

股票简称：会稽山

股票代码：601579

会稽山绍兴酒股份有限公司

（浙江省绍兴市柯桥区湖塘街道杨绍路 2579 号）



关于公开发行 A 股可转换公司债券申请 文件反馈意见的回复

保荐机构（主承销商）

中国平安
保险·银行·投资

平安证券股份有限公司

（住所：深圳市福田区金田路 4036 号荣超大厦 16-20 层）

二零一八年二月

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2018 年 1 月 9 日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（172434 号）》（以下简称“反馈意见”）的要求，会稽山绍兴酒股份有限公司（以下简称“会稽山”、“公司”、“发行人”或者“申请人”）会同保荐机构平安证券股份有限公司（以下简称“保荐机构”）及国浩律师（杭州）事务所（以下简称“申请人律师”）、天健会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“会计师”）、坤元资产评估有限公司（以下简称“评估师”），本着勤勉尽责和诚实信用的原则，就反馈意见所提问题逐项进行了认真讨论与核查，对反馈意见中所有提到的问题逐项落实。现将贵会反馈意见所涉各项问题，具体回复如下：

如无特别说明，本反馈意见回复中所使用的简称与《募集说明书》中的简称具有相同含义。本反馈意见回复部分合计数与各加数直接相加之和如果在尾数上有差异，这些差异均由四舍五入造成。

一、重点问题

问题 1

截至 2017 年 9 月 30 日，精功集团共质押其所持公司股票 16,400.00 万股，占公司股份总数的 32.97%，占其直接持有公司股份总数的 100.00%。请申请人结合控股股东所持申请人股票质押情况说明上述股份质押借款的具体用途，是否存在因违约导致的股权变动风险。请保荐机构及申请人律师核查。

回复：

一、控股股东所持申请人股票质押情况及股份质押借款的具体用途

截至 2017 年 12 月 31 日，控股股东精功集团共质押其所持公司股票 16,400 万股，占公司股份总数的 32.97%，占其直接持有公司股份总数的 100%。精功集团所持申请人股票的质押情况具体如下：

质权人	主债务本金 (万元)	债务本金余 额(万元)	借款期限	质押数量 (万股)	本次质押 占总股份 的比例
上海海通证券资产 管理有限公司	25,000	25,000	2016.08.15 至 2018.08.15	3,960	7.96%
安徽国元信托有限 责任公司	33,648	33,648	2016.08.22 至 2020.08.21	3,200	6.43%
民生银行股份有限 公司绍兴分行	最高额 12,000	12,000	主债权发生期间 自 2016.07.19 至 2019.07.19	1,245	2.50%
西藏信托有限公司	11,000	11,000	2017年3月28 日起12个月	1,195	2.40%
海通证券股份有限 公司	4,886	4,809	2017.03.29 至 2018.03.29	700	1.41%
	2,097	2,064	2017.04.06 至 2018.04.06	300	0.60%
绍兴银行股份有限 公司轻纺城支行	最高额 24,620	17,000	主债权发生期间 自 2017.10.25 至 2020.10.25	2,000	4.02%
	最高额 12,300	8,500	主债权发生期间 自 2017.10.26 至 2020.10.26	1,000	2.01%
	最高额 11,800	8,150	主债权发生期间 自 2017.10.26 至 2020.10.26	960	1.93%
	最高额 12,300	8,500	主债权发生期间 自 2017.10.30 至 2020.10.30	1,000	2.01%
	最高额 10,340	7,100	主债权发生期间 自 2017.10.30 至 2020.10.30	840	1.69%
合计	最高额 159,991	137,771	--	16,400	32.97%

根据精功集团的说明，精功集团上述股份质押融资主要用于认购会稽山非公开发行的股份、补充流动资金等用途。

二、是否存在因违约导致的股权变动风险

截至本回复出具日，精功集团将所持会稽山股权质押融资所签署的股份质押融资相关协议执行情况良好，不存在违约情形。

精功集团已作出承诺：“1、截至本承诺函出具之日，本公司以所持的会稽山股份提供质押进行的融资不存在逾期偿还或者其他违约情形；2、本公司将严格按照与资金融出方签署的协议约定的期限和金额以自有或自筹资金按期足额偿还融资款项，保证不会出现逾期偿还进而导致本公司所持的会稽山股份被质

权人行使质押权的情形；3、本公司将积极与资金融出方协商，如有需要将以提前偿还融资款项、追加保证金或补充提供担保物等方式避免出现本公司所持的会稽山股份被处置，避免会稽山因本公司违约而发生股权变动。”

综上，截至本回复出具日，控股股东精功集团不存在因违约导致股权变动的情形。

三、补充披露风险提示

发行人已在《募集说明书》“重大事项提示”之“四、特别风险提示”、“第三节 风险因素”之“一、控股股东股权质押可能导致公司股权发生变动的风险”部分，补充披露如下：

“截至 2017 年 12 月 31 日，控股股东精功集团共质押其所持公司股票 16,400.00 万股，占公司股份总数的 32.97%，占其直接持有公司股份总数的 100.00%，质押比例较高。目前相关质押融资协议执行良好，不存在违约情形。后续如果精功集团未能按期还款或出现其他协议约定的情形，将可能出现因控股股东质押融资违约导致的公司股权变动风险。”

四、保荐机构、申请人律师核查意见

保荐机构和申请人律师通过检查精功集团的说明、股份质押的融资合同以及中登公司上海分公司的证券质押登记证明、会稽山关于控股股东股份质押的公告，并对精功集团进行专项走访，对控股股东精功集团所持会稽山股份的质押情况进行了核查。

保荐机构、申请人律师经过核查，认为：会稽山控股股东精功集团所持会稽山股份质押借款主要用于对下属子公司增资及补充流动资金等用途，融资相关协议执行情况良好，不存在逾期偿还或者其他违约情形，精功集团已作出承诺严格按照融资协议履行合同，避免因违约导致会稽山发生股权变动。发行人已在募集说明书对因控股股东股权质押而可能发生的股权变动风险进行风险提示。

问题 2

请申请人说明或披露咸亨食品股权历次转让情况(包括持有人、转让价格等)，历次股东或持有者与申请人董事、监事、高级管理人员及其控股股东、实际控制人是否存在关联关系。请保荐机构和申请人律师对上述事项进行核查并发表核查意见，同时请核查拟收购股权或资产权属是否存在瑕疵，收购事项是否得到有权机关的批准。

回复：

一、咸亨股份及前身历次股份变动情况

(一) 咸亨股份简要历史沿革

1984年2月23日，绍兴咸亨食品厂设立，企业性质为全民所有制企业。

1994年6月30日，绍兴咸亨食品厂改制为股份合作制企业，公司名称为绍兴咸亨食品制造公司，注册资本2,403,334元，其中国家股1,083,334元，职工个人股1,320,000元。

1998年12月21日，国有净资产在经评估调整全部有偿转让给余龙生后绍兴咸亨食品制造公司由股份合作制企业改制为有限责任公司，注册资本448万元。具体股东及持股情况如下：

序号	股东名称或姓名	出资额（元）	出资比例（%）
1	余龙生	2,375,678	53.03
2	职工持股会	1,741,250	38.87
3	徐明	37,200	0.83
4	何海明	49,662	1.11
5	任强	43,152	0.96
6	王长法	25,482	0.57
7	江祝福	21,948	0.49
8	王国静	21,018	0.47
9	单伯华	21,762	0.49
10	许海潮	16,740	0.37
11	吴来兴	15,996	0.36

12	何国华	16,554	0.37
13	李国良	21,204	0.47
14	鲍勇	17,670	0.39
15	钱国民	18,414	0.41
16	俞后盛	22,320	0.50
17	裘盛峰	13,950	0.31
合计		4,480,000	100

2015年9月18日，“绍兴咸亨食品有限公司”整体变更为“绍兴咸亨食品股份有限公司”。通过职工持股会间接持有公司股权的股东还原为股东各自直接持有。

(二) 咸亨股份及其前身股权变动情况

咸亨股份及其前身咸亨有限自设立以来的历次股权变动情况如下：

序号	时间	事项	具体情况					备注	
			转让方	受让方	转让出资额(元)	转让价格(元)	转让原因		
1	2003年7月	第一次股权转让	单伯华	职工持股会	21,762	21,762.00	因离职或退休不再持股	实际于1999年5月转让，每份出资额转让价格为1元	
			何海明		49,662	54,628.20		实际于2000年2月转让，每份出资额转让价格为1.1元	
			钱国民		18,414	20,255.40			
			李国良		21,204	23,324.40		实际于2002年12月转让，每份出资额转让价格为1.3元	
			裘盛峰		13,950	18,135.00			
			徐明		37,200	37,200.00			变更为通过职工持股会间接持股
			职工持股会		郑寅年	25,762		25,762.00	变更为直接持股
			2		2004年5月	第二次股权转让		转让方	受让方
职工持股会	余龙生	563,291		563,291			认购职工持股会持有的库存股，再将认购的份额变更为直接持股		
	王长法	1,054		1,054					
	江祝福	908		908					

			何国华	809	809
			王国静	870	870
			任强	1,786	1,786
			鲍勇	731	731
			许海潮	693	693
			吴来兴	662	662
			俞后盛	924	924
3	2015年3月	增资至1,028万元	咸亨有限注册资本由448万元增至1,028万元，新增注册资本580万元由余龙生认缴3,934,887元，职工持股会认缴1,234,722元，任强、王长法等其他10名原自然人股东认缴合计320,391元，徐锦秀、沈柏炎、茹明华、沈新中、张爱法、朱海涛、孔鉴梁、程青馨、郭巍巍等9名新股东认缴合计310,000元。（注）		
4	2015年4月	增资至2,072万元	咸亨有限注册资本由1,028万元增至2,072万元，新增注册资本1,044万元先由余龙生以货币出资8万元，再由全体股东以资本公积金转增1,036万元。		
5	2015年9月	变更为股份有限公司	咸亨有限截至2015年5月31日经审计的净资产83,977,148.50元以1:0.2467的比例折合2,072万股，整体变更为股份有限公司；职工持股会解散。		
6	2017年1月	定向发行128万股股份	咸亨股份向197名原股东定向发行128万股（7.85元/股），发行完成后注册资本增至2,200万元		

注：咸亨有限本次增资实际分为下列步骤进行：（1）咸亨有限以货币方式增资660,000元，由余龙生、职工持股会、任强、何国华、鲍勇等5名原股东认购505,000元，由徐锦秀、沈柏炎、茹明华、沈新中、张爱法、朱海涛、孔鉴梁、程青馨、郭巍巍认购155,000元，均以货币方式出资；（2）职工持股会将持有咸亨有限出资额190,572元转让给余龙生（转让价款为439.92万元）；（3）咸亨有限在上述增资及股权转让基础上，以资本公积向全体股东同比例增资514万元，增资后，咸亨有限注册资本增至1,028万元。

2015年12月15日，咸亨股份完成新三板挂牌。咸亨股份自新三板挂牌后至本回复出具日，未发生股权转让行为。

（三）关于咸亨有限职工持股会的说明

为便于职工参股、股权转让的管理，根据浙江省人民政府于1998年6月30日颁布的《浙江省国有企业内部职工持股试行办法》，咸亨有限由股份合作制企业改制为有限责任公司时，由工会委员会组建了职工持股会，由职工持股会代表持有内部职工股的职工行使股东权利并以公司工会社团法人名义承担民

事责任的组织。

1998年，咸亨有限设立时，职工持股会成员303人，职工持股会持有咸亨有限38.87%股权。职工持股会存续期间，职工持股会部分成员因下列原因发生了份额变动：（1）从公司辞职或退休而退出；（2）因职位调动而减持；（3）员工死亡后，份额由同为持股会成员的子女继承；（4）夫妻以各自名义入股后进行合并；（5）新员工、新提拔的干部、技术及销售骨干认购职工持股会份额。

从职工持股会退出的持有人将持有的职工持股会份额全部转让给职工持股会，形成库存股；在职工持股会成员或新员工要求认购时，由其认购库存的份额。截至咸亨有限整体变更为股份有限公司前，职工持股会成员为178名。

2015年5月31日，经咸亨有限股东会及职工持股会会员代表大会审议通过，职工持股会分别与全体178名成员签订了《股权还原协议》，将其持有的咸亨有限股权全部还原转让给实际投资的178名职工。

2015年9月，职工持股会经绍兴市总工会同意解散注销。

咸亨股份已在申请股票在股转系统挂牌并公开转让的《绍兴咸亨食品股份有限公司公开转让说明书》、江苏柯兰律师事务所出具的《关于绍兴咸亨食品股份有限公司申请股票在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让之法律意见书》中详细披露了职工持股会自设立以来的份额变动情况。

二、历次股东或持有者与申请人董事、监事、高级管理人员及其控股股东、实际控制人是否存在关联关系

根据对咸亨股份实际控制人余龙生、高级管理人员进行的访谈、咸亨股份及其全体股东出具的声明与承诺，并经核查咸亨股份工商登记资料、股权转让协议、历史股东及职工持股会成员身份证明等文件后确认，咸亨股份及其前身咸亨有限自设立以来的历次股权变动，均发生在公司内部员工、职工持股会成员之间，未发生向公司员工之外的其他第三方或外部投资者进行股权转让或增资的情形。咸亨股份现有全体股东、历史上的股东、职工持股会成员与会稽山的控股股东、实际控制人、现任董事、监事、高级管理人员均不存在关联关

系。

根据会稽山现任董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人出具的声明与承诺，会稽山现任董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人填写的关联关系调查表，会稽山的控股股东、实际控制人、现任董事、监事、高级管理人员与咸亨股份现有全体股东、历史上的股东、职工持股会成员之间均不存在关联关系。

三、同时请核查拟收购股权或资产权属是否存在瑕疵，收购事项是否得到有权机关的批准

（一）咸亨股份历次改制均符合法律法规及相关规定

1994年，绍兴咸亨食品厂改制为股份合作制企业，公司名称为绍兴咸亨食品制造公司。本次改制经绍兴市人民政府办公室市府办批复（1994）第122号文、绍兴市经济体制改革办公室绍市体改字（94）第56号《关于同意绍兴咸亨食品厂改组为股份合作制企业的批复》以及绍兴市国有资产管理办公室绍市国资办（1994）第8号《关于同意转让绍兴咸亨食品厂部分国有资产的批复》同意，并经绍兴市工商行政管理局核准，符合法律法规及相关规定。

1998年，绍兴咸亨食品制造公司由股份合作制企业改制为有限责任公司。本次改制经绍兴市人民政府办公室（1998）2号《关于绍兴咸亨食品制造公司要求收购剩余的国有产权的协调会议纪要》、绍兴市国有资本管理局绍市国资[1998]第81号《关于同意将咸亨食品制造公司的国有净资产转让给企业的批复》同意，并经绍兴市工商行政管理局核准，符合法律法规及相关规定。

2015年，公司由有限公司“绍兴咸亨食品有限公司”整体变更为“绍兴咸亨食品股份有限公司”。本次改制履行了必要的法律程序，符合法律法规及相关规定。

（二）收购事项已是否得到有权机关的批准

2017年11月6日，会稽山第四届董事会第八次会议审议通过了《关于公司公开发行A股可转换公司债券发行方案的议案》等与本次收购相关的议案。

同日，咸亨股份第一届董事会第十四次会议审议通过了《关于附生效条件的终止挂牌并将公司形式变更为有限责任公司的议案》、《关于提请股东大会授权董事会全权办理公司申请终止挂牌并将公司形式变更为有限责任公司相关事宜的议案》等与本次收购相关的议案。

2017年11月24日，会稽山2017年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司公开发行A股可转换公司债券发行方案的议案》等与本次收购相关的议案。

同日，咸亨股份2017年第三次临时股东大会审议通过了《关于附生效条件的终止挂牌并将公司形式变更为有限责任公司的议案》、《关于提请股东大会授权董事会全权办理公司申请终止挂牌并将公司形式变更为有限责任公司相关事宜的议案》等与本次收购相关的议案。

综上，本次收购已经通过会稽山、咸亨股份的董事会和股东大会表决。咸亨股份因被收购而终止在新三板挂牌尚需全国股转系统的批准，会稽山本次发行可转债尚需证监会的核准。

四、保荐机构、申请人律师核查意见

申请人律师经过核查，认为：申请人已说明并披露咸亨食品股权历次转让情况，历次股东或持有者与申请人董事、监事、高级管理人员及其控股股东、实际控制人不存在关联关系；咸亨股份自咸亨食品厂设立及改制为股份合作制企业，再由股份合作制企业改制为有限责任公司以及咸亨有限整体变更为股份有限公司的过程均履行了必要的法律程序，相关出资均已缴付到位，为合法有效。咸亨股份全体股东持有的股份均为其真实持有，不存在委托持股的情形，不存在股权权属纠纷，不存在股份质押、被司法冻结或其他权利受到限制的情形；会稽山本次拟收购的股权权属清晰，不存在影响本次收购的瑕疵。会稽山本次收购咸亨股份100%股权已经获得了会稽山及咸亨股份内部权力机构的批准，本次收购的标的资产咸亨股份100%股权不属于国有股权，除咸亨股份因被收购而终止在股转系统挂牌尚需取得股转系统公司的批准以及会稽山本次发行可转债尚需获得中国证监会的核准外，本次收购事项无需取得其他有权机关的批准或授权。

保荐机构经过核查咸亨股份的挂牌时公开转让说明书、挂牌时法律意见书、咸亨股份工商登记资料、验资报告以及股转系统公开披露文件等，认为：申请人已说明并披露咸亨食品股权历次转让情况，历次股东或持有者与申请人董事、监事、高级管理人员及其控股股东、实际控制人不存在关联关系；会稽山拟收购咸亨股份 100%股权权属清晰，不存在影响本次收购的瑕疵；本次收购已经通过会稽山、咸亨股份的董事会和股东大会表决，除咸亨股份因被收购而终止在股转系统挂牌尚需取得股转系统公司的批准以及会稽山本次发行可转债尚需获得中国证监会的核准外，本次收购事项无需取得其他有权机关的批准或授权。

问题 3

申请人本次发行可转债拟募集资金 7.35 亿元，用于收购咸亨股份 100% 股权。请参照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号—招股说明书》的要求披露标的资产相关信息，并请提供咸亨股份最近三年及一期的财务报告及审计报告。请将标的公司咸亨股份面临的主要风险因素在本次募集说明书中做重大风险提示。请保荐机构核查并发表意见。

一、标的资产相关信息的补充披露

申请人参照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》的要求，在募集说明书“第八节、二、咸亨股份基本情况”披露如下：

1、标的公司基本情况

(1) 概况

公司名称：绍兴咸亨食品股份有限公司

注册地址：浙江省绍兴市绍三线永仁路

注册资本：2,200 万元

统一社会信用代码：913306007125260511

成立时间：1994 年 6 月 30 日

法定代表人：余龙生；

经营范围：生产：黄酒、蔬菜制品（酱腌菜）、豆制品（发酵性豆制品）、调味品（液体）、酿造酱油；货物进出口、技术进出口；收购农副产品。

咸亨股份于 2015 年 12 月 15 日在全国中小企业股份转让系统挂牌，证券简称“咸亨股份”，证券代码：834794，目前为创新层公司。控股股东及实际控制人为余龙生。

（2）股本演变概况

1984 年 2 月 23 日，绍兴咸亨食品厂设立，企业性质为全民所有制企业。

1994 年 6 月 30 日，绍兴咸亨食品厂改制为股份合作制企业，公司名称为绍兴咸亨食品制造公司，注册资本 2,403,334 元，其中国家股 1,083,334 元，职工个人股 1,320,000 元。

