,104.48	6,779.13	7,527.54	8,357.29	8,760.17	8,761.87
加:营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	178.41	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	3,048.58	4,947.92	5,496.11	6,104.48	6,779.13	7,527.54	8,357.29	8,760.17	8,761.87
减:所得税费用	762.70	1,237.86	1,374.95	1,527.09	1,695.80	1,882.95	2,090.44	2,191.22	2,191.22
四、净利润	2,285.88	3,710.06	4,121.16	4,577.39	5,083.33	5,644.59	6,266.84	6,568.95	6,570.65

(1)营业收入预测

根据历史销售数据,食萃食品 2022 年全年收入 8,981 万元,2022 年 1-4 月收入占全年收入比例为 26.14%,2023 年 1-4 月已实现收入 4,983 万元,若按照前述比例预测则 2023 年全年收入 1.91 亿元。但食萃食品现有生产线年产能仅有 1.51 亿元,无法满足 2023 年的销售需求。新建生产线预计 2023 年 11 月投产,新增生产线的年产能为 1.6 亿元、月产能为 1,300 万元,2023 年预计可生产 2 个月,故预计 2023 年全年收入约为 1.77 亿元。

根据弗若斯特沙利文测算,预计 2030 年复合调味品市场有望达 4,000 亿元,2021 年复合调味品市场规模仅 1,588 亿元,经计算年均复合增长率为 10.8%,故 2024 年至 2029 年的预测年收入增长率选取 10.8%,从 2030 年开始选取 GDP 平均增速 5%作为达到稳定后的预测年收入增长率。

(2)营业成本预测

2023 年 1-4 月食萃食品主营业务成本为 3,169 万元,毛利率上升至 36.41%。但因食萃食品未来为抢占市场会开展一定的促销活动,因此预计 2024 年开始毛利率会降低 2%-3%,预测期毛利率为 33.50%。

(3)销售费用

食萃食品的销售费用与营业收入规模密切相关,2023 年起食萃食品加大了网络直播带货力度,2023 年 1-4 月销售费用占营业收入的比例上升至 5.5%,预测期销售费用占营业收入的比例为 5.5%。

(4)管理费用

食萃食品的管理费用主要为人员薪酬、维修维护费等。预测期人员工资每年增长幅度取近五年四川省城镇全部单位就业人员平均工资增长率 8.4%。2024 年维修维护费按房屋和电子设备等原值的 2%预测,后续按每年 5%增长。其他管理费用取每年增长 5%。

(5)财务费用

因食萃食品的财务费用主要为手续费,占营业收入的比例较低,基本可以忽略不计,故未来不作预测。

(6)研发费用

经了解食萃食品研发费用相对较少,历史期间纳入管理费用核算,本次估值未从管理费用中分离出来单独预测,同时未考虑研发费用加计扣除。

(7)净利润

食萃食品 2023 年 1-4 月的净利润率为 21.38%,随着预测期产品毛利率的下降和期间费用率的上升,预测期的净利润率为 17.98%至 19.14%。

(二)结合标的公司的历史业绩情况、行业发展态势、同行业公司对比情况等,说明盈利预测的可实现性

1、标的公司行业发展态势

(1)中国调味品市场概况

就市场规模而言,中国是世界上最大的调味品市场。2021 年,中国的调味品市场为 6,826 亿元,远高于美国市场的 4,153 亿元及日本市场的 1,601 亿元。中国的调味品每年人均支出由 2017 年的 349.5 元增至 2021 年的 483.2 元,此期间的复合年增长率为 8.4%。在城市化持续推进、中国消费者购买力不断提升及调味品消费增加的驱动下,预计于可预见未来,调味品人均支出将继续保持增长趋势。

调味品是指添加到食品中以赋予特定风味或在各地的某些文化中用于佐菜的酱料或调味料。调味品市场分为单味调味品和复合调味品,单味调味品的市场规模远大于复合调味品的市场规模。由于中国连锁餐饮市场的强劲发展、规范化及可扩展性,以及居民对即煮即食食品的需求不断增长,复合调味品的市场规模于 2017 年至 2021 年的复合年增长率达到 11.3%,较单味调味品的复合年增长率更快。然而,就复合调味品消费而言,中国与主要发达经济体之间仍有很大差距。2021 年,复合调味品仅占调味品总价值的 20.8%,而美国和日本则分别占到 53.0%及 52.2%。同样,2021 年,中国的复合调味品人均支出为 100.7 元,仅为美国和日本复合调味品人均支出的约 10%。

