

西王食品股份有限公司收购
Kerr Investment Holding Corp.全部股权项目

资产估值报告

中通咨报字【2016】41号

共二册 第二册

估值说明

中通诚资产评估有限公司
二〇一六年九月十九日

目录

关于估值说明使用范围的声明 1

企业关于进行资产估值有关事项的说明 2

资产估值说明 21

 一、估值对象与估值范围说明 21

 二、资产核实情况总体说明 22

 三、估值方法的选择 22

 四、宏观经济分析 23

 五、行业情况分析 36

 六、收益法估值说明 51

 七、市场法估值说明 69

 八、估值结论及分析 92

关于估值说明使用范围的声明

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



企业关于进行资产估值有关事项的说明

本部分是由委托方和被估值单位出具并提供，原文附后。



企业关于进行资产估值有关事项的说明

一、委托方与被估值单位概况

(一)委托方概况

名称：西王食品股份有限公司(股票代码:000639，以下简称“西王食品”)

住所：山东省滨州市邹平县西王工业园

法定代表人：王棣

注册资本：45453.0468万元人民币

公司类型：股份有限公司(上市)

成立日期：1987年3月18日

主要经营范围：预包装食品的批发兼零售(有效期限以许可证为准)。对食品行业投资，进出口业务。(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)。

西王食品股份有限公司在山东省工商行政管理局领取了注册号为91370000184280878R的企业法人营业执照，于1996年11月26日在深圳A股主板上市（股票代码000639），是首家登陆国内A股主板的玉米油企业。

公司依托农业产业化国家重点龙头企业—西王集团得天独厚的资源优势，实现了玉米油的充足原料保障及毛油自主生产能力。拥有国内最先进的玉米油生产工艺和全套生产线，生产过程实现了智能自动化控制，是国内唯一一家从原料到产品实行全程质量监控的企业。主产品为西王牌玉米胚芽油，产品涉及葵花籽油、橄榄油、花生油、亚麻籽油等健康油种。

西王食品以食品安全作为品牌发展的首要保证，深入推行卓越绩效管理模式，加强质量管理体系的建设，多年来通过了质量、环境、食品安全、HACCP、OHSAS18001职业健康安全管理体系、非转基因身份保持认证及BRC《食品安全全球标准》体系认证、清真食品认证，并通过了知识产权管理体系认证，进一步提升了管理的规范化、流程化和专业化。西王玉米胚芽油连续四届被评为“山东名牌产品”、被山东省粮食协会授予“放心油”荣誉称号、西王商标2014年被评为“中国驰名商标”。西王玉米胚芽油连续六届获得IEOE中国国际食用油产业博览会金奖，2015年获消费者最喜爱的食品品牌。

(二)被估值单位概况

名称：Kerr Investment Holding Corp. (以下简称“Kerr”)

注册地址：Suite 3000, Aetna Tower, Toronto-dominion Centre, Toronto, Ontario, Canada

董事：Paul Gardiner

注册资本：100美元

公司类型：有限公司

经营范围：控股公司，通过子公司从事运动营养及体重管理相关的营养补给品的研究、开发、营销及分销业务。

历史沿革：

1.1998年11月，Kerr设立

1998年11月，Jean DuGuay全资注册设立1328075 Ontario Limited，公司注册于加拿大安大略省，注册股份数目为1股，并于1998年11月30日获得加拿大安大略省登记部门颁发的公司登记证书，公司编号1328075。

股东名称	股份数目（股）	股权比例
Jean DuGuay	1	100%

2.Kerr历次股权变动情况

(1) 1998年12月，第一次股权转让及增资

1998年12月31日，Jean DuGuay将其持有的100%股权（1股）转让给Paul Gardiner Family Trust。同日，Paul Gardiner Family Trust认缴Kerr新发行的99股，上述转让及认缴共计出资额100加元。本次股权变动及增资后，1328075 Ontario Limited股权结构如下：

股东名称	股份数目（股）	股权比例
Paul Gardiner Family Trust	100	100%

(2) 2004年4月，第一次公司名称变更

2004年4月1日，经1328075 Ontario Limited股东及董事一致通过，公司名称由1328075 Ontario Limited更改为Iovate Health Science Group Inc.。2004年4月2日，加拿大安大略省登记部门批准了本次更名，新名称正式生效。

(3) 2008年4月，唯一股东名称变更

2008年4月3日，Iovate Health Science Group Inc.唯一股东Paul Gardiner

Family Trust办理公司更名登记，公司名称变更为The Toronto Oak Trust。原Paul Gardiner Family Trust所持有的Iovate Health Science Group Inc.股份重新注册。本次股东变更后，Iovate Health Science Group Inc.股权结构如下：

股东名称	股份数目（股）	股权比例
The Toronto Oak Trust	100	100%

（4）2009年5月，第二次公司名称变更

2009年4月29日，经Iovate Health Science Group Inc.股东及董事一致通过，公司名称由Iovate Health Science Group Inc.更改为Kerr Investment Holding Corp.。2009年5月12日，加拿大安大略省登记部门批准了本次更名，新名称正式生效。

（5）2016年9月，股权重组及第二次股权转让

2016年9月13日，Kerr公司将其全部100股已发行股份转换为41股A类普通股和59股B类普通股。随后，Kerr公司股东The Toronto Oak Trust将其全部Kerr公司B类普通股按照3.75亿美元的作价转让给其全资子公司2158068 Ontario Inc.，交易对价为2158068 Ontario Inc.的新增发行股份。前述重组完成后，标的公司的股本结构目前如下所示：

股东名称	股份类别和数量	股权比例
The Toronto Oak Trust	41 股 A 类普通股	41%
2158068 Ontario Inc.	59 股 B 类普通股	59%

截至估值基准日，Kerr下属有4家一级控股子公司具体情况如下：

序号	子公司层级	公司名称	持股比例	注册资本(美元)	注册地/主要经营地	经营范围
1	一级子公司	Iovate Health Sciences U.S.A., Inc	100%	100	美国	仓储、分销与美国地区的销售
2	一级子公司	Iovate Health Sciences International Inc	100%	1	加拿大	研发、制造（外包）、所有除美国地区以外的销售（国内与国际）、市场营销与行政管理
3	二级子公司	Lakeside Innovations Holding Corp.	100%	10	加拿大	知识产权
4	三级子公司	HHC Formulations Ltd.				

序号	子公司层级	公司名称	持股比例	注册资本(美元)	注册地/主要经营地	经营范围
5	四级子公司	HDM Formulations Ltd.				
6	一级子公司	Old Northern Innovations Corp	100%	10	加拿大	知识产权
7	二级子公司	Northern Innovations Holding Corp	100%	10	加拿大	知识产权
8	一级子公司	Infinity Insurance Co.,Ltd	100%	2000000	巴巴多斯	保险

各子公司具体情况如下：

1. Iovate Health Sciences U.S.A., Inc. (“美国Iovate”), 主营美国业务；

2. Iovate Health Sciences International Inc. (“加拿大Iovate”), 主营服务业务。创办于1995年，是全球最大的独立运动营养品公司。该公司于运动营养品及减重类别销售三个规模品牌产品，包括在美国占据市场领先地位的运动营养品及第一减重品牌。Iovate为在所有主要分销渠道（包括食品、药品、健身及会所（FDMC）、健康食品店（HFS）及网上）取得持续长期成功的唯一一家运动营养及减肥产品公司，并遍及全球130多个国家。透过广泛的内部及合伙研发活动，Iovate已开发出一个以广泛具健康意识消费者为目标受众的更优质科学产品组合。公司凭借其业内领先的营销及品牌实力，在持续新产品创新的支持下，继续在业内占据主导地位。

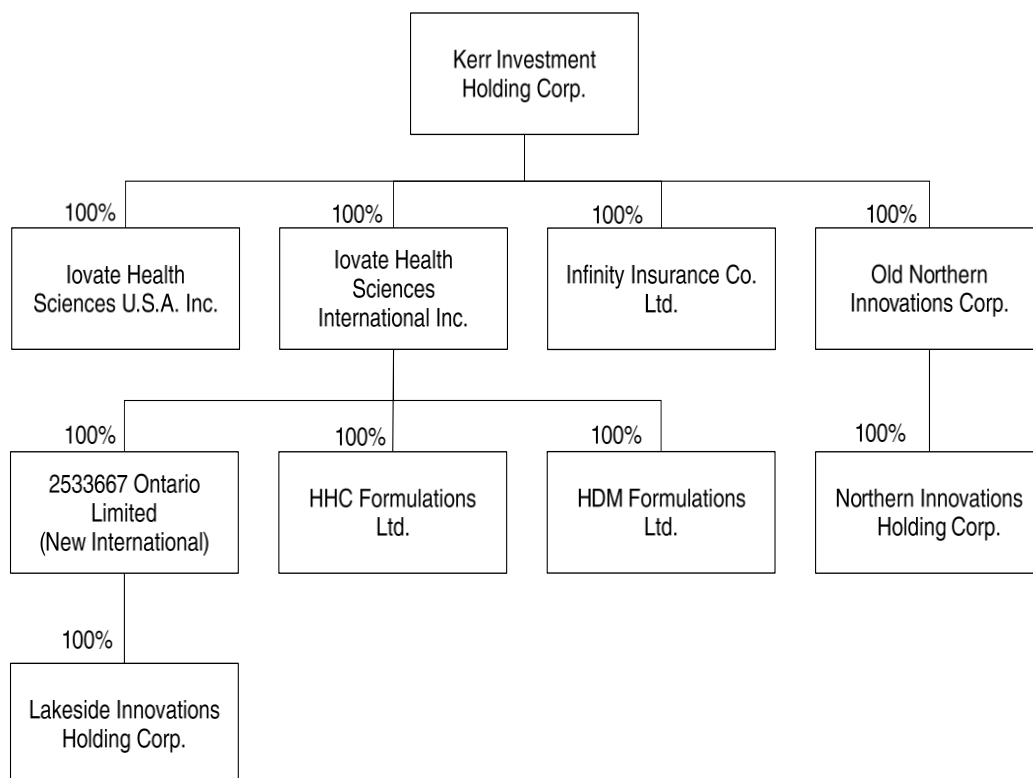
加拿大Iovate全资子公司Lakeside Innovations Holding Corp.(“Lakeside”);

截止估值基准日,HHC Formulations Ltd. (“HHC”)与HDM Formulations Ltd. (“HDM”)已于2011年年底批准解散，因此HHC及HDM为两家并无业务的法律实体，将在收到解散证书后解散，但是仍需取得财务部的同意函。

3. Old Northern Innovations Corp.(“Old Northern”)(原名称为 Northern Innovations Holding Corp., 于2015年4月更名为Old Northern); 与此同时，另外一家新成立的公司更名为 Northern Innovations Holding Corp.(“Northern”), 作为Old Northern的全资子公司，主营知识产权。

4. Infinity Insurance Co.,Ltd. (“Infinity”), 注册在巴巴多斯，主要为集团提供保险。

Kerr的企业组织架构如下图所示：



其中，HHC、HDM已取得公司内部解散的授权，内部解散程序已完成，但尚需取得加拿大财政部同意函方可执行。

Kerr近年来的主要财务数据，已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了毕马威华振审字第1602288号标准无保留意见审计报告。近年主要财务数据见下表：

近年 Kerr 基本财务数据表(合并口径)

金额单位：人民币万元

项目	2014.12.31	2015.12.31	2016.5.31
资产总额	102,414.17	97,946.09	114,266.28
负债总额	104,456.11	66,896.43	65,991.01
净资产	-2,041.94	31,049.66	48,275.27
项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-5 月
营业收入	242,076.62	256,772.75	128,528.92
利润总额	29,343.51	43,633.28	24,143.70
净利润	21,662.86	31,898.17	16,601.79

Kerr申报的估值基准日各项资产及负债(合并口径)，具体情况见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	账面价值
流动资产	101,685.77
非流动资产	12,580.51
其中：	
可供出售金融资产	2,404.77
固定资产	1,086.30
无形资产	7,001.19
递延所得税资产	2,074.02
长期股权投资	14.22
资产总计	114,266.28
流动负债	51,559.85
非流动负债	14,431.16
负债总计	65,991.01
净资产(所有者权益)	48,275.27

(三)其他估值报告使用者概况

除委托方、国家法律法规规定的估值报告使用者外，业务约定书未约定其他估值报告使用者。

(四)委托方与被估值单位的关系

委托方西王食品股份有限公司拟收购被估值企业的股权。

二、关于经济行为的说明

西王食品股份有限公司拟收购Kerr100%的股权，涉及Kerr股东全部权益价值进行估值。

该经济行为已获西王食品股份有限公司2016年9月19日第十一届董事会第三十二次会议决议批准。

三、关于估值对象与估值范围的说明

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。

估值对象为 Kerr 的股东全部权益价值。

估值范围是 Kerr 的全部资产和负债。其总资产账面价值为 114,266.28 万元，负债账面价值为 65,991.01 万元，净资产账面价值为 48,275.27 万元。

估值范围包括由 Kerr 申报的估值基准日各项资产及负债，该估值范围中

表内资产及负债对应的会计报表已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，近年主要财务数据见下表：

金额单位：人民币元

序号	科目名称	账面价值
一	流动资产	1,016,857,715.19
1	货币资金	284,004,001.55
2	应收账款	339,802,377.48
3	预付账款	11,605,885.87
4	其他应收款	10,935,466.50
5	存货	366,391,523.21
6	其他流动资产	4,118,460.58
二	非流动资产	125,805,085.32
1	可供出售金融资产	24,047,705.54
2	固定资产	10,863,047.43
3	无形资产	70,011,869.30
4	递延所得税资产	20,740,244.87
5	长期待摊费用	142,218.18
三	资产总计	1,142,662,800.51
四	流动负债	515,598,484.02
1	短期借款	105,995,000.32
2	应付账款	287,576,252.24
3	应付职工薪酬	8,232,492.70
4	应交税费	45,045,272.73
5	应付利息	20,797.14
6	其他应付款	47,346,918.89
7	预计负债	21,381,750.00
五	非流动负债	144,311,647.97
六	负债总计	659,910,131.99
七	净资产(所有者权益)	482,752,668.52

四、关于估值基准日的说明

本次估值基准日是2016年5月31日。

在确定估值基准日时考虑的主要因素包括满足经济行为实施的时间要求，选取会计期末以便于明确界定估值范围和准确高效清查资产。

五、可能影响估值工作的重大事项的说明

（一）重大知识产权

根据《购买协议》，Kerr 及其子公司在美国、加拿大等国家或地区拥有重

要专利 10 项、重要商标 303 个、重要域名 24 个（统称为“重要知识产权”）。

（一）重大知识产权

Kerr 及其子公司在美国、加拿大等国家或地区拥有重要专利 10 项、重要商标 303 个、重要域名 24 个（统称为“重要知识产权”）。

1.重要专利

根据《购买协议》，Kerr 及其子公司拥有 10 项重要专利。根据《境外尽职调查备忘录》，经境外法律顾问查验、检索，该等重要专利为 Northern 所有。

2.重要商标

根据《购买协议》，Kerr 及其子公司拥有 303 个重要商标。根据《境外尽职调查备忘录》，该等重要商标均属于 Kerr 及其子公司。经境外法律顾问查验、检索，前述重要商标中部分商标的注册人为 Northern Innovations Holding Corp（为与 Northern 区分，称其为 Northern Innovations Holding Corp(old)）、Foreign Supplement Trademark Ltd.、MuscleTech Research and Development Inc.、Canadian Supplement Trademark Ltd.、HC Foreign Trademark Ltd.、Cytodyne Technologies, Inc.、Nutraquest, Inc.、Ener Formulations Ltd.或 1599818 Ontario Limited.，但商标产权链显示该等商标已经转让给 Northern；注册号为 3645074 的商标注册人为 Pump Formulations Ltd，但商标产权链显示该商标已转让给加拿大 Iovate。

根据《境外尽职调查备忘录》，注册号为 P00118081、4006685540000 的商标已过有效期，正在续展过程中；注册号为 P232987 的商标已过有效期且未来不会继续使用。

经以标的公司及标的公司子公司作为申请人在国家工商行政管理总局商标局网站查询，标的公司及标的公司子公司在中国境内的 12 个重要注册商标分别注册在 Foreign Supplement Trademark Ltd、MuscleTech Research and Development Inc、Northern (2462096 Ontario Ltd)名下，其中注册号为 5318604，2011973 的两个商标正在处于无效宣告过程中。

3.重要域名

根据《购买协议》，Kerr 及其子公司拥有 24 个重要域名。根据《境外尽职调查备忘录》，该等重要域名属于 Kerr 及其子公司，其中域名的登记信息尚未变更为 Kerr 或其子公司，其中域名 muscletech.ru 的申请人为 Muscletech Research and Development Inc. 该域名产权链显示其已被转让给 Northern。

根据《境外尽职调查备忘录》，Kerr 及其子公司的部分知识产权已质押给 Bank of Montreal。

Kerr 股东承诺，对于估价基准日尚未在 kerr 及其子公司名下的重要知识产权，将尽快办理转移登记在 kerr 或其子公司名下。

根据《境外尽职调查备忘录》，Kerr 及其子公司的部分知识产权已质押给 Bank of Montreal。

(二) 业务经营许可

根据《境外尽职调查备忘录》，标的公司及其子公司已取得的与其生产经营活动相关资质情况如下：

序号	持有人	证书名称	核发单位	日期
1	加拿大 Iovate	Certificate of Registration	Government of Alberta	2014 年 7 月 16 日
2	加拿大 Iovate	Certified copy of the Certification for Authority	Department of State of New York	2013 年 3 月 22 日
3	美国 Iovate	Commercial Activity License	Department of Licenses & Inspections of the City of Philadelphia	2014 年 3 月 31 日
4	美国 Iovate	Certificate of Registration for Foreign Corporation	Commonwealth of Massachusetts	2014 年 6 月 11 日
5	美国 Iovate	Entity Information contained in the database of the Division of Corporations, NYS Department of State	/	2013 年 8 月 12 日
6	美国 Iovate	Certificate of Authority	State of Missouri	2013 年 12 月 11 日
7	美国 Iovate	Certified Application for Authority to do business in Kansas as a for profit corporation	Secretary of the State of Kansas	2013 年 12 月 11 日
8	美国 Iovate	Certificate of Authority	State of North Carolina	2013 年 12 月 12 日
9	美国 Iovate	Foreign Corporation Qualification	State of Maryland	2013 年 12 月 3 日
10	美国 Iovate	Filing Information of Foreign For-Profit Corporation	State of Tennessee	2013 年 12 月 12 日
11	美国 Iovate	Certificate of Qualification	State of California	2013 年 12 月 11 日

序号	持有人	证书名称	核发单位	日期
12	美国 Iovate	Authorization for Foreign Corporation to Transact Business	State of Florida	2013 年 12 月 11 日
13	美国 Iovate	Certificate of Authority	State of Washington	2013 年 12 月 11 日
14	美国 Iovate	Certificate of Authority	State of New Jersey	2013 年 12 月 18 日
15	美国 Iovate	Certificate of Authority	State of Indiana	2013 年 12 月 18 日
16	美国 Iovate	Authorization for Foreign Corporation to Transact Business	State of Oregon	2014 年 1 月 8 日
17	美国 Iovate	Approval letter for the Application for Authority to transact business or conduct affairs in Arizona	Arizona Corporation Commission	2015 年 9 月 4 日
18	美国 Iovate	Statement of Foreign Entity Authority	Colorado Secretary of State	2013 年 3 月 14 日
19	美国 Iovate	Certificate of Georgia	Secretary of State of Georgia	2015 年 9 月 2 日
20	美国 Iovate	Approval letter for the transaction of business in the State of Illinois	Secretary of State of Illinois	2015 年 8 月 18 日
21	美国 Iovate	The filing information of Application for Certificate of Authority to transact business or conduct affairs in Michigan	Michigan Department of Licensing and Regulatory Affairs Bureau of Commercial Services	2013 年 12 月 13 日
22	美国 Iovate	State of Ohio Certificate	Ohio Secretary of State	2015 年 9 月 3 日
23	美国 Iovate	The filing information of Foreign for Profit Business Corporation	State of Oklahoma.	2015 年 4 月 9 日
24	美国 Iovate	Certificate of Filing	Secretary of State of Texas	2015 年 9 月 3 日
25	美国 Iovate	Certificate of Authority to Transact Business in Minnesota	Office of the Minnesota Secretary of State	2013 年 12 月 12 日
26	Infinity	Exempt Insurance License for the authorization to engage in product liability insurance business from within Barbados	Financial Services Commission of Barbados	2011 年 12 月 15 日
27	Infinity	Confirmation letter for the authorization to engage in product liability insurance business from within Barbados	Financial Services Commission of Barbados	2016 年 9 月 15 日

(三)估值基准日存在的法律、经济等未决事项

根据《境外尽职调查备忘录》，截至 2016 年 9 月 6 日，kerr 及其子公司产品相关的未决诉讼及仲裁具体情况如下：

1.Kline 等诉美国 Iovate

受理法院	美国南加利福尼亚州地区法院
------	---------------

当事人	原告：集体诉讼 被告：美国 Iovate
起诉时间	2015 年 10 月 21 日
指控	关于包装集体诉讼：原告指控被告使用含有超过 40%真空区域的不透明的容器包装一些产品，该包装使得消费者对其购买的产品数量产生错误认知
状态及进展	受理中：被告申请驳回原告的起诉，原告回应并提交答辩；最新审理的进展：2016 年 3 月 17 日，出庭应诉通知

2.与 Pro-Clinical 产品销售相关的集体诉讼

案件名称	Daniel Garcia 诉 Iovate Health Sciences U.S.A., Inc.（以下简称“Garcia 诉美国 Iovate”），案件编号：1402915（圣巴巴拉高级法院） Kevin Branca 诉 Iovate Health Sciences U.S.A., Inc.，等（以下简称“Branca 诉美国 Iovate”），案件编号：3:12-cv-01686-LAB-WMC（美国加利福尼亚州圣地亚哥南区地区法院，）与 Garcia 诉美国 Iovate 一案并案审理，Branca 作为诉讼参与人
当事人	原告：Daniel Garcia 原告/诉讼参与人：Kevin Branca 异议人/诉讼参与人：Leaton 和 Dunn 被告：美国 Iovate
涉案产品	所有消费者自 2009 年 5 月 2 日至初步批准日（尚未授予）期间购买的 Hydroxycut 产品（包括 Pro Clinical Hydroxycut 和 Hydroxycut Hardcore Liquid Caplets）
状态及进展	2012 年 7 月 20 日，Garcia 向圣巴巴拉高级法院提交起诉状，起诉美国 Iovate； 2013 年 1 月，Garcia 和美国 Iovate 达成初步和解协议，双方就集体和解所做申请获初步批准； 2012 年 7 月 6 日，另一原告 Branca 向加利福尼亚州圣地亚哥南区美国地区法院就美国 Iovate 提交起诉状。该案已暂停审理并与 Garcia 诉美国 Iovate 一案并案处理； 2013 年 11 月，Garcia、Branca 与美国 Iovate 达成新的和解协议，和解协议已于 2014 年 3 月 19 日获法院批准； 2014 年 5 月，法院就本案发出集体诉讼的通知。同年 8 月 20 日本案召开案件管理听证会议，以处理相关各方与和解异议人的问题； 2015 年 3 月 18 日，法院就本案召开公平听证会并否决关于和解协议批准； 2015 年 10 月 14 日，法院就本案召开案件管理会议，以确定诉讼时间安排表； 2016 年 2 月，和解异议人与诉讼参与人恢复和解讨论。 和解讨论已届最后阶段。

3.Gina Potito 诉 Iovate Health Sciences Inc.