1998 年 12 月 21 日，国有净资产在经评估调整全部有偿转让给余龙生后绍兴咸亨食品制造公司由股份合作制企业改制为有限责任公司，注册资本 448 万元。具体股东及持股情况如下：

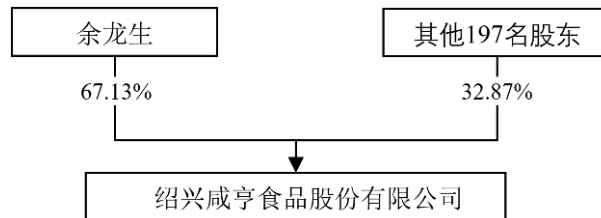
序号	股东名称或姓名	出资额（元）	出资比例（%）
1	余龙生	2,375,678	53.03
2	职工持股会	1,741,250	38.87
3	徐明	37,200	0.83
4	何海明	49,662	1.11
5	任强	43,152	0.96
6	王长法	25,482	0.57
7	江祝福	21,948	0.49
8	王国静	21,018	0.47
9	单伯华	21,762	0.49
10	许海潮	16,740	0.37
11	吴来兴	15,996	0.36
12	何国华	16,554	0.37
13	李国良	21,204	0.47
14	鲍勇	17,670	0.39

15	钱国民	18,414	0.41
16	俞后盛	22,320	0.50
17	裘盛峰	13,950	0.31
合计		4,480,000	100

2015年9月18日，“绍兴咸亨食品有限公司”整体变更为“绍兴咸亨食品股份有限公司”。通过职工持股会间接持有公司股权的股东还原为股东各自直接持有。

(3) 股权结构

截至募集说明书签署日，咸亨股份股权结构如下图：



(4) 控股子公司、参股公司情况

截至募集说明书签署日，咸亨股份有 1 家控股子公司绍兴咸亨酱园有限公司，其基本情况如下：

公司名称：绍兴咸亨酱园有限公司

统一社会信用代码：91330683143003962M

成立时间：1994年06月30日

注册地址：嵊州市三界镇工业园区

注册资本：50万元

法定代表人：余龙生

经营范围：生产：黄酒、蔬菜制品（酱腌菜）、豆制品（发酵性豆制品）、调味品（液体）、酿造酱油。

(5) 主要股东及实际控制人情况

咸亨股份 5%以上的股东为余龙生，其同时为公司第一大股东及实际控制人。余龙生先生基本情况如下：

余龙生，男，出生于 1952 年，中国国籍，无境外永久居留权，中专学历，高级工程师，国务院特殊津贴享受者，全国“五一”劳动奖章获得者。1969 年 8 月至 1991 年 8 月，就职于绍兴瓷厂，历任技术员、副厂长；1991 年 9 月至 1994 年 6 月，就职于公司前身绍兴咸亨食品厂，任厂长；1994 年 7 月至 1998 年 12 月，就职于公司前身绍兴咸亨食品制造公司，任董事长、经理；1999 年 1 月至今，担任咸亨有限、咸亨股份董事长兼经理；其间，于 1993 年 8 月至 1998 年 7 月，兼任绍兴瓷厂董事长、经理职务，于 1996 年 8 月至 1998 年 4 月兼任中国绍兴黄酒集团公司董事长、总经理职务，于 1997 年 4 月至 1997 年 11 月兼任古越龙山绍兴酒股份有限公司董事长、总经理职务，于 1998 年 4 月至 1999 年 1 月兼任绍兴市工业国资有限公司副经理职务。现任股份公司董事长、总经理，任期自 2015 年 7 月至 2018 年 7 月。

2、业务与技术

(1) 主营业务

咸亨股份主营业务为腐乳、黄酒及其他调味品的生产和销售。公司历史悠久，为“中华老字号”企业，其主要产品腐乳为“国家原产地标记保护产品”。

2016 年度，咸亨股份腐乳、调味品和酒类的销售收入分别为 10,857.10 万元、1,406.00 万元和 545.31 万元，占其当年营业收入的比重分别为 83.65%、10.83%和 4.20%。

(2) 主要产品

A、腐乳

腐乳又称酱豆腐、霉豆腐、乳豆腐，是经多种微生物发酵作用后形成的传统发酵豆制品。咸亨股份的腐乳为“国家原产地标记保护产品”，咸亨商标被评为“中华老字号”，其生产的腐乳以优质大豆为原料，配以绍兴黄酒为发酵卤汁，形成了独特的风味。

咸亨生产腐乳品类较多，如红方腐乳、白方腐乳、辣方腐乳、麻油腐乳、臭方腐乳、醉方腐乳、糟方腐乳以及近年来根据不同客户群体需求创新开发的火腿味腐乳、牛肉味腐乳、香菇味腐乳等。

咸亨股份的腐乳按包装规格可分为大坛装和玻璃瓶装，具体如下：



3.3kg 坛装绍兴南乳、玫瑰腐乳



350g 火腿、牛肉、香菇腐乳



350g、500g 醉方、糟方、棋方、红方、臭方、玫瑰腐乳



500g 红方、糟方、香辣、玫瑰腐乳



350g 老奶奶牌辣腐乳、白腐乳



230g 麻油、辣方、醉方、棋方、玫瑰、红方腐乳



380g 绍兴南乳



310g 红玉牌红腐乳

B、其他调味品

咸亨股份生产各类调味品，比如酱油，采用传统工艺酿晒；南乳汁，主要用于对烹饪原料腌制入味，可烹饪南乳汁肉等；香糟卤，由陈年酒糟中提取糟汁，再配入辛香调味而成。



500ml 辣糟卤



500ml 料酒



500g 香糟卤



500g 南乳汁

C、“老顺泰”黄酒

绍兴黄酒是我国酿酒史上历史较为悠久的酒种，咸亨股份生产的黄酒根据传统工艺酿造，透明澄澈、香味醇厚，主要分为花雕和泰雕两种，分为5年至30年的陈酿。



五年、八年、十年、十五年陈泰雕酒



三年、五年、八年陈花雕酒



十年陈特醇花雕酒



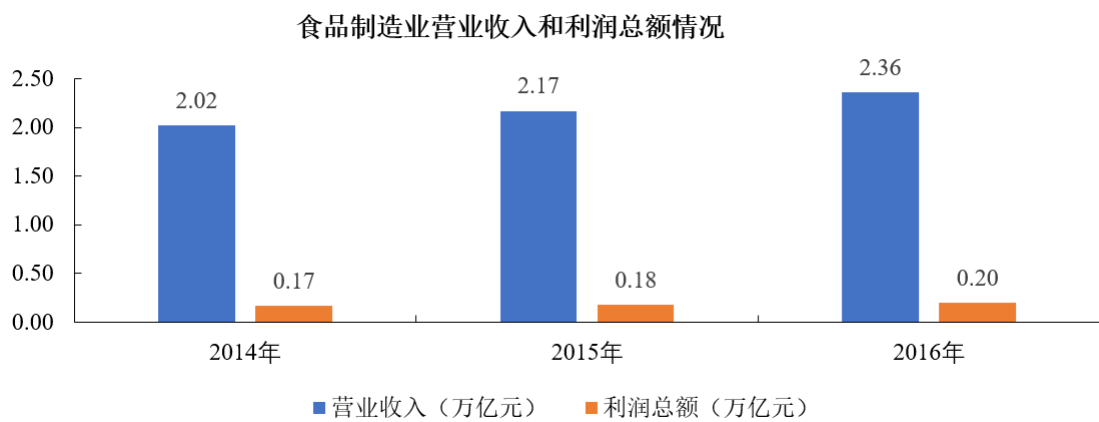
三十年陈特醇花雕酒

(3) 所处行业情况

1) 食品制造业

根据 WIND 资讯统计数据，食品制造业企业 2014 年、2015 年及 2016 年实现的营业收入分别为 2.02 万亿元、2.17 万亿元及 2.36 万亿元，食品制造业行业收入规模保持增长趋势，近三年复合增长率为 8.09%。

食品制造业企业 2014 年、2015 年及 2016 年分别实现利润总额 0.17 万亿元、0.18 万亿元及 0.20 万亿元，食品制造业利润总额保持逐年提升，近三年复合增长率为 8.47%。



数据来源：wind 资讯

2) 调味品行业

咸亨股份的主要产品为腐乳，属于食品制造业下的细分子行业：其他调味品、发酵制品制造行业。

调味品是指能增加菜肴的色、香、味，促进食欲，有益于人体健康的辅助食品。我国自古有“民以食为天，食以味为先”的说法。调味品在饮食、烹饪和食品加工中广为应用，用于调和滋味、气味，具有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用，是我国特色饮食文化的核心。

随着科技的发展、生活水平的提高，调味品行业也与时俱进发生着变革。从第一代盛行数千年保留至今的单味调味品，如酱油、酱、腐乳及辣椒、八角、茴香等天然香辛料，到第二代从七十年代诞生流行至今的高浓度及高效调味品，如味精、甜蜜素等，再到复合调味品，如番茄沙司、五香粉、泡辣椒等，一直到为了追求更加健康、美味的第四代纯天然调味品。

目前，调味品行业企业众多，竞争较为激烈，但细分行业集中度较高。随

着科学技术的进步、人民生活水平的提高、健康理念的深入人心，行业发展潜力巨大。

(4) 商业模式

咸亨股份对外采购的主要有大豆、糯米、粳米等农产品，玻璃瓶、纸箱等包装物以及其他零星产品。咸亨股份按月度生产计划对原材料进行提前采购，采购时一般从合格供应商名录中选择供应商进行采购，采购完成后经制造部盘点确认原材料数量、品管部检验确认原材料质量后入库。

咸亨股份采用现代化技术改进传统腐乳生产工艺，将磨豆、装坛、加卤、封口、装瓶、贴标、装箱等生产工序机械化。咸亨股份目前拥有国内腐乳行业领先的腐乳制坯线、包装生产线及相应的温控发酵设施，总体形成半机械化半手工生产的模式，这样既提高了生产效率，又保证了腐乳的传统风味。咸亨股份在生产过程中实施关键程序质量控制模式。

咸亨股份的产品销售分为内销和外销。内销市场主要采用商超模式、经销商模式。商超模式下，咸亨股份已与大润发、联华、易初莲花等大型超市开展合作，并与其签订框架合同。经销商模式下，咸亨股份一般采取在各个地区选择电子商务、商超、餐饮等不同渠经销商开展合作。外销市场主要为香港及东南亚等地区，通过经销商模式进行销售。公司制定了《经销商管理制度》，明确了合格经销商条件、经销商价格管理及产品宣传摆放等要求。

(5) 销售情况

序号	客户名称	销售金额	占比	是否存在关联关系
2017年1-9月				
1	绍兴天固贸易有限公司	397.75	3.67%	是
2	农工商超市(集团)有限公司	388.61	3.58%	否
3	上海瑞志食品销售有限公司	368.54	3.40%	否
4	浙江省粮油食品进出口股份有限公司	267.39	2.46%	否
5	香港大通行食品代理有限公司	253.99	2.34%	否
合计		1,676.28	15.45%	
2016年度				
1	康成投资(中国)有限公司	523.49	4.05%	否

2	上海瑞志食品销售有限公司	514.27	3.98%	否
3	浙江省粮油食品进出口股份有限公司	434.70	3.36%	否
4	绍兴天固贸易有限公司	339.88	2.63%	是
5	农工商超市（集团）有限公司	324.48	2.51%	否
合计		2,136.83	16.52%	
2015 年度				
1	康成投资（中国）有限公司	596.76	5.52%	否
2	浙江省粮油食品进出口股份有限公司	418.24	3.87%	否
3	上海新川崎食品有限公司	385.09	3.56%	否
4	绍兴福茂食品有限公司	236.04	2.18%	是
5	上海青舟食品有限公司	221.62	2.05%	否
合计		1,857.75	17.18%	
2014 年度				
1	浙江省粮油食品进出口股份有限公司	402.82	4.05%	否
2	康成投资（中国）有限公司	401.42	4.03%	否
3	上海新川崎食品有限公司	364.66	3.67%	否
4	香港德兴贸易公司	316.31	3.18%	否
5	绍兴福茂食品有限公司	259.38	2.61%	是
合计		1,744.59	17.53%	

2014 至 2017 年 1-9 月咸亨股份向前五名客户销售额，占主营业务收入比例分别为 17.53%、17.18%、16.52%及 15.45%，占比较小，不存在对某一个客户的严重依赖。

除绍兴天固贸易有限公司、绍兴福茂食品有限公司为公司控股股东、实际控制人余龙生的亲属所控制或有重大影响的公司外，公司董事、监事、高级管理人员和核心技术人员、主要关联方或持有公司 5%以上股份的股东未在上述其他客户中占有权益。公司每年与绍兴天固贸易有限公司、绍兴福茂食品有限公司签订销售合同，根据市场价格定价，定价合理、公允。

(6) 采购情况

序号	供应商名称	采购金额	占主营业务成本比例	是否存在关联关系
2017 年 1-9 月				

1	黑龙江省塞外粮油有限公司	1,081.38	19.10%	否
2	浙江才府玻璃股份有限公司	434.80	7.68%	否
3	宁波中糖物流有限公司	323.07	5.71%	否
4	连云港顺越化工有限公司	272.73	4.82%	否
5	德清县杭翔玻璃制品有限公司	259.03	4.58%	否
合计		2,371.01	41.88%	
2016 年度				
1	黑龙江省塞外粮油有限公司	873.90	12.84%	否
2	浙江才府玻璃股份有限公司	533.84	7.84%	否
3	淮北市杜集粮食收储中心	451.10	6.63%	否
4	盱眙三星米业有限公司	360.53	5.30%	否
5	德清县杭翔玻璃制品有限公司	330.50	4.86%	否
合计		2,549.87	37.46%	-
2015 年度				
1	浙江才府玻璃股份有限公司	497.46	8.01%	否
2	双鸭山市众鑫粮食经贸有限公司	397.83	6.41%	否
3	榆树市鑫亿达粮食经销有限公司	382.44	6.16%	否
4	黑龙江省塞外粮油有限公司	263.12	4.24%	否
5	德清县杭翔玻璃制品有限公司	220.15	3.54%	否
合计		1,760.99	28.36%	-
2014 年度				
1	榆树市鑫亿达粮食经销有限公司	408.50	6.61%	否
2	宿州市中谷粮食购销有限公司	336.37	5.45%	否
3	德清才府玻璃股份有限公司	310.82	5.03%	否
4	双鸭山市众鑫粮食经贸有限公司	241.94	3.92%	否
5	淮北市杜集粮食收储中心	222.65	3.60%	否
合计		1,520.28	24.61%	

2014 至 2017 年 1-9 月咸亨股份向前五名供应商采购额，占主营业务成本分别为 24.61%、28.36%、37.46%及 41.88%。公司董事、监事、高级管理人员和其他核心人员、主要关联方或持有公司 5%以上股份的股东在上述供应商或客户中无任何权益。

公司所需原材料如黄豆、粳米等农产品，玻璃瓶、坛子、纸箱等包装物，

以及其他生产所需原材料销售渠道丰富，取得较为容易，不存在对某一单个供应商的严重依赖关系。

(7) 与咸亨股份业务相关的资产情况

咸亨股份目前持有有效的食品生产许可证，产品先后通过多项质量管理体系认证。公司的主导产品“咸亨”牌和“红玉”牌绍兴腐乳成为国内腐乳业首个被国家质检总局认定的原产地标记产品。截至募集说明书签署日，咸亨股份拥有“咸亨”、“老顺泰”、“红玉”等有 32 个商标、15 个专利（其中含 11 项发明专利）。

3、同业竞争及关联交易

(1) 同业竞争

报告期内，咸亨股份控股股东、实际控制人余龙生不存在控制其他企业的情况，不存在同业竞争。

(2) 关联交易

1) 关联方

咸亨股份实际控制人为余龙生。余龙生个人简历详见本节“1、（5）主要股东及实际控制人情况”。

咸亨股份子公司情况见本节“1、（4）控股子公司、参股公司情况”。

咸亨股份董监高情况见本节“4、董监高基本情况”。

咸亨股份其他重要关联自然人及关联法人如下：

其他关联方名称	其他关联方与本公司关系
蔡秀君	实际控制人配偶
许英	实际控制人亲属
任强	董事、财务总监
徐锦秀	董事、副总经理
崔允丰	监事（职工监事）
绍兴福茂食品有限公司	实际控制人亲属许英控制的公司

绍兴天固贸易有限公司	高级管理人员李牧童有重大影响的公司
上海华坚置业有限公司	原参股公司，2016年12月董事会决议出让其全部股权，2017年3月完成工商变更登记。

2) 关联交易

报告期内咸亨股份发生的日常性关联交易，采购商品和接受劳务的关联交易情况如下：

单位：万元

关联方	内容	2017年1-9月	2016年度	2015年度	2014年度
绍兴福茂食品有限公司	原材料及商品			1.78	3.18

出售商品和提供劳务的关联交易情况如下：

单位：万元

关联方	交易内容	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
绍兴福茂食品有限公司	商品	238.76	314.09	236.04	259.38
绍兴天固贸易有限公司	商品	397.75	339.88	107.60	0.62
许英	商品			0.51	
合计		636.51	653.97	344.15	260.00

公司在报告期内向绍兴福茂食品有限公司、绍兴天固贸易有限公司、许英销售腐乳和黄酒等，公司与关联方的销售按照市场价格定价，定价公允、合理。

报告期内咸亨股份发生的偶发性关联交易情况如下：

① 关联方资金拆借

关联方资金拆出情况如下：

单位：万元

拆入方	拆出方	期间	期初余额	拆借金额	偿还金额	期末余额
上海华坚置业有限公司	咸亨股份	2014年	1,560.00	200.00	-	1,760.00
		2015年	1,760.00	-	1,760.00	-
绍兴福茂食品有限公司	咸亨股份	2015年	-	2,910.00	2,910.00	-

以上资金拆出行为系咸亨股份挂牌前与关联方发生，已在咸亨股份挂牌前清理完毕。

关联方资金拆入情况如下：

单位：万元

拆入方	拆出方	期间	期初余额	拆借金额	偿还金额	期末余额
咸亨股份	上海华坚置业有限公司	2017年1-9月	2,040.00	-	2,040.00	-
		2016年	-	2,040.00		2,040.00
咸亨股份	蔡秀君	2016年	-	300.00	300.00	-
咸亨股份	余龙生	2015年	967.00	-	967.00	-
		2014年	1,380.28	1,612.72	2,026.00	967.00
咸亨股份	任强	2015年	140.00	-	140.00	-
		2014年	95.00	45.00	-	140.00

2014、2015年，咸亨股份与余龙生、任强签署资金拆借协议，向股东有偿借款。本次事项业经咸亨股份股东会全体股东审议通过，借款利率合理。截至2015年5月31日，公司已归还前述股东借款，已清理完毕。

出于生产经营需要，公司于2016年5月13日与蔡秀君签订《借款协议》，向蔡秀君借入人民币300万元，不计息，当年已按协议约定归还。

公司于2016年9月5日与上海华坚置业有限公司签订《借款协议》，向参股公司上海华坚置业有限公司借入人民币2,040万元，不计息。截至2017年1月18日，公司已经偿还全部借入资金。

② 关联租赁情况

单位：万元

公司	租赁资产种类	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
绍兴天固贸易有限公司	房屋租赁	0.48	0.50	0.50	
绍兴福茂食品有限公司	房屋租赁		0.83		