展望未来,随着城市化的持续推进、对各类调味品的需求不断增长、复合调味品的使用范围更广泛及便于烹饪,预期复合调味品将较其他类型的调味品有更高的增长。

(2)中国复合调味品行业

复合调味品在中国的历史相对较短,但其市场增速比调味品更快。2017 年至 2021 年,中国复合调味品每年人均支出由 66.6 元增至 100.7 元,复合年增长率为 10.9%。预计于不久的将来,复合调味品的市场表现将持续优于整个调味品市场,这归因于中国连锁餐饮的持续标准化、年轻消费者的快节奏生活方式等多个因素。于疫情期间,火锅底料受负面影响较大,主要系线下用餐要求保持社交距离,且受限于大规模聚集。2017 年至 2021 年,中式复合调味品是复合调味品市场中增长第二快的板块,主要受城市零售消费者消费增长所推动。城市居民有较强的购买力,但通常不太擅长烹饪,因此,中式复合调味品是城市居民的不二选择。随着城市化的快速推进及可支配收入的增加,预计该板块在未来几年将实现强劲增长。未来,火锅底料预计借助 B2B 和 B2C 渠道而于 2021 年至 2026 年迎来最快增长率。就 B2B 渠道而言,火锅餐饮行业预计将成为所有中餐领域增速最快者之一。火锅店的标准化将驱动用户对火锅底料产品的需求。就 B2C 渠道而言,当前消费者更喜欢在家里方便地烹饪,因此对预包装火锅底料产品的需求也会增加。通过 B2B 渠道销售的复合调味品的市场规模已由 2017 年的 578 亿元增至 2021 年的 828 亿元。随着越来越多的居民追求快速、简单、方便的烹饪原料,通过 B2C 渠道销售的复合调味品的市场规模由 2017 年的 349 亿元增加至 2021 年的 595 亿元,复合年增长率为 14.3%。随着城市化推进及收入水平提高,该板块预计将以 11.5%的复合年增长率持续增长,并于 2026 年达到 1,024 亿元。

(资料来源:弗若斯特沙利文)

2、标的公司历史业绩情况及同行业公司对比情况

序号	证券代码	证券简称	线上销售(万元)			变动率(%)		
			2022 年	2021 年	2020 年	2022 年	2021 年	2020 年
1	603288.SH	海天味业	98,864.18	70,423.10	38,025.21	40.39	85.20	-8.65
2	603317.SH	天味食品	20,365.03	15,666.51	15,505.80	29.99	1.04	114.90
3	603027.SH	千禾味业	63,025.22	38,390.01	25,997.11	64.17	47.67	110.47
4	600305.SH	恒顺醋业	28,121.31	18,502.48	13,746.18	51.99	34.60	38.01
5	603170.SH	宝立食品	81,905.86	37,218.64	-	120.07	-	-
6	603696.SH	安记食品	915.39	2,236.80	2,486.63	-59.08	-10.05	127.92
平均值						41.26	31.69	76.53
食萃食品			8,981.01	6,557.83	3,888.20	36.95	68.66	116.53

注:因日辰股份(603755.SH)调整 2020 年线上销售收入数据口径,此处对比剔除其数据。

近年来我国互联网产业呈现蓬勃发展态势,网民数量不断增长,庞大的用户基础为互联网零售收入的高速增长的规模实现提供了强劲动力。同时随着互联网配套服务的持续完善,互联网销售不仅打破了传统销售渠道客群触达的空间局限,也实现了物流覆盖地域的突破。互联网零售在品牌效应形成初期,其收入规模凭借信息传播优势均呈现出了快速增长特征,销售达到一定规模后则变化趋于平稳,并未出现迅速回落的状况。通过参考上述同行业公司近三年来相关收入的变化,可以看出食品品牌认知的渐次形成和产品受众的逐步稳定为全国未来销售规模保持提供了支撑。

3、盈利预测的可实现性

中国复合调味品市场规模仍将保持较快增长,但在中国市场头部复合调味品企业合计市占率较低,国内复合调味品企业面临巨大市场机会。

食萃食品在国内复合调味品互联网小 B 端市场已取得了一定的成绩,处于快速发展期,其在技术、客户、人才都具有一定的积累和优势,业绩稳定增长。同时,公司和食萃食品通过在市场洞察和开拓、优势产品共享、供应链管理等方面进行协同发展,将实现"1+1>2"的并购整合效应,食萃食品的核心竞争力和盈利能力都将进一步提升。

申万二级调味发酵品可比公司近三年平均营业收入复合增长率 9.32%,平均净利率 12.90%。估值报告根据市场情况及食萃食品自身经营能力,2024 年至 2029 年预测收入增