受理法院	佛罗里达州希尔斯伯勒郡（Hillsborough County）巡回法院
当事人	原告：Gina Potito 被告：General Nutrition Corporation 被告：Iovate Health Sciences Inc.
起诉时间	2013 年 2 月 18 日
指控	过失侵权
状态及进展	未决：经修正的听证通知于 2015 年 2 月 25 日提交

4.Alex Toepfer 诉美国 Iovate 等

受理法院	纽约州伊利郡（Erie County）最高法院
当事人	原告：Alex Toepfer 被告：美国 Iovate 被告：Jamestown Industrial Trucks 被告：JGM Installation & SVC Co. Inc. 被告：Beverly Hughes, Inc.
起诉时间	2014 年 8 月 25 日

指控	人身损害赔偿诉讼
状态及进展	本案已经法院受理并进入司法审理程序，2016年4月13日，原告向法院提交了第三次修订后的起诉状

5. Patrick Witte 因产品责任问题起诉加拿大 Iovate

受理法院	哥伦比亚区 (District of Columbia) 最高法院
当事人	原告: Patrick Witte 被告: 加拿大 Iovate
起诉时间	2016年3月28日
指控	侵权: 产品责任
状态及进展	未决: 2016年9月9日案件被撤销。原告能否上诉尚不能确定。

(四) 截至估值基准日，所有权或使用权受到限制的资产如下：

1. 资金使用受限情况

金额单位: 元

项目	期末账面价值	受限原因
可供出售的债券投资	17,325,342.55	为了满足 Infinity Insurance Co.Ltd 再保险信托协议的要求。
合计	17,325,342.55	

2. 质押、担保情况

(1) 《借款协议》

根据《境外尽职调查备忘录》，2010年9月27日Kerr、美国Iovate及1864510（作为借款人）、Lakeside及2462096（作为担保人）与Bank of Montreal（作为代理人）和HSBC Bank Canada（作为贷款人）签署《借款协议》，该协议分别于2012年1月3日，2013年10月2日和2015年10月30日修改并重述（该等协议统称为“《借款协议》”）。根据《借款协议》约定，Bank of Montreal、HSBC Bank Canada授予借款人最高额为70,000,000美元的可循环使用贷款以及最高额为50,000,000美元的不可循环使用贷款。

(2) 股权质押

根据《境外尽职调查备忘录》，截至其出具之日，美国Iovate、加拿大Iovate、Old Northern、Northern、HDM、HHC、Lakeside以及New Internation 的全部已发行股份均已质押给Bank of Montreal。

(3) 知识产权担保

根据《境外尽职调查备忘录》，Kerr、美国Iovate、加拿大Iovate、Nothorn，

Likeside以及Old Northern拥有的知识产权已质押给Bank of Montreal。

（4）其他担保

根据《境外尽职调查备忘录》，借款人、担保人以其应收账款、动产文据、所有权证书、票据、投资财产、无形资产、存货、设备向 Bank of Montreal 提供担保。

（五）评估基准日至评估报告日之间发生的主要事项。

2016年9月Kerr子公司Iovate Health Sciences International Inc.以其部分经营性资产与负债出资成立了2533667 Ontario Limited，交易作价5.75亿美元。

六、资产负债清查情况的说明

（一）资产负债清查情况说明

列入本次清查范围的资产主要为货币资金、往来债权、存货、固定资产、电子设备、无形资产及有关负债等。其总资产账面价值为114,266.28万元，负债账面价值为65,991.01万元，净资产账面价值为48,275.27万元。

为配合资产估值，我公司组织有关部门和人员成立专门的资产清查工作组，对列入估值范围内的资产及负债进行清查。估值人员对资产清查工作组进行了集中辅导，详细说明有关清查明细表的填写规范和清查过程中的注意事项，开列了应收集准备资料的清单，强调落实产权归属、明确实物分布、提供充分的会计凭证。

资产清查明细表根据估值人员提供的统一格式按要求进行了认真填报；有关资产的产权证明文件已按估值人员的要求提供；会同估值人员赴现场落实实物资产的分布情况，并提供有关使用、维修、检测记录等资料。

（二）未来经营和收益状况预测说明

1. Kerr业务概况及发展战略

（1）业务概况

①传统的产品销售模块

Kerr主要是运动营养、减肥产品的销售，主要的产品的形式为药片及胶囊，存在于多条产品线，具有科学配方。尤其是主要的产品具有较强的识别度，在美国市场的销售具有较强的竞争力，公司的宗旨旨在帮助人们实现运动健

康及减肥目标。

MuscleTech产品概况

MuscleTech于1996年创立及推出，是该集团领先的运动营养补充剂品牌，已连续销售超过20年，并且拥有广泛的分销网络。超过二十年的行业界定创新产品线涵盖逾90种补充剂，包括Pro系列、Performance系列、Essential系列及SX-7系列综合产品组合，包括蛋白质、氨基酸、锻炼前 / 后健身补剂、维生素及其他专门补充剂。该品牌运用经过临床证明为有效的配方、高质量的配料，按照良好生产规范（GMP）生产的产品。该产品临床表明可以增加力量和快速增加肌肉素，同时含有80克蛋白质，13g支链氨基酸与1170卡路里。新产品Tech Extreme 2000丰富了产品系列,包含了更多的卡路里和碳水化合物。

MuscleTech销售增长主要受国际扩展、持续新产品开发、销售及市场推广措施以及扩阔消费者基础所带动。MuscleTech正处于较好的成长期，其在强化及拓宽蛋白质类别的基础上进一步加大推出新产品的力度，并在衍生的补充剂类别加强创新，扩大了对Phase8产品的分销，现在Walmart有售Mission1。为与Stevia合作开发的全新超洁净、高蛋白质、无麸蛋白棒，于2015年11月推出Nitro-Tech扩充全新的定制化、针对性的配方，与Nitro-TechRipped及Nitro-TechPower于2015年12月推出。

Sixstar产品概况

Six Star创立于2004年，为药品渠道的第一运动营养品品牌。凭借kerr在HFS渠道及体育爱好者小区的较好质量声誉，成功进入FDMC渠道，极大扩阔了客户基础。高质量产品，加上独特的价值定位—以具竞争力价格提供最佳补充剂品组合，包括蛋白质、氨基酸、锻炼前 / 后健身补剂、维生素及其他专门补充剂。

该品牌系列由于基于高质量的配料，并且按照良好生产规范(GMP)生产，得以科学的蛋白质产品，主要品种包括乳清蛋白混合产品、乳清分离蛋白、酪蛋白、氨基酸等专门产品，与竞争对手比较，该品牌的产品提供了更优的价值，通过提供能量加强锻炼效果，同时专注于肌肉的加速复元，科学研究显示：比普通乳清好70%，得到优秀运动员的信任。

Hydroxycut产品概况

过去十年北美畅销的减肥补充品，为Kerr先进的体重管理产品，经科学的研究，促进新陈代谢。在减肥类产品中品牌认可度高，超过90%产品通过渠道（包括FDM、会所、HFS、网上及国际）已销售逾1亿瓶，为FDM持续畅销的高级产品。为各媒体（包括国家电视、印刷品、FSI、数字及活动推广）的大幅营销开支支持的品牌。

Hydroxycut全面的产品组合以不同形式提供优质科学的补充品，满足消费者需求，Hydroxycut定位于透过其不断推出的产品及扩大产品线建立其市场领导地位，其专注于新消费者分部，包括高速增长的拉丁美洲人口。其产品品牌处于专门进行最佳体重管理市场领先的地位。

②未来创新形式

Kerr未来致力于在维持现有产品的基础之上，强化产品配方，提升产品的效果，并且未来会有多种形式将经典成份融入方便食用的产品形态，方便用户的日常生活以满足更多的消费人群。主要创新方面包括：软糖、液体胶囊、冲剂、饮品混合剂及蛋白粉。

(2)核心竞争力

①清晰的定位及稳健的发展战略

该集团将产品的研发、生产及销售均专注于其三个核心品牌——MuscleTech、Six Star及Hydroxycut。经过多年的发展，该公司也在不断加强该品牌的后续产品升级及其他品牌组合。

②质量把控强度高

该集团已通过投资基建、程序及设施发展最佳运动营养及减重cGMP标准，运用领先第三方供货商，遵守严格的cGMP标准以保护产品的纯度及质量。通过对生产过程中对原材料及制成品进行详尽系列的内部及外部答疑程序，以确保最高质量及效力，同时产品的临床研究所也对产品的质量提供强有力的保障。产品的质量严格遵守监管条例，如FDA及FTC。同时，与共合制造商订立的协议以确保其产品的持续纯度及质量。

③不断的技术研发

该集团通过与顶尖机构合作，致力于品牌的研发。自1995年以来，Iovate一直引领行业创新，已制造众多运动营养品及减肥领域的以科学为基础的产品。Iovate通过对科研投资、消费品分析、消费者及市场研究及与主要制造伙

伴之持续沟通不断的开发产品，与顶尖科学家交流、一流大学及第三方研究机构（包括佛罗里达大学、贝勒大学、The Center for Nutrition and Preventative Medicine、米兰大学、St. Francis Xavier及其他）建立合作关系产生逾100项专利及近15项专利申请有关主要业界领先成分（包括FreeAcid HMB、Peak ATP及其他）的独家许可协议投资逾1百万元。致力于继续推动制造全球最高效、创新型运动营养品及减肥补充品。

④强有力的市场推广及广告宣传力度

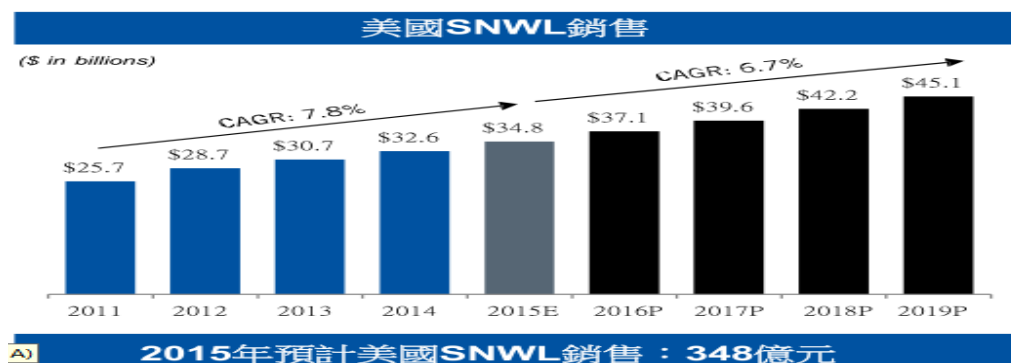
该集团于运动营养品及减肥领域几十年，已制定出一套由综合、先进的包装工作室、广告及媒体代理及社交媒体代理支持的市场推广计划，即针对既定的产品设计流程，通过杂志文章及广告、电视、数字媒体、运动 / 体育赞助保持网上及一般市场推广。Iovate的市场推广策略侧重于推动品牌及产品意识，独一无二的市场推广能力及强大的广告费用的支出不停地吸引新的消费群体。并且由于该产品的功能卓越，使顾客产生强劲品牌忠诚度，赢得客户信任、带动重复及交叉产品购买。

除此之外，广告及印刷预算具有成功推广，尤其是对新产品的发售，提供强力的推荐。在长期客户关系确保产品及店内广告置于显眼位置，以及通过利用顶级运动员及健身人士的丰富产品的宣传，此外，通过电视、印刷物、网站及店内广告持续作出360度推广宣传。

(3)未来发展战略

①转向日常消费者

运动营养品最初面向健美运动员及其他成绩优异的运动员，但是日益提高的消费意识及教育使得运动营养品跨越性别及年龄，而逐渐面向主流消费者，如图所示，美国运动营养及减肥产品的销售情况统计。



②日益关注积极的生活方式

随着更多的消费者注重健康，运动被视为保持健康生活的一部分，于此同时，每周运动数次运动及健身教练指导消费者使用市场上的不同产品作为运动的补充，将极大促进运动营养品的消费力度。

③产品组合演化

日益扩大的消费者基数使得运动营养产品日益多样化蛋白质产品已由传统产品演化为锻炼后“恢复饮品”成为替代便餐，并且通过帮助日常消费者保持肌肉质量而不断进行的开发凝胶剂、RTD(瓶装、罐装等即食饮品)的研发来配合消费者，不断的促进产品层级的丰富化，不断的满足消费者的不同需求。

④扩展分销渠道

致力于长期

传统的四个分销渠道：食品、药品、大众及俱乐部(「FDMC」)、国际、保健食品店(「HFS」)及电子商务。其中最为主要的销售客户为 Walmart 及 Sam's Club(FDMC 最大客户)与 GNC 及 GND(HFS 最大客户)。随着消费者快速消费意识的提高，逐渐促使向主流 FDMC 分销渠道扩展 GNC、Vitamin Shoppe 等专卖店销售的方式转向网上销售，包括 BodyBuilding.com、Boots 及 Drugstore.com，通过利用网上销售的快捷并符合大众的消费趋势，增强销售流动性，提高产品的销量。

⑤创新能力

Kerr 致力于产品的研发，与多伦多大学创立新的 MuscleTech Metabolism and Sport Science Lab，以促进运动科学领域的前沿研究，通过产学研的发展战略促进产品的研发。并且规划在未来进一步在高强度运动、康复科学、运动医药和许多其他领域的进行研究。

2. 未来年度盈利预测

基于 Kerr 的业务特点和运营模式，结合公司未来业务发展规划，未来年度盈利预测如下表：

Kerr 未来年度盈利预测表(合并口径)

金额单位：百万美元

项目	Y2016.6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021	Y2022 ~∞
营业收入	248.29	480.82	512.17	543.88	576.61	610.20	610.20
其中：主营业务收入	248.29	480.82	512.17	543.88	576.61	610.20	610.20
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	137.08	265.16	284.34	303.90	326.98	350.37	350.37
其中：主营业务成本	137.08	265.16	284.34	303.90	326.98	350.37	350.37
其他业务成本							
营业税金及附加	0.07	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17	0.17
销售费用	44.14	83.51	85.52	88.63	91.98	96.20	96.20
管理费用	14.95	29.81	31.58	34.46	36.99	39.91	39.91
财务费用	2.53	5.17	6.05	5.51	5.29	5.05	5.05
资产减值损失	3.20	6.20	6.61	7.02	7.44	7.87	
加：公允价值变动收益							
投资收益							
营业利润	46.32	90.83	97.93	104.23	107.77	110.64	118.51
营业外收入							
营业外支出							
利润总额	46.32	90.83	97.93	104.23	107.77	110.64	118.51
所得税费用	13.02	25.52	27.52	29.29	30.28	31.09	33.30
净利润	33.31	65.31	70.41	74.94	77.48	79.55	85.21

七、资料清单

委托方和被估值单位提供的主要资料如下：

1. 营业执照；
2. 相关经济行为的文件；
3. 资产估值申报表；
4. 审计报告；
5. 资产权属证明文件、产权证明文件；
6. 重大合同、协议等；
7. 生产经营统计资料；
8. 未来年度盈利预测；
9. 其他资料。

(此页为西王食品股份有限公司拟收购Kerr Investment Holding Corp.全部股权项目资产估值报告“企业关于进行资产估值有关事项的说明”委托方签章页，无正文)

法定代表人：

西王食品股份有限公司

2016年 月 日

(此页为西王食品股份有限公司拟收购Kerr Investment Holding Corp.
全部股权项目资产估值报告“企业关于进行资产估值有关事项的说明”被估
值单位签章页，无正文)

法定代表人：

Kerr Investment Holding Corp.

2016年 月 日

XX

资产估值说明

一、估值对象与估值范围说明

(一)估值对象与估值范围内容

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。

估值对象为 Kerr 的股东全部权益价值。

估值范围是 Kerr 的全部资产和负债。其总资产账面价值为 114,266.28 万元，负债账面价值为 65,991.01 万元，净资产账面价值为 48,275.27 万元。

估值范围包括由 Kerr 申报的估值基准日各项资产及负债，该估值范围中表内资产及负债对应的会计报表已经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，近年主要财务数据见下表：

金额单位：人民币元

序号	科目名称	账面价值
一	流动资产	1,016,857,715.19
1	货币资金	284,004,001.55
2	应收账款	339,802,377.48
3	预付账款	11,605,885.87
4	其他应收款	10,935,466.50
5	存货	366,391,523.21
6	其他流动资产	4,118,460.58
二	非流动资产	125,805,085.32
1	可供出售金融资产	24,047,705.54
2	固定资产	10,863,047.43
3	无形资产	70,011,869.30
4	递延所得税资产	20,740,244.87
5	长期待摊费用	142,218.18
三	资产总计	1,142,662,800.51
四	流动负债	515,598,484.02
1	短期借款	105,995,000.32
2	应付账款	287,576,252.24
3	应付职工薪酬	8,232,492.70
4	应交税费	45,045,272.73
5	应付利息	20,797.14
6	其他应付款	47,346,918.89
7	预计负债	21,381,750.00
五	非流动负债	144,311,647.97
六	负债总计	659,910,131.99
七	净资产(所有者权益)	482,752,668.52



二、资产核实情况总体说明

(一)资产核实人员组织、实施时间和过程

根据资产估值有关准则及规范要求，依据被估值单位提供的估值基准日会计报表和资产估值申报表，在2016年7月25日至2016年7月31日期间，对估值范围内资产及相关负债进行了核实。

核实过程具体如下：

辅导被估值单位清查资产及负债、填报资产及负债明细，收集整理被估值单位提供的各项估值资料。

依据被估值单位提供的估值基准日会计报表和资产估值申报表，在被估值单位有关人员的配合下，分不同类型，采用不同方法，核实账表、账实是否相符，核实资产状况。根据核实结果，提请被估值单位补充、修改和完善资产估值申报表。

对被估值单位提供的估值资料进行核实，对有关资产法律权属资料和资料来源进行必要的查验，对有关资产的法律权属进行必要的关注。

对可能影响资产估值的重大事项进行调查了解。

根据以上工作，与相关当事方沟通，形成资产核实结论。

(二)影响资产核实的事项及处理方法

本次估值没有影响资产核实的事项。

(三)核实结论

委估资产均可正常使用，与账面记录不存在重大差异，权属清晰完整。

三、估值方法的选择

根据《资产评估准则—企业价值》(中评协〔2011〕227号)，注册资产评估师执行企业价值估值业务，应当根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，分析收益法、市场法和资产基础法三种资产估值基本方法的适用性，恰当选择一种或多种资产估值基本方法。

对市场法而言，由于与被估值企业相关行业、相关规模企业转让的公开交易案例可以取得，而且有足够的参考企业，故本次估值具备采用市场法的适用条件。



收益法是从决定资产现行公平市场价值的基本依据—资产的预期获利能力的角度评价资产，符合对资产的基本定义。该方法估值的技术路线是通过将被估值企业未来的预期收益资本化或折现以确定其市场价值。经过调查了解，被估值企业收入、成本和费用之间存在比较稳定的配比关系，未来收益可以预测并能量化。与获得收益相对应的风险也能预测并量化，因此符合收益法选用的条件。

Kerr从事运动营养与体重管理方面的营养补充品（主要包括运动营养品以及减肥食品）的研究、开发及市场营销，其产品的生产全部委托第三方生产厂家完成，因此，其属于轻资产公司，资产基础法估值无法全面反映由于企业品牌创收给股权带来的价值，因此，资产基础法不适合本次估值。

综上所述，本次采用市场法与收益法进行估值，在最终分析两种估值方法合理性的基础上，选取最为合理的估值方法确定估值结论。

四、宏观经济分析

（一）国际宏观经济分析

1. 2015年、2016年全球经济缓慢复苏中继续呈分化之势

（1）发达经济体的风险有所缓解，经济趋向温和复苏

2013 年以来，全球经济复苏在波动中逐步加强，美、日等主要发达经济体复苏趋势得到进一步确认，发达经济体重新成为世界经济增长的主要驱动力。在财政紧缩力度减小、货币条件仍然有利和私营部门活动增强等因素的带动下，2014 年美国经济增长为 2.4%，超过 2010-2013 年度 2.2% 的平均增速。美国经济的好转将对其他发达国家乃至全球经济产生较大带动作用。欧洲经济近期表现超出预期，随着政策措施逐步消除尾部风险和财政拖累减少，2015 年欧洲经济增速预计可达 1% 左右，改变数年来持续衰退的局面。

2016 年，由于发达国家经济增长仍低于潜在水平，而新兴市场国家经济增长减速，预计全球通胀形势仍将保持稳定，外部环境趋于改善。世界银行（World Bank）在今年 1 月发布的《全球经济前景》报告中，将全球经济 2016 年的增速预测下调为 2.9%，较去年 6 月的预测降低 0.4 个百分点；经合组织（OECD）在 2016 年 2 月发布的最新报告中，将全球经济 2016 年增速预测下调为 3%，较去年 11 月的预测降低 0.3 个百分点；国际货币基金组织（IMF）



在 2016 年 1 月发布的《世界经济展望》中，将全球经济 2016 年的增速预测较去年 10 月份下调 0.2 个百分点至 3.4%，而今年 4 月发布的更新报告又进一步下调 0.2 个百分点至 3.2%，如下表所示：

国际组织对 2016 年全球经济增长的预测

单位：%

区域	国际货币基金组织		世界银行		经合组织	
	2016 年		2016 年	2015 年	2016 年	2015 年
	4 月	1 月	1 月	6 月	2 月	11 月
全球	3.2	3.4	2.9	3.3	3.0	3.3
发达经济体	1.9	2.1	2.1	2.3		
美国	2.4	2.6	2.7	2.8	2.0	2.5
欧元区	1.5	1.7	1.7	1.8	1.4	1.8
日本	0.5	1.0	1.3	1.7	0.8	1.0
英国	1.9	2.2	2.4	2.6	2.1	2.4
加拿大	1.5	1.7			1.4	2.0
新兴市场与发展中经济体	4.1	4.3	4.8	5.2		
中国	6.5	6.3	6.7	7.0	6.5	6.5
印度	7.5	7.5	7.8	7.9	6.5	6.5
俄罗斯	-1.8	-1.0	-2.5	0.7		
巴西	-3.8	-3.5	-0.7	1.1	-4.0	-1.2
南非	0.6	0.7	1.4	2.1		

2014年，美国GDP总量为17.4万亿美元，根据世界银行的预计，2015年美国GDP同比增速为2.7%，因此2015年美国GDP总量大约为17.87万亿美元，相当于中国的1.7倍。美国2016年第二季度GDP数据以及以往数据的修正显示，过去3个季度GDP平均增幅只有1%，低于美联储的预期。美国2016年第二季度GDP增长速度只有1.2%，远低于预期的2.5%；企业削减库存，资本投资减弱，抵消了消费支出的强势。2016年第一季度GDP增速从1.1%下修至0.8%，2015年第四季度增速从1.4%下修至0.9%。路透社表示美国2016年第二季度GDP数据公布前，美国联邦基金利率期货暗示，交易员预计美联储9月加息的概率为18%。同时美国2016年第二季度实际GDP年化季率上升1.5%，升幅远不及预期值2.5%。

美国2016年第一季度及第二季度GDP统计

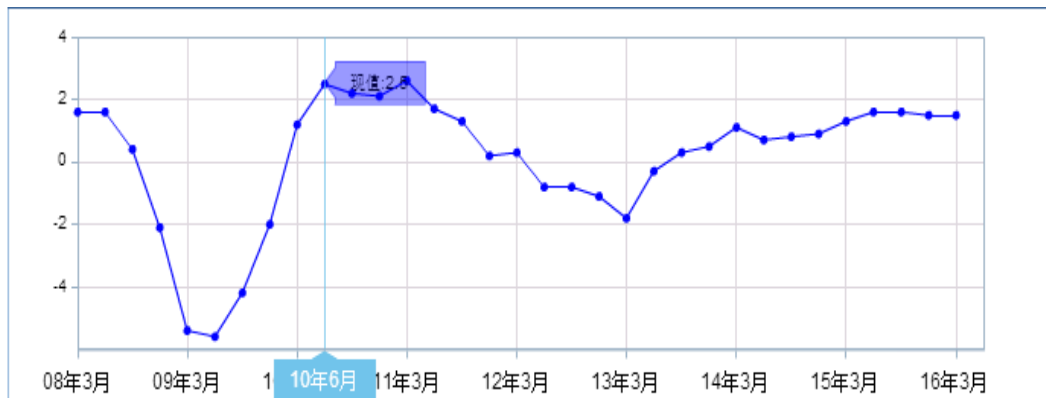


受消费带动,德国、法国经济复苏良好,通胀保持稳定,欧洲经济持续处于复苏通道,欧洲经济持续回暖。据欧洲统计局7月22日最新数据,2016年一季度末,欧元区19国政府债务占国内生产总值(GDP)比重为91.7%,较2015年第四季度上升1.0个百分点。欧盟28国政府债务占比则由2015年第四季度的85.3%下降至84.8%。

从债务构成看,一季度末,债券占欧元区政府债务的79.3%,占欧盟政府债务的80.8%,贷款分别占17.7%和15.2%。从国别来看,希腊(占GDP比重为176.3%)、意大利(135.4%)、葡萄牙(128.9)债务率最高,爱沙尼亚(9.6)、卢森堡(21.8%)和保加利亚(30.3%)最低。塞浦路斯邮报报道,2016年一季度末,塞浦路斯政府债务总额约190.4亿欧元,占GDP比重为109.3%,为欧盟内第四高,较2015年第四季度上涨0.4个百分点。

2016年第二季度欧盟GDP同比增长1.8%,环比增长0.4%,今年二季度欧元区GDP将同比增长1.6%,环比增长0.3%。

欧元区2009年-2016年3月份GDP统计



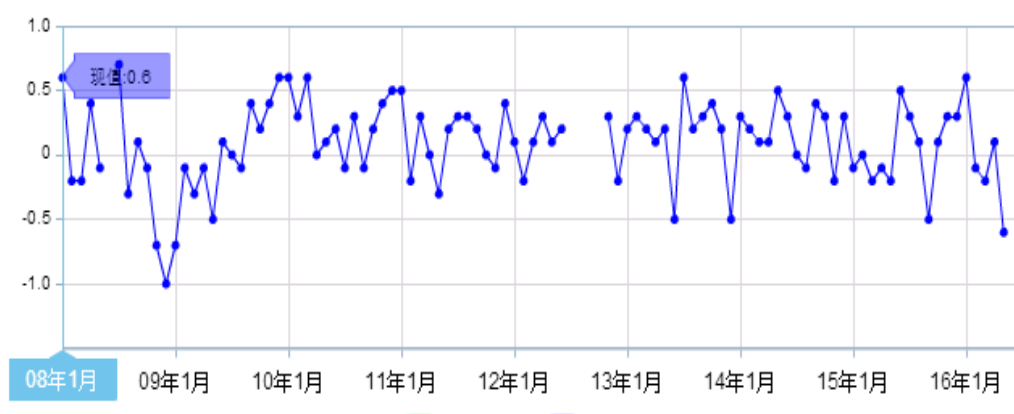
根据加拿大统计局公布数据显示,5月份加拿大国内生产总值(GDP)较前月下降0.6%,创下2009年3月份以来最大跌幅。经济萎缩主要受到阿尔伯塔省麦克默里堡地区山火的影响,为导致该国商品制造业下滑2.8%的主要原因。