2015年以来，公司向关联方租赁房产，收取的租金参考当地市场价格，定价公允、合理。

报告期各期末关联方应收、应付款项余额如下：

③ 应收关联方款项

单位：万元

年份	项目	关联方	账面余额
2017年1-9月	应收账款	绍兴天固贸易有限公司	131.27
		绍兴福茂食品有限公司	66.97
	小计		198.23
2016年12月31日	应收账款	绍兴天固贸易有限公司	62.94
		绍兴福茂食品有限公司	26.92
	小计		89.86
2014年12月31日	应收账款	绍兴福茂食品有限公司	56.85
		绍兴天固贸易有限公司	0.72
	其他应收款	崔允丰	2.50
		徐锦秀	0.50
	长期应收款	上海华坚置业有限公司	1,760.00
小计		1,820.58	

2014年，根据公司与华坚控股有限公司、上海华坚置业有限公司签订的协议，为支持上海华坚开展房地产经营事业，股东华坚控股有限公司（持股80%）和咸亨食品（持股20%）同意按照各自持股比例向上海华坚出借无息借款。该事项已经公司股东会审议通过。截至2014年末，公司应收参股公司上海华坚长期应收款余额为1,760万元。新三板挂牌前已收回。

2014年，公司应收崔允丰和徐锦秀的款项系正常工作中产生的备用金。其中，徐锦秀为公司的董事及副总经理，崔允丰为公司的职工监事。

④ 应付关联方款项

单位：万元

时间	项目	关联方	账面余额
2016年12月31日	其他应付款	上海华坚置业有限公司	2,040.00
	小计		2,040.00
2014年12月31日	其他应付款	余龙生	967.00
		任强	140.00
	小计		1,107.00

2014年末，其他应付款情况见前述“关联方资金拆借”部分内容，挂牌前前已清理。2016年末，其他应付款情况见前述“关联方资金拆借”部分内容，2017年1月已归还。

4、董监高基本情况

姓名	职务	持股数（股）	任职期间
余龙生	董事长、总经理	13,907,712	2015.07-2018.07
谢小本	董事、副总经理	160,000	2015.07-2018.07
徐锦秀	董事、副总经理	160,000	2015.07-2018.07
何国华	董事、副总经理	100,000	2015.07-2018.07
任强	董事、财务总监	215,724	2015.07-2018.07
徐明	监事（监事会主席）	200,000	2015.07-2018.07
鲍勇	监事	100,000	2015.07-2018.07
崔允丰	监事（职工监事）	80,000	2015.07-2018.07
戴宝灿	副总经理	180,920	2015.07-2018.07
李牧童	董事会秘书	0	2015.07-2018.07

5、财务会计信息

(1) 最近三年及一期财务报表

1) 合并资产负债表

单位：元

项目	2017-9-30	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
流动资产：				
货币资金	6,108,531.02	21,653,958.17	2,993,425.00	6,493,954.51
交易性金融资产				2,712,790.00
应收账款	24,904,811.51	20,421,706.20	16,303,574.95	16,285,642.35
预付款项	490,136.95	376,230.78	223,354.57	659,307.41
应收利息				32,900.00
其他应收款	7,393,583.30	171,542.33	207,293.60	2,436,494.72
存货	26,960,069.82	29,138,998.45	26,010,701.93	23,764,489.93
划分为持有待售的资产	-	14,436,354.33		
其他流动资产	36,000,000.00	11,000,000.00	10,500,000.00	500,000.00

流动资产合计	101,857,132.60	97,198,790.26	56,238,350.05	52,885,578.92
非流动资产:				
长期应收款				17,600,000.00
长期股权投资			13,963,348.83	13,141,015.84
固定资产	26,324,548.52	25,721,063.55	26,199,042.55	20,284,002.75
在建工程	10,339,331.61	3,091,625.46	157,000.00	
无形资产	25,330,206.19	25,306,874.25	25,954,414.93	5,142,404.60
递延所得税资产	333,567.27	275,425.23	228,058.78	236,957.64
其他非流动资产	250,900.00			615,406.00
非流动资产合计	62,578,553.59	54,394,988.49	66,501,865.09	57,019,786.83
资产总计	164,435,686.19	151,593,778.75	122,740,215.14	109,905,365.75
负债和所有者权益				
流动负债:				
短期借款	15,000,000.00	500,000.00	12,000,000.00	
应付账款	9,553,119.35	8,742,377.67	7,292,446.75	6,853,391.57
预收款项	370,102.52	365,483.24	74,640.55	602,498.49
应付职工薪酬	692,603.97	938,882.03	982,095.20	2,539,980.56
应交税费	5,406,756.50	4,215,253.95	8,570,205.47	9,139,077.86
应付利息	20,000.00	731.04	21,158.19	
应付股利				150,608.00
其他应付款	501,883.38	21,250,630.69	361,632.12	11,400,648.12
流动负债合计	31,544,465.72	36,013,358.62	29,302,178.28	30,686,204.60
非流动负债:				
递延所得税负债	1,354,100.90	1,474,212.19	1,709,824.44	2,005,045.42
非流动负债合计	1,354,100.90	1,474,212.19	1,709,824.44	2,005,045.42
负债合计	32,898,566.62	37,487,570.81	31,012,002.72	32,691,250.02
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	22,000,000.00	22,000,000.00	20,720,000.00	4,480,000.00
资本公积金	72,021,949.46	72,021,949.46	63,253,949.46	7,459,681.93
盈余公积金	6,727,151.36	4,339,040.36	1,449,723.05	31,124,478.65
未分配利润	30,788,018.75	15,745,218.12	6,304,539.91	34,082,475.83
归属于母公司所有者权益合计	131,537,119.57	114,106,207.94	91,728,212.42	77,146,636.41
少数股东权益	-			67,479.32

所有者权益合计	131,537,119.57	114,106,207.94	91,728,212.42	77,214,115.73
负债和所有者权益总计	164,435,686.19	151,593,778.75	122,740,215.14	109,905,365.75

2) 合并利润表

单位：元

项目	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	108,840,936.07	129,795,320.82	108,669,410.93	100,015,752.79
其中：营业收入	108,840,936.07	129,795,320.82	108,669,410.93	100,015,752.79
二、营业总成本	77,298,523.89	89,993,145.50	85,090,995.52	78,867,719.32
减：营业成本	56,740,159.19	68,209,646.57	62,261,714.52	61,923,223.59
营业税金及附加	2,044,909.69	2,609,236.69	1,081,299.98	946,442.35
销售费用	7,612,464.18	9,576,036.10	8,960,078.62	8,010,432.27
管理费用	10,136,240.52	9,373,998.14	11,862,938.55	7,280,702.50
财务费用	144,332.61	54,501.76	1,076,164.52	2,045,280.11
资产减值损失	620,417.70	169,726.24	-151,200.67	-1,338,361.50
加：公允价值变动净收益			64,063.00	179,378.70
投资收益（损失以“-”号填列）	21,349,481.30	540,772.72	1,672,774.76	-1,540,409.19
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	473,005.50	822,332.99	-2,794,682.44
其他收益	171,425.60			
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	53,063,319.08	40,342,948.04	25,315,253.17	19,787,002.98
加：营业外收入	10,278.64	469,204.64	836,370.70	56,654.96
其中：非流动资产处置利得	7,278.64			
减：营业外支出	276,630.50	1,841,559.35	224,202.80	99,785.34
其中：非流动资产处置净损失	14,128.00	10,030.50	13,894.23	
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	52,796,967.22	38,970,593.33	25,927,421.07	19,743,872.60
减：所得税费用	13,366,055.59	10,064,597.81	6,836,240.80	5,874,411.10
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	39,430,911.63	28,905,995.52	19,091,180.27	13,869,461.50
归属于母公司所有者的净利润	39,430,911.63	28,905,995.52	19,091,208.63	13,861,952.28
少数股东损益	-		-28.36	7,509.22
六、其他综合收益的税后净额	-	-	-	-
七、综合收益总额	39,430,911.63	28,905,995.52	19,091,180.27	13,869,461.50
归属于母公司所有者的综合收	39,430,911.63	28,905,995.52	19,091,208.63	13,861,952.28

益总额				
归属于少数股东的综合收益总额	-		-28.36	7,509.22
八、每股收益：				
（一）基本每股收益（元/股）	1.79	1.39	0.92	3.09
（二）稀释每股收益（元/股）	1.79	1.39	0.92	3.09

3) 合并现金流量表

单位：元

项目	2017年1-9月	2016年度	2015年度	2014年度
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	120,729,418.43	146,395,394.46	124,976,209.95	111,837,728.46
收到的税费返还	171,425.60	34,285.12	377,136.72	
收到其他与经营活动有关的现金	130,212.82	550,436.62	520,504.95	362,315.41
经营活动现金流入小计	121,031,056.85	146,980,116.20	125,873,851.22	112,200,043.87
购买商品、接受劳务支付的现金	55,236,497.41	68,527,637.33	63,242,841.00	58,549,922.38
支付给职工以及为职工支付的现金	14,824,524.02	17,000,560.21	16,382,132.00	16,411,142.37
支付的各项税费	20,366,197.08	26,280,686.71	16,222,068.00	11,250,265.19
支付其他与经营活动有关的现金	10,494,353.76	12,565,610.22	10,409,875.34	7,676,391.49
经营活动现金流出小计	100,921,572.27	124,374,494.47	106,256,916.34	93,887,721.43
经营活动产生的现金流量净额	20,109,484.58	22,605,621.73	19,616,934.88	18,312,322.44
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	27,900,000.00			3,000,000.00
取得投资收益收到的现金	385,835.63	67,767.22	947,404.77	151,597.33
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	375,719.11	2,500.00		15,200.00
收到其他与投资活动有关的现金	26,050,000.00	10,950,000.00	50,833,308.67	3,800,000.00
投资活动现金流入小计	54,711,554.74	11,020,267.22	51,780,713.44	6,966,797.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	11,278,476.49	6,253,706.46	26,864,357.43	3,283,939.00
投资支付的现金			50,000.00	
支付其他与投资活动有关的现金	51,050,000.00	11,000,000.00	39,600,000.00	4,167,251.60
投资活动现金流出小计	62,328,476.49	17,253,706.46	66,514,357.43	7,451,190.60
投资活动产生的现金流量净额	-7,616,921.75	-6,233,439.24	-14,733,643.99	-484,393.27
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金		10,048,000.00	13,818,000.00	

取得借款收到的现金	15,000,000.00	2,000,000.00	22,400,000.00	
收到其他与筹资活动有关的现金		23,400,000.00		450,000.00
筹资活动现金流入小计	15,000,000.00	35,448,000.00	36,218,000.00	450,000.00
偿还债务支付的现金	500,000.00	13,500,000.00	10,400,000.00	500,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	22,079,035.84	16,721,927.99	22,374,065.00	11,002,475.41
支付其他与筹资活动有关的现金	20,400,000.00	3,000,000.00	11,070,000.00	4,132,830.00
筹资活动现金流出小计	42,979,035.84	33,221,927.99	43,844,065.00	15,635,305.41
筹资活动产生的现金流量净额	-27,979,035.84	2,226,072.01	-7,626,065.00	-15,185,305.41
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-58,954.14	62,278.67	145,809.22	-1,127.83
五、现金及现金等价物净增加额	-15,545,427.15	18,660,533.17	-2,596,964.89	2,641,495.93
加：期初现金及现金等价物余额	21,653,958.17	2,993,425.00	5,590,389.89	2,948,893.96
六、期末现金及现金等价物余额	6,108,531.02	21,653,958.17	2,993,425.00	5,590,389.89

(2) 关于报告期内会计差错的说明

咸亨股份 2008 年因房屋拆迁取得拆迁补偿，在扣除支付租户的补偿及固定资产损失后，公司将拆迁补偿款净额 26,918,490.62 元按照免税收入计入当年损益，因国家的税收法律法规变动，导致对该拆迁补助款项购入的固定资产形成的折旧以及未支出的款项不得税前扣除，咸亨股份进行纳税调整，并于 2016 年 5 月 21 日补缴对 2015 年及 2015 年以前年度的企业所得税 501.97 万元以及税收滞纳金 174.82 万元。经本公司第一届董事会第十一次会议审议决定，对 2015 年及以前年度的企业所得税 501.97 万元和递延所得税 170.98 万元追溯调整，并采用追溯重述法对该项差错进行了更正。

因会计政策变更及会计差错更正等追溯调整或重述情况如下：

单位：万元

科目	2016 年/ 2016 年 12 月 31 日		2015 年/ 2015 年 12 月 31 日		2014 年/ 2014 年 12 月 31 日	
	调整 重述前	调整 重述后	调整 重述前	调整 重述后	调整 重述前	调整 重述后
应交税金			355.05	857.02	441.46	913.91
递延所得税负债				170.98		200.50
未分配利润			1,304.75	631.79	4,081.20	3,408.25

根据天健会计师事务所出具的《关于绍兴咸亨食品股份有限公司重要前期差错更正的说明》（天健函【2017】235 号），上述追溯重述对 2015 年度和

2014 年度归属于母公司所有者的净利润未产生影响。

(3) 财务状况分析

1) 资产负债状况分析

咸亨股份资产结构情况如下：

单位：万元

项目	2017/9/30		2016/12/31		2015/12/31		2014/12/31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	10,185.71	61.94%	9,719.88	64.12%	5,623.84	45.82%	5,288.56	48.12%
非流动资产合计	6,257.86	38.06%	5,439.50	35.88%	6,650.19	54.18%	5,701.98	51.88%
资产总计	16,443.57	100.00%	15,159.38	100.00%	12,274.02	100.00%	10,990.54	100.00%

A. 流动资产

单位：万元

项目	2017/9/30		2016/12/31		2015/12/31		2014/12/31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	610.85	6.00%	2,165.40	22.28%	299.34	5.32%	649.40	12.28%
应收账款	2,490.48	24.45%	2,042.17	21.01%	1,630.36	28.99%	1,628.56	30.79%
其他应收款	739.36	7.26%	17.15	0.18%	20.73	0.37%	243.65	4.61%
存货	2,696.01	26.47%	2,913.90	29.98%	2,601.07	46.25%	2,376.45	44.94%
划分为持有待售资产			1,443.64	14.85%				
其他流动资产	3,600.00	35.34%	1,100.00	11.32%	1,050.00	18.67%	50.00	0.95%
流动资产合计	10,185.71	100.00%	9,719.88	100.00%	5,623.84	100.00%	5,288.56	100.00%

2016 年货币资金较同比有所增长，主要是部分回收的应收账款，及 2016 年定向增发募集资金账户存款 1,004.80 万元。

报告期内应收账款总体较为稳定，2016 年、2017 年 9 月末金额增加主要系因营业收入增长所致，库存增加是因为公司腐乳、黄酒等产品有发酵时间，报告期内随着生产销售增长而呈增加趋势。2017 年 9 月末其他应收款金额较大，主要应收华坚控股有限公司股权转让款。

报告期内的其他流动资产，主要是理财产品。2015 年为农行理财产品

1,050 万元，2016 年末、2017 年 9 月末为公司利用自有闲置资金向四川信托有限公司购买的信托理财产品。

B.非流动资产

单位：万元

项目	2017/9/30		2016/12/31		2015/12/31		2014/12/31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
长期应收款							1,760.00	30.87%
长期股权投资					1,396.33	21.00%	1,314.10	23.05%
固定资产	2,632.45	42.07%	2,572.11	47.29%	2,619.90	39.40%	2,028.40	35.57%
在建工程	1,033.93	16.52%	309.16	5.68%	15.70	0.24%		
无形资产	2,533.02	40.48%	2,530.69	46.52%	2,595.44	39.03%	514.24	9.02%
非流动资产合计	6,257.86	100.00%	5,439.50	100.00%	6,650.19	100.00%	5,701.98	100.00%

长期股权投资报告 2016 年期末为零，主要是 2016 年 12 月董事会决议出售上海华坚置业有限公司股权，其余调整到“划分为持有待售资产科目”所致。

报告期内咸亨股份固定资产、无形资产较为稳定。在建工程 2016 年末、2017 年 9 月末较期初有所提高，主要是年产 2 万吨大豆发酵制品及延伸产品技改项目土建工程。

咸亨股份主要负债情况如下：

单位：万元

项目	2017/9/30		2016/12/31		2015/12/31		2014/12/31	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	3,154.45	95.88%	3,601.34	96.07%	2,930.22	94.49%	3,068.62	93.87%
非流动负债	135.41	4.12%	147.42	3.93%	170.98	5.51%	200.50	6.13%
负债合计	3,289.86	100.00%	3,748.76	100.00%	3,101.20	100.00%	3,269.13	100.00%

如上表所示，咸亨股份负债主要是流动负债，报告期内占比 90% 以上。

单位：万元

项目	2017.9.30	2016.12.31	2015.12.31	2014.12.31
----	-----------	------------	------------	------------

	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,500.00	47.55%	50.00	1.39%	1,200.00	40.95%		
应付账款	955.31	30.28%	874.24	24.28%	729.24	24.89%	685.34	26.40%
其他应付款	50.19	1.59%	2,125.06	59.01%	36.16	1.23%	1,140.06	43.91%
流动负债合计	3,154.45	100.00%	3,601.34	100.00%	2,930.22	100.00%	3,269.13	100.00%

2016年减少流动资金贷款1,150万元，2017年1-9月新增短期借款1,450万元，因此短期借款有所波动。

2014年末其他应付款，主要是向关联方余龙生、任强发生借款1,107万元所致。2016年其他应付款主要是与关联方上海华坚置业有限公司发生的借款2,040万元，2017年1月，该笔款项已还清。

2) 盈利能力分析

① 营业收入分析

报告期内，咸亨股份营业收入的构成情况如下表所示：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
主营业务收入	10,850.31	99.69	12,931.69	99.63	10,813.48	99.51	9,949.26	99.48
其他业务收入	33.79	0.31	47.84	0.37	53.46	0.49	52.32	0.52
合计	10,884.09	100.00	12,979.53	100.00	10,866.94	100.00	10,001.58	100.00

报告期内，咸亨股份营业收入主要来源于主营业务收入，主营业务突出。

咸亨食品主营业务收入构成如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
腐乳	9,028.85	83.21	10,857.10	83.96	9,043.32	83.63	8,241.17	82.83
调味品	1,280.83	11.80	1,406.00	10.87	1,118.24	10.34	1,078.14	10.84
酒类	455.29	4.20	545.31	4.22	535.38	4.95	495.69	4.98
其他	85.33	0.79	123.29	0.95	116.54	1.08	134.26	1.35
合计	10,850.31	100.00	12,931.69	100.00	10,813.48	100.00	9,949.26	100.00

报告期内，腐乳占咸亨股份报告期内营业收入的 80%以上，为咸亨股份营业收入的主要构成部分。

② 营业成本分析

报告期内，咸亨股份营业成本的构成情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
主营业务成本	5,661.21	99.77	6,807.33	99.80	6,210.20	99.74	6,177.41	99.76
其他业务成本	12.80	0.23	13.63	0.20	15.97	0.26	14.91	0.24
合计	5,674.02	100.00	6,820.96	100.00	6,226.17	100.00	6,192.32	100.00

报告期内，咸亨股份主营业务成本占营业成本比例均超过 99%，与营业收入构成结构相配比。

咸亨股份主营业务成本按产品构成分类如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
腐乳	4,853.38	85.73	5,880.58	86.39	5,342.70	86.03	5,313.77	86.02
调味品	514.70	9.09	567.84	8.34	518.82	8.35	517.31	8.37
酒类	236.76	4.18	288.00	4.23	285.72	4.60	262.54	4.25
其他	56.38	1.00	70.91	1.01	62.97	1.01	83.80	1.36
合计	5,661.21	100.00	6,807.33	100.00	6,210.20	100.00	6,177.41	100.00

报告期内，咸亨的主营业务成本构成保持稳定，主要为腐乳的成本，报告期内占主营业务成本比重分别为 86.02%、86.03%、86.39%以及 85.73%。

③ 毛利率变动分析

报告期内，咸亨股份毛利构成情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
主营业务毛利	5,189.09	99.60	6,124.36	99.44	4,603.27	99.19	3,771.84	99.02
其他业务毛利	20.99	0.40	34.20	0.56	37.49	0.81	37.41	0.98

合计	5,210.08	100.00	6,158.57	100.00	4,640.77	100.00	3,809.25	100.00
----	----------	--------	----------	--------	----------	--------	----------	--------

报告期内，咸亨股份主营业务毛利占毛利总金额的比例均超过 99%，是公司毛利的主要来源。

咸亨股份产品的毛利构成情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
腐乳	4,175.48	80.47	4,976.52	81.26	3,700.62	80.39	2,927.40	77.61
调味品	766.13	14.76	838.16	13.69	599.42	13.02	560.83	14.87
酒类	218.53	4.21	257.31	4.20	249.66	5.42	233.15	6.18
其他	28.95	0.56	52.38	0.86	53.57	1.16	50.46	1.34
合计	5,189.09	100.00%	6,124.36	100.00%	4,603.27	100.00%	3,771.84	100.00%

报告期内，公司的毛利额逐年增长，腐乳的毛利贡献额占毛利总额的比率分别为 77.61%、80.39%、81.26%、80.47%，公司的利润主要来自腐乳。

咸亨股份主要产品的毛利率情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度
	毛利率	变动幅度	毛利率	变动幅度	毛利率	变动幅度	毛利率
主营业务毛利	47.82%	0.46%	47.36%	4.79%	42.57%	4.66%	37.91%
其他业务毛利	62.11%	-9.39%	71.50%	1.37%	70.13%	-1.38%	71.51%
综合毛利率	47.87%	0.42%	47.45%	4.74%	42.71%	4.62%	38.09%

最近三年一期，咸亨股份综合毛利率为 38.09%、42.71%、47.45%、47.87%，公司综合毛利率逐年提升。

上市公司中，与咸亨股份相似以大豆、大米等发酵工艺为主要生产工艺的上市公司主要有恒顺醋业（600305）、千禾味业（603027）、海天味业（603288）。报告期内，毛利率情况如下：

单位：%

公司简称	2017年1-9月	2016年度	2015年度	2014年度
恒顺醋业	41.10	41.25	39.72	39.69
千禾味业	43.05	40.97	37.19	32.51

海天味业	45.38	43.95	41.94	40.41
平均	43.18	42.06	39.62	37.54
咸亨股份	47.87	47.45	42.71	38.09

注：同行业上市公司数据取自 WIND。

报告期内，同行业上市公司毛利率呈持续增长的趋势，咸亨股份毛利率略高于同行业可比，增长趋势与同行业趋势相同。咸亨股份综合毛利率水平基本合理，与可比公司不存在显著差异。

④ 期间费用分析

单位：万元

项目	2017年1-9月	2016年	2015年	2014年
销售费用	761.25	957.60	896.01	801.04
销售费用率	6.99%	7.38%	8.25%	8.01%
管理费用	1,013.62	937.40	1,186.29	728.07
管理费用率	9.31%	7.22%	10.92%	7.28%
财务费用	14.43	5.45	107.62	204.53
财务费用率	0.13%	0.04%	0.99%	2.04%
营业收入	10,884.09	12,979.53	10,866.94	10,001.58

报告期内，销售费用率比较稳定。

2015年管理费用率较高，主要是股权激励费用及2015新三板挂牌向中介机构支付的推荐费、律师、审计、评估等费用。2017年1-9月管理费用率较高，主要是公司加大了研发投入，研发费用有所增长所致。

报告期内，因有息负债总体占比较小，财务费用率总体较低。

3) 现金流量分析

项目	2017年1-9月	2016年度	2015年度	2014年度
经营活动产生的现金流量净额	2,010.95	2,260.56	1,961.69	1,831.23
投资活动产生的现金流量净额	-761.69	-623.34	-1,473.36	-48.44
筹资活动产生的现金流量净额	-2,797.90	222.61	-762.61	-1,518.53
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-5.90	6.23	14.58	-0.11
现金及现金等价物净增加额	-1,554.54	1,866.05	-259.70	264.15

报告期内，咸亨股份经营活动产生的现金流量净额持续增长，与公司生产、经营基本同步。

2015 年投资活动现金流量净额流出较上期增幅较大，主要是在法院司法拍卖平台受买嵊州市三界镇工业园区一宗房屋所有权及相应的土地使用权所致。

2016 年筹资活动产生的现金流量净额较上年有所增加，主要是收到上海华坚等借款所致。2017 年 1-9 月筹资活动产生的现金流量净额流出较大，主要是归还借款所致。

6、咸亨股份近三年一期现金分红情况

2015 年 3 月 20 日，咸亨股份召开股东会，同意将 2014 年 12 月 31 日账面未分配利润以现金分红的方式，向截至 2015 年 3 月 10 日登记在册的股东分配股利 2,056.00 万元（含税）。

2016 年 9 月 10 日，咸亨股份召开股东大会，同意向全体股东每 10 股派 8 元现金（含税），分配股利总额为 1,657.60 万元。

2017 年 7 月 31 日，咸亨股份召开股东大会，同意向全体股东每 10 股派 10 元现金（含税），分配股利总额为 2,200.00 万元。

二、标的公司咸亨股份面临的主要风险因素补充披露

发行人已在《募集说明书》“重大事项提示”之“四、特别风险提示”、“第三节 风险因素”之“七、标的公司面临的主要风险”部分，补充披露如下：

“1、市场竞争风险

公司所处的腐乳生产和销售行业，近年来市场竞争较为激烈。目前，国内腐乳行业生产格局基本形成南方以浙江“咸亨腐乳”和广东“广合腐乳”为主，北方以北京“王致和腐乳”和黑龙江“克东腐乳”为主的南北格局，这些企业在全国的品牌影响力均较高。此外还有一些比较知名的区域性品牌，如上海“鼎丰腐乳”、江苏“新中腐乳”、江苏“三和四美腐乳”、四川“桥牌腐乳”、重庆“石宝寨腐乳”等。

公司近几年新推出的火腿腐乳、牛肉腐乳等新型产品，市场接受度高，市场销售情况良好。但随后同行业其他企业推出相似产品，公司的市场份额面临被抢占的风险。

2、原材料价格波动风险

公司产品生产的主要原材料为大豆、大米等农副产品，农副产品价格主要受种植面积、气候条件、市场供求以及国际期货市场价格等因素的影响。公司产品价格随原材料价格的波动而波动，但产品价格的波动存在一定的滞后性，从而影响到公司的毛利率，并最终对公司的盈利情况产生一定影响。

3、核心技术泄露风险

经过长期的实验研究、生产实践，公司开发出多项核心技术。这些技术对于提升产品品质、开发新产品等方面具有至关重要的作用，是构成公司核心竞争力的基础。尽管公司建立了严格的保密制度和管理措施，以保证核心技术的安全性，但如果公司核心技术泄密，或者核心人员的流动带来技术失密，竞争对手可能短期内推出在技术和品质上与公司相同或相似的产品，对公司现有产品销售构成直接威胁，将对公司经营业绩产生不利影响。

4、食品安全控制风险

近年来，国家对食品安全的重视程度、消费者对食品的安全和权益保护的意识都在不断增强，食品安全和质量控制已成为食品加工企业生产经营的重中之重。国家及相关部门相继颁布了《中华人民共和国食品安全法》、《中华人民共和国食品安全法实施条例》、《食品安全国家标准管理办法》等一系列政策法规，用以规范食品加工企业的生产经营行为、保障消费者利益。如果公司的质量管理工作出现一点纰漏或由于其他原因发生产品质量问题，不但会产生赔偿风险，还会影响公司的信誉和公司产品的销售。因此，公司存在由于产品质量管理出现失误而带来的潜在经营风险。

5、因咸亨股份持有理财产品而产生损失的风险

截至 2017 年 9 月 30 日，咸亨股份持有的理财产品金额为 3,600 万元，为信托公司发行的理财产品。相关理财产品到期时间为 2018 年 3 月底至 6 月初，尽

管会稽山与交易对方签署的《附生效条件的股份转让协议》约定，若咸亨股份因认购上述理财产品产生亏损，交易对方应以现金方式向咸亨股份补偿其受到的全部损失，但若出现该等信托产品产生亏损而交易对方未能充分及时的给予补偿，咸亨股份可能出现因持有理财产品而产生损失的风险。

6、土地和房产抵押的风险

为了满足生产经营所需资金，公司以其拥有的厂房（房权证绍自始字第4590-91号、绍房权证绍市字第F0000220823号，建筑面积合计23,896.44平方米）及土地（绍市国用（2006）第2535号，土地面积36,520平方米）为抵押物，为其在中国工商银行股份有限公司绍兴分行的最高额5,746万元借款提供担保，担保期限为2015年2月15日至2018年2月14日。若公司不能及时偿还上述借款或采取银行认同的其他债权保障措施，相关银行有权按照国家有关法律法规的规定对上述被抵押资产进行处置，从而影响公司生产经营活动的正常进行。

7、公司员工年龄结构呈现老龄化趋势的风险

截至评估基准日，公司员工中年龄在40岁以上的员工占总员工总数的比例超过60%，公司员工及管理层人员年龄整体偏大，年龄结构呈现老龄化的趋势仍未有大的改变。虽然上述情况对公司目前生产经营不造成影响，但是随着公司的发展，将容易出现员工大量退休的情况，可能对公司的生产经营产生一定的影响。”

三、保荐机构核查意见

保荐机构经过核查，认为：申请人已参照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号—招股说明书》的要求披露了标的资产的相关信息；已将标的公司咸亨股份面临的主要风险因素在本次募集说明书中做重大风险提示。

问题4

申请人本次收购咸亨股份100%股权以2017年9月30日为评估基准日，评

估价值为 7.36 亿元，评估增值率 459.52%，经协商后本次交易作价为 7.35 亿元。请申请人披露以下事项：

（1）请评估师提供本次收益法评估的主要评估参数明细表（需列示 3 年历史期数据与增长期数据），说明评估增值率较高的原因及合理性。请说明主要评估参数的选择依据及合理性。请申请人将本次收购的审计报告、评估报告(含评估说明书)全文公开披露。

（2）请说明标的资产最近三年及一期是否存在股权转让的情形，如有，请补充说明上述股权转让的具体情况，是否与本次交易作价存在较大差异以及存在差异的原因。请对比同行业上市公司估值水平、同行业可比收购案例，说明本次收购估值的合理性及谨慎性。

（3）本次收购申请人未与交易对手签订业绩承诺，请详细分析说明本次未签订业绩承诺的合理性，将采取何种措施保障上市公司及中小投资者合法权益，上述保障措施是否切实可行。请说明本次收购完成后，申请人对标的资产的具体经营管理整合措施，标的公司核心团队是否能够保持稳定，核心团队人员是否已承诺继续履职期限，后续对核心团队是否有其他激励措施。请在募集说明书中充分披露上述风险。

请保荐机构对上述事项进行核查并发表明确意见。

回复：

（1）请评估师提供本次收益法评估的主要评估参数明细表（需列示 3 年历史期数据与增长期数据），说明评估增值率较高的原因及合理性。请说明主要评估参数的选择依据及合理性。请申请人将本次收购的审计报告、评估报告（含评估说明书）全文公开披露。

一、评估师提供的主要评估参数明细表及相关说明

(一) 本次收益法评估的主要评估参数明细表

1、营业收入及成本、毛利率历史期和预测期明细

(1) 主营业务收入和成本

金额单位：元

产品/ 年度	项目	历史期				预测期								
		2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2017年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
合计	收入	99,492,563	108,134,785	129,316,932	108,503,062	43,700,000	152,203,062	181,860,000	226,740,000	282,770,000	340,710,000	391,100,000	427,190,000	427,190,000
	成本	61,774,148	62,102,036	68,073,307	56,612,144	22,560,000	79,172,144	95,490,000	119,300,000	149,080,000	179,860,000	206,460,000	225,700,000	225,700,000
	毛利率	37.91%	42.57%	47.36%	47.82%	48.38%	47.98%	47.49%	47.38%	47.28%	47.21%	47.21%	47.17%	47.17%
	收入增长率		8.69%	19.59%			17.70%	19.49%	24.68%	24.71%	20.49%	14.79%	9.23%	0.00%
腐乳	收入	82,411,744	90,433,241	108,570,980	90,288,541	37,710,000	127,998,541	153,600,000	192,000,000	240,000,000	288,000,000	331,200,000	364,320,000	364,320,000
	成本	53,137,723	53,426,997	58,805,814	48,533,772	19,950,000	68,483,772	82,940,000	103,680,000	129,600,000	155,520,000	178,850,000	196,730,000	196,730,000
	毛利率	35.52%	40.92%	45.84%	46.25%	47.10%	46.50%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
	收入增长率		9.73%	20.06%			17.89%	20.00%	25.00%	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%	0.00%
调味品	收入	10,781,404	11,182,389	14,059,957	12,808,307	4,190,000	16,998,307	20,400,000	25,500,000	31,880,000	39,850,000	45,830,000	48,120,000	48,120,000
	成本	5,173,068	5,188,166	5,678,382	5,146,989	1,650,000	6,796,989	8,360,000	10,710,000	13,710,000	17,530,000	20,170,000	21,170,000	21,170,000
	毛利率	52.02%	53.60%	59.61%	59.82%	60.62%	60.01%	59.00%	58.00%	57.00%	56.00%	56.00%	56.00%	56.00%
	收入增长率		3.72%	25.73%			20.90%	20.00%	25.00%	25.02%	25.00%	15.01%	5.00%	0.00%
酒类	收入	4,956,852	5,353,796	5,453,061	4,552,930	1,450,000	6,002,930	6,600,000	7,920,000	9,500,000	11,400,000	12,540,000	13,170,000	13,170,000
	成本	2,625,357	2,857,197	2,879,964	2,367,587	750,000	3,117,587	3,430,000	4,120,000	4,940,000	5,930,000	6,520,000	6,850,000	6,850,000
	毛利率	47.04%	46.63%	47.19%	48.00%	48.28%	48.07%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%	48.00%

	收入增长率		8.01%	1.85%			10.08%	10.00%	20.00%	19.95%	20.00%	10.00%	5.02%	0.00%
其他产品	收入	1,342,563	1,165,359	1,232,934	853,284	350,000	1,203,284	1,260,000	1,320,000	1,390,000	1,460,000	1,530,000	1,580,000	1,580,000
	成本	838,000	629,676	709,147	563,796	210,000	773,796	760,000	790,000	830,000	880,000	920,000	950,000	950,000
	毛利率	37.58%	45.97%	42.48%	33.93%	40.00%	35.69%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	收入增长率		-13.20%	5.80%			-2.40%	5.00%	4.76%	5.30%	5.04%	4.79%	3.27%	0.00%

(2) 其他业务收入和成本历史期和预测期明细如下：

单位：元

项目/年度	历史期				预测期									
	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2017年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期	
其他业务收入	523,189	534,626	478,389	337,874	147,000	484,874	270,000	340,000	420,000	510,000	590,000	640,000	640,000	
其他业务成本	149,075	159,679	136,340	128,015	54,200	182,215	110,000	140,000	170,000	200,000	240,000	260,000	260,000	
毛利率	71.51%	70.13%	71.50%	62.11%	63.13%	62.42%	59.26%	58.82%	59.52%	60.78%	59.32%	59.38%	59.38%	
收入增长率		2.19%	-10.52%			1.36%	-44.32%	25.93%	23.53%	21.43%	15.69%	8.47%	0.00%	

注：由于评估中将对外租赁房屋及对应土地纳入非经营性资产考虑，故不再预测房租收入。

2、税金及附加历史期和预测期明细

金额单位：元

项目/年度	历史期				预测期									
	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2017年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期	
营业收入	100,015,753	108,669,411	129,795,321	108,840,936	43,847,000	152,687,936	182,130,000	227,080,000	283,190,000	341,220,000	391,690,000	427,830,000	427,830,000	
税金及附加	946,442	1,081,300	2,609,237	2,044,910	876,900	2,921,810	3,642,600	4,541,600	5,663,800	6,824,400	7,833,800	8,556,600	8,556,600	
比例	0.95%	1.00%	2.01%	1.88%	2.00%	1.91%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	

3、期间费用历史期和预测期明细

(1) 销售费用

金额单位：元

项目/年度	历史期				预测期								
	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2017年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
职工薪酬	1,715,717	1,405,058	1,402,975	1,347,859	228,900	1,576,759	1,791,900	2,101,500	2,465,100	2,818,600	3,110,300	3,311,200	3,311,200
物流仓储费	4,646,911	5,608,276	5,524,201	4,327,518	2,076,700	6,404,218	7,527,500	9,199,400	11,245,300	13,318,900	15,091,600	16,345,700	16,345,700
促销活动费	1,089,158	1,336,834	1,805,185	1,184,944	815,100	2,000,044	2,706,100	3,373,900	4,032,300	4,858,500	5,334,600	5,826,900	5,826,900
折旧及摊销	236,905	260,308	288,810	203,134	106,600	309,734	438,000	431,000	675,700	647,600	638,700	603,500	603,500
广告费	3,979	42,273	217,228	245,636	254,400	500,036	3,000,000	3,740,000	4,660,000	5,610,000	6,440,000	7,030,000	7,030,000
其他	317,761	307,330	337,638	303,374	101,100	404,474	424,700	445,900	468,200	482,200	496,700	511,600	511,600
小计	8,010,431	8,960,079	9,576,037	7,612,464	3,582,800	11,195,265	15,888,200	19,291,700	23,546,600	27,735,800	31,111,900	33,628,900	33,628,900
增长率		11.86%	6.87%			16.91%	41.92%	21.42%	22.06%	17.79%	12.17%	8.09%	0.00%
占营业收入比例	8.01%	8.25%	7.38%	6.99%	7.33%	8.17%	8.72%	8.50%	8.31%	8.13%	7.94%	7.86%	7.86%

(2) 管理费用

金额单位：元

项目/年度	历史期				预测期								
	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2017年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
职工薪酬	4,287,669	3,997,084	3,691,008	2,744,477	1,207,900	3,952,377	4,260,600	4,681,100	5,143,600	5,565,400	5,894,900	6,112,400	6,112,400
折旧及摊销	683,346	1,353,466	1,539,643	1,153,495	561,200	1,714,695	2,306,500	2,269,900	3,558,400	3,410,200	3,363,300	3,178,100	3,178,100
税金	721,438	1,274,070	155,987										

办公费	274,296	512,873	472,872	683,645	227,900	911,545	957,100	1,005,000	1,055,300	1,087,000	1,119,600	1,153,200	1,153,200
劳动保护费	149,354	144,169	155,448	75,875	25,300	101,175	106,300	111,600	117,200	120,700	124,300	128,000	128,000
差旅费	98,997	318,031	238,041	91,640	30,600	122,240	189,100	198,600	208,500	214,800	221,200	227,800	227,800
汽车费用	292,831	357,766	278,282	251,042	83,700	334,742	351,400	369,000	387,500	399,100	411,100	423,400	423,400
技术开发费	328,370	23,770	2,034,557	4,634,116	926,800	5,560,916	3,640,000	4,540,000	5,660,000	6,820,000	7,830,000	8,560,000	8,560,000
业务招待费	110,178	37,804	78,109	39,795	13,300	53,095	55,800	61,300	67,400	72,900	77,200	80,000	80,000
股份支付		2,235,566											
中介机构费	1,326	1,324,151	364,321	210,002	90,000	300,002	200,000	210,000	220,500	227,100	233,900	240,900	240,900
其他	330,367	282,981	365,529	252,152	131,600	383,752	403,000	423,200	444,400	457,700	471,400	485,500	485,500
小计	7,278,172	11,861,731	9,373,797	10,136,239	3,298,300	13,434,539	12,469,800	13,869,700	16,862,800	18,374,900	19,746,900	20,589,300	20,589,300
增长率		62.98%	-20.97%			43.32%	-7.18%	11.23%	21.58%	8.97%	7.47%	4.27%	
占营业收入比例	7.28%	10.92%	7.22%	9.31%	7.52%	8.80%	6.85%	6.11%	5.95%	5.39%	5.04%	4.81%	4.81%