加拿大统计局指出, 5月份实际GDP的下滑, 主要是受到油砂原油产量锐减22%的影响, 其中油砂原油产量在5月份触及2011年以来最低水平。此外, 加拿大制造业产量也遭受重挫。由于原油产量短缺造成了炼油产能下滑15%, 5月份加拿大制造业产量也下降了2.4%。

加拿大4月GDP较前月实现0.1%的增长, 3月录得0.2%的萎缩, 而2月也录得0.1%的萎缩。加拿大央行(BOC)早前曾预测称, 野火时间的影响将导致该国第二季度经济增长下降1.1%, 而在4月野火时间发生前, 加拿大央行认为第二季度经济增长将为1%。尽管加拿大经济今年以来的表现不如人意, 但加拿大央行对未来的态度还算乐观, 认为“市场反弹”将在第三季度出现, 原油产量回升以及灾区的重建工作将推动第三季度经济增长触及3.5%的水平。

另一方面, 加拿大央行还认为联邦政府推行的增强型儿童福利政策将帮助该国经济在第三季度实现反弹, 因额外的儿童福利将帮助家庭增加消费。此外, 联邦政府承诺增加基础建设也将刺激该国经济增长。

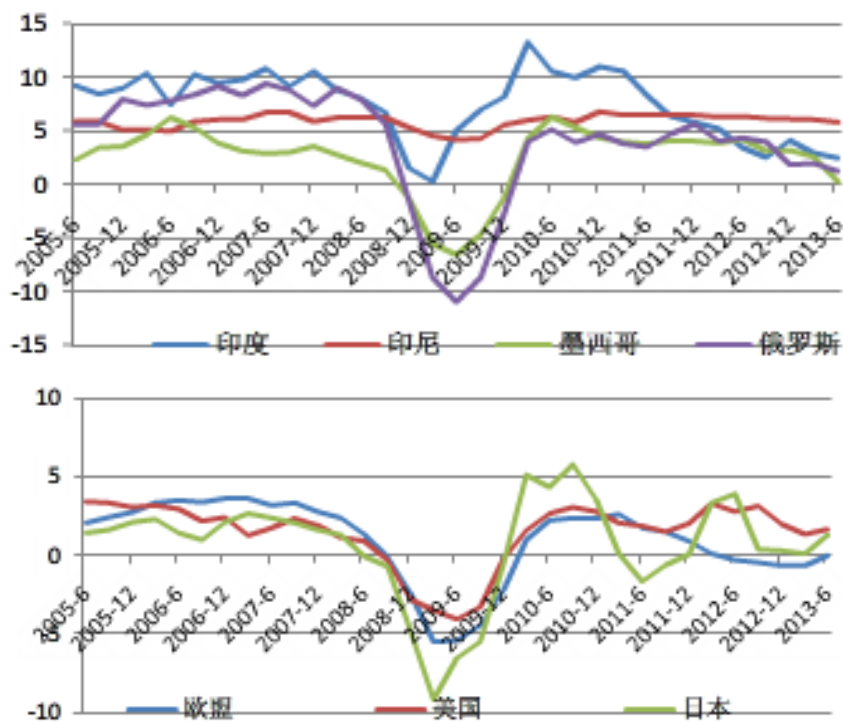
加拿大2009年-2016年1月份GDP统计



(2)主要新兴市场国家经济增速下滑趋势明显, 经济面临持续下滑风险。依据印度国家统计局发布数据显示, 按不变价计, 印度2015-2016财年GDP增速为7.6%; 按现价计, 增速为8.7%。按不变价计, 2016年一季度GDP增速为7.9%; 按现价计, 增速为10.4%; 俄罗斯2015年第二季度GDP同比降低4.6%, 比预期同比收缩4.5%更为严重, 俄罗斯经济陷入2009年以来最严重的衰退, 预计俄罗斯2016年GDP同比下降0.3%-0.7%, 俄罗斯央行维持关键利率10.5%不变, 可能将基于通胀风险的预估而降息。巴西政府公布数据显示, 该国2015年国内生产总值(GDP)下跌3.8%, 经济收缩幅度是1990年以来最严重的程度,

其中主要原因是商品价格下跌，以及全球经济增长放缓。巴西2016年GDP增速维持-3.2%。

部分国家股市、汇市出现剧烈波动，资本持续外流，外部因素冲击已对新兴经济体造成严重影响。



2005年以来主要经济体的经济增速(%)

2. 未来两年的全球经济预测

(1)政治社会环境

大国关系：复杂化加剧，制衡与反制衡、冲突与合作并存。

地区形势：焦点地区局势复杂化，政治对经济影响加剧。未来两年，亚太局势或可向平稳转变，中东、非洲局势依旧混乱，拉美不确定性依旧；默克尔连任，欧洲形势向好，美、中、俄三国在焦点地区的争夺将更加激烈。

(2)经济发展预测

美国经济持续缓慢复苏

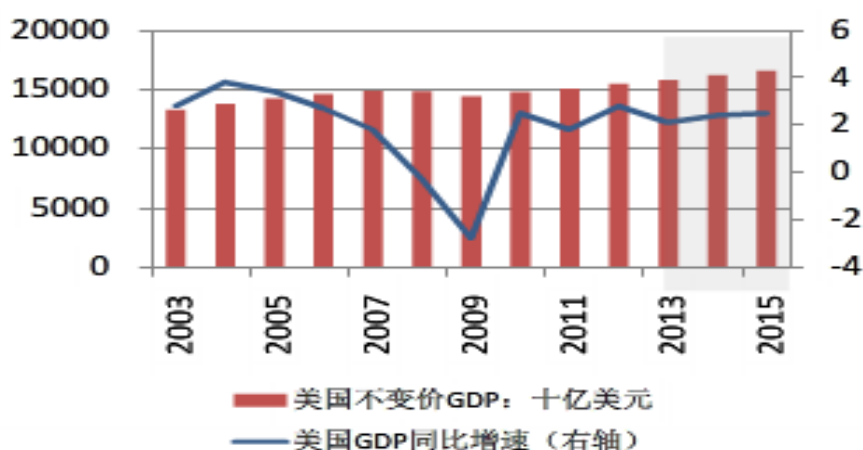
美国2016年第二季度GDP环比第一季度增长0.4%。2014年、2015年美国整体货币稳中趋紧，基准利率将逐步上行，对美国房地产以及金融市场产生一定压力。美国经济增长疲软决定于美国未来经济以及美联储利率的变化决策。美元在2015年继续走强，正处于一个可持续多年的反弹阶段。根据美国近期公布的经济数据显示，制造业继续疲弱，2015年12月零售销售也出现下

滑，整体来看，经济形势隐忧。IMF将2016年全球经济增长预期从3.6%下调至3.4%，并下调2017年全球经济增长预期，从3.8%下调至3.6%。此外，IMF还将美国2016年经济增长率预估从2.2%调降至2.1%。IMF指出，全球经济面临的风险偏向于下行。

此外，伴随着当前新一轮的原油价格下跌，通货膨胀率和核心通货膨胀率将在2016年年底以趋近于1.35%—1.75%范围的水平收尾，这低于美联储2%的长期目标水平。经济活动和通货膨胀预期，而非美联储短期利率政策，成为了美国长期国债收益率的主要驱动力。黯淡的经济前景意味着2016年美国十年期国债收益率的交易区间将在1.75%—2.50%之间，并随着低迷的经济和通胀数据的潮涨潮落而波动。同时，美联储可能将再次加息的时间推迟至2016年夏季，而有效联邦利率要到2017年才可能攀升至1.0%以上。

财政政策预计仍将对美国经济造成下行冲击。预计美国赤字水平将逐步缩小，未来两年预计将逐步缩小至GDP的3%以内，但美国的政治体制决定两党在这一问题上的争论将损害经济复苏。美国制造业将缓慢复苏，重要驱动力为美国内需的增长，部分高科技领域逐步实现商业化，推动美国高端制造复苏，页岩气推动美国能源价格下行，刺激美国经济复苏。

综合考量上述因素，预计2016年美国经济增长速约为2.0%。

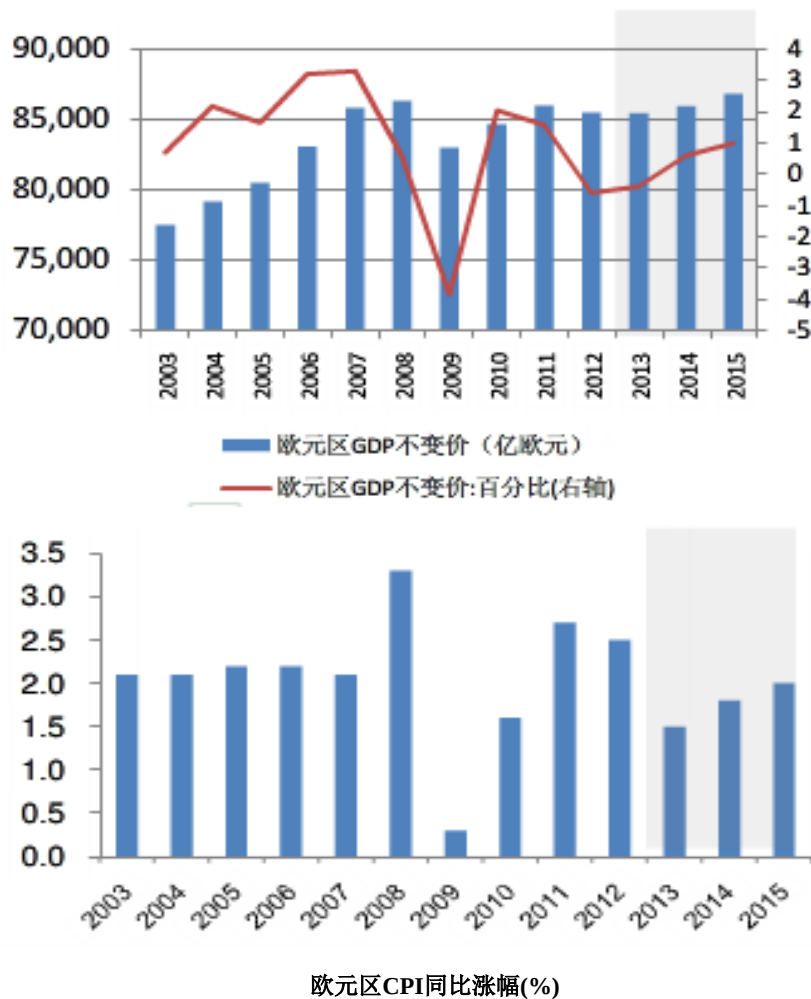


• 欧元区预计温和复苏

目前看来，欧洲债务问题相对缓和，欧洲复兴开发银行预计欧洲经济2015年增长1.8%，2016年增长2.1%，可见欧洲整体的经济形式趋于温和发展。

基于中期通胀整体受到抑制，实体经济普遍疲弱，货币动能并未显著改善，欧洲央行的利率于2015年继续保持宽松的货币政策，再融资利率维持在0.05%

不变，边际借贷机制利率和存款利率分别维持在0.30%和-0.20%不变。



- 短期内日本经济状况及前景比较乐观，但未来会有较大的不确定性。安倍经济学会增加由国债泡沫破灭引发的风险。

- 印度近期增速创10年新低，资本外流，企业盈利不佳。印度经济发展所面临的一系列困难，短期内不太可能得到有效解决。如通胀压力较大、经常账户赤字和财政赤字、制造业生产疲弱、外国投资有所减少、政治僵局使得主要改革止步，这些都将使得印度经济难以实现高速增长。

- 俄罗斯自受到2014年10月份油价暴跌的影响，创六年来最大的年度跌幅。2014年上半年俄罗斯GDP增长1.4%，去年同期俄罗斯经济增长率为4.5%，而俄罗斯2015年第二季度GDP同比降低4.6%，比预期同比收缩4.5%更为严重，俄罗斯经济陷入2009年以来最严重的衰退。商品海外需求较低。工业生产疲软，私有化进程放缓，消费需求下降以及投资减少等原因，导致俄罗斯的经济增长远逊于预期。

(3)IMF最新预计2016年全球经济趋势



国际货币基金组织认为英国退出欧盟的影响仍有待充分显现,不确定性程度使宏观经济预测变得更加复杂。相比4月的《世界经济展望》,全球增长基线预测小幅下调,全球经济增速预期分别比4月预计的数值下调了0.1个百分点,预计全球2016年经济增速为3.1%,2017年预期为3.4%。

根据国际货币基金组织的预计,多数发达经济体的增长依然乏力,潜在增长率低,产出缺口逐渐闭合。报告维持了今年欧元区增长1.6%的预估,同时也维持了美国增长2.2%的预估,但把日本2016年经济增速预期由0.5%下调至0.3%,2017年由-0.1%上调至0.1%。

新兴市场和发展中经济体前景依然存在差异。一些大型新兴经济体,特别是巴西和俄罗斯的经济前景有所改善,使2017年全球增长预测相比今年4月的预测小幅上调。巴西的消费者和商业信心似乎已经触底反弹,第一季度的GDP收缩幅度小于预期。因此,目前预计2016年衰退的严重程度略有减轻,2017年将恢复正增长。预计2016年、2017年中国经济增长分别为6.6%、6.2%。

(二)中国宏观经济分析

2015年以来,中国经济运行遭遇到不少预期内和预期外的冲击与挑战,经济下行压力持续加大。面对错综复杂的形势,党中央、国务院坚持稳中求进的工作总基调,实施了一系列稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险的政策组合,使国民经济运行保持在合理区间,结构调整取得新进展,民生持续改善。

1. 2015年经济运行总体特征

2015年中国GDP总量相当于10.42万亿美元,从GDP各分项数据来看,中国经济结构调整优化取得进展。经济增长主要得益于强劲的服务业和消费业的发展。分产业看,第一产业增加值60863亿元,比上年增长3.9%;第二产业增加值274278亿元,增长6.0%;第三产业增加值341567亿元,增长8.3%。2015年全年,第三产业增加值占国内生产总值的比重为50.5%,比上年提高2.4个百分点,高于第二产业10.0个百分点。需求结构进一步改善。全年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为66.4%,比上年提高15.4个百分点。消费贡献了增长的近60%。数据显示,消费品零售数据为,此前三季度该数据已有回暖现象。



2015年经济运行的总体特征是稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，各领域分化加剧，动力转换过程中有利因素和不利因素并存。

产业结构持续优化，结构性衰退和结构性繁荣并存。2015年前三季度，第三产业占GDP的比重达到51.4%，较上年同期提高2.3个百分点，高于二产10.8个百分点。工业内部结构调整加快，新产业、新业态、新产品增长较快，产业结构加快向中高端水平迈进。但行业景气度差异较大。

一是部分产能过剩行业十分困难。资源类、重化工业普遍陷入困境，增速大幅下滑，煤炭、钢铁、水泥等产品产量明显下降，行业总体库存压力较大，仍处在调整探底发展阶段，要彻底走出困境尚需时日。

二是高新技术产业快速发展。计算机通讯、新能源、新材料医药制造等产业发展优势明显，增长速度大幅快于传统制造业。

三是新兴服务业发展势头强劲。服务新业态、新模式延续近两年高增长态势，电子商务、物流快递等行业表现尤为抢眼。

三大需求趋于平衡发展，内部分化逐步凸显。2015年以来，消费增长保持稳定，投资增长速度持续放缓，出口增速换挡，三大需求趋向平衡发展。前三季度，最终消费支出对GDP增长的贡献率达58.4%，高于投资15个百分点，消费成为经济增长的主引擎。从三大需求内部看，分化逐步凸显，萧条与旺盛并存。投资方面，房地产投资持续回落，月度投资已现负增长，基础设施投资保持较快增速，制造业投资缓中趋稳。

消费方面，网上商品零售、通讯类商品、旅游等领域消费高速增长，而石油及制品类消费大幅衰退。出口方面，一般贸易出口保持正增长，而加工贸易出口大幅下降，传统七大类劳动密集型产品出口优势明显下降。

区域经济增长差距显著，多速增长格局出现。一些产业基础好、结构多元化、调整步伐快、开放程度高的地区，经济仍然保持良好发展势头；而一些产业结构落后单一、产能过剩行业比较集中的地区，经济下行速度较快。

重庆和贵州两地逆市上行，实现了10%及以上的超高速增长，领跑全国；绝大多数省份相对平稳，保持在7%—9%中高速增长区间；辽宁、山西等资源型、重化工业大省下行压力较大，减速幅度大，增速低于3%，甚至其省内部分地市出现负增长，情况极不乐观。

企业景气分化，同一行业内冰火两重天。一方面，一些大型企业、上市

企业紧抓市场、政策机遇，发挥其规模、品牌等优势，发展相对较好。另一方面，量大面广的传统企业、中小企业依然普遍面临生存难、转型难的困境。

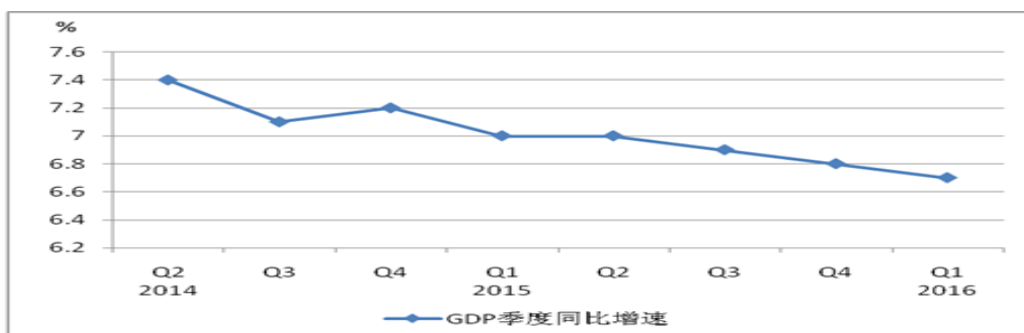
民生持续改善，收入就业指标表现较好。前三季度，中国城镇新增就业1066万人，提前完成全年目标，城镇调查失业率稳定在5.1%—5.2%。居民收入实现了“两个高于”的要求，2015年前三季度，全国居民人均可支配收入累计达到16367元，同比实际增长7.7%，高于同期GDP增速0.8个百分点。农村居民人均可支配收入同比实际增长8.1%，高于同期城镇居民人均可支配收入实际增速1.3个百分点。

价格水平总体平稳，结构性通缩压力加大。受新拉涨因素不足，及季节、气候因素的影响，全年月度居民消费价格涨幅均低于2%，个别月份低于1%，物价总水平平稳。但受国内需求总体偏弱及国际大宗商品价格持续下跌的影响，生产领域中原材料、燃料价格持续下降，生产者价格指数PPI连续45个月负增长，且降幅较大，工业领域结构性通缩风险已较为突出。

2. 2016年上半年经济运行特征

2016年一季度中国经济保持中高速发展，缓中趋稳、稳中有进，结构持续优化，新经济快速发展。2016年一季度国内生产总值158526亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%。分产业看，结构调整加快，向服务业和中高端制造业提升趋势明显。同时，第一产业增加值8803亿元，同比增长2.9%；第二产业增加值59510亿元，增长5.8%；第三产业增加值90214亿元，增长7.6%，较第二产业高出1.8个百分点，占GDP的比重升至56.9%，比2015年同期提升2个百分点，高出第二产业19.4个百分点。新经济、新动能持续快速增长，一季度战略性新兴产业增长10%，高技术产业增长9.2%。节能降耗持续推进，一季度，单位国内生产总值能耗同比下降5.3%。

2014 年二季度-2016 年一季度中国 GDP 同比增速



数据来源：国家统计局，下同。



据国家统计局最新公布数据，2016年3月份制造业采购经理指数(PMI)为50.2%，比2月份回升1.2个百分点，自2015年8月份以来首次回到荣枯线以上；非制造业商务活动指数为53.8%，比2月份上升1.1个百分点，为近两年来较大升幅，略高于去年同期水平。

制造业和非制造业指数回升意味着经济发展基础逐渐牢固，表明春节过后企业集中开工现象好转；也预示中央政府加快供给侧结构性改革取得了一定成效，推进了制造业生产和市场回暖。而制造业回暖又反过来带动了固定资产投资回升，尤其春节之后，由于各级政府去库存政策力度加大，房地产市场回暖明显，拉动了消费增长。2月份全国全社会用电量累计8762亿千瓦时，同比增长2%，增速达到4%。2月份居民消费价格(CPI)环比和同比涨幅均有所扩大，受部分工业行业出厂价格涨幅扩大或降幅缩小影响，工业生产者出厂价格(PPI)环比和同比降幅继续收窄。此外，3月份电力耗煤降幅收窄，钢铁、化工开工大幅走高，也意味着需求回暖和盈利改善已带动生产扩张。

2014-2016 年一季度中国宏观经济主要指标

单位：%

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年一季度
国内生产总值增长率	7.4	6.9	6.7
规模以上工业增加值增长率	8.3	6.1	5.8
全社会固定资产投资增长率	15.7	10.0	10.7
出口增长率	6.1	-2.8	-9.7
进口增长率	0.4	-14.1	-13.3
居民消费价格总水平涨幅	2.0	1.4	2.1
M0 增长率	6.2	4.9	4.4
M1 增长率	3.2	15.2	22.1
M2 增长率	12.2	13.3	13.4

数据来源：国家统计局。

3. 2016年下半年经济增长趋势分析

根据2016年第一季度中国的经济发展现状，预计2016年上半年经济仍将运行在合理区间内，预计二季度经济增长维持在6.7%左右，与一季度基本持平。稳增长仍是下半年的主基调。在此背景下，经济将在投资、供给侧结构性改革、国企改革以及“双创”四大领域发力。

伴随前两个季度的经济发展形势，随着国企改革加快推进，中国产业经



济结构会进一步优化,经济发展基础筑牢和经济发展面拓宽可期。展望2016年经济增长,中国经济发展长期向好的基本面没有变,但受结构性、周期性因素叠加影响,明年经济运行仍面临较大的下行压力,但是随着前期大量稳增长政策逐渐释放效力,同时当前政策力度加大,全年经济增长很可能前低后稳。2016年仍将在稳增长和调结构之间权衡,需求侧的稳增长政策着眼于短期经济增长,而供给侧的结构性调整更多地作用于中长期经济增长质量的提升。因此,积极的财政政策要加大力度,稳健的货币政策灵活适度,通过多种政策手段灵活运用,维持流动性平稳,为结构性改革创造适宜环境。

根据国家税务总局披露,伴随营改增全面实施,实行行业范围和抵扣范围“双扩”,涉及新增建筑、房地产、金融、生活服务4个行业约1000多万户纳税人,将直接比改革前减轻企业税负5000多亿元,一定能形成以政府收入做“减法”换取企业效益做“加法”、市场活力做“乘法”的良好局面,更可焕发中小微企业生机。同时2016年中国经济确定“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”等五大任务,将更加有利于中国经济实现可持续、高质量地增长。

随着行政审批事项不断精减,政府职能基本转型到位,市场化机制逐渐形成,体制性障碍基本消除,各种束缚基本解除,企业生存发展环境更加生态。制造业投资增速可能下降1.5个百分点,约拉低投资增速0.5个百分点。一是企业经营景气度下降影响投资积极性。研究发现,制造业投资增长速度变化的60%可由上一年的企业利润增长速度解释。2015年以来,工业企业利润总额持续负增长,较上年下降约5个百分点。工业企业利润恶化抑制企业扩大投资。且上半年受益于股票市场持续活跃,企业非主营业务收入快速增长,若去除其影响,企业的经营状况比利润数据显示的还要差。二是产能过剩依然突出,新增投资动力不足。从今年行业统计数据来看,产能过剩问题仍然突出,且伴随经济下行,产能利用率进一步下降,产能过剩行业有扩展之势。三是高新制造业规模尚小,难以提供足够投资支撑。全国高技术制造业投资同比增长高出全部制造业投资近4个百分点,但其占比不足10%,对制造业投资增长拉动较弱。

房地产投资或有回落。2016年第一季度,在一线城市带动下,东部地区二、三线城市销售回升,但随着房价快速上涨,加上部门城市调控政策出台一线



城市商品房销售逐月回落。二线城市热度下降，三、四线城市则继续低迷，在调控收紧房价高企等不利因素影响下，下半年全国商品房销售或继续回落。投资方面，新开工和竣工增长较快，房屋总施工面积增幅较小，开发商对市场仍保持谨慎，在销售回落、地价上升等因素影响下，下半年房地产投资或有回落，全年预计在5%左右。