(3) 财务费用

本模型下，财务费用主要考虑利息收入及银行手续费、汇兑损益等。因汇率波动较难预测，故对汇兑损益不予考虑；经与企业相关人员沟通并结合历史数据分析，预计未来各年度银行利息收入及手续费支出等基本相抵，故不再预测。

4、息前税后利润历史期和预测期过程及明细

金额单位：元

项目/年度	历史期				预测期								
	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月	2017年10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
一、营业收入	100,015,753	108,669,411	129,795,321	108,840,936	43,847,000	152,687,936	182,130,000	227,080,000	283,190,000	341,220,000	391,690,000	427,830,000	427,830,000
其中：主营业务收入	99,492,564	108,134,785	129,316,932	108,503,062	43,700,000	152,203,062	181,860,000	226,740,000	282,770,000	340,710,000	391,100,000	427,190,000	427,190,000
其他业务收入	523,189	534,626	478,389	337,874	147,000	484,874	270,000	340,000	420,000	510,000	590,000	640,000	640,000
减：营业成本	61,923,224	62,261,715	68,209,647	56,740,159	22,614,200	79,354,359	95,600,000	119,440,000	149,250,000	180,060,000	206,700,000	225,960,000	225,960,000

其中：主营业务成本	61,774,149	62,102,036	68,073,307	56,612,144	22,560,000	79,172,144	95,490,000	119,300,000	149,080,000	179,860,000	206,460,000	225,700,000	225,700,000
其他业务成本	149,075	159,679	136,340	128,015	54,200	182,215	110,000	140,000	170,000	200,000	240,000	260,000	260,000
减：税金及附加	946,442	1,081,300	2,609,237	2,044,910	876,900	2,921,810	3,642,600	4,541,600	5,663,800	6,824,400	7,833,800	8,556,600	8,556,600
减：销售费用	8,010,432	8,960,079	9,576,036	7,612,464	3,582,800	11,195,264	15,888,200	19,291,700	23,546,600	27,735,800	31,111,900	33,628,900	33,628,900
减：管理费用	7,278,173	11,861,731	9,373,798	10,136,241	3,298,300	13,434,541	12,469,800	13,869,700	16,862,800	18,374,900	19,746,900	20,589,300	20,589,300
减：财务费用	2,045,593	1,075,617	53,799	143,348		143,348							
减：资产减值损失	-1,339,053	-159,184	186,694	620,418	87,400	707,818	363,700	453,500	565,500	681,400	782,200	854,400	854,400
加：公允价值变动损益	179,379	64,063											
加：投资收益	-711,644	1,858,625	540,773	21,520,907		21,520,907							
二、营业利润	20,618,677	25,510,843	40,326,884	53,064,304	13,387,400	66,451,704	54,165,700	69,483,500	87,301,300	107,543,500	125,515,200	138,240,800	138,240,800
加：营业外收入	46,068	836,371	469,205	10,279		10,279							
减：营业外支出	99,785	222,819	1,841,559	276,631		276,631							
三、息税前利润总额	22,606,494	27,382,346	39,080,030	52,895,272	13,387,400	66,282,672	54,165,700	69,483,500	87,301,300	107,543,500	125,515,200	138,240,800	138,240,800
减：所得税费用	6,383,786	7,152,349	10,092,731	13,390,386	3,346,900	16,737,286	13,541,400	17,370,900	21,825,300	26,885,900	31,378,800	34,560,200	34,560,200
四、息前税后利润	16,222,707	20,229,996	28,987,299	39,504,887	10,040,500	49,545,387	40,624,300	52,112,600	65,476,000	80,657,600	94,136,400	103,680,600	103,680,600
扣除非经常性损益后净额	15,104,342	19,029,259	30,340,489	23,629,596	10,040,500	33,670,096	40,624,300	52,112,600	65,476,000	80,657,600	94,136,400	103,680,600	103,680,600
增长率		25.99%	59.44%			10.97%	20.65%	28.28%	25.64%	23.19%	16.71%	10.14%	0.00%
扣除非经常性损益后净利润占收入比	15.10%	17.51%	23.38%	21.71%	22.90%	22.05%	22.31%	22.95%	23.12%	23.64%	24.03%	24.23%	24.23%

（二）评估师关于评估增值率较高的原因及合理性分析

1、本次收益法评估增值情况

在持续经营的假设下，本次采用收益法评估的咸亨股份股东全部权益价值为 736,000,000 元，股东权益账面价值为 131,541,887.32 元，评估增值 604,458,112.68 元，增值率 459.52%。

2、增值原因及合理性分析

A.收益法是从企业未来发展的角度，通过合理预测企业未来收益及其对应的风险，综合评估企业股东全部权益价值，其评估结果主要取决于标的资产的未来预期收益情况。在评估时，不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对股东全部权益价值的影响，同时也考虑了行业竞争力、公司的管理水平、人力资源、要素协同作用等资产基础法无法考虑的因素对股东全部权益价值的影响，因此收益法增值率较高。

B.标的公司所处行业及下游行业需求保持增长且具有较大潜力。

C.标的公司具有差异化竞争力。首先公司业务模式较为合理，且公司在历史底蕴及品牌、销售渠道、产品种类及研发等方面具有优势，且公司虽然为制造型企业，但由于人员及资产配置较为紧凑、合理，利用效率高，因此，评估增值率较高具有合理性。

D.公司成立时间较早，账面价值反映的是企业现有资产的历史成本。

E.与同行业收购案例情况比较

近年同行业收购案例情况详见下述问题 4（2）之回复。

可以看出，从可比案例标的的平均市盈率、增值率平均值等方面进行比较，本次评估增值处于合理范围内。

因此，综上所述，本次交易标的的增长率较高具有合理性。

（三）评估师关于主要评估参数的选择依据及合理性分析

本次收益法评估的主要参数包括营业收入、营业成本（毛利率）、期间费

用（销售费用和管理费用）、折旧及摊销、资本性支出、营运资金增减额及折现率。

1、主营业务收入

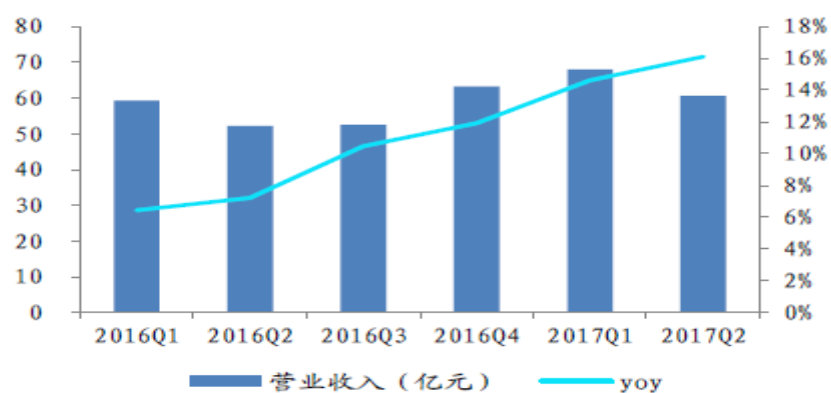
（1）预测依据及过程的合理性

本次评估中主要从影响被评估单位业务发展的外部环境及内部因素两大方面分析公司业务发展前景，进而预测未来年度公司的主营业务收入，具体包括以下多个方面：

1) 企业外部需求分析

首先，腐乳等调味品属于日常生活的消耗性需求，该产品人均需求量不大，市场价格不高，但具有刚需快速消费品的特征。同时，随着人们生活水平的提高，消费习惯逐渐由解决温饱到追求高品质消费。这使得调味品行业具有稳定的市场需求，并呈现不同程度的增长趋势，该行业的市场需求受经济周期的波动影响较小。

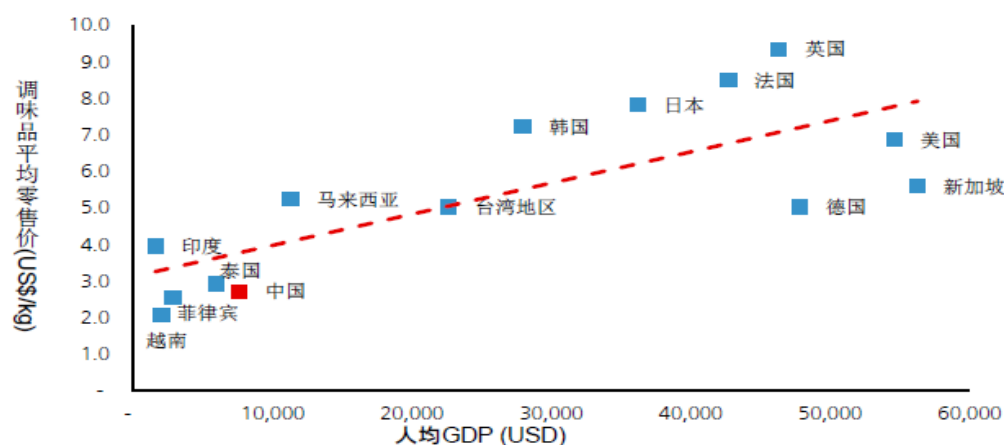
其次，腐乳等调味品作为终端消费品主要面向家庭和餐饮业，餐饮业的快速发展将拉动腐乳等的需求。2017年初以来，餐饮行业景气度保持高位，拉动调味品行业保持较快增长。根据国海证券的研究报告，2017上半年调味品行业实现营业收入123亿元，同比增长19%，实现净利润25亿元，同比增长25%，其中2017Q2实现营业收入58亿元，同比增长20%，实现净利润12亿元，同比增长27%。



调味品行业营业收入及增速（资料来源：国海证券研究所报告）

第三，根据招商证券的研究报告，中国调味品目前平均价格仍远低于世界平均水平，若以台湾地区为标准，中国内地调味品平均价格仍有50%以上的上

涨空间，调味品行业的龙头企业如海天味业、中炬高新、千禾味业以及咸亨股份等，都在 2017 年上半年对部分产品进行了调价。未来若原材料（如大豆、大米、白糖等）价格上涨、环保压力加大、行业集中度提升，不排除行业及公司产品的价格会进一步上涨。



调味品行业营业收入及增速（资料来源: Euromonitor, CEIC, 瑞银证券估算）

第四，目前我国腐乳行业生产企业地域分布较为广泛，且集中度较低，竞争较为激烈，绝大多数腐乳生产企业技术创新能力较弱，产品同类化且品质不高。腐乳行业内品牌效应较为明显，基本形成南方以浙江“咸亨腐乳”和广东“广合腐乳”为主，北方以北京“王致和腐乳”和黑龙江“克东腐乳”为主的南北格局。随着未来人民生活质量的提高及对健康生活的追求，一些小的公司会逐渐消亡或被合并，规模大的供应商和知名度高的公司的市场竞争力会得到加强，市场占有率会得到提升。根据招商证券发布的研究报告，腐乳市场的市场容量约在 50 亿元左右，而咸亨股份目前的销售额不足 2 亿，虽然相对行业内大部分公司来比在市场占有率方面位居前列，但与龙头企业如王致和、广合等相比，规模仍显较小，市场拓展仍有较大的余地。

第五，电子商务方兴未艾，电商行业发展对调味品产品销量会有一定的促进。虽然相较于传统销售渠道，由于调味品单价低且重量大，从物流成本和销售单价等多方面考量，电商渠道的利润可能会低一些，但若是达到一定销售规模、运达电商仓库的物流成本可适当控制或运输方式得到提升，对于行业及公司产品销售的拓展都是一个较大的利好因素。

除此之外，公司有部分产品销往香港市场和东南亚市场，随着国家实施“一带一路”战略的进一步推进，这将为公司逐步开发印度、缅甸等南亚新兴

出口市场带来良好机遇。

调味品作为人们生活的“调味剂”，其行业发展主要呈现几大特点：安全、高品质的消费趋势，市场需求持续增加，逐步走向品牌化等。受益于国家产业政策的支持、餐饮业的快速发展、销售渠道的全面下沉，未来调味品行业将得到较快发展。“十二五”期间，食品工业发展取得了突出成绩。2015年，规模以上食品工业企业 39,647 家，实现主营业务收入 11.35 万亿元，比 2010 年增长了 87.3%，年均增长 13.4%。2017 年 1 月 11 日，国家发展改革委与工业和信息化部联合发布《关于促进食品工业健康发展的指导意见》（以下简称《指导意见》），《指导意见》明确指出，“十三五”期间将积极推进传统主食及中式菜肴工业化、规模化生产，深入挖掘地方特色食品和中华传统食品。

综上所述，调味品在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用，是我国特色饮食文化的核心。目前，国内调味品行业企业众多，竞争较为激烈，但细分行业集中度较高。腐乳作为我国盛行千年仍保留至今的传统调味品，随着现代生物工程技术的应用，呈规模经济发展，且随着人民生活水平质量的提高，健康理念的深入人心，餐饮业景气度的回升，对调味品的需求将日益增长，行业及公司发展潜力巨大。

2) 企业内在因素分析

公司专业生产经营腐乳已有 280 年历史，为“中华老字号”企业和国家原产地标记保护产品。历史文化底蕴和品牌优势明显。公司作为省级农业科技型企业研发中心，拥有较强的研发创新团队，已取得发明专利腐乳品种两项，并有多项发明专利在申请中。公司腐乳产品是国内品牌腐乳中唯一使用绍兴黄酒作为汤料的，腐乳口感更具鲜美，乳香更加浓郁，更显独特的产品优势。公司在国内腐乳行业中具有一定地位，产品在海外市场 and 国内南方市场具有较高占有率。

另外，公司目前绍兴市绍三线永仁路厂区的腐乳产能约为 1 万吨/年，虽然近年通过招聘人员、提升机械化水平、改进工艺等方式提升产能，但提升幅度有限，已无法满足市场对公司产品的需求。公司位于嵊州市新厂区年产 2 万吨大豆发酵制品及延伸产品技改项目正在建设中，预计 2018 年初形成产能，产能

约为预计全部产能的 1/3，二期工程预计在 2019 年底前建成，建成之后将会大大提高公司的产能，提高公司的竞争力。

受制于公司以前年度的产能、人员配置以及营销策略，公司目前并未投入大量的广告等进行产品推广，仅在超市邮报、展销会、部分城市的公交车外观上等进行了小范围的营销宣传，受众范围较小，难以形成较大的宣传气氛。而公司的产品主要为终端消费品，该类产品的广告效应非常显著，若未来产能扩大，公司能配合相应的广告宣传，这对公司产品销量的增加将大有裨益。

公司专注于工艺技术的革新及生产设备的改进，用现代技术改造传统产业。近年来，独立主持了多项省市级科研项目，并与浙江大学等高校建立了良好合作关系，有多项产品拟上市或正在研发中。

因此，综合宏观经济形势、行业特点、下游市场需求、市场竞争情况、产能分析结合公司经营情况等因素后认为，虽然行业竞争日趋激烈，但下游的需求仍会保持增量，咸亨股份亦将通过加强广告宣传及售后服务、提升产品质量、加强新产品研发、改善产品结构、提升产品性价比等措施使收入未来总体保持一定的增速。

（2）调味品子行业市场继续保持增势，下游市场需求旺盛

A. 宏观因素：经济向好、餐饮行业强劲依旧

受益于宏观经济向好，2017 年以来国内餐饮业表现依旧强劲。根据国家统计局公告的数据，2017 年度，社会零售总额餐饮收入/限额以上餐饮收入分别同比增长 10.7%/7.4%，同比 2016 年度增速分别降低 0.1 个百分点和提升 1.4 个百分点。宏观经济好于预期的大背景下（2017 年 GDP 增速 6.9% 高于 2016 年的 6.7%），餐饮业保持强劲表现。

B. 中观因素：调味品行业进入提价周期

自 2016 年以来调味品行业迎来了新一轮提价潮，从根本原因来看，这一波提价潮与 2012-2013 年的提价潮均源自于成本推动，是包材（瓦楞纸箱、玻璃）、白糖、运输费用等成本上涨的集中体现。因此，提价动作为调味品企业提供了额外的收入增长额。

C. 微观因素：龙头企业费用投放进入高峰期，推动收入增长和产品结构升级提速

2016 年以来，调味品行业的龙头企业进入了新一轮的费用扩张期，费用扩张的结果是推动了收入增长和产品结构升级的双重提速，从而推动了整个调味品行业的发展。

(3) 与同行业可比收购案例（该等案例详见下述问题 4（2）之回复）对比上来看具有合理性

同行业可比收购案例及咸亨股份预测期营业收入增长率水平对比如下：

对象	预测期营业收入复合增长率
可比收购案例平均值	32.16%（剔除异常数据后）
咸亨股份	18.77%

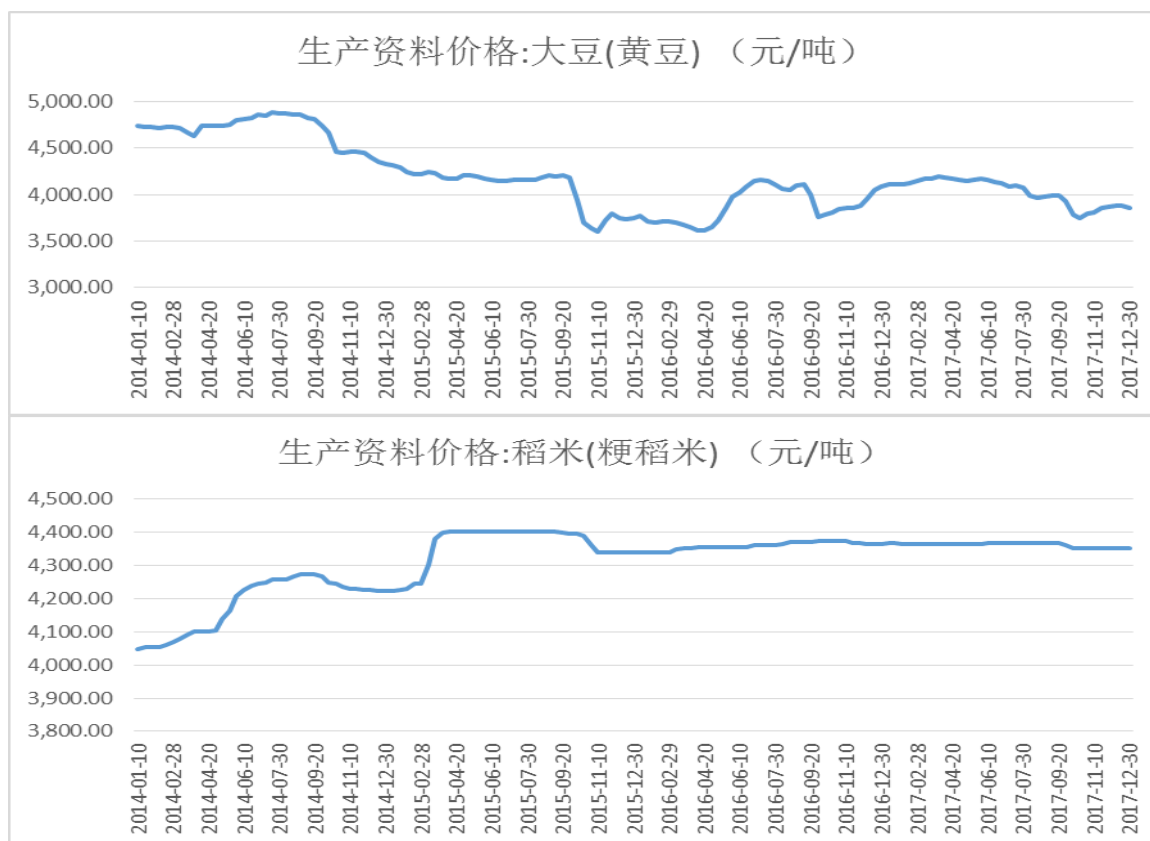
从上表中可以看出，本次评估预测的咸亨股份主营业务收入复合增长率低于可比收购案例平均水平，总体较为合理谨慎。

2、主营业务毛利率及成本

(1) 预测依据及过程的合理性

公司成本由直接材料、人工成本及制造费用等组成。根据对公司近年生产成本的统计，直接材料占比在 90%左右，人工成本占 7%上下，其余为制造费用，因此材料价格波动是影响企业盈利的重要因素之一。

直接材料主要包括黄豆、粳米、食糖、食盐、酒精等，其中黄豆和粳米是前两大原材料，分别约占材料成本的 22%和 5%左右。2014 年至今，黄豆价格从 4,740 元/吨逐步下行，目前基本稳定在 3,860 元/吨上下波动；粳米价格从 4,046 元/吨略微上涨，目前基本稳定在 4,350 元/吨上下波动。这两大主要原材料目前国内产量较大，供应充足，短期内价格不会大幅波动。因此上游农产品行业的发展将为本行业带来更稳定的原料供应和稳定的生产成本。



数据来源：同花顺 iFinD

根据以前年度行业和企业实际状况，虽然原材料价格存在一定的波动，但通过采取相应的措施，如小幅度提价，材料价格波动的影响将部分予以消除，毛利率水平仍能维持相对稳定的态势。

人工成本等与产量有一定的挂钩，占总成本的比例相对较小，影响不大；公司老厂区的产能提升余地已经不大，新厂区随着固定资产和土地等的投入，未来折旧和摊销的金额将会增加，但考虑到老厂区机械化程度相对较低，随着未来机械化程度提高，人工成本占比可能会有所下降，且随着产量及销量的增加，制造费用有望进一步摊薄。另外，咸亨股份一直在进行积极有效的成本管理，从采购、生产、研发等各方面着手，以应对原料价格上涨、人工成本增加等造成的利润下降风险。

根据智研咨询发布的研究报告，自 2011 年开始，我国调味品行业整体毛利率稳定上涨，五年间上涨了 7 个百分点，而咸亨股份的毛利率近年也是保持了上涨趋势，未来不排除该趋势得以延续的可能。

因此，综合上述行业及企业发展因素，基于谨慎考虑，本次评估对于产品毛利率的预测，在 2016 年及 2017 年 1-9 月的基础上基本保持稳定或略有下

降，然后逐步达到稳定状态，具有一定的合理性和可持续性。

(2) 与同行业上市公司、可比收购案例相比具有合理性

同行业上市公司、可比收购案例及咸亨股份近年毛利率水平对比如下：

对象	基准日前三年	基准日前二年	基准日前一年	预测期平均值	预测期上下限
同行业上市公司平均数	35.14%	36.18%	37.34%	N/A	N/A
同行业可比收购案例平均值	无	35.36%	37.89%	37.76%	19.88%-74.85%
咸亨股份	37.91%	42.57%	47.36%	47.39%	

从上表可以看出，咸亨股份毛利率水平虽然高于同行业上市公司及可比收购案例平均水平，但仍处于同行业可比收购案例预测毛利率的上下限区间内，结合咸亨股份产品、技术、管理等相关特点，其毛利率水平具有合理性。

3、期间费用

(1) 销售费用

1) 预测依据及过程的合理性

销售费用主要由销售人员职工薪酬、物流仓储费、促销活动费、折旧及摊销等构成。根据销售费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。对于销售人员职工薪酬，按公司的人员规模和薪酬政策结合未来业务开展情况、销售业务情况进行预测；对于其他费用则区分为办公类、业务类及其他类等，采用趋势预测分析法预测，在综合考虑产能扩张及产品销售收入增加的基础上，结合人工、材料等的波动趋势、与收入的相关（协同）程度以及管理层预测等进行确定。随着企业业务和营业收入的稳定，销售费用将会趋于稳定。

根据预测，未来销售费用的构成项目主要为物流仓储费、促销活动费及广告费，这些项目与销售收入有较为直接的同向联动关系。腐乳等作为终端消费品，若要增加销售收入，必然要求增加人员、广告、促销力度、品牌宣传、销售渠道等的投入，因此，本次对于销售费用，很好地结合了销售收入的变动进行预测。

2) 与同行业上市公司、可比收购案例相比具有合理性

同行业上市公司、可比收购案例及咸亨股份近年销售费用率水平对比如

下：

对象	基准日前三年	基准日前二年	基准日前一年	2017年-2023年平均
同行业上市公司平均值	14.43%	15.20%	15.62%	无
同行业可比收购案例平均值	无	20.74%	19.45%	19.07%
咸亨股份	8.01%	8.25%	7.38%	8.11%

从历史数据来看，咸亨股份销售费用率低于同行业及可比案例的平均水平，且较为稳定，经分析，一是公司人员配置较为紧凑，且目前并未投入大量的广告费用、销售网络等进行产品推广；二是公司产品已具有一定知名度，公司的营销策略仍以稳步扩张为主，因此具有一定的合理性和可持续性。

未来，随着公司未来新厂区的建成，产能的扩张，公司势必要同步增加销售费用特别是广告费用等的投入。从纵向来看，销售费用率基本保持了与营业收入的线性关系，预测期费用率较历史期总体呈上升趋势，较好反映了收入、产能扩张及销售费用增加的联动机制，具有一定的合理性。

（2）管理费用

1) 预测依据及过程的合理性

管理费用主要由职工薪酬、办公费、差旅费、折旧及摊销、研发费用以及其他项目等构成。根据管理费用的性质，采用了不同的方法进行了预测。对于职工薪酬，按公司的管理人员规模和薪酬政策结合未来业务开展情况进行预测；折旧摊销以管理用固定资产及无形资产规模按财务折旧摊销方法进行测算；研发费主要为新产品、新工艺的研究开发费用，结合历史支出情况和企业规划进行预测；对于其他费用则区分为办公类、业务类及其他类等，采用趋势预测分析法预测，在综合考虑产品销售收入增加的基础上，结合人工、材料等的波动趋势、与收入的相关（协同）程度以及管理层预测等进行确定。随着企业业务和营业收入的稳定，管理费用将会趋于稳定。

根据预测，未来管理费用的构成项目主要为职工薪酬、折旧及摊销及技术开发费，公司未来要扩张产能，必然要加大人员、固定资产、工艺研发等的投入，且若想保持并进一步扩大市场份额，还需加大新产品等的研发，因此管理费用会随着公司规模扩大而扩大。

其中，职工薪酬主要为管理人员等的薪酬支出，由于有较大部分为固定开支，故随着销售收入的增加，其占收入的比例会有所下降；折旧及摊销为根据公司的相关会计政策，根据账面原值或评估原值，对管理用资产分别按适用的年限计提折旧（摊销）而形成；技术开发费主要为新产品、新工艺的研发，结合以往研发费用投入情况及管理层对于产能扩张后为提升销售而进行的研发计划，综合进行预测。

2) 与同行业上市公司、可比收购案例相比具有合理性

同行业上市公司、可比收购案例及咸亨股份近年管理费用率水平对比如下：

对象	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年-2023 年平均
同行业上市公司平均值	8.46%	9.23%	8.82%	无
同行业可比收购案例平均值		4.71%	4.12%	3.28%
咸亨股份	7.28%	10.92%	7.22%	6.14%

从历史数据来看，咸亨股份管理费用率低于同行业及可比案例的平均水平，且较为稳定（2015 年扣除股份支付及中介费用（股转系统挂牌上市）后占比为 7.64%），经分析，一是公司人员及管理类资产配置较为紧凑，利用效率较高；二是公司以往产品的研发转化率较高，故新增研发投入较少。因此，公司历史年度的管理费用具有一定的合理性和可持续性。未来，随着公司未来新厂区的建成，产能的扩张，公司势必要增加管理费用特别是研发费用等的投入，相关费用及费率变动具有一定的合理性。

4、折旧及摊销

（1）预测依据及过程的合理性

折旧费及摊销费用由两部分组成的，即对基准日现有的长期资产（存量资产）以及基准日后新增的长期资产（增量资产）按企业会计计提折旧（摊销）的方法（直线法）计提折旧（摊销）。对基准日后新增的长期资产（增量资产），按投入使用的时间开始计提折旧（摊销）。

年折旧（摊销）额=资产原值×年折旧（摊销）率

新增资产主要为嵊州市新厂区年产 2 万吨大豆发酵制品及延伸产品技改项

目，一期工程预计于 2018 年初形成产能，总投资约为 5,700 万元（含拍卖获得的土地和已有房产）；二期工程预计在 2019 年底之前建成，总投资约为 5,500 万元。

对于新增投资，参考公司的会计制度对上述项目形成的资产分别按适用的年限计提折旧（摊销）。

对于上述折旧和摊销，在明确的收益预测期内以具体测算数进行确定，在永续期始则将后续折旧及摊销总额年金化确定各年的折旧及摊销金额。

对于原有、更新及新增的资产，评估中按照企业现有会计政策并结合评估经济耐用年限对其折旧和摊销进行预测。

(2) 存量资产预测数据与历史数据对比分析具有合理性

项目	历史期			预测期							
	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
资产折旧、摊销	2,521,921	3,615,949	3,872,653	4,400,418	4,280,500	4,185,600	4,033,700	3,649,600	3,528,100	3,110,200	3,110,200

从上述数据可以看出，未来对于存量资产的折旧及摊销额的预测，因部分资产已接近会计折旧摊销年限末期（但仍有一定的经济使用年期），故较近年历史数据略有下降；其中，2023 年及以后数据略有下降，系对于永续期采用了年金化处理造成。

(3) 增量资产与产能的配比分析具有合理性

A.从账面原值角度来看

本次对于三界新厂区的投资金额合计为 11,200 万元，扣除实际已经支付的土地款 2,138.95 万元，其余主要为土建、设备等的支出，共计 9,061.05 万元；

老厂区固定资产账面原值共计 4,256.65 万元（扣除包含的嵊州厂区厂房后），扣除对外出租的房产（二期综合楼，按租赁面积占总建筑面积的比例进行分摊，账面原值为 218.28 万元）后，账面原值为 4,038.37 万元。

根据以上数据，固定资产增幅为 2.24 倍。

B.从评估原值角度来看

同上述口径，老厂区固定资产的评估原值（扣除对外出租房产）为

5,378.91 万元，固定资产增幅为 1.68 倍。

而新厂区预计产能约为老厂区产能的 2 倍，考虑到规模效应、品牌效应、效率提升等因素，本次增量资产与产能的配比具有合理性。

5、资本性支出的预测

(1) 预测依据及过程的合理性

资本性支出主要为现有的资产（存量资产）的更新。新增资产投资详见上述“折旧及摊销”分析。

对于存量资产和增量资产的更新，评估专业人员按照资产在评估基准日（或投入使用时）的重置价格水平和经济使用年限确定未来年度所需的资产更新支出总额，在明确的收益预测期内以具体测算数进行确定，在永续期则将后续支出总额折现至永续期初后进行年金化确定各年的更新支出。

(2) 产能配比的合理性

参见上述“折旧及摊销”相关分析。

6、营运资金增减额的预测

(1) 预测依据及过程的合理性

营运资金主要为经营性流动资产减去不含有息负债的经营性流动负债。随着生产规模的变化，公司的营运资金也会相应的发生变化，具体表现在货币资金、应收账款、预付款项、预收款项、应付职工薪酬、应交税费以及其他应收、应付款项中的经营收、付款项等的变动上。

对于货币资金，根据近年各期公司账面货币资金的保有及波动情况及未来年度现金流预测及管理人员访谈，参照近年货币资金占付现成本的比例对未来各年最低现金保有量进行预测；对于其他项目，评估专业人员分析了 2015 年至基准日营运资金的变动情况，结合管理层营运资金策略，根据与营业收入的比例关系，在分析各项比例的基础上及公司未来的发展策略的基础上，预测未来的相应比例及金额。

(2) 从营运资金占营业收入的比例角度进行分析合理性

A.2014年-2016年度公司营运资金占营业收入的比例：

项目	2014年	2015年	2016年
营业收入	100,015,753	108,669,411	129,795,321
营运资金	36,193,893	35,453,649	39,425,684
占营业收入比	36.19%	32.63%	30.38%

营运资金的变化是现金流的组成部分，一般与主营业务收入有关。因发展的需要，营运资金逐渐增长，但由于企业资产周转速度呈加快趋势，营运资金的需求并没有大幅度增加。而预测期的营运资金占比基本未发生大的减少，说明本次预测已较为谨慎。

B. 2014年-2016年度同行业上市营运资金占营业收入的比例：

项目	2014年	2015年	2016年
占营业收入比	22.24%	15.82%	14.33%

由上表可以看出，本次预测的营运资金占比远高于同行业水平，预测较为谨慎。

7、企业自由现金流的预测

根据前述相关参数的预测，企业自有现金流量的计算结果如下：

单位：元

项目	2017年10-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续期
息前税后利润	10,040,500	40,624,300	52,112,600	65,476,000	80,657,600	94,136,400	103,680,600	103,680,600
加：折旧与摊销	1,453,900	5,975,500	5,880,600	9,218,700	8,834,600	8,713,100	8,233,400	8,233,400
减：资本性支出	10,087,200	8,129,400	46,175,100	3,509,800	455,400	1,704,300	5,441,100	5,441,100
减：营运资金增加	170,900	8,972,700	13,511,900	16,699,800	17,434,800	15,076,000	10,886,300	
企业自由现金流量	1,236,300	29,497,700	-1,693,800	54,485,100	71,602,000	86,069,200	95,586,600	106,472,900

企业自由现金流量为根据前述相关参数计算的结果，符合预测情况，具有合理性。

8、折现率

(1) 折现率的计算模型具有合理性

本次在企业价值评估中，采用的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

式中：WACC——加权平均资本成本；
 Ke——权益资本成本；
 Kd——债务资本成本；
 T——所得税率；
 D/E——资本结构。

债务资本成本 K_d 采用一年期贷款基准利率，权数参照同行业上市公司平均资本结构并结合自身资本结构确定。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

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

其中： K_e ——权益资本成本
 R_f ——无风险报酬率
 R_m ——市场收益率
 β ——系统风险系数
 ERP ——市场风险溢价
 R_s ——特定风险调整系数

上述模型计算口径与现金流口径一致，且计算模型为目前国内通行的评估计算方法。

(2) 与同行业可比收购案例相比具有合理性

根据上述对于 4 (2) 问题之回复中的近期可比收购案例中的折现率进行分析，折现率范围在 11.04%-13.60% 之间（剔除标的为境外公司的案例 4），本次收益法评估中选取的折现率 11.58% 位于上述区间内。

因此，结合评估计算模型选取及近期市场可比交易案例折现率选取情况，本次评估选取的折现率具有一定的合理性。

二、请申请人将本次收购的审计报告、评估报告（含评估说明书）全文公开披露

本次收购的《审计报告》、《评估报告》全文已于 2017 年 11 月 8 日全文公告。《评估说明》全文于 2018 年 2 月 6 日公告。

(2) 请说明标的资产最近三年及一期是否存在股权转让的情形，如有，请

补充说明上述股权转让的具体情况，是否与本次交易作价存在较大差异以及存在差异的原因。请对比同行业上市公司估值水平、同行业可比收购案例，说明本次收购估值的合理性及谨慎性。

一、标的资产最近三年及一期股权转让情及交易作价情况

（一）最近三年及一期股权转让的具体情况

1、咸亨股份改制为股份公司前的股份转让情况

2014年1月1日至股份公司设立（即2015年9月18日），咸亨股份的股权转让为：2015年3月，职工持股会将持有的190,572元出资份额（比例为4.25%）转让给实际控制人余龙生，转让价款为439.92万元（本次转让的出资额190,572元均为因职工退出职工持股会的库存股，其中47,065元库存股形成于2013年，其转让价格为847,170元；其中5,424元库存股形成于2014年，其转让价格为100,000元；其中138,083元库存股形成于2015年，其转让价格为3,452,075元）。

该次股权转让咸亨股份整体估值相当于1.03亿。

2、股份公司成立后的股权变动情况

2015年9月18日，股份公司完成工商登记。2015年12月15日，咸亨股份完成新三板挂牌。咸亨股份股份公司成立后（在新三板挂牌挂牌期间未发生股权转让行为）至本回复出具日，未发生股权转让行为。

2016年11月1日，咸亨股份公告《绍兴咸亨食品股份有限公司股份发行方案》，发行对象为公司登记在册的全体股东，全体股东按照持股比例认购。2016年11月29日，咸亨股份公告《绍兴咸亨食品股份有限公司股票发行认购公告》，全体198名在册股东中，197名股东参与了认购，1名股东放弃认购的部分由控股股东余龙生认购。本次增资后，咸亨股份总股本增加128万股，注册资本增加128万元，增资金额1,004.80万元。

本次发行价格为7.85元/股，相当于公司整体估值1.73亿元。

（二）与本次交易作价存在较大差异以及存在差异的原因

本次交易参考评估结果，经协商作价7.35亿元，与最近三年及一期的股权

转让估值（即 2015 年 3 月的股权转让，相当于估值 1.03 亿元）、挂牌后的增资价格（相当于估值 1.73 亿元）存在较大差异。

与 2015 年 3 月股权转让作价存在差异的原因为：该次转让属于职工持股会将库存股（因职工退出职工持股会产生）转让予实际控制人余龙生，不涉及外部股东；2014 年及之前咸亨股份盈利水平较低；2016 年及 2017 年 1-9 月，咸亨股份盈利能力提升较大，完成新三板挂牌后，公司治理水平提升较大。

与 2016 年 11 月咸亨股份新三板定增作价存在差异的原因：该次增资为面向全体 198 名股东进行，不涉及新增股东；相当于配股，该次增资价格不是与独立第三方的交易价格。

二、本次收购估值的合理性及谨慎性

（一）同行业上市公司估值水平情况

咸亨股份属于食品制造业（按中国证监会行业分类），境内属于食品制造业的上市公司估值水平情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率 PE(LYR)
000716.SZ	黑芝麻	217.20
002053.SZ	云南能投	23.77
002216.SZ	三全食品	166.76
002329.SZ	皇氏集团	18.79
002481.SZ	双塔食品	113.63
002495.SZ	佳隆股份	115.36
002507.SZ	涪陵榨菜	51.46
002570.SZ	贝因美	-9.43
002626.SZ	金达威	38.50
002650.SZ	加加食品	54.19
002661.SZ	克明面业	34.65
002719.SZ	麦趣尔	108.56
002732.SZ	燕塘乳业	40.94
002770.SZ	科迪乳业	57.01
002820.SZ	桂发祥	36.10
002847.SZ	盐津铺子	38.03

002910.SZ	庄园牧场	50.84
300146.SZ	汤臣倍健	41.26
300149.SZ	量子高科	99.71
300381.SZ	溢多利	47.28
300401.SZ	花园生物	182.34
600073.SH	上海梅林	29.69
600186.SH	莲花健康	49.81
600298.SH	安琪酵母	50.39
600305.SH	恒顺醋业	41.70
600381.SH	青海春天	27.32
600419.SH	天润乳业	60.20
600429.SH	三元股份	91.06
600597.SH	光明乳业	32.94
600866.SH	星湖科技	122.14
600872.SH	中炬高新	54.43
600873.SH	梅花生物	15.40
600882.SH	广泽股份	115.67
600887.SH	伊利股份	34.56
603020.SH	爱普股份	20.74
603027.SH	千禾味业	58.59
603043.SH	广州酒家	29.67
603079.SH	圣达生物	68.82
603288.SH	海天味业	51.11
603696.SH	安记食品	114.84
603866.SH	桃李面包	42.11
603886.SH	元祖股份	38.80
平均值		63.74
剔除负数及 1 个最高值和一个最低值后平均值		62.92
中位数		50.10