基础设施投资增长可能回落2个百分点。一是资金来源受到限制。受经济下行影响，财政收入增速大幅下降，且若明年房地产市场景气度再次下降，则地方政府的资金来源将受到极大约束。二是部分改革措施短期内可能抑制地方政府投资扩张。新预算法、限制地方招商引资竞争和地方司法、纪委体系改革强化对地方政府经济行为的制衡约束，短期内可能抑制地方投融资扩张。

消费能力平稳增长。2016年1-5月，社会消费品零售总额129281亿元，同比增长10.2%，商务部监测的5000家重点企业零售额实际增速（扣除价格因素）已连续3个月保持回升势头。在拉动中国经济的“三驾马车”中，消费持续保持着平稳的增长态势。预计下半年消费需求将保持基本稳定，消费热点将集中在餐饮、旅游、进口、教育、医疗等领域。

出口可能略高于2015年。一是外部环境依然复杂。国际货币基金组织10月份报告预计2016年发达经济体复苏会有所减弱，但新兴市场国家的增长速度在2016年有所回升。二是政策环境优化和低基数可能提高出口增速，进口可能低速增长。今年进口之所以出现负增长，主要是受到大宗商品价格下降所致，进口数量降幅不大。预计明年进口数量将窄幅下降，价格影响降低，进口实现低速增长。

中国社科院财经战略研究院近日发布的报告预计，2016年下半年物价涨幅将分化，PPI同比降幅继续缩小并趋向转正，全年CPI预计上涨2.0%。消费品零售增幅基本平稳，固定资产投资、房地产投资、货币供应增幅略有下降。2016年下半年中国经济将继续保持平稳增长态势，全年经济增长6.6%左右，高于6.5%的增长目标。

总体来看，2016年经济仍面临较大的下行压力，经济增长速度有可能进一步回落。

五、行业情况分析

(一)所属行业分类

Kerr隶属健康食品行业，其主营业务为运动营养产品（Sports Nutrition）与体重管理产品（Weight Management）的研发和销售。根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，公司所处行业属于“制造业”门类的“食品制造业”（行业分类代码C14）。

(二)行业发展概况及发展趋势

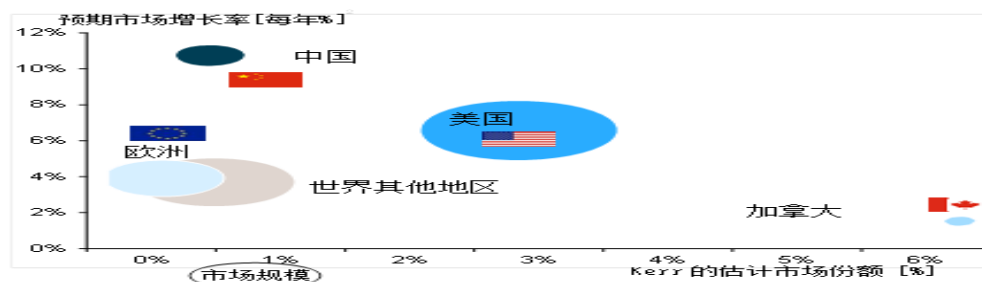
1. 全球运动营养产品和体重管理产品持续增长

根据Roland Berger 2016年5月发布的关于运动营养产品及体重管理产品的行业研究报告，2015年运动营养产品及体重管理产品市场规模约240亿美元。展望未来，至2020年全球运动营养产品及体重管理产品市场预计可保持每年5%的增长，其中运动营养产品为最快增长分类，预计年化增长率为8%，2020年达到155亿美元的规模；而体重管理产品预计将保持每年4%的增长，2020年达到160亿美元的规模。全世界范围内，北美运动营养产品和体重管理产品市场规模最大，占全球市场规模的46%。中国市场目前相对较小，但具有较强的增长潜力。与北美市场和中国市场相比之下，欧洲市场具有一定的规模，但是增长乏力，市场竞争相对激烈。

2015年，北美的运动营养产品及体重管理产品市场约为111亿美元，占全球市场总值的46%。该市场受益于参与健身活动的人群不断上升及北美地区的肥胖及超重人口日益普遍（约占总人口的72%）而进一步扩大。展望未来，北美市场至2020年预期每年可增长6%，其中运动营养产品市场将每年增长9%，至2020年达到105亿美元；体重管理产品市场每年可增长2%，至2020年达到47亿美元。

与北美市场相比，中国市场相对较小，2015年中国运动营养产品及体重管理产品市场约为16亿美元，但是增长极为迅速。市场的高速增长得益于人们越来越多的采纳西方运动方式，以及随着生活水准提高肥胖人群也有所增加。Roland Berger认为中国运动营养产品及体重管理产品市场将维持快速增长，预计至2020年，运动营养产品每年可增长15%及体重管理产品每年可增长10%。





按地域划分的市场1吸引力 (2015年)

资料来源: Roland Berger

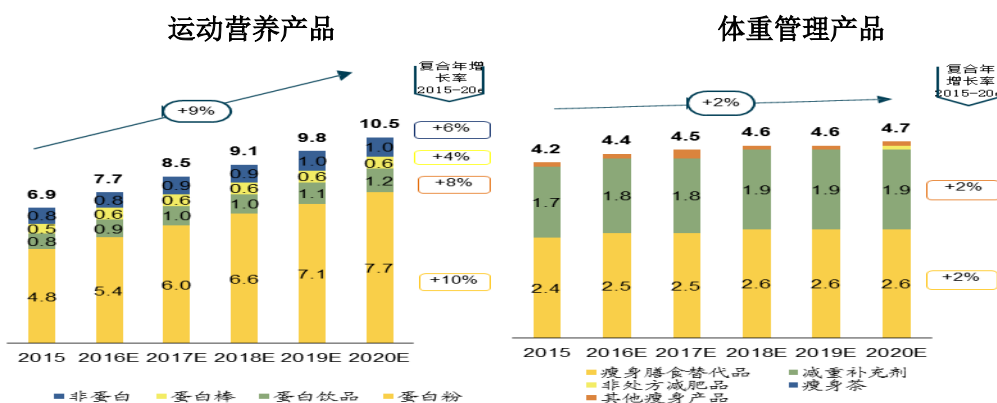
注: 1 市场界定为运动营养产品及体重管理产品; 2 计算为 2015 年至 2020 年的复合年增长率

上图展示了世界各大市场预期增长率、市场规模以及Kerr在各大市场所占份额。从图中可以看出, Kerr主要的运营市场为美国和加拿大, 其中美国的市場最大且增长较快, 为Kerr目前最关注的市场。中国市场较小, 但是增长潜力较大, 随着本次收购的完成, 西王食品将与Kerr公司一起着力标的公司业务在中国市场的推广, 提升其收入及盈利水平。

2.北美运动营养产品和体重管理产品市场情况

2015年北美运动营养产品市场规模为69亿美元, 预计到2020年市场规模将达到105亿美元, 年化增长率可达9%。运动营养产品中市场份额最大的产品为蛋白粉, 2015年蛋白粉规模48亿美元, 且增长极为迅速, 预计到2020年市场规模将达到77亿美元, 年化增长率可达10%。

体重管理产品2015年市场规模约为42亿美元, 与运动营养产品市场规模相当, 但预期增长乏力。预计到2020年市场规模将达到47亿美元, 年化增长率为2%。体重管理产品中瘦身膳食替代品和减重补充剂为市场份额最大的两个产品, 分别占2015年体重管理产品市场的57.1%和40.5%。详情见下图:



资料来源: Roland Berger

单位: 10 亿美元



3.欧洲保健食品行业概述

欧洲地区经济发达，保健食品消费较高，目前为全球第二大保健食品消费市场。经过多年发展，欧洲地区保健食品市场较为成熟且渗透率高，其中，德国、英国、法国、意大利四个国家的消费占据了欧洲保健品消费的主要份额。四个国家保健食品消费偏好有所不同，德国市场矿物质类产品销量较好，英国市场鱼油类产品销量较好，法国市场维生素类产品销量较好，意大利市场益生菌类产品销量较好。除四个主要消费国外，荷兰、爱尔兰、西班牙等新兴市场开始呈现快速增长的势头，预计欧洲保健食品消费市场未来有较大增长空间。

4.亚洲保健食品行业概述

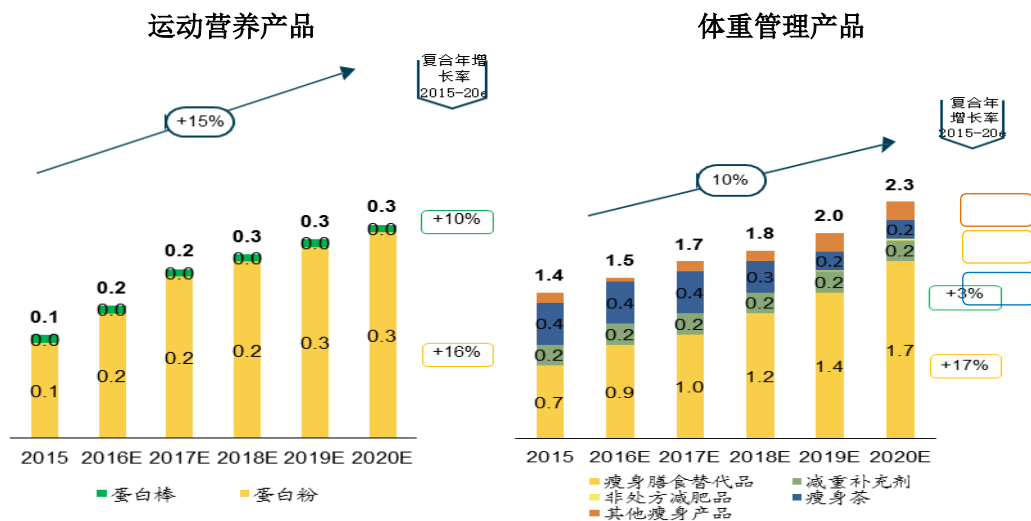
亚洲地区经济体量较大，保健食品消费规模十分庞大。亚洲地区保健食品消费主要来源于中国，日本及韩国。中国自古就有以食为补、以食为疗的养生文化，随着经济的快速发展，人们的消费能力不断提升，养生保健观念也越来越强，中国保健食品市场迅速发展、空间广阔。日本经济起飞最早，保健食品市场相对发达。日本是最早研制保健食品的国家之一，自80年代初就成为主要生产国和最发达的保健食品市场之一。韩国经济较为发达，人们对保健需求较高。韩国政府近年推出了一系列的保健食品法案以鼓励保健食品行业的发展，对世界流行的保健产品技术结合韩国特色的传统保健方法进行改良，已开发出独具特色的健康保健产业链，产业不断成熟。

5.中国保健食品行业概述

根据Roland Berger 2016年5月发布的关于运动营养产品及体重管理产品的行业研究报告，2015年中国运动营养产品市场规模约为1.5亿美元，预计到2020年市场规模将达到3亿美元，年化增长率可达15%。运动营养产品中市场份额最大的产品为蛋白粉，2015年蛋白粉规模1.3亿美元，占2015年运动营养产品市场规模的91.8%，且增长较为迅速。

体重管理产品2015年市场规模约为14亿美元，远高于运动营养产品市场规模，且预期仍将保持高速增长。预计到2020年市场规模将达到23亿美元，年化增长率为10%。体重管理产品中市场份额最大的产品为瘦身膳食替代品，2015年瘦身膳食替代品规模7.5亿美元，占2015年体重管理产品市场的52.8%。详情见下图：





资料来源: Roland Berger

单位: 十亿美元

中国保健食品行业从生产到销售全程受到强制行政管理。在原料使用、产品准入、生产（条件）许可到产品流通、广告发布等环节均需要进行申报，以获得相应政府部门的申报审批。新《食品安全法》及《食品生产许可管理办法》将普通食品、保健食品、特殊医学用途配方食品等纳入食品生产许可的范畴，目前中国保健食品由国务院食品药品监督管理部门监督实施。

中国消费者保健食品市场由维他命与膳食补充市场、草本/传统产品市场、运动营养市场及体重管理产品市场四部分组成。具体来说，维他命与膳食补充市场和草本/传统产品市场占据主要市场份额，具有较高的购买频率和大量的消费人群；运动营养市场和体重管理产品市场占比较小，但在2020年之前将得到快速成长。根据联合国人口司的统计数据，2015年美国人口3.2亿，日本人口1.3亿，中国人口13.7亿。2015年同期，美国、日本的人均保健品消费分别140美元、105美元，均远超中国人均23.8美元水平。在中国，保健食品行业还处于起步阶段，保健食品企业在研发实力、技术水平、品牌推广等方面与发达国家保健食品企业仍有较大差距。但近几年来，随着我国经济进一步增长，居民人均收入的提高，我国消费居民总体购买力进一步提升；随着消费者生活水平提高、医药卫生体制进一步改革，我国消费者医疗保健意识不断提升，我国保健食品行业实现了较快增长，国内保健食品市场仍有很大的成长空间。

经过多年的快速发展，我国保健食品行业已经呈现出如下发展趋势：

（1）市场发展迅猛，成长空间巨大

目前我国保健食品的使用率较低，未来还有较大的渗透空间。伴随着我国经济的稳定发展、国民收入水平的持续提升，并结合国家对医疗保健行业的重视鼓励，我国居民的保健意识将会不断增强，保健食品市场有望持续扩大。

（2）保健食品品类多样

根据中国保健协会出具的《中国保健食品产业发展报告》，我国的保健食品目前申报的功能集中分布在增强免疫力、辅助降血脂和缓解疲劳。随着人民生活水平的不断提高，国内消费者对于保健品的需求更加多样化、个性化、多元化。与此同时，国内海淘的兴起以及互联网等新兴媒体的迅速发展，为国内消费者开辟了新的获取营养保健知识的渠道，使消费者对保健食品的成分、机理等方面的认识越来越全面，从而结合自身需求进行保健食品的选择与消费。国家政策方面也鼓励保健食品品类向着多元化的方向发展，《食品工业“十二五”发展规划》（发改工业[2011]3229号）也明确指出“开发适合不同人群的营养强化食品，孕妇、婴幼儿及儿童、老人、军队人员、运动员、临床病人特殊膳食食品”。

（3）产品形态逐步转向“食品态”

目前，我国保健食品剂型以片剂、胶囊等“药态”剂型为主。随着保健食品的消费越来越普遍，消费者对保健食品的形态需求也越来越多元化，除了保健品的保健功效外，人们更加注重保健品的休闲、美味、使用便利等附加功能。因此未来保健食品在传统产品的功能基础上，向具食品形态、服用方法生活化、美味化、休闲化的方向发展。

（4）行业分工专业化，推动行业发展

随着消费者需求的个性化发展，保健食品行业越来越专业化，产业内部和企业之间的分工协作将不断细化与深化。部分保健食品企业擅长新产品研发和创新，能够不断满足消费者多样性需求的新产品，同时建立稳定的质量保证体系，并注重工艺技术改进，生产高质量的保健食品，这类企业技术进步和技术升级较快，能够形成技术优势。部分保健食品企业擅长自身品牌运作，不断创新其销售模式并积极建设与维护销售渠道，从而形成品牌优势。保健食品产业链的专业化分工，有力推动了保健食品产业的变革，推动了保



健食品产业的发展。

(三)行业主管部门、行业管理体制和主要政策

1. 行业主管部门

2003年4月16日，国家食品药品监督管理局正式挂牌，是在国务院直属单位，负责对食品、保健品、化妆品安全管理的综合监督和组织协调。

国家食品药品监督管理局的主要职责包括：

(1)负责起草食品（含食品添加剂、保健食品）安全、药品（含中药、民族药）、医疗器械、化妆品监督管理的法律法规草案，拟订政策规划，制定部门规章，推动建立落实食品安全企业主体责任、地方人民政府负总责的机制，建立食品药品重大信息直报制度，并组织实施和监督检查，着力防范区域性、系统性食品药品安全风险。

(2)负责制定食品行政许可的实施办法并监督实施。建立食品安全隐患排查治理机制，制定全国食品安全检查年度计划、重大整顿治理方案并组织落实。负责建立食品安全信息统一公布制度，公布重大食品安全信息。参与制定食品安全风险监测计划、食品安全标准，根据食品安全风险监测计划开展食品安全风险监测工作。

(3)负责组织制定、公布国家药典等药品和医疗器械标准、分类管理制度并监督实施。负责制定药品和医疗器械研制、生产、经营、使用质量管理规范并监督实施。负责药品、医疗器械注册并监督检查。建立药品不良反应、医疗器械不良事件监测体系，并开展监测和处置工作。拟订并完善执业药师资格准入制度，指导监督执业药师注册工作。参与制定国家基本药物目录，配合实施国家基本药物制度。制定化妆品监督管理办法并监督实施。

(4)负责制定食品、药品、医疗器械、化妆品监督管理的稽查制度并组织实施，组织查处重大违法行为。建立问题产品召回和处置制度并监督实施。

(5)负责食品药品安全事故应急体系建设，组织和指导食品药品安全事故应急处置和调查处理工作，监督事故查处落实情况。

(6)负责制定食品药品安全科技发展规划并组织实施，推动食品药品检验检测体系、电子监管追溯体系和信息化建设。

(7)负责开展食品药品安全宣传、教育培训、国际交流与合作。推进诚信体系建设。



(8)指导地方食品药品监督管理工作，规范行政执法行为，完善行政执法与刑事司法衔接机制。

(9)承担国务院食品安全委员会日常工作。负责食品安全监督管理综合协调，推动健全协调联动机制。督促检查省级人民政府履行食品安全监督管理职责并负责考核评价。

(10)承办国务院以及国务院食品安全委员会交办的其他事项。

2. 行业主要政策

随着新《食品安全法》的实施，配套的《食品生产许可管理办法》同步出台，并将普通食品、保健食品、特殊医学用途配方食品等纳入食品生产许可的范畴，由国务院食品药品监督管理部门监督实施。除此之外，包括《药品经营质量管理规范》(2015年)、《中华人民共和国药品管理法》(2015年)、《蛋白同化制剂和肽类激素进出口管理办法》(2014年)、《食品药品行政处罚程序规定》(2014年)、《药品不良反应报告和监测管理办法》(2011年)及《中华人民共和国行政许可法》(2011年)等法律法规对保健品行业进行规范。

(四)行业特点

1. 行业竞争格局、市场化程度及行业内的主要企业

(1) 北美保健食品行业竞争格局

总体而言，北美保健食品行业市场较为成熟，但业内竞争者较多，市场集中度低，市场份额较为分散。同时，行业内企业经过多年发展，均已在客户心中树立了较好的品牌形象，客户对产品的选择较为稳定，行业进入门槛较高。

①市场集中度低，市场份额分散

北美地区保健食品行业经过多年的发展已较为成熟，在运动营养产品和体重管理产品领域，当前主要的竞争者主要有3类，分别为：中型独立品牌、大型制药公司和快消品公司、自有品牌。目前运动营养产品和体重管理产品的市场份额较为分散，前五大的运动营养品牌和体重管理产品品牌分别占据了这两个市场43%和34%的份额。行业内竞争者较多，市场集中度较低。

②品牌效应明显，行业进入门槛较高

由于北美市场份额较为分散，竞争者众多，在市场上胜出的关键因素是品牌效应和快速引进新产品的能力。目前北美保健食品市场中各个领先的品



牌在市场流通的时间大都超过10-20年，这些品牌已在消费者心中树立了良好的品牌形象，对于市场准入者而言，进入门槛较高。

(2)中国保健食品行业竞争格局

中国保健食品制造业的特征为市场空间巨大、行业增速较快。但由于保健食品产业在中国的发展时间较短，因此市场份额较为分散，行业集中度偏低，行业中小企业众多、竞争较为激烈。

①市场集中度低，竞争激烈，行业整合空间较大

根据国家统计局统计数据，截至2015年11月，我国保健食品行业规模以上企业有277家，数量较多。目前我国保健食品行业市场集中度低、企业间竞争激烈，市场较为分散，行业中占据品牌优势的企业市场份额也较小，行业整合空间较大。大中型企业通过建立研发中心提升产业结构，充分发挥带头作用，充分整合产业资源，发挥综合服务优势，提升市场占有率，从而带动整个保健食品市场向有序竞争发展。

②企业区域分布差异化

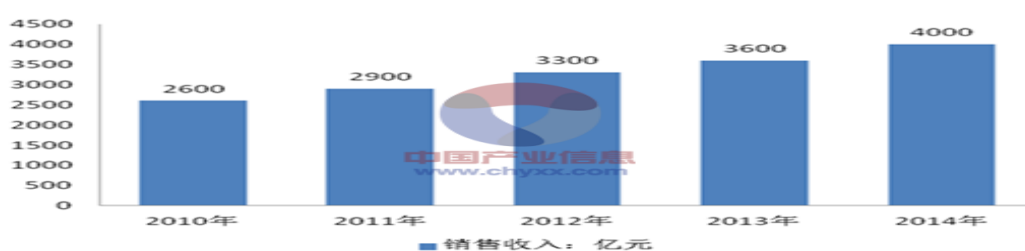
由于我国幅员辽阔、各地经济状况有所不同，保健食品生产厂家的分布整体呈现南多北少、东多西少的特点。广东、北京、山东、浙江、江苏、上海等六个省市的生产厂商占据全国总产量的60%以上。这些地区的企业生产规模较大、出口多、产品品种多、产业创新水平较高，具有规模竞争优势、较强的产业聚集效应和较高的技术设备水平。

(五)行业市场供求状况及变动原因

2013年中国保健品行业的总产值是1624.41亿元，而国内保健品企业的销售收入则为1579.36亿元。2014年，中国膳食补充剂市场规模约为1000亿元，同比增长12%。据统计，保健品行业平均年增长率为10%-15%，销售额从2600亿元扩张到4000亿元。

2010-2014年中国保健品销售收入

数据来源：国家统计局

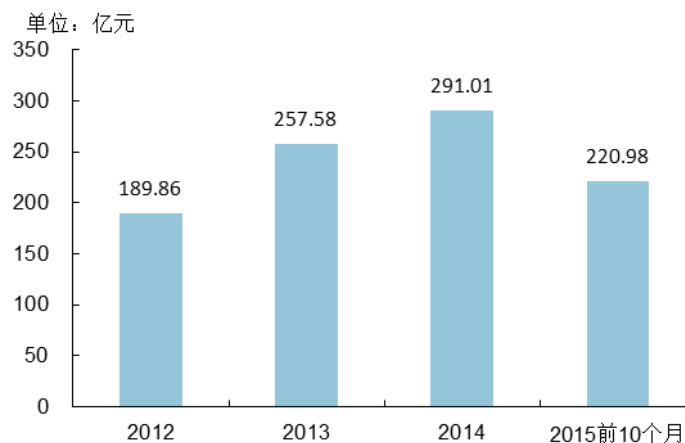


相较美国和澳洲，国内的保健品行业仍处于发展初期。2014年，国内保健品行业市场规模为902亿元。比较人均消费水平，美国和澳洲分别为56美元和41.6美元，而国内市场仅为11.4美元。根据Bain预测，行业规模有望在未来4年保持8%的年均增速，至2018年达到1263亿元的规模。

国内保健品市场发展的滞后性的原因是对比海外市场，国内保健品的审核和牌照壁垒更高。安利持有国内唯一的全国直销牌照，2013年国内销售额近300亿元，占据绝对优势。本土品牌在竞争中总体处于弱势，根据Euromonitor数据，2010年前5大国内厂商合计销售额尚不及安利一家。但由于深度分销，内资品牌汤臣倍健在07-14年的7年中将收入水平由6685万元扩张25.5倍至17.05亿元，显示内资品牌缺乏强势企业，行业格局亦尚未定型。

(六)行业利润水平的变动趋势及变动原因

在国内市场，随着保健食品行业内企业不断进行整合资源，市场集中度不断提升，企业规模越来越大。大型企业对供应链上下游的议价能力不断提升，向消费者转移原材料上涨压力的能力越来越强。通过发挥规模优势，市场资源能够向优势企业集中，企业规模化、自动化生产能力不断提高，生产成本可以有效降低，因此综合而言国内保健食品行业利润将可以稳定增长。根据国家统计局数据，2012年至2015年10月，保健食品行业主营业务收入2,000万元以上企业利润总额如下图所示：