注：

1、上市公司数据摘自 wind；

2、静态市盈率为根据截至 2017 年 12 月 31 日市值和上市公司 2016 年度净利润所测算的静态市盈率。

由上表可知，食品制造业行业的市盈率平均值为 63.74 倍，市盈率中位数

为 50.10 倍。

咸亨股份按照本次收购的交易价格（7.35 亿元），以 2016 年度扣除非经常性损益的净利润（3,026 万元）计算的市盈率为 24.29 倍，以 2017 年 1-9 月扣除非经常性损益的净利润（2,356 万元）测算（2017 年全年按“1-9 月数据/3*4”），对应的市盈率为 23.40 倍。市盈率水平平均小于同行业上市公司市盈率的平均数和中位数。

（二）同行业可比收购案例

2015 年以来标的公司所属行业为食品饮料的可比收购案例情况如下：

序号	收购方	被收购方	PE	增值率
1	圣农发展（002299）	福建圣农食品有限公司	18.94	249.00%
2	老白干酒（600559）	丰联酒业控股集团有限公司	89.39	187.59%
3	吉林森工（600189）	吉林森工集团泉阳泉饮品有限公司	11.41	316.32%
4	西王食品（000639）	Kerr Investment Holding Corp.	15.33	970.00%
5	珠江控股（000505）	北京京粮股份有限公司	18.67	41.71%
6	三元股份（600429）	北京艾莱发喜食品有限公司	19.26	218.56%
7	好想你（002582）	杭州郝姆斯食品有限公司	67.00	1659.84%
8	广泽股份（600882）	广泽乳业有限公司	23.62	160.89%
9	涪陵榨菜（002507）	四川省惠通食业有限责任公司	27.53	199.49%
10	百润股份（002568）	上海巴克斯酒业有限公司	7.50	1546.68%
平均值			29.90	555.01%
剔除 1 个最高值和 1 个最低值后的平均值			25.26	481.07%

注：

- 1、数据来源：同花顺、上市公司公告
- 2、以上市盈率为收购前一年扣非后净利润市盈率

如上表所示，按照本次收购的交易价格计算，以 2016 年扣除非经常性损益的净利润计算的市盈率为 24.29 倍，以 2017 年 1-9 月扣除非经常性损益的净利润测算，对应的市盈率为 23.40 倍，均低于同行业可比收购案例标的的平均市盈率 29.90 倍，以及剔除最高值最低值后的平均市盈率 25.26 倍。

收益法下，咸亨股份股东全部权益价值的评估结果为 73,600.00 万元，评估增值 60,445.81 万元，增值率 459.52%，低于同行业可比收购案例的增值率平均

值 555.01%，也低于剔除最高值最低值后的平均增值 481.07%，与同行业可比收购案例没有重大差异。

经查询评估基准日（2017 年 9 月 30 日）前一年内（即 2016 年 10 月至 2017 年 9 月）完成的上市公司重大资产重组案例，共计完成约 199 例，其评估增值率情况的分布如下表所示：

评估增值率	案例数量
100%以下	58
100%-300%	42
300%-500%	31
500%以上	68
合计	199

注：评估增值率=评估增值金额/账面净资产

从上述统计结果可见，评估增值率的分布范围较广，增值率高于 300%的案例占比约 50%，其中高于 500%的案例占比约 34%。

咸亨股份的评估增值率较高，主要是因为咸亨股份的账面净资产以历史成本为基础计价，公司历史悠久，相关资产取得时间较早，而其资产评估价值反映的是其未来盈利能力，账面净资产值无法完全反应咸亨股份的盈利能力。

综上，与同行业上市公司案例、同行业可比收购案例等相比，并结合咸亨股份实际情况，本次交易定价谨慎、合理。

(3) 本次收购申请人未与交易对手签订业绩承诺，请详细分析说明本次未签订业绩承诺的合理性，将采取何种措施保障上市公司及中小投资者合法权益，上述保障措施是否切实可行。请说明本次收购完成后，申请人对标的资产的具体经营管理整合措施，标的公司核心团队是否能够保持稳定，核心团队人员是否已承诺继续履职期限，后续对核心团队是否有其他激励措施。请在募集说明书中充分披露上述风险。

一、本次未签订业绩承诺的合理性

(一) 咸亨股份实际控制人由于客观原因未签订业绩承诺

根据咸亨股份实际控制人余龙生先生出具的说明，咸亨股份作为“中华老字号”企业，历史悠久，其腐乳等产品及品牌获得广泛认可，公司具有面向市场的独立运营能力及市场规模，是调味品细分行业中的优质企业；公司为新三板创新层企业，在全国股份转让系统的监管下独立规范运营，主业突出，且业绩良好；本人出于自身年龄原因（已 65 岁）准备退休，同时考虑到“中华老字号企业”的传承、创新和发展，更愿意让优秀的上市公司来接手运营公司，从而使得咸亨股份突破发展瓶颈，获得更好更大的发展。基于前述考虑，余龙生先生未签订业绩承诺。

（二）交易对手不做业绩承诺，更有利于会稽山对咸亨股份的经营管理

会稽山是集“中华老字号”、“中国驰名商标”、“国家地理标志保护产品”三大荣誉于一身的黄酒企业。创建于 1743 年的会稽山，历经 270 多年的持续生产，已成为专注酿造黄酒的“专家”。作为全国运营历史最悠久的黄酒企业之一，目前，公司位居黄酒行业前三位。

本次交易完成后，公司拥有的“中华老字号”将由现有的 2 个（“会稽山”、“西塘”）增加到 3 个（再增加“咸亨”），会稽山在传承创新发展中华民族产业的道路上，将底气更足，品牌实力进一步增强。

本次交易完成后，咸亨股份将成为上市公司的全资子公司，并按照上市公司的经营策略、管理模式、区域布局等开展后续经营，有利于进一步利用会稽山上市公司的经营规模优势，营销网络优势、管理能力优势，激发咸亨股份的发展潜能，进一步壮大咸亨股份在料酒等调味品领域的竞争力。

本次交易是上市公司布局料酒、腐乳等调味品行业的重要突破，是上市公司执行既定战略的重要布局。

（三）本次收购未签订业绩承诺符合相关规定

《上市公司重大资产重组管理办法》第 35 条第 3 款规定：“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”

本次交易不构成上市公司重大资产重组也不构成关联交易，参照前述规

定，上市公司可以与交易对方根据市场化原则自主协商是否采取业绩补偿措施。综上，本次收购未签订业绩承诺符合相关规定精神。

综上，本次收购未签订业绩补偿具有合理性。

二、将采取何种措施保障上市公司及中小投资者合法权益，上述保障措施是否切实可行

（一）已约定保障核心团队人员的稳定

咸亨股份核心团队人员大部分在咸亨股份已有较长的任职时间，具有较强的稳定性。发行人已与交易对方协商采取一系列措施，保障咸亨股份核心团队的稳定性：

根据 2017 年 11 月 6 日发行人与交易对方签署的《关于绍兴咸亨食品股份有限公司之附生效条件的股份转让协议》，交易对方承诺：（1）本协议签订后，应确保目标公司人员稳定，确保目标公司不会因本次股份转让而发生核心人员离职从而影响目标公司正常生产经营的情形；（2）截至股份交割日之所有员工，均于交割日由标的公司留用并继续履行原职工劳动合同，保证职工的合法权益受到保护。

（二）已约定标的公司与其核心团队人员签署《保密与竞业禁止协议》

根据 2017 年 11 月 6 日发行人与交易对方签署的《关于绍兴咸亨食品股份有限公司之附生效条件的股份转让协议》，交易对方承诺：标的公司已与核心技术、管理、销售人员签订《保密和竞业禁止协议》，上述人员若离职，其离职后两年内，不得以任何形式从事或投资与标的公司及其控股子公司相同、相似或有竞争关系的业务，也不得在与标的公司生产、经营同类产品的其他企业、事业单位、社会团体内担任任何职务。

（三）标的公司经营历史悠久，具有较强的独立运营能力

标的公司为历史悠久的“中华老字号”企业，其主要产品腐乳为“国家原产地标记保护产品”，注册商标“老顺泰”被浙江省商务部评为“浙江老字号”商标。标的公司经过多年发展，研发、采购、制造、检测、售后等部门完善，标的公司具有较强的独立运营能力。会稽山完成收购后，将保障和提升其

独立运营能力，着重在营销渠道、人力资源配置、酿造工艺技术、企业内部管理等方面，实现相互支撑，共同提升各自产品的竞争力，从而确保整体盈利能力的快速提升。

（四）收购后，上市公司将采取整合措施提升标的公司的竞争力

上市公司完成收购后，拟在发展战略、组织机构、业务运营、财务管理等方面采取相关整合措施，稳定标的公司生产经营，提升标的公司的竞争力。会稽山此次收购咸亨，意在切入调味料酒细分市场，开辟新的销售增长点。一是做强咸亨腐乳主业，进一步提升咸亨在腐乳细分市场的地位；二是料酒作为会稽山未来潜在发力市场，公司在吸纳咸亨食品在腐乳和料酒行业的良好基础和优质资源之后，利用商超、经销商等全国性网络和营销渠道，快速进入调味品市场；三是依托会稽山优秀的酿造工艺和管理能力，有望进一步壮大咸亨在料酒等调味品领域的竞争力。

综上，上市公司已采取稳定标的公司人员、约定核心团队人员签署保密及竞业禁止协议、保障标的公司的竞争力及采取相关整合措施等保障上市公司的合法权益。本次收购有利于提升上市公司的竞争力，进而有利于维护中小投资者合法权益。上述保证措施切实可行。

三、说明本次收购完成后，申请人对标的资产的具体经营管理整合措施

本次交易完成后，标的公司将作为上市公司的子公司。发行人拟采取以下方面稳定标的公司生产经营的措施：

（一）发展战略

发行人将按照有利于上市公司、标的公司可持续发展，有利于全体股东利益的原则，与标的公司有关人员充分沟通后，制定收购后的发展战略和目标。

发行人将在符合法律法规的前提下，根据标的公司的经营情况、资金情况和业务发展情况，结合市场环境变化，在巩固标的公司原有业务的同时，适时进行业务开拓的研究和探索，提出产业优化方案，实现产业升级。

（二）组织机构

本次交易完成后，标的公司将以独立法人的主体形式运营，标的公司在技

术研发、生产、采购、销售、售后服务等职能方面的机构设置将保持相对独立。在治理结构、内部控制等方面，上市公司将结合标的公司的经营特点、业务模式及组织架构对其原有的管理制度进行补充和完善，以更为规范的公司治理、内部控制等制度维系其正常的生产经营。

（三）业务运营

在业务运营层面，上市公司将保持标的公司原有业务的稳定运营，同时将给予标的公司管理层在日常业务经营方面适度的经营与管理权。

此外，发行人拟在品牌、产品、采购、渠道及管理经验等方面与标的公司试行优势互补，提升在各自产品领域的竞争力，发挥协同效应，进一步增强上市公司、标的公司品牌实力，整合渠道资源，拓展新业务，发扬壮大绍兴“酒缸、酱缸”文化，提升盈利能力，促进标的公司业务可持续发展。

（四）财务管理

本次交易完成后，发行人将按照上市公司财务管理制度加强对标的公司的管理，将规范、成熟的上市公司财务管理体系进一步导入标的企业财务工作中。依据标的公司业务模式特点和财务环境的特点，因地制宜的在内部控制体系建设、财务人员设置等方面完善财务管理，实行统一的财务管理制度。

综上，发行人拟在发展战略、组织机构、业务运营、财务管理等方面采取相关整合措施，稳定标的公司生产经营，以保障上市公司的权益。

四、关于标的公司核心团队是否能够保持稳定，核心团队人员是否已承诺继续履职期限，后续对核心团队是否有其他激励措施

（一）关于标的公司核心团队是否能够保持稳定

咸亨股份核心团队人员大部分在咸亨股份已有较长的任职时间，具有较强的稳定性。

根据 2017 年 11 月 6 日发行人与交易对方签署的《关于绍兴咸亨食品股份有限公司之附生效条件的股份转让协议》，交易对方承诺：（1）本协议签订后，应确保目标公司人员稳定，确保目标公司不会因本次股份转让而发生核心人员离职从而影响目标公司正常生产经营的情形；（2）截至股份交割日之所有员

工，均于交割日由标的公司留用并继续履行原职工劳动合同，保证职工的合法权益受到保护。

（二）核心团队人员是否已承诺继续履职期限

咸亨股份除实际控制人余龙生先生及董事会秘书外的核心人员出具了承诺：“因看好公司的发展前景，愿意在会稽山绍兴酒股份有限公司收购咸亨食品后，根据咸亨食品目前实施的人事管理制度（现有薪酬条件不降低）继续履职至少三年。”

（三）后续对核心团队是否有其他激励措施

发行人将根据上市公司的薪酬管理制度，结合标的公司实际情况，制定有竞争力的年度经营目标责任制考核等薪酬激励体系，同时，如未来会稽山上市公司实施股权激励等，鼓励咸亨股份核心团队参与其中，与会稽山其他核心人员一视同仁，维系标的公司核心团队人员稳定，实现收购后标的公司的稳健经营。

发行人目前对核心团队人员无其他激励措施。

综上，标的公司核心团队能够保持稳定；核心团队人员已承诺继续履职 3 年（除正常退休外）；会稽山后续对标的公司核心团队除将制定有竞争力的年度经营目标责任制考核薪酬激励体系外目前无其他激励措施。

五、风险因素补充披露

发行人已在《募集说明书》“重大事项提示”之“四、特别风险提示”、“第三节 风险因素”之“八、标的整合及经营相关风险”部分，补充披露如下：

“（一）关于收购咸亨股份与交易对方未签订业绩承诺的风险

由于本次收购未签署业绩补偿承诺，如未来标的公司经营效益未达预期，本次收购对标的公司、上市公司的经营状况均存在一定的风险。

（二）标的整合风险

本次交易完成后，咸亨股份将成为上市公司全资子公司。公司拟根据经营发展战略对咸亨股份采取一系列后续人员、管理、经营等整合措施，按照上市

公司的管理规范及内控要求对咸亨进行规范管理、建立统一的财务管理体系。

尽管上市公司自身已建立规范的管理体系，对咸亨股份的整合管理亦有较为明确的思路，但如果整合进度及整合效果未能达到预期，将直接导致咸亨股份规范治理及内部控制无法达到上市公司要求、上市公司无法对其进行有效控制的情形，进而对上市公司整体规范运作、财务状况及经营业绩等造成不利影响。

（三）标的公司核心团队流失而造成损失的风险

如果整合过程中，上市公司不能采取有效措施维系标的公司核心人员稳定，导致核心人员部分或重大流失，将直接影响公司运营及业绩。”

六、保荐机构核查意见

保荐机构进行了以下核查：

- 1、获取并审阅本次收购标的的审计报告、评估报告（含评估说明）等文件；
- 2、获取咸亨股份提供的历史沿革中股权转让等资料；
- 3、通过 wind、同花顺等渠道检索同行业收购案例、估值水平资料；
- 4、获取了咸亨股份最近三年一期历史股权转让价格与本次收购价格差异情况说明；
- 5、获取咸亨股份实际控制人关于无承诺情况的说明；
- 6、获取咸亨股份核心团队关于同业禁止的承诺资料，以及其承诺一定期限内不辞职等承诺函；
- 7、获取咸亨股份公司关于核心团队稳定性情况说明；
- 8、获取发行人关于对标的资产的具体经营管理整合措施，了解发行人对标的公司核心团队安排计划、后续薪酬激励及其他激励机制；
- 9、与咸亨股份、会稽山有关高管人员进行访谈。

经核查，保荐机构认为：评估师关于评估增值率较高的原因、主要评估参数的选择依据具有合理性；标的资产最近三年及一期股权转让与本次交易作价

存在较大差异，作价存在差异的原因具有合理性；本次收购未签订业绩承诺符合实际情况，具有合理性；申请人已采取切实可行的措施保障上市公司及中小投资者合法权益；申请人已制定具体的整合措施，标的公司核心团队能够保持稳定。

问题 5

报告期内，标的公司咸亨股份营业收入分别为 1 亿元、1.09 亿元、1.30 亿元及 1.09 亿元，毛利率分别为 38.09%、42.71%、47.45%及 47.87%，归母净利润分别为 1274 万元、1789 万元、3026 万元及 2356 万元。

请对比同行业上市公司，量化分析咸亨股份毛利率持续增长的原因及合理性，最近一年及一期归母净利润大幅上涨的原因及合理性。请保荐机构说明针对咸亨股份业绩增长的真实性的核查方法、程序及结果，请保荐机构对上述事项进行核查并发表明确意见。

回复：

一、报告期内，咸亨股份毛利率持续增长的原因及合理性

（一）营业收入分析

1、营业收入构成分析

最近三年一期，公司营业收入的构成情况如下表所示：

项目	2017 年 1-9 月		2016 年度		2015 年度		2014 年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
主营业务收入	10,850.31	99.69	12,931.69	99.63	10,813.48	99.51	9,949.26	99.48
其他业务收入	33.79	0.31	47.84	0.37	53.46	0.49	52.32	0.52
合计	10,884.09	100.00	12,979.53	100.00	10,866.94	100.00	10,001.58	100.00

报告期内，公司营业收入主要来源于主营业务收入，公司主营业务突出。

2、主营业务收入的构成分析

最近三年一期，咸亨股份主营业务收入构成如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
腐乳	9,028.85	83.21	10,857.10	83.96	9,043.32	83.63	8,241.17	82.83
调味品	1,280.83	11.80	1,406.00	10.87	1,118.24	10.34	1,078.14	10.84
酒类	455.29	4.20	545.31	4.22	535.38	4.95	495.69	4.98
其他	85.33	0.79	123.29	0.95	116.54	1.08	134.26	1.35
合计	10,850.31	100.00	12,931.69	100.00	10,813.48	100.00	9,949.26	100.00

从公司的产品分类来看，公司的主营业务产品包括腐乳、调味品、酒类以及其他，其中主要为腐乳。腐乳主要有红方腐乳、白方腐乳、糟方腐乳以及近年来根据不同客户群体需求创新开发的火腿味腐乳、牛肉味腐乳、玫瑰味腐乳等；调味品主要有酱油、糟卤、南乳汁和料酒等；酒类主要包括花雕酒和泰雕酒；其他类销售较少，主要有霉干菜、酶毛豆和小脆瓜等。

最近三年一期，腐乳占咸亨股份营业收入的80%以上，为咸亨股份营业收入的主要构成部分。

（二）营业成本分析

1、营业成本构成分析

最近三年一期，公司营业成本的构成情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
主营业务成本	5,661.21	99.77	6,807.33	99.80	6,210.20	99.74	6,177.41	99.76
其他业务成本	12.80	0.23	13.63	0.20	15.97	0.26	14.91	0.24
合计	5,674.02	100.00	6,820.96	100.00	6,226.17	100.00	6,192.32	100.00

最近三年一期，公司主营业务成本占营业成本比例均超过99%，与营业收入构成结构相配比。

2、主营业务成本产品构成分析

最近三年一期，公司主营业务成本按产品构成分类如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
腐乳	4,853.38	85.73	5,880.58	86.39	5,342.70	86.03	5,313.77	86.02