数据来源：国家统计局

注：受节日因素影响，保健食品销售有季节性，每年12月份保健食品销量最多。

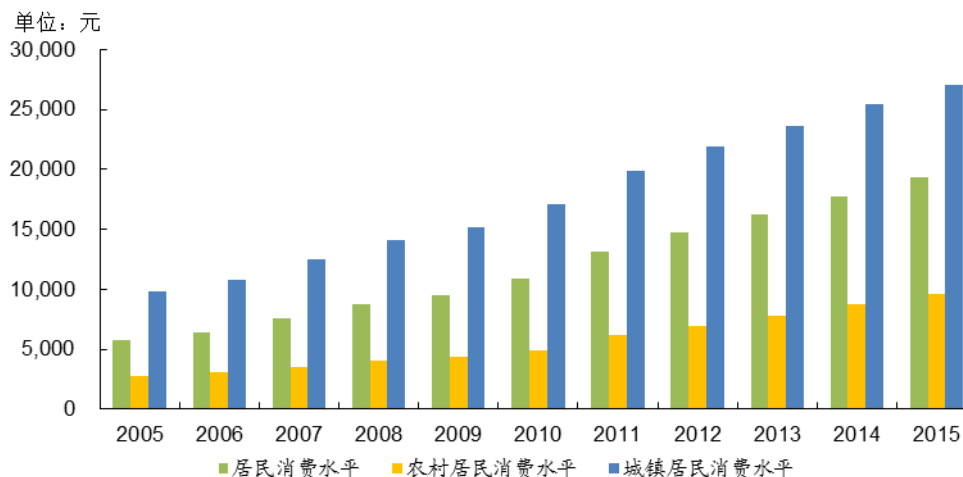
(七)影响行业发展的有利和不利因素

1. 有利因素

(1)消费持续增长，消费结构升级



近几年，我国居民人均消费水平不断提升，2005-2015年年均名义复合增长率为14.15%。伴随着居民消费水平的提高，我国居民消费者在满足基本生活需要的基础上，增加对保健食品的需求。2005年至2015年，我国居民消费水平、农村居民消费水平及城镇居民消费水平增长趋势如下图所示：



数据来源：国家统计局

全球范围内，虽然目前整体经济增速趋缓，但北美市场经济依然稳定增长，2015年美国GDP增速为2.4%，加拿大GDP增速为1.1%，稳定的增长可以保证稳定的消费需求。另外，新兴国家的经济增长仍较为强劲，例如2015年印度GDP增速为7.6%，印度尼西亚GDP增速为4.8%，目前新兴国家保健品渗透率较低，预计未来有广阔发展空间。

(2) 国家“健康中国”发展规划

2014年10月，国务院印发的《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》提出，营造重视体育、支持体育、参与体育的社会氛围，将全民健身上升为国家战略。到2025年，人均体育场地面积达到2平方米，群众体育健身和消费意识显著增强，人均体育消费支出明显提高，经常参加体育锻炼的人数达到5亿，体育公共服务基本覆盖全民。

李克强总理在2015年两会政府工作报告中强调：“健康是群众的基本需求，要不断提高医疗卫生水平，打造健康中国。” 2015年10月29日中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，明确提出推进健康中国建设。2015年9月初，国家卫计委全面启动《健康中国建设规划（2016-2020年）》编制工作。“健康中国”建设规划是在“十三五”时期全面建成小康社会背景下，为满

足人民群众不断增长的健康需求编制的一项全局性、综合性、战略性的中长期规划，也是“十三五”时期卫生计生事业发展的总体规划。

伴随着国内人均可支配收入的提升以及消费市场升级，消费群体更加关注健康生活，由此衍生了巨大的健康市场需求，助力健康食品行业整体规模提升。此外，我国保健品人均消费水平还相对较低，2015年美国、日本的人均消费分别140美元、105美元，均为中国人均23.8美元水平的近5倍，境内保健品市场提升空间较大。

(3)国家政策积极鼓励引导

保健食品行业经历了多年的发展，我国政府在制度建设、政策引导及行业监管等方面发挥了积极作用，已逐步建立国家标准和行业标准体系，包括修订《食品安全法》，制定《保健食品注册与备案管理办法》；整合食品安全国家标准，初步建成覆盖所有食品类别，与国际食品法典标准体系框架、原则、科学依据一致的食品安全国家标准体系；完善《广告法》，规范市场宣传行为；合并食品和保健食品监管，明确和调整监管职能。这对保健食品行业的产业结构升级、产品质量提高以及行业规范化发展起到了促进作用。2016年7月最新实施的《保健食品注册与备案管理办法》在原来注册制的基础上进一步引入备案制，开启了保健食品政策改革的步伐，长期看预计对行业会产生积极影响。

(4)减肥产品市场前景广阔

中国的减肥产品目前主要由保健食品、药品、茶、外用及仪器五大类构成。随着生活水平的不断提升，肥胖人群逐年上升，对减肥产品的需求也呈现很大的上升，据统计，中国减肥市场的年产值近100亿元，是继补益类保健食品之后第二大类别的医药保健产品。随着国内的肥胖患者持续增长，不同年龄、地区、职业等人群中肥胖患者的数量增长，尽管近年来的行业监管力度、虚假广告、炒作等管理的加强，但是对减肥产品需求仍将继续上升。除此之外，减肥产品的需求者不仅局限于肥胖群体，也有多数追求美丽的女性也是减肥市场的潜在消费群体，因此，中国的减肥市场前景较为广阔。

2. 不利因素

(1)缺乏自主知识产权的核心技术

保健品行业在中国是非常特殊的一个行业，是伴随着人们生活水平的提



高，人们对健康的需求增加而发展起来的。现在看来，保健品行业的需求逐年大幅增加，这代表着人们的健康意识越来越强。然而保健品行业创新严重不足。多年来，大部分的保健品企业仅仅依靠模仿和跟风来发展，很少有企业能够踏踏实实的做基础研究，这也导致保健品行业专利缺失，很多企业没有申请专利的意识，更没有申请的基础条件。

(2) 行业研发投入不足，制约行业发展

虽然我国保健食品行业目前有较快的增长，但相比于该行业国际领先的企业，我国企业的资金实力、技术水平、管理能力等方面依然有诸多需要提升改进之处。落后的技术造成产品差异化程度不足，核心竞争力较低，行业竞争处于无序状态，市场份额分散，这对行业长期发展有不利影响。

(3) 消费者认知程度不高

保健食品行业在我国存在的时间有限，目前国内多数消费者对于保健食品的认知水平仍然较低。保健食品企业需要进一步加强对品牌功能与技术的宣传力度，帮助国内消费者建立对保健食品更加科学全面的认知，从而更好的做出消费选择，进而培养对品牌的忠诚度。

(4) 跨境电商对国内保健品行业的冲击

跨境电商基于海外销售，作为个人自用物品邮寄的方式完成保健品进口，仅需符合原产国的药监标准，大幅降低了海外品牌的落地壁垒。以澳洲品牌 Blackmore's 为例，尽管公司未正式进入中国市场，但受益于2014年下半年国内进口跨境开放试点，公司2015财年销售较上年大幅增长36%至4.71亿澳元。根据该公司估算，跨境试点开放1年以来公司对中国的被动销售(体现为在澳洲本土零售商完成销售，然后邮寄至中国)金额已达到约6600万澳币，占总收入的14%。根据行业专家调研，2014年淘宝渠道保健品销售额约100亿元左右，其中跨境渠道销售占比已达到30%。保健品电商正处于高速发展期，参照各类电商渗透率以及专家访谈数据，估算至2018年全行业线上零售额将达到约316亿元，较当前市场体量扩张2-3倍，其中跨境渠道增速将显著高于线上渠道总体。针对消费心理而言，海外品牌的认知度及标准化程度较高，因此，国外的保健产品的电商化销售是对国内保健品行业发展的重要的冲击。

(八) 进入本行业的主要障碍

1. 国内产品准入壁垒



1996年卫生部出台的《保健食品管理办法》明确规定：卫生部对保健食品实行审批制度，凡声称具有保健功能的食品必须经卫生部审查确认。卫生部对审查合格的保健食品颁发《国产保健食品批准证书》。有效的《国产保健食品批准证书》是生产保健食品的必备条件，其包含了相应产品的产品配方、产品质量标准、生产工艺、功效验证等内容，体现了企业具备在国内市场生产及销售对应产品的资质。

根据2005年7月1日出台的《保健食品注册管理办法（试行）》，保健食品注册申请人需向国家食品药品监督管理局提交申请，并由其依照法定程序、条件和要求，对申请注册的保健食品的安全性、有效性、质量可控性以及标签说明书内容等进行系统评价和审查，并决定是否准予其注册并颁发《国产保健食品批准证书》。申请《国产保健食品批准证书》需在食品药品监督管理局指定的实验室进行保健食品的安全性毒理学试验、功能学试验（包括动物试验和/或人体试食试验）、功效成分或标志性成分检测、卫生学试验、稳定性试验等，保健食品批准证书申报需要较长的时间，同时需要投入较多的资金。

2016年7月1日又实施了最新的《保健食品注册与备案管理办法》，规定对于使用的原料已经列入保健食品原料目录的保健食品以及首次进口的营养素补充剂保健食品两大品类实施备案制度，其他品类保健食品仍适用于注册制度，保健食品行业进入注册备案双轨管理阶段。若保健食品符合备案制的要求，则可大大缩短审批时间。但目前新规下保健食品扩容范围有限，仅原料目录内的保健食品注册程序有望简化，对使用保健食品原料目录以外原料的保健食品和首次进口的保健食品依然实行注册管理，条件严格，因此国内保健食品行业的产品准入壁垒较高。

2. 国际市场准入壁垒

不同国家在保健食品行业准入、生产经营等方面制定了不同的法律、法规以加强对行业的监管。企业需建立符合法规要求和行业特点的质量管理体系以达到相关部门的监管要求并取得相应认证，这个申请审批过程通常较为复杂。如向美国出口保健食品需在美国食品药品监督管理局（FDA）网站注册，同时建立符合美国膳食营养补充剂相关GMP要求的质量管理体系，且在实际市场拓展过程中，以通过NPA's GMP等相关质量体系认证的形式，证明



法规符合性及公司质量管理水平，才能顺利拓展市场；要进入英国和主要欧盟国家零售商超市市场，需要通过BRC认证；向澳大利亚出口保健食品，企业需通过TGA's GMP认证方可进入该市场。部分国家还要求对出口企业进行场地注册或对单一产品进行产品注册。由于各国政府出台的行业监管政策一般会较为严格，企业若想进入不同国家的市场均需要在企业能力资质等方面做足大量的准备以符合监管要求，因此国际市场准入壁垒较高。

3. 技术壁垒

保健食品制造业是一个技术附加值较高的行业，一般产品的生产工艺和产品配方较为复杂，产品的开发需要一个长期积累的过程，企业需要建立原辅料、配方、工艺、稳定性等数据库，并进一步开展针对细分产品展开配方、工艺、质量的数据的收集、整理、分析和积累研究，进而提升企业各剂型、各类别产品的质量，尤其是高工艺难度的特殊产品的质量。另外，新产品的检测方法和标准一般情况没有法定可参照的标准，在研究产品标准和专属的检测方法方面需要有较大投入，质量检测方法较为严格，对专业化设备和生产环境有严格的要求。综上所述，行业新进入者难以在短时间内突破行业技术壁垒。

(九)行业技术水平及技术特点

保健食品行业的生产工艺及使用的配方较为复杂，不同功效成分及其工艺流程需要企业持续投入，不断研究并进行优化，以便既能保证产品功效成分的稳定性，同时减少原材料的耗用。目前，该行业国内企业的研发水平与国外企业相比仍有一定的差距，国内少数竞争实力较强的企业开始通过采取新的技术和工艺方法、引进国外先进的保健食品生产设备以提高生产工艺水平，提高企业和产品的竞争力，从而向国际标准不断靠拢。

(十)行业的经营模式

1. 生产模式

(1)自主生产

自主生产即保健品生产企业自行对产品进行研发和生产。

(2)委托加工

委托加工生产即取得保健品生产许可的企业委托具有生产资质的企业进行代加工的生产方式。由于委托加工方式使得委托双方双赢而中国的保健品



生产中日益广泛，与此同时，高效、统一的监督管理也对保健品的安全质量起到了良好的保证作用。

2. 销售模式

保健品目前主要采用药店或者超市直营、会议营销、体验营销、电视购物以及电商销售等销售模式。

(1) 直销

传统的保健品直销主要集中在药店和超市，通过在药店或者超市的专柜进行销售，销售方式较为常见。

(2) 会议营销

通过建立数据库，收集目标销售对象的数据，并对这些数据进行分析、回归和整理，筛选出特定的销售对象，然后采用组织会议的形式，有针对性的进行定向营销的模式。这种销售模式门槛低、效仿度高，但是这种销售模式造成产品的销售竞争加剧，同时给销售者的造成信任危机。

(3) 保健品体验营销

这种营销方式以消费者感受和体验为中心，通过对现实产品的试用给消费者带来产品体验，主要是针对器械类的产品的销售，成本较高，但是针对性强。

(4) 保健品电商销售

随着电子商务的快速发展，淘宝、天猫、亚马逊等电商平台都在开展 b 保健品的网上销售，符合消费者即时、快速消费的理念。

(十一) 行业的周期性、区域性以及季节性特征

1. 行业的周期性

人们的保健需求不存在明显的周期性，保健食品行业作为与居民营养及健康息息相关的行业，与宏观经济的波动不存在明显的相关关系。随着居民收入水平的提高，人民的消费结构不断升级，保健食品行业一直呈现持续增长的态势，保健食品行业周期性特征较弱。

2. 行业的区域性

保健食品行业存在一定的区域性特征，这主要与不同区域的经济水平、居民消费能力差异、城市化程度、人口数量及结构等多方面因素有关。在全球市场，欧美、日本等发达国家的市场发展较为成熟，技术创新更为领



先，消费者的保健食品消费水平与保健观念普遍高于发展中国家；在国内市场，由于我国地区发展的不平衡，不同地区居民的可支配收入和消费理念差别较大，行业呈现从经济发达地区向经济欠发达地区逐步发展的区域性特点，目前我国保健食品企业呈现出东多西少、南多北少的特征。

3. 行业的季节性

保健食品行业与人们日常生活息息相关，对保健食品的消费没有明显的季节性，因此行业总体来说季节性特征较弱，但受传统节假日影响，保健食品在春节等节假日期间会呈现短期销售旺季；但是针对减肥产品而且，主要的消费季节是集中在春夏季节。

(十二)所处行业与上、下游行业的关联性

保健食品行业的上游主要是各种原材料的生产商及贸易商，包括各种动植物提取物的生产厂商以及部分农产品生产及加工厂商、化学制品厂商。下游主要是保健食品品牌运营商以及流通领域的各种渠道商。

1. 与上游行业的关联性

国内外供求关系变化、国际政策（如捕捞政策）以及国家对农产品的政策将会影响保健食品上游原材料供应商所能提供的原材料价格，进而对保健食品行业产生影响。近年来在保健食品生产过程中越来越重视科技的推动，并不断尝试降低成本以及生产过程的安全，这均将能够帮助降低本行业对上游行业的需求，有利于行业的持续发展。

2. 与下游行业的关联性及其影响

下游行业主要是保健食品品牌运营商以及商超、药店、连锁店等流通领域的各种渠道商。近年来，随着人们收入水平的提升，保健食品方面的消费支出越来越多，这有助于下游流通领域的发展，而流通领域的快速发展也将带动本行业的进一步快速发展。

六、收益法估值说明

(一)估值对象

估值对象：Kerr的股东全部权益。

(二)收益法的应用前提及选择的理由和依据

1. 收益法的定义和原理



企业价值估值中的收益法，是指通过将被估值企业预期收益资本化或折现以确定估值对象价值的估值思路。收益法中常用的两种具体方法是收益资本化法和未来收益折现法。

本次估值采用现金流口径的未来收益折现法即现金流折现法(Discounted Cash Flow, DCF)，其中，现金流采用企业自由现金流(Free Cash Flow of Firm, FCFF)。具体方法为，以加权资本成本(Weighted Average Cost of Capital, WACC)作为折现率，将未来各年的预计企业自由现金流折现加总得到经营性资产价值，再加上溢余资产和非经营性资产的价值，得到企业整体资产价值，减去付息债务价值后，得到股东全部权益价值。基本公式如下：

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

股东全部权益价值=企业整体资产价值-付息债务价值

2. 收益法的应用前提

本次估值是将Kerr置于一个完整、现实的经营过程和市场环境中，对其股东权益价值的估值。估值基础是对企业未来收益的预测和折现率的取值，因此被估值资产必须具备以下前提条件：

(1)估值对象应具备持续使用或经营的基础和条件；

(2)资产经营与收益之间存在较稳定的比例关系，并且未来收益和风险能够预测及可量化；

(3)当对未来的收益预测较为客观、折现率的选取较为合理时，其估值结果具有较好的客观性，能合理地反映资产的现实价值。

3. 收益法选择的理由和依据

Kerr主要从事运动营养与体重管理方面的营养补充品（主要包括运动营养品以及减肥食品）的研究、开发及市场营销。从进入营养补充品行业以来，行业地位不断提升，品牌影响力也持续扩大。目前，Kerr拥有MUSCLETECH、SIX STAR等系列产品市场表现良好，其销量逐年上升。因此，Kerr目前处于相对平稳上升的发展阶段，未来收入及成本费用可预测，收益可以量化，故本次估值适宜采用收益法。

(三)收益预测的假设条件

(1)一般性假设



①国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

②Kerr将保持持续经营，并在经营方式上与现时保持一致；

③国家现行的税赋基准及税率，税收优惠政策、银行信贷利率以及其他政策性收费等不发生重大变化；

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。

(2)针对性假设

①Kerr各年间的技术队伍及其高级管理人员保持相对稳定，不会发生重大的核心专业人员流失问题；

②Kerr各经营主体现有和未来经营者是负责尽职的，且公司管理层能稳步推进公司的发展计划，保持良好的经营态势；

③Kerr未来经营者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；

④Kerr提供的历史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；

根据资产估值的要求，认定这些假设条件在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，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。

(四)企业经营、资产、财务分析

1. 被估值单位主要业务介绍

(1)传统的产品销售模块

Kerr主要是运动营养、减肥产品的销售，主要的产品的形式为药片及胶囊，存在于多条产品线，具有科学配方。尤其是主要的产品具有较强的识别度，在美国市场的销售具有较强的竞争力，公司的宗旨旨在帮助人们实现运动健康及减肥目标。

MuscleTech产品概况

MuscleTech于1996年创立及推出，是该集团领先的运动营养补充剂品牌，已连续销售超过20年，并且拥有广泛的分销网络。超过二十年的行业界定创新产品线涵盖逾90种补充剂，包括Pro系列、Performance系列、Essential系列



及SX-7系列综合产品组合，包括蛋白质、氨基酸、锻炼前 / 后健身补剂、维生素及其他专门补充剂。该品牌运用经过临床证明为有效的配方、高质量的配料，按照良好生产规范（GMP）生产的产品。该产品临床表明可以增加力量和快速增加肌肉素，同时含有80克蛋白质，13g支链氨基酸与1170卡路里。新产品Tech Extreme 2000丰富了产品系列,包含了更多的卡路里和碳水化合物。

MuscleTech销售增长主要受国际扩展、持续新产品开发、销售及市场推广措施以及扩阔消费者基础所带动。MuscleTech正处于较好的成长期，其在强化及拓宽蛋白质类别的基础上进一步加大推出新产品的力度，并在衍生的补充剂类别加强创新，扩大了对Phase8产品的分销，现在Walmart有售Mission1。为与Stevia合作开发的全新超洁净、高蛋白质、无麸蛋白棒，于2015年11月推出Nitro-Tech扩充全新的定制化、针对性的配方，与Nitro-TechRipped及Nitro-TechPower于2015年12月推出。

Sixstar产品概况

Six Star创立于2004年，为药品渠道的第一运动营养品品牌。凭借kerr在HFS渠道及体育爱好者小区的较好质量声誉，成功进入FDMC渠道，极大扩阔了客户基础。高质量产品，加上独特的价值定位—以具竞争力价格提供最佳补充剂品组合，包括蛋白质、氨基酸、锻炼前 / 后健身补剂、维生素及其他专门补充剂。

该品牌系列由于基于高质量的配料，并且按照良好生产规范(GMP)生产，得以科学的蛋白质产品，主要品种包括乳清蛋白混合产品、乳清分离蛋白、酪蛋白、氨基酸等专门产品，与竞争对手比较，该品牌的产品提供了更优的价值，通过提供能量加强锻炼效果，同时专注于肌肉的加速复元，科学研究显示：比普通乳清好70%，得到优秀运动员的信任。

Hydroxycut产品概况

过去十年北美畅销的减肥补充品，为Kerr先进的体重管理产品，经科学的研究，促进新陈代谢。在减肥类产品中品牌认可度高，超过90%产品通过渠道（包括FDM、会所、HFS、网上及国际）已销售逾1亿瓶，为FDM持续畅销的高级产品。为各媒体（包括国家电视、印刷品、FSI、数字及活动推广）的大幅营销开支支持的品牌。



(2)未来创新形式

Kerr 未来致力于在维持现有产品的基础之上，强化产品配方，提升产品的效果，并且未来会有多种形式将经典成份融入方便食用的产品形态，方便用户的日常生活以满足更多的消费人群。主要创新方面包括：软糖、液体胶囊、冲剂、饮品混合剂及蛋白粉。

2. Kerr 在营养补充品行业的竞争情况

区域	竞争者	优势	劣势	未来机遇
减肥管理	Lipozene	强大的品牌知名度；累计 5 年多的直接面向消费者的营销模式使其具备大量的消费者基础；强大的盈利模式（较低的成本和较低的年销售费用）；广泛分布；专业的直销经验；维持在售单一商品的较高产量。	处于产品周期中的衰退阶段，市场份额正在逐渐减少；并且产品投资处于结束阶段；主要依赖单一产品。	该品牌将来可能推出一个新的创新平台；在专业的直接面向消费者的营销模式经验中找到潜在的增长空间。
减肥管理	Alli	独一无二的地位（唯一通过美国食品药品监督管理局批准的 FDM 在售的减肥产品）；强大的品牌认知度；受人尊敬的产品地位（安全、有效）；较高的零售额表明该产品得到消费者的认可。	主要依赖单一产品；自从 2014 年底下架之后该品牌尚未重新恢复之前的市场占有率水平；其减肥的功能原理暂未被所有的市场接受。	该品牌仍受到消费者和专业保健人士所认可；品牌营销已经展开；要重新崛起可能需要一个单独的促销策略；该品牌可以在现有的成份上增加新的品种；公司有专业的能力可以将其他的产品顺利的转换成非处方药或者以其他非处方药包装该产品（捆绑销售）。
活性营养	Body Fortress	价格是该品牌最大的优势。在整个 FDM 提供了齐全的运动营养产品，并且销量分布广泛。	较低的品牌知名度，顾客的认知是通过价格而非产品名称；尽管配方上有竞争力，但是该品牌大部分产品的口感不好；品牌销售依赖低价取胜，并且通常情况在营销方面的费用较低；通过产品之间的合作和促销策略该品牌已经在关键客户渠道取得一定的增长（已经帮助一些客户同时也失去了一些关键的顾客）。	品牌较早期更具有灵活性，并且可以比早期产品的更新换代速度加快；该品牌将继续追随主流的行业趋势，并且推出新类别的产品，正如 2015 年所专注的肌酸，超级氨基酸 Hydra-Blast 和能量蛋白。
活性营养	Muscle Milk	作为销量广泛的瓶装蛋白质饮料具有强大的品牌知名度；该品牌正在利用其在罐装饮料经验在 FDM 的销售中重新夺得了传统运动饮料的市场份额；与零售商的合作生产独特的产品；并且提供沃尔玛之外销售，推动了整个 FDM 销量的增长；2015 年新的天天低价销售策略也促进了一些市场的销售额增加。	被更多认为是一个瓶装品牌而非真正的运动营养的品牌。从近些年的外形和口感的角度来说，产品配方没有竞争力；独特的新产品更符合市场最新的趋势。	该品牌拥有核心消费者的坚实基础；并且取得了认为该产品太弱的传统运动营养消费者的青睐；在 FDM 畅销为该产品增加了销售货位；该产品市场前景良好，不仅仅在于蛋白质产品的销售，同时也在扩大其他品种产品的销售；此外，该品牌也在利用其多年蓬勃发展的瓶装蛋白质饮料的销售网络引进蛋白粉作为新的单一产品。

3. 企业历史财务分析

估值人员根据被估值企业历史财务数据以及相关资料，对企业历史年度的财务状况分析如下(合并口径)：

金额单位：人民币万元		
项目	2014 年	2015 年
投资资本结构		

项目	2014 年	2015 年
营业收入	242,076.62	256,772.75
营业成本	145,657.33	148,909.45
营业利润	29,343.51	43,585.28
利润总额	29,343.51	43,633.28
净利润	21,662.86	31,898.17
流动资产	78,931.20	85,338.38
流动负债	104,456.11	46,424.74
总资产	102,414.17	97,946.09
股东权益不含少数股东权益	-2,041.94	31,049.66
付息债务	77,556.56	40,349.32
股东权益	-2,041.94	31,049.66
偿债能力分析		
股东权益比(%)	-1.99%	31.70%
流动比率(%)	75.56%	183.82%
负债权益比(%)	-5115.54%	215.45%
经营效率分析		
主营成本比例(%)	60.17%	57.99%
总资产周转率(次)	2.36	2.62
盈利能力分析		
主营业务毛利率(%)	39.83%	42.01%
利润率(%)	12.12%	16.97%
净利润率(%)	8.95%	12.42%
净资产收益率(%)	-1060.90%	102.73%
成长能力分析		
主营收入增长率(%)		6.07%
净利润增长率(%)		47.25%
总资产增长率(%)		-4.36%
股东权益增长率(%)		1620.60%



(五)估值计算及分析过程

1. 收益模型的选取

本次估值以企业审计后的报表为基础，首先运用 DCF 模型计算企业整体收益折现值，再加上净非经营性资产的价值，得出被估值企业股东全部权益估值。本次估值的股东全部权益价值没有考虑控股权溢价和股权流动性的影响。

具体计算公式为：

$$P = P' + A' - D' - D$$

$$P' = \sum_{i=0.58}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_n}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

式中：P—被估值企业股东全部权益估值

P'—企业经营性资产价值

A'—非经营性资产及溢余资产

D—非经营性负债

D'—被估值企业有息负债

R_i—未来第 i 个收益期的预期收益额(企业自由现金流)

i: 收益年期, i=0.58, 1.58, 2.58, ……., n

r: 折现率

2. 收益年限的确定

估值时根据被估值企业的具体经营情况及特点，假设收益年限为无限期。并将预测期分二个阶段，第一阶段为 2016 年 6 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日共 5 年期；第二阶段为 2021 年 1 月 1 日直至永续，假设 2021 年及以后预期收益额保持稳定不变。

3. 未来收益的确定

基于估值对象的业务特点和运营模式，估值人员通过预测企业的未来收入、成本、期间费用、所得税等变量确定企业未来的净利润，并根据企业未来的发展计划、资产购置计划和资金管理计划，预测相应的资本性支出、营运资金变动情况后，最终确定企业自由现金流。

本次估值的预测数据由 Kerr 提供，估值人员对其提供的预测进行了独立、客观分析。分析工作包括充分理解编制预测的依据及其说明，分析预测的支



持证据、预测的基本假设、预测选用的会计政策以及预测数据的计算方法等。

4. 测算过程中货币单位的确定

由于无法合理估计未来年度美元兑换人民币的汇率变动趋势，本次收益法计算过程中的货币单位确定为百万美元，对股权价值评估测算的最终结果据中国外汇交易中心 2016 年 5 月 31 日公布的人民币汇率中间价 6.5790 美元/人民币将其折算为人民币万元。

5. 估值分析测算过程

(1)主营业务收入及成本预测

A.历史经营情况分析

Kerr 主要产品类别包括 MUSCLETECH、SIX STAR、HYDROXYCUT、PURELY INSPIRED 等。主营业务收入、成本及毛利按照产品类别构成如下：

金额单位：百万美元

产品类别	Y2016. 1-5		Y2015		Y2014	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
营业收入	197.17	100%	412.26	100%	394.08	100%
MUSCLETECH	106.96	54.25%	207.52	50.34%	175.19	44.46%
SIX STAR	39.29	19.93%	92.55	22.45%	91.38	23.19%
HYDROXYCUT	32.81	16.64%	75.1	18.22%	79.91	20.28%
PURELY INSPIRED	11.43	5.80%	21.08	5.11%	24.92	6.32%
ALL OTHER	6.67	3.38%	16.02	3.89%	22.68	5.76%
营业成本	108.24	100%	239.08	100%	237.12	100%
生产成本	99.94	92.33%	216.72	90.65%	223.25	94.15%
MUSCLETECH	58.94	58.98%	121.34	55.99%	114.72	51.39%
SIX STAR	21.22	21.23%	51.65	23.83%	59.03	26.44%
HYDROXYCUT	9.18	9.19%	21.16	9.76%	21.66	9.70%
PURELY INSPIRED	6.68	6.68%	14.15	6.53%	15.88	7.11%
ALL OTHER	3.92	3.92%	8.42	3.89%	11.96	5.36%
仓储成本	3.32	3.07%	7.91	3.31%	6.66	2.81%
其他成本	4.98	4.60%	14.45	6.04%	7.21	3.04%
毛利率	45.10%		42.01%		39.83%	
MUSCLETECH	44.90%		41.53%		34.52%	
SIX STAR	45.99%		44.19%		35.40%	
HYDROXYCUT	72.02%		71.82%		72.89%	
PURELY INSPIRED	41.56%		32.87%		36.28%	
ALL OTHER	41.23%		47.44%		47.27%	

B.未来营业收入及成本测算



我们对企业历史年度营业收入及成本的构成进行分析，Kerr 营业收入来源于 MUSCLETECH、SIX STAR、HYDROXYCUT 三大类系列产品，其营业成本主要包含生产成本、仓储成本及其他成本等，根据历史年度各大类系列产品销售及成本变动趋势分析及保健品行业近年来的发展趋势，对 Kerr 未来各年的营业收入及成本的预测结果如下：

金额单位：百万美元

产品类别	Y2016.6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021
营业收入	248.29	480.82	512.17	543.88	576.61	610.20
MUSCLETECH	134.79	274.82	302.95	331.93	362.36	392.92
SIX STAR	53.86	93.90	94.49	94.54	95.01	95.47
HYDROXYCUT	43.00	76.19	76.84	77.68	77.74	78.47
PURELY INSPIRED	9.03	21.17	22.24	23.14	24.08	25.05
ALL OTHER	7.62	14.73	15.64	16.60	17.43	18.31
营业成本	137.08	265.16	284.34	303.90	326.98	350.37
生产成本	126.32	244.38	262.06	280.09	301.33	322.92
MUSCLETECH	73.99	150.38	165.78	183.72	203.12	223.08
SIX STAR	29.57	50.03	50.30	49.20	49.32	49.08
HYDROXYCUT	12.61	21.98	22.62	22.53	23.01	23.35
PURELY INSPIRED	6.06	14.08	14.79	15.54	16.33	17.16
ALL OTHER	4.09	7.91	8.57	9.10	9.55	10.24
仓储成本	4.43	8.55	9.17	9.80	10.56	11.30
其他成本	6.33	12.22	13.10	14.00	15.09	16.15

(2) 营业税金及附加的预测

Kerr 及其子公司的营业税金及附加主要包美国消费及使用税和 PA 资本税。其报告期发生情况如下：

金额单位：百万美元

项目	Y2016. 1-5	Y2015	Y2014
营业税金及附加	0.08	0.11	0.07
占营业收入比率	0.02%	0.03%	0.04%

以预测年度的营业收入为基础结合报告年度营业税金及附加占营业收入平均比率来预测未来年度的营业税金及附加。预测如下：

金额单位：百万美元

	Y2016. 6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021
营业税金及附加	0.07	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17



(3)期间费用预测

①销售费用

销售费用主要为销售人员工资及相关费用、佣金和运费、广告和促销、折旧及摊销、差旅费以及其他费用。其报告年度发生情况如下：

金额单位：百万美元

费用项目	Y2016. 1-5		Y2015		Y2014	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
工资及相关费用	5.02	14.09%	11.54	16.41%	11.45	15.34%
佣金和运费	1.66	4.66%	3.83	5.45%	4.34	5.81%
广告和促销	22.2	62.31%	41.88	59.55%	45.67	61.19%
折旧及摊销	0.12	0.34%	0.33	0.47%	0.59	0.79%
专业服务	0.36	1.01%	1.07	1.52%	0.91	1.22%
客户的运费	4.78	13.42%	8.31	11.82%	8.48	11.36%
差旅费	0.85	2.39%	2.04	2.90%	1.82	2.44%
办公费	0.25	0.70%	0.53	0.75%	0.49	0.66%
其他	0.4	1.08%	0.8	1.14%	0.88	1.19%
合计	35.63	100%	70.33	100%	74.64	100%
占营业收入比率	18.07%		17.06%		18.94%	

估值人员根据各项费用在报告年度中的支付水平，以企业发展规模和收入增长情况为基础，参考企业历史年度的费用发生额确定合理的增长比率预测未来年度中的相应费用。其预测如下：

金额单位：百万美元

项目	Y2016. 6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021
工资及相关费用	7.02	12.34	12.52	12.71	12.90	13.10
佣金和运费	2.36	4.57	4.87	5.17	5.48	5.80
广告和促销	26.49	51.30	52.09	53.95	56.05	59.01
折旧及摊销	0.33	-	-	-	-	-
专业服务	0.50	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
客户的运费	5.46	10.58	11.27	11.97	12.69	13.42
差旅费	1.21	2.00	2.03	2.06	2.09	2.09
办公费	0.36	0.55	0.56	0.57	0.58	0.58
其他	0.41	1.22	1.24	1.25	1.25	1.25
合计	44.14	83.51	85.52	88.63	91.98	96.20

②管理费用

管理费用主要为销售人员工资及相关费用、差旅费、诉讼费、租赁费、



办公费、研究和开发费用以及其他费用。其报告年度发生情况如下：

金额单位：百万美元

费用项目	Y2016. 1-5		Y2015		Y2014	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
折旧及摊销	0.38	3.14%	0.99	3.97%	0.89	3.31%
工资及相关费用	4.8	39.64%	10.87	43.57%	11.46	42.67%
专业服务费	0.44	3.63%	0.58	2.32%	0.48	1.79%
保险费	0.32	2.64%	0.84	3.37%	0.96	3.57%
差旅费	0.3	2.48%	0.48	1.92%	0.68	2.53%
诉讼费	3.54	29.23%	5.85	23.45%	5.4	20.10%
租赁费	0.52	4.29%	1.45	5.81%	3.05	11.36%
质量保证(外部成本)	0.49	4.05%	1.43	5.73%	1.26	4.69%
办公费	0.02	0.17%	0.1	0.40%	0.09	0.34%
研究和开发费用	0.46	3.88%	0.83	3.37%	0.73	2.72%
其他	0.83	6.85%	1.52	6.09%	1.87	6.92%
合计	12.11	100%	24.95	100%	26.86	100%
占营业收入比率	6.14%		6.05%		6.82%	

对折旧费，遵循了企业执行的一贯会计政策，按照预测年度的实际固定资产规模，采用直线法计提。永续年度按年金确定资本性支出，同时确定当年的折旧费用。

估值人员根据各项费用在报告年度中的支付水平，以企业发展规模和收入增长情况为基础，参考企业历史年度的费用发生额确定合理的增长比率预测未来年度中的相应费用。其预测如下：

金额单位：百万美元

项目	Y2016. 6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021
折旧及摊销	1.14	1.93	2.18	2.45	2.74	3.05
工资及相关费用	6.72	11.92	12.34	12.90	13.35	13.82
专业服务费	0.62	1.08	1.11	1.14	1.17	1.20
保险费	0.45	0.79	0.81	0.83	0.85	0.87
差旅费	0.42	0.74	0.76	0.78	0.80	0.82
诉讼费	2.45	6.20	6.42	6.71	7.05	7.40
租赁费	0.73	1.29	1.32	1.35	1.39	1.42
质量保证(外部成本)	0.69	1.22	1.27	1.33	1.40	1.46
办公费	0.02	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
研究和开发费用	1.12	2.64	3.33	4.35	5.48	7.02
其他	0.59	1.95	1.99	2.58	2.74	2.82
合计	14.95	29.81	31.58	34.46	36.99	39.91

③财务费用

财务费用主要为借款利息、利息收入、汇兑净损益、销售现金折扣及其



他费用。其报告年度发生情况如下：

金额单位：百万美元

费用项目	Y2016. 1-5	Y2015	Y2014
借款利息	0.68	0.94	1.01
利息收入	0.06	0.05	0.03
汇兑净损益	-0.16	-1.46	-2.15
销售现金折扣	1.16	2.29	2.28
其他	0.08	0.77	1.06
合计	1.70	2.48	2.17
占营业收入比率	0.86%	0.60%	0.55%

估值人员根据未来预测年度企业的货币资金规模，在假设估值基准日的存款利率不发生改变的基础上，确定企业未来年度的利息收入；手续费与营业收入紧密相关，故估值时以预测年度的营业收入为基础，参考历史年度的手续费支付水平预测未来年度的手续费。未来年度财务费用预测见下：

金额单位：百万美元

项目	Y2016. 6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021
借款利息	0.95	1.64	1.64	1.64	1.64	1.64
利息收入	0.05	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12
汇兑净损益						
销售现金折扣	1.42	2.74	3.37	2.99	3.17	3.05
其他	0.21	0.89	1.15	0.99	0.60	0.49
合计	2.53	5.17	6.05	5.51	5.29	5.05

(4)资产减值损失的预测

未来各年度的资产减值损失是企业计提或冲回坏账准备产生的。坏账准备的金额是根据历史年度中坏账准备占应收款项的比例，以未来各年度预测的应收款项为基础所确定的，而计提或冲回的坏账准备数是以当年坏账准备的金额减去上年度的坏账准备金额确定的。

(5)所得税及税后净利润的预测

根据上述一系列的预测，可以得出被估值企业未来各年度的利润总额，在此基础上，对未来各年的所得税和净利润予以估算。

在对未来年度所得税进行预测时，鉴于纳税调整事项的不确定性，故未考虑纳税调整事项的影响。

综合上述过程最终汇总得到被估值企业未来各年的预测损益表，具体如



下表:

Kerr 未来年度盈利预测表(合并口径)

金额单位: 百万美元

项目	Y2016.6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021	Y2022~∞
营业收入	248.29	480.82	512.17	543.88	576.61	610.20	610.20
其中:主营业务收入	248.29	480.82	512.17	543.88	576.61	610.20	610.20
其他业务收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	137.34	265.17	284.34	303.86	327.46	350.33	350.33
其中:主营业务成本	137.08	265.16	284.34	303.90	326.98	350.37	350.37
其他业务成本							
营业税金及附加	0.07	0.13	0.14	0.15	0.16	0.17	0.17
销售费用	44.14	83.51	85.52	88.63	91.98	96.20	96.20
管理费用	14.95	29.81	31.58	34.46	36.99	39.91	39.91
财务费用	2.53	5.17	6.05	5.51	5.29	5.05	5.05
资产减值损失	3.20	6.20	6.61	7.02	7.44	7.87	
投资收益							
营业利润	46.32	90.83	97.93	104.23	107.77	110.64	118.51
营业外收入							
营业外支出							
利润总额	46.32	90.83	97.93	104.23	107.77	110.64	118.51
所得税费用	13.02	25.52	27.52	29.29	30.28	31.09	33.30
净利润	33.31	65.31	70.41	74.94	77.48	79.55	85.21

(6)资本性支出预测

为保证不断增长的业务需求,在未来年度内企业将会进行固定资产的购置更新投入,预测中根据企业的资产更新计划,考虑各类固定资产的折旧年限,对各年度的资产增加和处置进行了预测以确定相应的资本性支出。

金额单位: 百万美元

项目	Y2016.6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021
机器设备及其他	3.77	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50

(7)营运资金追加预测

为保证业务的持续发展,在未来期间,企业需追加营运资金,影响营运资金的因素主要包括经营现金、存货、经营性应收项目和经营性应付项目的增减,其中经营性应收项目包括应收账款、预付账款等;经营性应付项目包括应付账款、预收账款、应付职工薪酬、应交税费等;对于各类款项对营运资金变化的影响具体考虑如下:

在考虑经营性应收项目未来规模时,由于应收账款与企业的收入紧密相



关，且存在一定的比例关系，故根据预测的营业收入，参考历史年度应收款项占营业收入的比例，确定未来年度的应收款项数额。对预付账款，由于其与营业成本紧密相关，且存在一定的比例关系，故估值人员根据预测的营业成本，参考历史年度其占营业成本的比例，确定未来年度的预付账款数额。

在考虑经营性应付项目未来规模时，由于其中的预收账款与营业收入紧密相关，且存在一定的比例关系，故根据预测的营业收入，参考历史年度预收款项占营业收入的比例，确定未来年度的预收账款数额。对应付账款，由于其与营业成本紧密相关，且存在一定的比例关系，故估值人员根据预测的营业成本，参考历史年度其占营业成本的比例，确定未来年度的应付账款数额。对于应付职工薪酬，根据预测的人工费用总额，参考历史年度应付职工薪酬占人工费用总额的比例，确定未来年度的应付职工薪酬。对于应交税费，根据预测的各项税费，参考历史年度应交税费占各项税费的比例，确定未来年度的应交税费。

经过上述分析，未来各年度营运资金增加额估算见下表：

金额单位：百万美元

科 目	2015 年	2016 年 1-5 月	2016 年 6-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
收入合计	412.26	197.17	248.29	445.46	480.82	512.17	543.88	576.61	610.20
成本合计	239.19	108.31	137.15	245.46	265.29	284.48	304.04	327.14	350.53
完全成本	336.95	157.75	198.77	356.52	383.78	407.63	432.63	461.41	491.70
期间费用	97.76	49.43	61.62	111.05	118.49	123.15	128.59	134.26	141.16
营业费用	70.33	35.63	44.14	83.51	85.52	88.63	91.98	96.20	96.20
管理费用	24.95	12.11	14.95	27.05	29.81	31.58	34.46	36.99	39.91
财务费用	2.48	1.70	2.53	5.17	6.05	5.51	5.29	5.05	5.05
折旧摊销	1.32	0.50	1.47	1.97	2.18	2.45	2.74	3.05	0.00
折旧	0.99	0.38	1.14	1.93	2.18	2.45	2.74	3.05	0.00
摊销	0.33	0.12	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
付现成本	335.63	157.25	197.30	354.55	381.59	405.18	429.90	458.36	491.70
最低现金保有量	83.91	39.31	49.33	88.64	95.40	101.30	107.47	114.59	122.92
存货	58.51	55.69	29.38	60.38	65.26	69.98	74.79	80.47	86.23
应收款项	60.26	55.70	29.23	60.17	64.94	69.18	73.46	77.88	82.42
应付款项	39.79	59.01	31.13	45.92	49.62	53.21	56.87	61.19	65.57
营运资本	162.89	91.70	76.80	163.27	175.97	187.24	198.85	211.75	226.00
营运资本增加额	-6.04	23.83	-51.57	0.22	12.70	11.26	11.61	12.90	14.25

(8)折旧与摊销的预测

在对折旧费用、摊销费用进行预测时，遵循了企业执行的一贯会计政策

计提，采用直线法计提。在永续年以估值基准日各类实物资产的估值原值作为未来年度资产更新的现值，并进行了年金化处理，在永续年间每年投入相同的资金进行资产更新，同时以该更新数值作为当年的资产折旧。

折旧与摊销的预测

金额单位：百万美元

项目	Y2016.6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021~∞
折旧费	1.14	1.93	2.18	2.45	2.74	3.05
摊销费	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

4. 折现率的确定

折现率是将未来有期限的预期收益折算成现值的比率，是一种特定条件下的收益率，说明资产取得该项收益的收益率水平。本次估值选取的收益额口径为企业自由现金流量，相对应的折现率口径应为加权平均投资回报率，在实际确定折现率时，估值人员采用了通常所用的 WACC 模型确定折现率数值：

(1) 加权平均投资成本模型

与企业自由现金流量的收益额口径相对应，采用加权平均投资成本(WACC)作为折现率，具体计算公式如下：

$$WACC = K_e \times E / (E + D) + K_d \times D / (E + D)$$

K_e ：股权资本成本

K_d ：税后债务成本

E ：股权资本的市场价值

D ：有息债务的市场价值

K_e 是采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定，即：

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_c$$

R_f ：无风险报酬率

$R_m - R_f$ ：市场风险溢价

β ：被估值企业的风险系数

R_c ：个别调整系数

(2) 计算过程

① 无风险报酬率

无风险收益率 R_f ，参照美国当前已发行的长期国债收益率的平均值，确定无风险收益率 R_f ，即 $R_f = 2.6479\%$ (采用彭博数据终端提供的无风险报酬率



数据)。

②市场风险溢价

市场风险溢价(Equity Risk Premiums, ERP)反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场而要求的高于无风险报酬率的风险补偿。

本次评估以成熟股票市场的股票风险溢价取 1928-2015 年美国股票与长期国债的平均收益差 6.18%。

β 系数

我们通过彭博数据终端查询出国际证券市场与保健品行业相关的康宝莱保健品有限公司、GNC 控股公司、维生素专柜股份有限公司 3 家企业已调整的剔除财务杠杆后的 β 系数(β_U)，以这 3 家企业的 β_U 的平均值作为被估值企业的 β_U ，进而根据企业自身资本结构计算出被估值企业的 β_L 。具体计算如下：

股票代码	股票名称	有杠杆 beta	有息负债 D	股东权益终 止日市值 E	最近 12 个月 有效税率 T	无杠杆 beta
HLF US Equity	康宝莱保健品有限公司	1.021	1,402.80	5,372	31.14%	0.8652
GNC US Equity	GNC 控股公司	1.105	1,540.94	1,781	36.10%	0.7119
VSI US Equity	维生素专柜股份有限公司	0.989	122.74	734	40.01%	0.8991
平均						0.8254

以参照公司平均的 β_U 系数作为 Kerr 的无财务杠杆 β 系数，计算 Kerr 有财务杠杆的 β_L 系数，计算公式为： $\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T)D/E]$ 。

根据 Kerr 及下属各公司所缴纳企业所得税率的不同，加权计算确定本计算公式中的参数 T。其 T 按 28.10%。

个别调整系数 R_c 的确定

鉴于 Kerr 与上市公司的资产结构、资产规模、品牌优势及产品的市场占有率等方面存在一定差异，加之 Kerr 的产权并不能上市流通，且保健品行业受国际国内发展相关因素的影响竞争激烈、经营风险较大，由于考虑到上述个性化差异，因此确定个别调整系数 R_c 为 3.00%。

综上所述，估值机构初步确定用于本次估值的权益期望回报率，即股权资本成本 2016 年 6 月及以后均为 12.33%。

(2)运用 WACC 模型计算加权平均资本成本



根据 WACC 模型公式： $WACC = k_e \times [E \div (D+E)] + k_d \times (1-t) \times [D \div (D+E)]$

经对企业的资产负债进行分析，在估值基准日，被估值企业存在的付息债务有长短期借款，本次根据各类付息债务在估值基准日的账面余额及实际结算或约定的利率加权计算来确定 k_d 的取值为 2.8865%。则企业加权平均资本成本 WACC 计算结果如下表：

项 目	2016 年 6 月以后
所得税税率	28.10%
贷款利率	2.8865%
β 无财务杠杆	0.8254
β' 有财务杠杆	1.0813
无风险报酬率	2.6479%
风险溢价	6.18%
个别调整系数	3.00%
K_e	12.33%
K_d	2.8865%
W_e	75.81%
W_d	23.79%
WACC	9.24%

5. 企业整体收益折现值测算过程及结果

企业自由现金流=税后净利润+折旧与摊销+利息支出 $\times(1-\text{所得税率})$ —资本性支出—营运资金追加额

根据上述一系列的预测及估算，估值人员在确定企业自由现金流和折现率后，根据 DCF 模型测算企业整体收益折现价值，具体详见下表：

金额单位：百万美元

项目	Y2016.6-12	Y2017	Y2018	Y2019	Y2020	Y2021	Y2022~∞
净利润	33.31	65.31	70.41	74.94	77.48	79.55	85.21
加：固定资产折旧	1.14	1.93	2.18	2.45	2.74	3.05	3.05
无形资产、长期待摊摊销	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产减少(增加)	-0.90	-1.74	-1.86	-1.97	-2.09	-2.21	
利息 $\times(1-T)$	0.69	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18	1.18
减：资本性支出	3.77	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	3.05
营运资金追加	0.22	12.70	11.26	11.61	12.90	14.25	
FCFF	30.56	51.47	58.16	62.48	63.91	64.81	86.38
折现率	9.24%	9.24%	9.24%	9.24%	9.24%	9.24%	9.24%
折现期	0.58	1.58	2.58	3.58	4.58	5.58	0.58
DCF	29.03	44.76	46.30	45.54	42.63	39.58	570.94
折现值合计	818.777						

6. 经营性资产、非经营性资产负债以及溢余资产分析



经营性资产主要指企业因盈利目的而持有、且实际也具有盈利能力的资产；对企业盈利能力的形成没有作出贡献，甚至削弱了企业的盈利能力的资产属于非经营性资产。溢余资产可以理解为企业持续运营中并不必需的资产，如溢余现金、有价证券、与预测收益现金流不直接相关的其他资产。

本次估值根据各科目款项的性质，对会计报表进行了分类，结果详见下表：

金额单位：百万美元

类 别	名 称	明 细	账 面 值	估 值
非经营性资产	其他应收款	员工借支款及其他	0.017	0.017
	可供出售金融资产	可供出售债务工具	3.655	3.655
	小 计		3.672	3.672
非经营性负债	应付利息	借款利息	0.003	0.003
	预计负债	未决诉讼	3.250	3.250
	小 计		3.253	3.253
溢余资产	货币资金		3.856	3.856

注：溢余资产——货币资金 3.856 百万美元为评估基准日货币资金账面价值减最低现金保有量（3 个月的付现成本）的差额。

除上述事项外，截至估值基准日企业账面不存在其他的非经营性资产、非经营性负债及溢余资产。

7. 有息债务

截至估值基准日企业账面有息债务为短期借款和长期借款，共计 38.046 百万美元。

(六)收益法估值结果

股东全部权益价值估值值=企业整体收益折现值+非经营性资产—非经营性负债+溢余资产—有息债务

$$=818.777+3.672-3.253+3.856-38.046$$

$$=785.01 \text{ 百万美元}$$

据中国外汇交易中心 2016 年 5 月 31 日公布的人民币汇率中间价 6.5790 美元/人民币将其折算为人民币 516,458.08 万元

最终Kerr的股东全部权益的估值价值为516,458.08万元，较股东权益账面值48,275.27万元增值468,182.81万元，增值率969.82%。



七、市场法估值说明

(一)本次估值对象，即 Kerr 全部权益价值。

(二)市场法原理

1. 市场法定义

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法中常用的两种方法是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，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估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、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

2. 市场法使用前提

①有一个充分发展、活跃的资本市场；

②资本市场中存在足够数量的与评估对象相同或类似的可比企业、或者在资本市场上存在着足够的交易案例；

③能够收集并获得可比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。

3. 评估假设

①基本假设前提是目前我国的政治、经济保持稳定，国家税收、金融和被评估单位所处行业政策不做大的变化；

②评估人员所依据的可比公司或交易案例的财务信息、交易数据等均真实可靠；

③被评估单位提供的相关基础资料和财务资料真实、准确、完整。

(三)选取具体评估方法的理由

由于可比交易案例难以收集且无法了解其中是否存在非市场价值因素，因此交易案例比较法较难操作。对于可比上市公司的经营和财务数据的公开



性比较强且比较客观，使得该方法具有较好的操作性。结合本次资产评估的对象、评估目的和评估师所收集的资料，本次选择上市公司比较法进行评估。

(四)基本步骤说明

市场法中的上市公司比较法是通过比较与被评估单位处于同一行业的上市公司的公允市场价值来确定委估企业的公允市场价。这种方式一般是首先选择与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为可比公司，然后通过交易股价计算可比公司的市场价值。另一方面，再选择可比公司的一个或几个收入性、盈利类、资产类或特殊类参数，如 EBIT、PB、PS 等作为“分析参数”，最后计算可比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系——称之为价值比率（Multiples），将上述价值比率应用到被评估单位相应的分析参数中从而得到委估对象的市场价值。

计算可比公司的市场价值和分析参数，我们可以得到其收入类、盈利类、资产类等价值比率。通过价值比率系数修正方式对每个可比对象的相关价值比率进行修正，然后综合选择一种恰当的方式估算被评估单位的价值比率，最后再在被评估单位各个价值比率中选择一个或多个价值比率并将其应用到被评估单位中，计算得到被评估单位的价值，即：

被评估单位市场价值=确定的被评估单位价值比率×被评估单位相应指标

股权价值最终评估结果=（全投资价值比率×被评估单位相应参数－付息负债）×（1－缺少流动性折扣）×（1＋控制权溢价率）＋非经营性、溢余资产净值

或：

股权价值最终评估结果=（股权投资价值比率×被评估单位相应参数）×（1－缺少流动性折扣）×（1＋控制权溢价率）＋非经营性、溢余资产净值

采用上市公司比较法进行整体评估基本步骤如下：

1. 搜集上市证券公司信息，选取可比公司；
2. 收集并分析、调整可比公司相关财务报告数据（合并报表口径）；
3. 选择并计算各可比公司的价值比率；
4. 调整、修正各可比公司的价值比率；
5. 从各个可比公司价值比率中协调出一个价值比率作为被评估单位的价



值比率；

6. 估算被评估单位相关参数（模拟合并报表口径），计算各价值比率下对应的评估结果，并选择一个最为合理的评估结果作为初步评估结论；

7. 考虑是否需要应用折价/溢价调整；

8. 加回非经营性资产、溢余资产净值，得到最终评估结论。

(五)被评估单位基本情况介绍

Kerr 主要从事运动营养与体重管理方面的营养补充品（主要包括运动营养品以及减肥食品）的研究、开发及市场营销。根据评估基准日 Kerr 审计报告，其财务数据如下表所示：

近年 Kerr 基本财务数据表(合并口径)

金额单位：人民币万元

项目	2014.12.31	2015.12.31	2016.5.31
资产总额	102,414.17	97,946.09	114,266.28
负债总额	104,456.11	66,896.43	65,991.01
净资产	-2,041.94	31,049.66	48,275.27
项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-5 月
营业收入	242,076.62	256,772.75	128,528.92
利润总额	29,343.51	43,633.28	24,143.70
净利润	21,662.86	31,898.17	16,601.79

(六)可比上市公司的选择及与评估对象的可比性分析

1. 选择可比上市公司

(1)可比上市公司的选择标准

①有一定时间的上市交易历史

考虑到进行上市公司比较法评估操作时需要进行一定的统计处理，需要一定的股票交易历史数据，因此一般需对比对象要有一定时期的上市历史；另一方面，可比对象经营情况要相对稳定一些，有一定时间的交易历史将能有效保证可比对象的经营稳定性。可比对象的上市交易历史至少在 24 个月左右。

②经营业务相同或相似并且从事该业务的时间不少于 24 个月

经营业务相同或相似主要是为了满足可比对象与被评估单位从事相同或相似业务，企业生产的产品或提供的服务相同或相似，或企业的产品或服务都受相同经济因素的影响。

可比对象从事该经营业务的时间不少于 24 个月，主要是避免可比对象由



于进行资产重组等原因而刚开始从事该业务的情况。

③企业生产规模相当

企业生产规模相当实际就是要求资产规模和能力相当，这样可以增加可比性。由于可以采取规模修正方式修正规模差异，因此此处的要求在必要时可以适当放宽。

④企业的经营业绩相似

所谓经营业绩相似就是可比对象与被评估资产经营业绩状态应该相似。要求可比对象与被评估单位在经营业绩方面相似主要是考虑对于投资者而言，盈利企业的投资风险与亏损企业的投资风险是有较大差异的，因此在选择可比对象时，最好减少这方面差异所产生的影响。

⑤预期增长率相当

预期增长率相当实际就是要求企业的未来成长性相当，增加可比性。由于可以采取预期增长率修正方式修正增长率的差异，因此此处的要求在必要时可以适当放宽。

⑥其他方面的补充标准

主要是指在可能的情况下，为了增加可比对象与被评估资产的可比性，进一步要求可比对象在经营地域、产品结构等方面可比。

(2)选择可比公司的理由

由于被评估单位为盈利企业，并且评估基准日前两年连续盈利；企业营业收入主要涉及运动营养与体重管理方面的营养补充品（主要包括运动营养品以及减肥食品）的研究、开发及市场营销等业务，因此本次评估中，依据业务收入类别，在美国上市公司进行筛选，确定以下 3 家可比公司：

可比上市公司主营业务情况及选择理由如下：

①公司名称：康宝莱保健品有限公司

股票代码：HLF US Equity

上市地点：纽约

上市日期：2004 年 12 月 16 日

主营业务：康宝莱保健品有限公司是一家全球性的营养保健品公司，销售体重管理、健康膳食、运动健身、能量和针对性营养补品以及个人护理产品。公司通过独立分销商网络、以直销渠道分销其产品。



②公司名称：维生素专柜股份有限公司

股票代码：VSI US Equity

上市地点：柏林

上市日期：2009 年 10 月 22 日

主营业务：维生素专柜股份有限公司销售维生素、矿物质、草药、营养补充剂、运动营养品及保健产品。该公司通过旗下零售商店、互联网及目录销售其产品。

③公司名称：GNC 控股公司

股票代码：GNC US Equity

上市地点：纽约

上市日期：2011 年 4 月 1 日

主营业务：GNC 控股公司在美国各地和全球范围经营健康和保健连锁商店。该公司是一家全球性的健康和保健产品专业零售商，产品包括维生素、矿物质和草药补充剂（简称“VMHS”）产品、运动营养产品及食疗产品。

2. 收集并分析、调整可比公司相关财务报告数据

在选定可比上市公司后，收集可比公司相关财务数据，并对其进行调整，使可比公司与被评估单位财务数据建立在一个相对可比的基础上。调整事项主要为：

(1)会计政策调整。目前国内相关企业均执行统一的会计准则，因此财务数据调整的内容主要为可比对象与被评估单位财务报告中由于执行的会计政策的不同所可能产生的差异，这些会计政策包括：折旧/摊销政策、存货记账政策、计提坏账准备政策、收入实现标准等。

(2)非主业经营性资产/负债、溢余资产/负债以及非主业经营损益的调整
一般而言，非主业经营性资产/负债、溢余资产/负债、非主业经营损益的认定如下，可比公司与被评估单位的调整应保持一致。

非主业经营性资产：交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、长期股权投资、应收利息；

非主业经营性负债：交易性金融负债、应付利息；

溢余资产：应收股利、闲置资产等非经营性资产、其他与主营业务无关的资产等；



溢余负债：应付股利、用于非经营性资产的付息负债和其他与主营业务无关的负债等。

非主业经营损益包括：投资收益、公允价值变动损益、营业外收入、营业外支出等。

本次评估，因会计政策不同所需对财务报表调整涉及事项较多，调整难度较大，未全部予以调整；非主业经营损益等，已进行财务报表调整。

可比公司近年财务报表数据如下：

①康宝莱保健品有限公司

近年资产、经营财务数据表(合并口径)

以百万 USD 计除每股	FY 2014	FY 2015
12 个月结束	12/31/2014	12/31/2015
总资产		
+ 现金、现金等同及短期投资	645.40	889.80
+ 现金与现金等同	645.40	889.80
+ 短期投资	0.00	0.00
+ 应收账款与票据	83.60	69.90
+ 应收账款净额	83.60	69.90
+ 应收票据，净额	0.00	0.00
+ 库存	377.70	332.00
+ 原材料	39.50	41.50
+ 半成品	4.30	3.80
+ 成品	333.90	286.70
+ 其他库存	0.00	0.00
+ 其他短期资产	286.70	274.60
+ 衍生品与套期资产	14.50	6.80
+ 递延税项资产	100.60	113.50
+ 杂项短期资产	171.60	154.30
总计流动资产	1,393.40	1,566.30
+ 财产、厂房及设备，净值	366.70	339.20
+ 财产、厂房及设备	850.00	876.60
- 累计折旧	483.30	537.40
+ 长期投资与应收账款	0.00	0.00
+ 其他长期资产	594.90	572.40
+ 无形资产总计	412.60	402.00
+ 商誉	102.20	91.80
+ 其他无形资产	310.40	310.20
+ 衍生品与套期资产	0.00	0.00
+ 杂项短期资产	182.30	170.40
非流动资产总计	961.60	911.60
总资产	2,355.00	2,477.90
负债与股东权益		



+ 应付与应计账款	448.40	474.50
+ 应付账款	72.40	71.10
+ 应计税款	59.70	52.60
+ 应付利息与股利	0.00	0.00
+ 其他应付款与应计息	316.30	350.80
+ 短期债务	100.00	229.50
+ 短期借款	0.00	0.00
+ 短期资本租赁	0.00	0.00
+ 长期债务的流动部分	100.00	229.50
+ 其他短期负债	326.40	320.40
+ 递延收入	0.00	0.00
+ 衍生品与套期	5.40	6.70
+ 杂项短期负债	321.00	313.70
总计流动负债	874.80	1,024.40
+ 长期债务	1,691.80	1,392.50
+ 长期借款	1,691.80	1,392.50
+ 长期资本租赁	0.00	0.00
+ 其他长期负债	122.80	114.50
+ 应计负债	0.00	0.00
+ 养老金负债	0.00	0.00
+ 养老金	0.00	0.00
+ 其他退休后福利	0.00	0.00
+ 递延薪酬	42.90	43.60
+ 递延收入	0.00	0.00
+ 递延税项负债	15.30	0.40
+ 衍生品与套期	0.00	0.00
+ 杂项长期负债	64.60	70.50
非流动负债总额	1,814.60	1,507.00
总负债	2,689.40	2,531.40
+ 优先股	0.00	0.00
+ 股本与资本公积	409.20	438.30
+ 普通股	0.10	0.10
+ 资本公积	409.10	438.20
- 库藏股	0.00	0.00
+ 留存收益	-665.40	-326.30
+ 其他股东权益	-78.20	-165.50
少数股东权益前股本	-334.40	-53.50
+ 少数/非控制性权益	0.00	0.00
总股东权益	-334.40	-53.50
总负债与股东权益	2,355.00	2,477.90
参考项目		
总股数	92.20	92.70
库藏股数	0.00	0.00
养老金债务	0.00	0.00
未来最低经营租赁债务	179.60	195.10
资本租赁 - 总计	0.00	0.00



报告期内授予股票期权	1.64	3.52
期末期权总股数	11.17	12.08
净债务	1,146.40	732.20
净债务/股东权益	—	—
有形普通股东权益资本比率	-38.46	-21.94
流动比率	1.59	1.53
现金周转周期	114.07	125.26
职工人数	7,800.00	8,000.00
主营业务收入	4,958.60	4,469.00
+ 销售与服务收入	4,567.20	4,186.50
+ 其他收入	391.40	282.50
- 主营业务收入成本	982.90	856.00
+ 商品与服务成本	982.90	856.00
毛利	3,975.70	3,613.00
+ 其他营业收入	0.00	0.00
- 营业开支	3,172.40	2,949.80
+ 销售及一般行政管理	1,966.00	1,759.30
+ 研究与开发	0.00	0.00
+ 其他营业支出	1,206.40	1,190.50
营业利润（亏损）	803.30	663.20
- 营业外(收入)亏损	92.20	97.20
+ 净利息支出	79.20	94.90
+ 利息支出	91.70	100.50
- 利息收入	12.50	5.60
+ 外汇(收益)亏损	0.00	0.00
+ （收入）联营公司亏损	—	—
+ 其他营业外(收入)亏损	13.00	2.30
调整税前利润（亏损）	711.10	566.00
- 异常项目亏损	289.80	79.60
+ 债务提前清偿	—	—
+ 法律和解	33.10	21.50
+ 重组	—	—
+ 其他异常项目	256.70	58.10
GAAP 税前利润（亏损）	421.30	486.40
- 所得税支出(或收益)	112.60	147.30
+ 本期所得税	197.40	185.50
+ 递延所得税	-84.80	-38.20
+ 税项备抵/抵免	—	—
持续经营收入（亏损）	308.70	339.10
- 非常项目净亏损(利润)	0.00	0.00
+ 终止经营业务	0.00	0.00
+ 非常项目与会计变动	0.00	0.00
收入(亏损)包括少数股权	308.70	339.10
- 少数股东权益	0.00	0.00
GAAP 净利润	308.70	339.10
- 优先股红利	0.00	0.00
- 其他调整	0.00	0.00



GAAP 普通股股东可分配净收入	308.70	339.10
普通股股东可分配调整后净利润	501.80	392.90
净异常亏损(盈利)	193.10	53.80
非常项目净亏损(利润)	0.00	0.00
基本加权平均股数	86.30	82.60
GAAP 基本每股收益	3.58	4.11
持续经营基本每股收益	3.58	4.11
调整持续经营基本每股收益	5.81	4.76
摊薄加权平均股数	90.80	85.30
GAAP 摊薄每股收益	3.40	3.97
持续经营摊薄每股收益	3.40	3.97
调整持续经营摊薄每股收益	5.53	4.60
参考项目		
会计准则	US GAAP	US GAAP
息税折摊前利润	896.50	761.20
EBITDA 利润率(T12M)	18.08	17.03
息税摊折前利润	815.00	678.70
息税前利润	803.30	663.20
毛利率	80.18	80.85
营业利润率	16.20	14.84
利润率	10.12	8.79
每员工销售额	635,717.95	558,625.00
每股股利	0.60	0.00
总计普通股现金股利	51.78	0.00
折旧费用	81.50	82.50
租金开支	60.00	58.00

②维生素专柜股份有限公司

近年资产、经营财务数据表(合并口径)

以百万 USD 计除每股	FY 2014	FY 2015
12 个月结束	12/27/2014	12/26/2015
总资产		
+ 现金、现金等同及短期投资	12.17	15.10
+ 现金与现金等同	12.17	15.10
+ 短期投资	0.00	0.00
+ 应收账款与票据	10.38	7.44
+ 应收账款净额	10.38	7.44
+ 应收票据, 净额	0.00	0.00
+ 库存	187.03	226.83
+ 原材料	10.54	8.77
+ 半成品	4.59	6.18
+ 成品	171.90	211.88



+ 其他库存	0.00	0.00
+ 其他短期资产	37.03	25.19
+ 衍生品与套期资产	0.00	0.00
+ 递延税项资产	7.45	0.00
+ 杂项短期资产	29.58	25.19
总计流动资产	246.60	274.57
+ 财产、厂房及设备，净值	140.60	140.16
+ 财产、厂房及设备	379.21	414.38
- 累计折旧	238.61	274.22
+ 长期投资与应收账款	0.00	0.00
+ 其他长期资产	335.20	333.97
+ 无形资产总计	332.29	330.54
+ 商誉	243.27	243.27
+ 其他无形资产	89.03	87.27
+ 衍生品与套期资产	0.00	0.00
+ 杂项短期资产	2.90	3.43
非流动资产总计	475.79	474.13
总资产	722.39	748.69
负债与股东权益		
+ 应付与应计账款	90.72	88.99
+ 应付账款	37.40	41.22
+ 应计税款	—	—
+ 应付利息与股利	—	—
+ 其他应付款与应计息	53.32	47.78
+ 短期债务	8.00	8.00
+ 短期借款	8.00	8.00
+ 短期资本租赁	—	—
+ 长期债务的流动部分	—	—
+ 其他短期负债	22.50	20.48
+ 递延收入	22.50	20.48
+ 衍生品与套期	0.00	0.00
+ 杂项短期负债	0.00	0.00
总计流动负债	121.22	117.48
+ 长期债务	0.00	115.41
+ 长期借款	0.00	115.41
+ 长期资本租赁	—	—
+ 其他长期负债	49.24	40.50
+ 应计负债	0.00	0.00
+ 养老金负债	0.00	0.00
+ 养老金	0.00	0.00
+ 其他退休后福利	0.00	0.00
+ 递延收入	0.00	0.00
+ 递延税项负债	9.15	0.00
+ 衍生品与套期	0.00	0.00
+ 杂项长期负债	40.09	40.50



非流动负债总额	49.24	155.91
总负债	170.46	273.39
+ 优先股	0.00	0.00
+ 股本与资本公积	267.38	140.09
+ 普通股	0.30	0.26
+ 资本公积	267.08	139.83
- 库藏股	2.70	5.23
+ 留存收益	287.33	340.50
+ 其他股东权益	-0.08	-0.06
少数股东权益前股本	551.93	475.30
+ 少数/非控制性权益	0.00	0.00
总股东权益	551.93	475.30
总负债与股东权益	722.39	748.69
参考项目		
总股数	30.05	25.87
库藏股数	0.06	0.12
养老金债务	0.00	0.00
未来最低经营租赁债务	705.53	675.65
资本租赁 - 总计	—	—
报告期内授予股票期权	0.00	0.00
期末期权总股数	0.38	0.28
净债务	-4.17	108.31
净债务/股东权益	-0.75	22.79
有形普通股东权益资本比率	56.30	34.62
流动比率	2.03	2.34
现金周转周期	63.79	75.30
职工人数	4,088.00	4,255.00
主营业务收入	1,213.05	1,266.55
+ 销售与服务收入	1,213.05	1,266.55
- 主营业务收入成本	808.79	847.63
+ 商品与服务成本	808.79	847.63
毛利	404.26	418.92
+ 其他营业收入	0.00	0.00
- 营业开支	295.87	320.56
+ 销售及一般行政管理	295.87	321.93
+ 研究与开发	0.00	0.00
+ 其他营业支出	0.00	-1.37
营业利润(亏损)	108.39	98.36
- 营业外(收入)亏损	0.50	1.11
+ 净利息支出	0.50	0.65
+ 利息支出	0.51	0.65
- 利息收入	0.01	0.00
+ 外汇(收益)亏损	0.00	0.00
+ (收入)联营公司亏损	0.00	—
+ 其他营业外(收入)亏损	0.00	0.46



调整税前利润（亏损）	107.90	97.25
- 异常项目亏损	5.74	9.36
+ 兼并/收购费用	5.74	1.87
+ 债务提前清偿	—	—
+ 资产减记	—	—
+ 无形资产减损	—	—
+ 法律和解	—	—
+ 重组	—	6.12
+ 其他异常项目	—	1.37
GAAP 税前利润（亏损）	102.16	87.89
- 所得税支出(或收益)	40.92	34.72
+ 本期所得税	44.87	36.08
+ 递延所得税	-3.95	-1.36
+ 税项备抵/抵免	0.00	—
持续经营收入（亏损）	61.24	53.17
- 非常项目净亏损(利润)	0.00	0.00
+ 终止经营业务	0.00	0.00
+ 非常项目与会计变动	0.00	0.00
收入(亏损)包括少数股权	61.24	53.17
- 少数股东权益	0.00	0.00
GAAP 净利润	61.24	53.17
- 优先股红利	0.00	0.00
- 其他调整	0.00	0.00
GAAP 普通股股东可分配净收入	61.24	53.17
普通股股东可分配调整后净利润	64.97	58.97
净异常亏损(盈利)	3.73	5.80
非常项目净亏损(利润)	0.00	0.00
基本加权平均股数	30.24	28.95
GAAP 基本每股收益	2.03	1.84
持续经营基本每股收益	2.03	1.84
调整持续经营基本每股收益	2.15	2.04
摊薄加权平均股数	30.66	29.20
GAAP 摊薄每股收益	2.00	1.82
持续经营摊薄每股收益	2.00	1.82
调整持续经营摊薄每股收益	2.12	2.02
参考项目		
息税折摊前利润	142.61	136.85
EBITDA 利润率(T12M)	11.76	10.81
息税摊折前利润	110.11	100.75
息税前利润	108.39	98.36
毛利率	33.33	33.08
营业利润率	8.94	7.77



利润率	5.36	4.66
每员工销售额	296,733.37	297,661.34
每股股利	0.00	0.00
总计普通股现金股利	0.00	0.00
资本利息支出	0.00	—
折旧费用	32.50	36.10
租金开支	107.31	117.46

③GNC 控股公司

近年资产、经营财务数据表(合并口径)

以百万 USD 计除每股	FY 2014	FY 2015
12 个月结束	12/31/2014	12/31/2015
总资产		
+ 现金、现金等同及短期投资	133.83	56.46
+ 现金与现金等同	133.83	56.46
+ 短期投资	0.00	0.00
+ 应收账款与票据	136.36	142.49
+ 应收账款净额	136.36	142.49
+ 应收票据, 净额	0.00	0.00
+ 库存	569.13	555.89
+ 原材料	0.00	0.00
+ 半成品	60.91	62.24
+ 成品	501.03	487.08
+ 其他库存	7.19	6.57
+ 其他短期资产	37.02	38.03
+ 衍生品与套期资产	0.00	0.00
+ 递延税项资产	12.90	10.92
+ 杂项短期资产	24.11	27.11
总计流动资产	876.34	792.86
+ 财产、厂房及设备, 净值	232.40	230.54
+ 财产、厂房及设备	491.84	528.31
- 累计折旧	259.45	297.78
+ 长期投资与应收账款	0.00	0.00
+ 其他长期资产	1,569.06	1,528.62
+ 无形资产总计	1,525.29	1,489.10
+ 商誉	672.29	649.89
+ 其他无形资产	852.99	839.20
+ 递延税项资产	—	3.36
+ 衍生品与套期资产	0.00	0.00
+ 杂项短期资产	43.78	36.17
非流动资产总计	1,801.46	1,759.16
总资产	2,677.80	2,552.02
负债与股东权益		
+ 应付与应计账款	129.06	152.10
+ 应付账款	129.06	152.10



+ 应计税款	0.00	0.00
+ 应付利息与股利	0.00	0.00
+ 其他应付款与应计息	0.00	0.00
+ 短期债务	4.74	4.55
+ 短期借款	0.00	0.00
+ 短期资本租赁	0.00	0.00
+ 长期债务的流动部分	4.74	4.55
+ 其他短期负债	106.54	121.06
+ 递延收入	0.00	0.00
+ 衍生品与套期	0.00	0.00
+ 递延税项负债	5.28	3.94
+ 杂项短期负债	101.26	117.13
总计流动负债	240.34	277.71
+ 长期债务	1,337.64	1,447.90
+ 长期借款	1,337.64	1,447.90
+ 长期资本租赁	0.00	0.00
+ 其他长期负债	343.78	357.84
+ 应计负债	0.00	0.00
+ 养老金负债	0.00	0.00
+ 养老金	0.00	0.00
+ 其他退休后福利	0.00	0.00
+ 递延收入	0.00	0.00
+ 递延税项负债	282.84	304.49
+ 衍生品与套期	0.00	0.00
+ 杂项长期负债	60.93	53.35
非流动负债总额	1,681.41	1,805.75
总负债	1,921.76	2,083.46
+ 优先股	0.00	0.00
+ 股本与资本公积	879.77	916.24
+ 普通股	0.11	0.11
+ 资本公积	879.66	916.13
- 库藏股	1,018.47	1,496.18
+ 留存收益	898.57	1,058.15
+ 其他股东权益	-3.83	-9.65
少数股东权益前股本	756.04	468.56
+ 少数/非控制性权益	0.00	0.00
总股东权益	756.04	468.56
总负债与股东权益	2,677.80	2,552.02
参考项目		
总股数	88.34	76.28
库藏股数	25.69	38.07
养老金债务	0.00	0.00
未来最低经营租赁债务	595.70	582.32
资本租赁 - 总计	0.00	0.00
报告期内授予股票期权	0.20	0.05
期末期权总股数	0.75	0.69



净债务	1,208.54	1,395.99
净债务/股东权益	159.85	297.93
有形普通股东权益资本比率	-66.74	-96.01
流动比率	3.65	2.86
现金周转周期	115.33	112.11
职工人数	6,200.00	6,400.00
主营业务收入	2,613.15	2,639.21
+ 销售与服务收入	2,613.15	2,639.21
- 主营业务收入成本	1,632.91	1,654.57
+ 商品与服务成本	1,632.91	1,654.57
毛利	980.24	984.64
+ 其他营业收入	0.00	0.00
- 营业开支	537.38	550.19
+ 销售及一般行政管理	143.29	567.30
+ 研究与开发	0.00	—
+ 其他营业支出	394.09	-17.11
营业利润（亏损）	442.86	434.45
- 营业外(收入)亏损	46.71	50.94
+ 净利息支出	46.71	50.94
+ 外汇(收益)亏损	0.00	—
+ （收入）联营公司亏损	0.00	—
+ 其他营业外(收入)亏损	0.00	0.00
调整税前利润（亏损）	396.15	383.52
- 异常项目亏损	3.35	41.35
+ 兼并/收购费用	—	—
+ 债务提前清偿	—	—
+ 资产减记	—	28.33
+ 法律和解	—	7.52
+ 重组	7.79	—
+ 其他异常项目	-4.44	5.49
GAAP 税前利润（亏损）	392.80	342.17
- 所得税支出(或收益)	136.93	122.87
+ 本期所得税	143.35	122.42
+ 递延所得税	-6.42	0.45
+ 税项备抵/抵免	0.00	—
持续经营收入（亏损）	255.87	219.30
- 非常项目净亏损(利润)	0.00	0.00
+ 终止经营业务	0.00	0.00
+ 非常项目与会计变动	0.00	0.00
收入(亏损)包括少数股权	255.87	219.30
- 少数股东权益	0.00	0.00
GAAP 净利润	255.87	219.30
- 优先股红利	0.00	0.00
- 其他调整	0.00	0.00
GAAP 普通股股东可分配净收入	255.87	219.30
普通股股东可分配调整后净利润	258.05	246.47



净异常亏损(盈利)	2.18	27.17
非常项目净亏损(利润)	0.00	0.00
基本加权平均股数	90.49	83.93
GAAP 基本每股收益	2.83	2.61
持续经营基本每股收益	2.83	2.61
调整持续经营基本每股收益	2.85	2.94
摊薄加权平均股数	90.92	84.19
GAAP 摊薄每股收益	2.81	2.60
持续经营摊薄每股收益	2.81	2.60
调整持续经营摊薄每股收益	2.83	2.92
参考项目		
息税折摊前利润	499.20	491.69
EBITDA 利润率(T12M)	19.10	18.63
息税摊折前利润	453.70	444.69
息税前利润	442.86	434.45
毛利率	37.51	37.31
营业利润率	16.95	16.46
利润率	9.88	9.34
每员工销售额	421,476.45	412,376.88
每股股利	0.64	0.72
总计普通股现金股利	57.92	60.43
折旧费用	45.50	47.00
租金开支	244.00	251.33

3. 选择并计算各可比公司的价值比率

价值比率是指资产价值与其财务指标或其他特定非财务类型指标之间的一个“比率倍数”。由于市场法是要求通过分析可比公司股权或全投资资本市场价值与各种指标之间的价值比率来确定被评估单位的价值比率，然后根据委估企业的参数来估算其股权或全投资资本的价值。因此，价值比率是市场法对比分析的基础。

(1)价值比率的定义

价值比率可以是盈利类的指标、收入类指标、资产类指标或其他特别非财务类型的指标，针对不同类型的指标可以衍生出不同类型的价值比率，如盈利类指标衍生出盈利基础价值比率；资产类指标衍生出资产基础价值比率等。

常用的价值比率包括：

①盈利基础价值比率



盈利基础价值比率是在资产价值与盈利类指标之间建立的价值比率。这类价值比率可以进一步分为全投资价值比率和股权投资价值比率：

股权价值=总股数×股价

全投资价值=股权价值+债权价值

税息前收益价值比率： $EV/EBIT = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / EBIT$

税息折旧/摊销前价值比率： $EV/EBITDA = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / EBITDA$

税后现金流价值比率 $EV/NOIAT = (\text{股权价值} + \text{债权价值}) / NOIAT$

其中： $NOIAT = EBIT \times (1 - T) + \text{折旧/摊销}$

市盈率价值比率： $P/E = \text{股权价值} / \text{净利润}$

股权现金流价值比率：股权现金流价值比率=股权价值/股权现金流

②收入基础价值比率

收入基础价值比率是在资产价值与销售收入之间建立的价值比率。这类价值比率可以进一步分为全投资价值比率和股权投资价值比率：

销售收入价值比率：销售收入价值比率=（股权价值+债权价值）/销售收入

市销率价值比率： $P/S = \text{股权价值} / \text{销售收入}$

③资产基础价值比率

资产基础价值比率是在资产价值与资产类指标之间建立的价值比率。这类价值比率可以进一步分为全投资价值比率和股权投资价值比率：

总资产价值比率：总资产价值比率=（股权价值+债权价值）/总资产价值

固定资产价值比率：固定资产价值比率=（股权价值+债权价值）/固定资产价值

市净率价值比率： $P/B = \text{股权价值} / \text{账面净资产}$

④其他特殊类价值比率

其他类价值比率是在资产价值与一些特定的非财务指标之间建立的价值比率。

(2)价值比率的选择理由

收入基础价值比率主要反映企业经营规模与全投资或股权市场价值之间的关系，由于可比公司、被评估单位的毛利水平差异较大，因此评估人员认为收入基础价值比率不适合本次评估。

资产类价值比率是反映资产类指标与全投资或股权市场价值之间的关系，可比公司与被评估单位均属于食品企业，资产类型不一致，资产使用效率差异大，因此评估人员认为资产类价值比率不适用于本次评估。

盈利类价值比率是反映盈利类指标与全投资或股权市场价值之间的关系，可比公司、被评估单位发展稳定，盈利能力良好，并且制药业务均为各公司的主要盈利板块，因此评估人员认为盈利类价值比率适合于本次评估，本次评估选择 EBIT 价值比率、EBITDA 价值比率、NOIAT 价值比率。

(3)价值比率的计算

在计算价值比率时，根据所选择股票价格的时点不同可分为时点型价值比率和区间型价值比率。时点型价值比率是根据可比对象时点股票交易价值为基础计算的价值比率，区间型价值比率是基于一定时间区段内的股票交易均价计算的价值比率。时点型价值比率时效性强，区间型价值比率可有效稀释市场非正常波动的影响，两者各有优劣，由于市场的弱有效性，评估中需合理处理。

在计算价值比率时，可计算评估基准日前 12 个月的价值比率，也可计算评估基准日前 3 年或前 5 年价值比率平均值，如何选择同样需考虑时效性和市场非正常波动的影响。

本次评估，选择评估基准日前 12 个月、区间型价值比率，即：以评估基准日前 30 个交易日的成交均价的平均值为基础计算价值比率的分子，以评估基准日前 12 个月的相关财务数据为基础计算价值比率的分母，估算价值比率。

价值比率计算过程如下：

①计算各可比公司评估基准日收盘价的均值作为各可比公司股票价值，然后乘以股本总数，计算各可比公司的股权市场价值；

股权市场价值=总股数×股价

②股权市场价值加上债权市场价值，计算求出各可比公司全投资市场价值。

全投资市场价值=股权市场价值+债权市场价值

③计算各可比公司相应价值指标，结合各指标对应的股权价值或全投资价值口径计算得出相应的价值比率。

各可比公司价值比率计算结果如下：



各可比公司价值比率汇总表

序号	项目	盈利基础价值比率		
		评估基准日最近的1个会计年度		
		EBIT 价值比率	EBITDA 价值比率	NOIAT 价值比率
1	康宝莱保健品有限公司	10.54	9.18	14.98
2	维生素专柜股份有限公司	9.21	6.62	9.29
3	GNC 控股公司	7.92	7.00	10.27

4. 调整、修正各可比公司的价值比率

(1)修正内容

本次评估我们对可比公司盈利类价值比率进行如下修正：

①由于被评估单位与可比公司之间存在风险的差异，这个差异反映在被评估单位和可比公司上就是在折现率上的差异，因此可以采用可比公司和被评估单位的相关数据估算相关折现率来进行必要修正。

②被评估单位与可比公司可能处于企业发展的不同期间，对于进入相对稳定期的企业未来发展相对比较平缓，对于处于发展初期的企业可能会有一段发展相对较高的时期。被评估单位与可比公司处于不同发展时期所产生的预期增长差异可以用未来预期永续增长率 g 来表述，因此可以采用可比公司与被评估单位的数据计算预期永续增长率 g ，并以此为基础进行预期增长率修正。

实务操作中，通常无法有效地估计企业的永续增长率，但可以采用一定时间年限的平均增长率来替代永续增长率，具体操作可以采用评估基准日后 N 年的几何平均增长率来近似永续增长率。

(2)风险因素的修正

对于被评估单位盈利基础价值比率 M_S ：

$$M_S = \frac{1}{\frac{1}{M_G} + (r_s - r_G) + (g_G - g_s)}$$

上式中， M_G 为可比公司的盈利基础价值比率， $(r_s - r_G)$ 即可比公司与被评估单位由于风险因素不同所引起的折现率不同所需要进行的风险因素修正系数； $(g_G - g_s)$ 即为可比公司与被评估单位由于预期永续增长率差异所需要进行的预期增长率差异修正系数。

①折现率的转换



WACC为税后现金流口径，即对应于NOIAT收益指标的折现率，但它不能直接对应EBIT及EBITDA，需要进行“口径”转换。

以EBITDA为例，具体转换如下：

定义： $\lambda = NOIAT \div EBITDA$

根据WACC的定义，

$$WACC = \frac{NOIAT}{D+E} = \frac{EBITDA}{D+E} \times \frac{NOIAT}{EBITDA} = \frac{EBITDA}{D+E} \times \lambda$$

则，

$$EBITDA \text{ 对应的折现率} = \frac{EBITDA}{D+E} = \frac{WACC}{\lambda}$$

同理，EBIT 对应折现率为： $\delta = NOIAT \div EBIT$

定义：

$$EBIT \text{ 对应的折现率} = WACC \div \delta$$

(3)预期永续增长率 g 的修正

虽然相关研究机构对各可比公司的未来 1-2 年的盈利情况做过一些预判，但由于涉及的年度较少且无法收集到可比公司远期增长的数据，同时不同研究机构对同一家可比公司的未来盈利预判结论可能存在较大差异等情况，基于可比口径的统一，本次评估将未来永续增长率暂定为零。

(4)修正后的价值比率

各可比公司修正后价值比率汇总表

序号	项目	盈利基础价值比率		
		评估基准日前 12 个月		
		EBIT 价值比率	EBITDA 价值比率	NOIAT 价值比率
1	康宝莱保健品有限公司	11.08	10.70	21.00
2	维生素专柜股份有限公司	7.59	8.05	12.43
3	GNC 控股公司	10.91	6.62	10.66

5. 确定被评估单位价值比率

本次选取的 3 家可比上市公司中，康宝莱保健品有限公司与被评估单位相似度最高，评估人员对各可比公司价值比率分别设置权重为：康宝莱保健品有限公司 30%、维生素专柜股份有限公司 20%、GNC 控股公司 50%。计算各可比公司价值比率加权平均值作为被评估单位的价值比率。

被评估单位价值比率表

公司名称	EBIT 价值比率	EBITDA 价值比率	NOIAT 价值比率
被评估单位	19.02	5.54	7.53

6. 被评估单位初步评估结论

估算被评估单位相关参数, 计算各价值比率下对应的评估结果, 以各价值比率计算结果的平均值作为初步评估结论。

被评估单位初步评估结论计算表

金额单位: 百万美元

序号	项目	盈利基础价值比率		
		评估基准日前 12 个月		
		EBIT 价值比率	EBITDA 价值比率	NOIAT 价值比率
1	被评估单位比率乘数取值	19.02	5.54	7.53
2	被评估单位对应参数	79.13	80.40	58.16
3	被评估单位付息负债	38.05	38.05	38.05
4	对应价值比率的评估值	764.97	654.38	848.39
5	初步评估结论	758.129		

7. 流动性调整

市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。缺乏流动性折扣(DLOM)是相对于流动性较强的投资, 流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的缺乏流动性折扣应该从该权益价值中扣除, 以此反映市场流动性的缺失。

目前国际上研究缺乏流动性折扣的主要方式或途径包括以下两种: 一种是限制性股票交易价值研究途径, 一种是IPO前交易价格研究途径。

其流动性折扣在不同行业之间的变动情况统计如下表:

行业分类	行业代码	折扣
全部	A11	16.1%
采矿业	1000-1999	14.6%
制造业	2000-3999	16.8%
交通、通信、电力、电气及公共卫生事业	4000-4999	14.9%
批发行业	5000-5199	25.1%
零售行业	5200-5999	12.0%
金融、保险和房地产	6000-6999	9.8%
服务业	7000-8999	24.4%



由于 kerr 属于食品制造企业。因此，流动性折扣取上表制造业 16.8%。

8. 控制权调整

采用上市公司比较法评估企业股权价值时，由于可比对象都是上市公司，并且交易的市场价格采用的是证券交易市场上成交的流通股交易价格，上市公司流通股一般都是代表小股东权益的，不具有对公司的控制权，但本次评估对象为 100%股权，因此，需要对上市公司比较法的评估价值进行控股权溢价调整。

经查 bvresources.com/cps，其各国控制权溢价统计如下表：

目标国家	交易统计	净销量均值	净销量中值	控股权溢价中值	少数股权折价中值
美国	4,885	\$837	\$119	29.0%	22.5%
加拿大	1,042	\$333	\$38	25.0%	20.0%
日本	587	\$2,130	\$201	27.5%	21.6%
英格兰	446	\$719	\$109	33.2%	24.9%
英国	396	\$971	\$92	24.3%	19.5%
澳大利亚	391	\$353	\$42	30.4%	23.3%
法国	198	\$1,084	\$100	20.1%	16.7%
香港	185	\$292	\$43	0.0%	0.0%
瑞典	124	\$468	\$85	24.4%	19.6%
新加坡	114	\$415	\$123	14.6%	12.7%
德国	113	\$2,671	\$154	18.6%	15.7%
马来西亚	97	\$330	\$88	12.0%	10.7%
挪威	90	\$506	\$120	29.0%	22.5%
印度	87	\$478	\$67	10.4%	9.4%
中国	77	\$465	\$216	23.0%	18.7%
意大利	68	\$1,736	\$495	9.9%	9.0%
南非	65	\$687	\$93	16.2%	13.9%
荷兰	62	\$1,500	\$419	21.0%	17.4%
台湾	56	\$1,003	\$311	11.4%	10.2%
丹麦	54	\$721	\$118	24.1%	19.4%

考虑到被评估企业在加拿大，本次评估选择的控制权溢价率为 25%。

9. 非经营性、溢余资产

截至评估基准日，Kerr 合并报表口径中存在以下溢余资产及非经营性/负债：



非经营性资产/负债及溢余资产

金额单位：百万美元

类 别	名 称	明 细	账 面 值	估 值
非经营性资产	其他应收款	员工借支款及其他	0.017	0.017
	可供出售金融资产	可供出售债务工具	3.655	3.655
	小 计		3.672	3.672
非经营性负债	应付利息	借款利息	0.003	0.003
	预计负债	未决诉讼	3.250	3.250
	小 计		3.253	3.253
溢余资产	货币资金		3.856	3.856
合 计			4.275	4.275

10. 最终评估结论

根据股权价值评估公式：

股权价值最终评估结果=（全投资价值比率×被评估单位相应参数－付息负债）×（1－缺少流动性折扣）×（1＋控制权溢价率）＋非经营性、溢余资产净值

或：

股权价值最终评估结果=（股权投资价值比率×被评估单位相应参数）×（1－缺少流动性折扣）×（1＋控制权溢价率）＋非经营性、溢余资产净值

经过上述一系列的评估过程，被评估单位股权价值最终评估结果为。

市场法评估结果计算表

金额单位：百万美元

项 目	金 额
初步评估结论	758.129
缺少流动性折扣率	16.80%
控股权溢价率	25.00%
非经营性资产/负债及溢余资产净额	4.275
被评估单位股权价值	792.73

据中国外汇交易中心2016年5月31日公布的人民币汇率中间价6.5790美元/人民币将其折算为人民币521,537.07万元

(七)市场法估值结论

根据以上估值工作得出，在估值基准日2016年5月31日，Kerr股东全部权益价值市场法估值为521,537.07万元，较股东权益账面值48,275.27万元增值473,261.80万元，增值率为980.34%。



八、估值结论及分析

(一)收益法估值结果

在估值基准日 2016 年 5 月 31 日, Kerr 股东全部权益的估值价值为 785.01 百万美元, 据中国外汇交易中心 2016 年 5 月 31 日公布的人民币汇率中间价 6.5790 美元/人民币将其折算为人民币 516,458.08 万元, 较股东权益账面值 48,275.27 万元增值 468,182.81 万元, 增值率 969.82%。

(二)市场法估值结果

在估值基准日 2016 年 5 月 31 日, Kerr 股东全部权益价值市场法估值为 792.73 百万美元, 据中国外汇交易中心 2016 年 5 月 31 日公布的人民币汇率中间价 6.5790 美元/人民币将其折算为人民币 521,537.07 万元, 较股东权益账面值 48,275.27 万元增值 473,261.80 万元, 增值率为 980.34%。

(三)两种估值结果的差异及其原因

股东全部权益价值的两种估值结果的差异如下表所示:

金额单位: 人民币万元

估值方法	账面净资产	Kerr100%股权		
		估值	估值增值	估值增值率
收益法	48,275.27	516,458.08	468,182.81	969.82%
市场法	48,275.27	521,537.07	473,261.80	980.34%
差异额		5,078.99		

差异原因主要在于: 收益法是立足于判断资产获利能力的角度, 将被估值单位预期收益资本化或折现来估算企业价值。市场法评估是以被评估企业的市场参考物的现实价值为基础的, 评估所需的数据资料直接来源于对比上市公司, 通过将评估对象与可比上市公司进行比较, 确定评估对象价值, 上市公司的可比性、市场的波动等因素对被评估企业的估值影响较大, 因此两种评估方法的评估结论存在差异。

(四)估值结论

Kerr 是从事运动营养与体重管理方面的营养补充品(主要包括运动营养品以及减肥食品)的研究、开发及市场营销。目前在国内的同类行业中, 与 Kerr 相同业务的国际上市公司在公司规模、经营业务范围、公司未来发展等

方面存在差异，而对差异调整往往存在一定的主观因素，给市场法评估价值带来一定的影响。

收益法是立足于判断资产获利能力的角度，将被估值企业预期收益资本化或折现，来估值企业价值。与市场法相比，收益法从企业发展的角度，通过了解企业的历史发展情况，以及对企业的品牌效应、管理层能力和人才团队、业务网络(业绩)等方面进行综合分析，参考历史财务相关数据，企业未来发展规划等因素，对未来年度的盈利进行预测，其得出的评估结果相对更加可靠。因此权衡两种方法的评估结果，我们认为收益法更能体现 Kerr 在估值基准日的投资价值，故采用收益法估值结果作为最终估值结论。

经以上分析，估值人员认为收益法较市场法更能真实合理反映 Kerr 的股东权益价值，故本次估值确定采用收益法的估值结果作为 Kerr 股东全部权益最终估值结论。

估值结论为：Kerr 在估值基准日的股东全部权益价值估值为 516,458.08 万元，西王食品股份有限公司拟收购的 Kerr 的股东全部权益价值为 516,458.08 万元。

(五)估值增值的原因及其合理性说明

对 Kerr 全部股东权益价值采用收益法和市场法进行估值，最终选取收益法估值作为估值结论。估值结论较账面净资产增值较多的主要原因为企业预测盈利的持续增长得益于保健品行业在全球的快速发展、自主品牌的持续建设以及管理优良的销售渠道：

1.全球运动营养产品和体重管理产品持续增长

根据 Roland Berger 2016 年 5 月发布的关于运动营养产品及体重管理产品的行业研究报告，2015 年运动营养产品及体重管理食品市场规模约 240 亿美元。展望未来，至 2020 年全球运动营养产品及体重管理产品市场预计可保持每年 5% 的增长，其中运动营养产品为最快增长分类，预计年化增长率为 8%，2020 年达到 155 亿美元的市场规模；而体重管理产品预计将保持每年 4% 的增长，2020 年达到 160 亿美元的规模。全世界范围内，北美运动营养产品和体重管理市场规模最大，占全球市场规模的 46%。中国市场目前相对较小，但



极具潜力。

2015 年，北美的运动营养产品及体重管理产品市场约为 111 亿美元，占全球市场总值的 46%。该市场受益于参与健身活动的人群不断上升及北美地区的肥胖及超重人口日益普遍（约占总人口的 72%）而进一步扩大。展望未来，北美市场至 2020 年预期每年可增长 6%，其中运动营养产品市场将每年增长 9%，至 2020 年达到 105 亿美元；体重管理市场每年可增长 2%，至 2020 年达到 47 亿美元。

与北美市场相比，中国市场相对较小，2015 年中国运动营养产品及体重管理产品市场约为 16 亿美元，但是增长极为迅速。市场的高速增长得益于人们越来越多的采纳西方运动方式，以及随着生活水准提高肥胖人群也有所增加。Roland Berger 认为中国运动营养产品及体重管理产品市场将维持快速增长，预计截至 2020 年，运动营养产品每年可增长 15%及体重管理产品每年可增长 10%。

因此，以运动营养产品（Sports Nutrition）和体重管理产品（Weight Management）的研发和销售为主营业务的 Kerr 顺应了全球运动营养产品和体重管理产品持续增长大好发展趋势，为其发展壮大及盈利水平不断提高提供了充分的市场环境。

2.标的公司良好的品牌优势

标的主营业务为运动营养产品和体重管理产品的研发和销售。其中，运动营养产品主要包括 MuscleTech、Six Star、Mission1、Epiq、Strong Girl、True Grit、fuel:one 等 7 个品牌；体重管理产品主要包含 Hydroxycut、Purely Inspired、Xenadrine 和 Nature's Food 等 4 个品牌，Hydroxycut 自 1995 年以来衍生出一系列品牌，包括：Hydroxycut, Hydroxycut Gummies 和 Hydroxycut Black。各品牌存在差异又有所互补，形成较为完善的品牌矩阵。

根据 AC 尼尔森近期研究数据，MuscleTech、Six Star 两款产品在美国运动营养产品市场 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名第一位。MuscleTech 于 1996 年推出，是标的公司领先的运动营养补充剂品牌，已连续销售超过 20 年。Six Star 创立于 2004 年，为北美地区 FDMC 渠道最有影响力的运动营养品牌



之一。

根据 AC 尼尔森近期研究数据, Hydroxycut 及 Purely Inspired 产品在美国体重管理产品市场 FDMC 及沃尔玛等渠道中销售排名分列第一、第二位。Hydroxycut 为过去十年北美最畅销的体重管理产品之一, 累计销售量逾 1 亿瓶, 于 FDMC 渠道的市场份额达 24%, 在体重管理产品中品牌认可度较高。

3、管理优良的销售渠道及良好客户关系

Kerr 的主要销售区域以美国、加拿大等为主, 并覆盖世界其他市场, 主要的销售渠道大致可以分为 FDMC、健康食品商店、网络、以及国际销售(除北美外 130 个国家), 其产品已入驻亚马逊、GNC、沃尔玛、沃尔格林、山姆会员店等零售商体系。Kerr 积极拓展其线上销售渠道, 且线上销售渠道是增速最快的渠道。同时, Kerr 与分销商共同注资合作来扩张器国际销售, 国内国际销售同步推进。标的公司顺应经济发展趋势, 不断完善扩充销售渠道, 从而吸引更多的客户。

Kerr 在运动营养产品和体重管理产品领域深耕十余年, 已发展出一系列综合、先进的市场推广计划。标的公司采用成熟的产品推广流程, 通过杂志文章、电视、数字新媒体、以及运动 / 体育赞助保持线上线下极高的曝光度, 不断吸引来自不同消费群体的新客户。有效的市场宣传, 配合 Kerr 卓越的产品品质, 打造了强劲的客户信任和产品忠诚度, 带动了重复销售以及交叉产品销售, 从而更好配合销售渠道扩张。

在市场诸多竞争者中, Kerr 能够更有效维护与已有机构客户的关系。Kerr 与核心客户的销售合同每年都会更新, 以便随时应对客户出现的新需求, 防止关系恶化。Kerr 管理团队拥有超过 20 年的行业经验, 并发展了专业的内部营销团队, 截至 2015 年 12 月, Kerr 销售团队共计 70 余名员工, 分别负责不同销售渠道的销售工作。

经过多年的努力, Kerr 线上线下销售渠道不断完善、渠道不断提升、产品宣传不断强化以及与核心客户的联系更加紧密等多方面因素协同促进, 均保证了 Kerr 良好客户关系的维护。

(六)流动性折价的考虑

本次收益法估值未考虑流动性折价及控股权溢价对估值的影响。