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
调味品	514.70	9.09	567.84	8.34	518.82	8.35	517.31	8.37
酒类	236.76	4.18	288.00	4.23	285.72	4.60	262.54	4.25
其他	56.38	1.00	70.91	1.01	62.97	1.01	83.80	1.36
合计	5,661.21	100.00	6,807.33	100.00	6,210.20	100.00	6,177.41	100.00

最近三年一期，公司的主营业务成本构成保持稳定，主要为腐乳的成本，报告期内占主营业务成本比重分别为 86.02%、86.03%、86.39% 以及 85.73%。

3、主营业务成本项目构成分析

最近三年一期，公司主营业务成本按项目构成分类如下：

单位：万元

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
直接材料	5,039.32	89.01%	5,998.08	88.11%	5,481.11	88.26%	5,573.26	90.22%
直接人工	493.02	8.71%	585.26	8.60%	488.53	7.87%	396.59	6.42%
制造费用	128.88	2.28%	223.99	3.29%	240.57	3.87%	207.56	3.36%
合计	5,661.21	100.00	6,807.33	100.00	6,210.20	100.00	6,177.41	100.00

最近三年一期，从成本构成来看，直接材料占比较高，占 90% 左右，人工费用占比为 7% 左右，制造费用占比较低，占比 3% 左右。随着公司经营规模的扩大，公司各项目成本逐年增加，比例结构总体保持稳定。

(三) 毛利及毛利率变动分析

1、公司毛利构成

最近三年一期，公司毛利构成情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
主营业务毛利	5,189.09	99.60	6,124.36	99.44	4,603.27	99.19	3,771.84	99.02
其他业务毛利	20.99	0.40	34.20	0.56	37.49	0.81	37.41	0.98
合计	5,210.08	100.00	6,158.57	100.00	4,640.77	100.00	3,809.25	100.00

最近三年一期，公司主营业务毛利占毛利总金额的比例均超过 99%，是公司毛利的主要来源。

2、主营业务产品毛利构成

最近三年一期，公司产品的毛利构成情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
腐乳	4,175.48	80.47	4,976.52	81.26	3,700.62	80.39	2,927.40	77.61
调味品	766.13	14.76	838.16	13.69	599.42	13.02	560.83	14.87
酒类	218.53	4.21	257.31	4.20	249.66	5.42	233.15	6.18
其他	28.95	0.56	52.38	0.86	53.57	1.16	50.46	1.34
合计	5,189.09	100.00%	6,124.36	100.00%	4,603.27	100.00%	3,771.84	100.00%

最近三年一期，公司的毛利额逐年增长，腐乳的毛利贡献额占毛利总额的比率为77.61%、80.39%、81.26%、80.47%，公司的利润主要来自腐乳。

3、主营业务综合毛利率整体变动分析

最近三年一期，咸亨股份综合毛利率的毛利率情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度
	毛利率	变动幅度	毛利率	变动幅度	毛利率	变动幅度	毛利率
主营业务毛利	47.82%	0.46%	47.36%	4.79%	42.57%	4.66%	37.91%
其他业务毛利	62.11%	-9.39%	71.50%	1.37%	70.13%	-1.38%	71.51%
综合毛利率	47.87%	0.42%	47.45%	4.74%	42.71%	4.62%	38.09%

最近三年一期，公司综合毛利率为38.09%、42.71%、47.45%、47.87%，公司综合毛利率逐年提升。

4、主营业务产品毛利率变动分析

最近三年一期，咸亨股份产品毛利率情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度
	毛利率	变动幅度	毛利率	变动幅度	毛利率	变动幅度	毛利率
腐乳	46.25%	0.41%	45.84%	4.92%	40.92%	5.40%	35.52%
调味品	59.82%	0.20%	59.61%	6.01%	53.60%	1.59%	52.02%
酒类	48.00%	0.81%	47.19%	0.55%	46.63%	-0.40%	47.04%
其他	33.93%	-8.56%	42.48%	-3.48%	45.97%	8.39%	37.58%
主营业务毛利	47.82%	0.46%	47.36%	4.79%	42.57%	4.66%	37.91%

最近三年一期，公司主营业务毛利率分别为37.91%、42.57%、47.36%、47.82%，毛利率逐年增长。在公司产品结构保持稳定的情况下，2015年比2014

年增长了 4.66%，主要是系腐乳产品的毛利率比 2014 年增长了 5.40%，2016 年比 2015 年增长了 4.79%，主要系腐乳产品的毛利率比 2014 年增长了 4.92%。

5、腐乳产品的单价、单位成本分析

报告期内，咸亨股份腐乳的平均单价情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度
	单价	增减率(%)	单价	增减率(%)	单价	增减率(%)	单价
腐乳	4.6267	-0.09%	4.6311	5.91%	4.3726	3.87%	4.2098

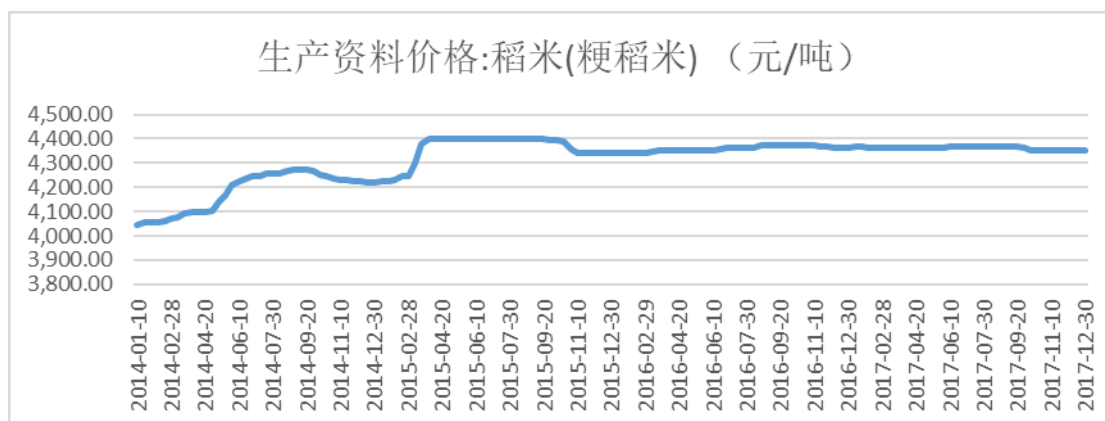
最近三年一期，腐乳的销售价格呈上升趋势，2015 年比 2014 年增长了 3.87%，2016 年比 2015 年增长了 5.91%，2017 年 1-9 月基本与 2016 年持平。2015 年、2016 年腐乳销售单价较上年有所提高，主要为咸亨股份在既有产能条件下调整产品结构，火腿腐乳、玫瑰腐乳等价格较高的品种产销量占比提高所致。

报告期内，咸亨股份腐乳的单位成本情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度
	单位成本	增减率(%)	单位成本	增减率(%)	单位成本	增减率(%)	单位成本
腐乳	2.4871	-0.85%	2.5084	-2.90%	2.5833	-4.83%	2.7144

最近三年一期，腐乳的单位成本呈下降趋势，2015 年比 2014 年下降了 4.83%，2016 年比 2015 年下降了 2.90%，2017 年 1-9 月基本与 2016 年略微下降。

公司主营业务成本主要为直接材料成本，占主营业务成本比例分别在 90% 左右，材料价格波动是影响企业成本的重要因素。直接材料主要包括黄豆、粳米、食糖、食盐、酒精等，其中黄豆和粳米是前两大原材料，分别约占材料成本的 22%和 5%左右。2014 年至今，主要原材料黄豆采购价格下降，导致了直接材料占比逐年下降。下图为报告期内公司黄豆、粳米的采购单价：



数据来源：同花顺 iFinD

6、公司毛利率与同行业可比公司比较分析

咸亨股份主要从事腐乳、黄酒、其他调味品的生产销售。其主要原料为大豆等经过发酵等工艺加工而成。上市公司中，与咸亨股份相似以大豆、大米等发酵工艺为主要生产工艺的上市公司主要有恒顺醋业（600305）、千禾味业（603027）、海天味业（603288）。报告期内，毛利率情况如下：

单位：%

公司简称	2017年1-9月	2016年度	2015年度	2014年度
恒顺醋业	41.10	41.25	39.72	39.69
千禾味业	43.05	40.97	37.19	32.51
海天味业	45.38	43.95	41.94	40.41
平均	43.18	42.06	39.62	37.54
咸亨股份	47.87	47.45	42.71	38.09

注：同行业上市公司数据取自 WIND。

报告期内，同行业上市公司毛利率呈持续增长的趋势，咸亨股份毛利率略高于同行业可比，增长趋势与同行业趋势相同。公司综合毛利率水平基本合

理，与可比公司不存在显著差异。

二、最近一年及一期归母净利润大幅上涨的原因及合理性

报告期内，利润表主要数据及其变化如下：

项目	2017年1-9月	2016年度		2015年度
	金额(万元)	金额(万元)	增长率	金额(万元)
营业收入	10,884.09	12,979.53	19.44%	10,866.94
毛利率	47.87%	47.45%	4.74%	42.71%
毛利额	5,210.08	6,158.57	32.71%	4,640.77
期间费用	1,789.30	1,900.45	-13.22%	2,189.92
销售费用	761.25	957.60	6.87%	896.01
管理费用	1,013.62	937.40	-20.98%	1,186.29
财务费用	14.43	5.45	-94.94%	107.62
期间费用占营业收入比率	16.49%	14.70%	-5.55%	20.25%
归属于母公司所有者的净利润	3,943.09	2,890.60	51.41%	1,909.12
归属于母公司的非经常性损益	1,587.53	-135.32	-212.70%	120.07
归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	2,355.56	3,025.92	69.14%	1,789.05

由上表可得，最近一年一期归属于母公司的所有者净利润分别为 2,890.60 万元、3,943.09 万元，净利润逐年增长。

2016 年归属于母公司所有者的净利润较 2015 年增长了 981.48 万元，增长率为 51.41%，主要是因为：

1、2016 年，公司通过开拓销售渠道，扩大市场，营业收入稳步增长。2016 年公司的营业收入比 2015 年增加 2,112.59 万元，增长率为 19.44%。

2、2016 年公司毛利率比 2015 年增加 4.74%，毛利率的变化详见本节“一、报告期内，咸亨股份毛利率持续增长的原因及合理性”。

3、受益于销售收入的增长和单位成本的下降，2016 年毛利额比 2015 年增加 1,517.80 万元。

4、2016 年管理费用比 2015 年减少 248.89 万元，主要系股权激励产生的股份支付费用减少了 223.56 万元。2016 年财务费用比 2015 年减少了 102.17 万

元，主要是公司偿还了借款，利息支出减少 113.25 万元。

2017 年 1-9 月咸亨股份归属于母公司所有者的净利润为 3,943.09 万元，归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 2,355.56 万元，扣非前后的净利润差额主要系咸亨股份转让参股子公司上海华坚置业有限公司 20% 股权，从而产生处置收益 2,095.68 万元（税前）。

三、保荐机构核查方法、程序及结论

保荐机构通过搜集、分析资料，实地走访及访谈、盘点、函证等方法，对咸亨股份业绩增长的真实性的真实性进行了以下核查：

（一）对销售收入的核查

1、实地走访

针对咸亨股份最近一年一期的前十大客户抽取部分客户进行实地走访，从经销商的经营情况、供销模式、履约情况、交易规模、货款结算、与咸亨股份的关联关系等角度对经销商的关键经办人员进行了访谈。此外，保荐机构还重点查看了咸亨股份在浙江、上海等区域的超市销售情况。

2、抽查凭证

查看咸亨股份 2014、2015、2016、2017 年 1-9 月的销售收入明细账，对期间内大额销售订单进行抽样核查，获取了上述交易的经销商合同、出库单、销售发票等存档资料，重点核查咸亨股份对该等客户的销售收入、应收账款或预收款项等。

3、复核审计底稿

对咸亨股份 2014、2015、2016 年、2017 年 1-9 月销售收入的审计底稿进行抽样复核：获取了主要经销商的询证函、经销合同、出库单、销售发票、银行入账单、增值税发票等，对咸亨股份的销售收入、应收账款等进行重点核查。

4、分析性复核

（1）了解标的公司的收入确认政策，判断在收入确认时点上与商品所有权相关的主要风险是否发生转移，检查是否与审计报告披露的一致；

(2) 获取报告期内公司与主要客户签订的合同，了解相关合同条款，检查主营业务收入的确认时点，是否与行业惯例存在显著差异，确认公司对客户的账期，与客户的结算模式；

(3) 查看产品价格、原材料报告期内价格资料，核实产品毛利率变化是否与产品价格、原材料市场价格变化相关；搜索同行业公司公告及其他财务数据，分析毛利率是否与同行业有重大差异；

(4) 根据增值税纳税申报表，估算全年收入，与实际收入金额比较；

(5) 查看是否有大额退货的情况；查看公司年底是否有突发销售的情形。

(6) 查看报告期内公司与关联方的销售情况，是否存在大额关联交易。

(二) 对采购的核查

1、实地走访

对咸亨股份最近一年一期的主要供应商抽取部分进行核查，从供应商的经营情况、采购模式、采购规模、履约情况、货款结算、与咸亨股份的关联关系等角度对供应商关键经办人员进行了访谈。

2、抽查凭证

查看咸亨股份 2014、2015 年、2016 年、2017 年 1-9 月的采购明细账，并对期间内大额采购订单进行抽样核查，获取了上述交易的采购合同、入库单、增值税发票等存档资料，重点核查了咸亨股份对该等供应商原材料采购金额、应付账款等。

3、复核会计师审计底稿

对咸亨股份 2014、2015 年、2016 年、2017 年 1-9 月与采购有关的审计底稿进行抽样复核：获取了主要供应商的询证函、采购合同、入库单、增值税发票等，对咸亨股份的应付账款、存货等进行重点核查。

4、分析性复核

搜集最近三年一期主要原材料黄豆、粳米的市场价格资料。

(三) 对生产流程、存货的核查

- 1、实地走访查看公司生产流程、存货，查看各流程存货量情况；
- 2、访谈相关管理人员，了解生产流程及状况、生产成本归集核算流程等；
- 3、与发行人仓库管理人员交流，存货管控操作情况。和发行人会计师进行交流，了解发行人各年度存货盘存情况，存货管理效果等情况；
- 4、获取最近三年一期存货明细表、存货相关管理制度、存货管理流、内控流程等。

(四) 对期间费用、投资收益的核查

- 1、取得了报告期内期间费用明细表，分析期间费用的合理性；
- 2、检查投资收益的构成，取得相关合同、查阅相关信息公告文件。

经核查，保荐机构认为：咸亨股份毛利率持续增长具有合理性；咸亨股份最近一年一期归母净利润大幅上涨具有合理性；咸亨股份业绩增长具有真实性。

问题 6

报告期内，申请人扣除非经常性损益后净资产收益率呈持续下降趋势，分别为 9.26%、7.34%、6.89%、3.07%。请对比同行业上市公司，说明申请人扣非后净资产收益率持续下降的原因及合理性。请结合申请人 2017 年 1-11 月的经营业绩情况，说明导致净资产收益率持续下降的原因是否已消除，是否会对 2017 年及以后年度产生重大不利影响。请保荐机构核查并就申请人是否持续符合《上市公司证券发行管理办法》第十四条第一项的规定发表明确意见。

回复：

一、报告期内扣非后净资产收益率持续下降的原因及合理性

报告期内，会稽山及同行业上市公司扣非后净资产收益率情况如下：

指标	公司	2017-9-30	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
ROE (%)	金枫酒业	2.41	3.30	3.80	3.34
	古越龙山	2.62	2.82	2.29	2.44

	会稽山	3.07	6.89	7.34	9.26
归母净资产 (亿元)	金枫酒业	20.22	19.99	19.57	19.05
	古越龙山	39.16	38.95	37.72	37.03
	会稽山	29.45	29.01	15.03	14.34
指标	公司	2017年1-9月	2016年度	2015年度	2014年度
扣非后净利润 (亿元)	金枫酒业	0.48	0.65	0.73	0.59
	古越龙山	1.02	1.08	0.86	0.73
	会稽山	0.91	1.36	1.08	1.04

如上表所示，报告期内同行业上市公司金枫酒业、古越龙山扣非后净资产收益率均低于会稽山，主要是由于金枫酒业、古越龙山上市时间较早，与扣非后净利润规模相比净资产规模相对较高且较稳定。报告期内，会稽山净资产收益率较高且下降幅度较大，主要是：1、会稽山上市时间较晚（2014年8月完成IPO），上市前净资产规模较小；2、2016年8月，会稽山完成非公开发行股票，净资产增加较多；3、募集资金投资项目产生效益需要一定的时间。具体如下：

2015年扣非后净资产收益率较2014年下降20.73%，主要是因为：1、2014年8月，会稽山完成IPO，融资净额为3.75亿元，导致2015年度年加权平均净资产规模相对2014年度加权平均净资产规模的增加幅度较大；2、扣非后净利润的增长幅度小于加权平均净资产的增长幅度。

2016年加权平均净资产收益率较2015年下降6.13%，主要是因为：1、2016年8月，会稽山非公开发行股份募集资金净额13.01亿元，导致归属于母公司所有者权益同比增长93.02%；2、扣除非经常性损益后的归母净利润同比增长26.62%，增幅小于归母所有者权益同比增幅；3、募集资金投资项目从到位到产生效益需要一定的时间。

2017年1-9月扣非后净资产收益率为3.07%，相对较低，主要是：1、2016年8月，会稽山完成非公开发行股票，净资产规模较上年同期增加较大；2、黄酒行业季节性较为明显，第一季度和第四季度为旺季，第二第三季度为淡季，会稽山一般第一季度和第四季度净利润水平较高。

综上所述，发行人报告期内扣非后加权平均净资产收益率持续下降符合实

际情况，具有合理性。

二、导致净资产收益率持续下降的原因是否已消除，是否会对 2017 年及以后年度产生重大不利影响

2014 年 8 月，公司完成 IPO，其募投项目已投入使用，达到预计效益。2016 年 8 月，会稽山完成非公开发行股票，募投项目包括“年产 10 万千升黄酒熟包装物流自动化技术改造项目”、“收购乌毡帽酒业有限公司 100%股权项目”、“收购绍兴县唐宋酒业有限公司 100%股权项目”等。其中：乌毡帽酒业、唐宋酒业业绩逐步增长，“年产 10 万千升黄酒熟包装物流自动化技术改造项目”正在建设中，预计 2018 年底前可以达到可使用状态。

报告期内，导致净资产收益率下降的原因为尽管扣非后净利润逐年增长，但报告期内因 IPO 和非公开发行股票募集资金净资产增加较大，而募投项目产生效益需要一定的时间。随着募投项目逐步产生效益，公司净资产收益率下降的原因将会改善，不会对 2017 年及以后年度产生重大不利影响。

三、申请人持续符合《上市公司证券发行管理办法》第十四条第一项规定

《上市公司证券发行管理办法》第十四条第一项规定：最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据。

2014-2016 年，公司加权平均净资产收益率扣非后孰低分别为 9.26%、7.34%、6.89%，平均不低于 6%，符合该条规定。

根据公司于 2018 年 2 月 6 日披露的《业绩快报》，2017 年度净资产收益率（扣非后孰低）为 5.69%。2015-2017 年，公司加权平均净资产收益率扣非后孰低分别为 7.34%、6.89%、5.69%，平均为 6.64%，不低于 6%，持续符合该条规定。

综上所述，会稽山 2015-2017 年持续符合《上市公司证券发行管理办法》第十四条第一项规定。

四、保荐机构核查过程及结论

保荐机构进行了以下核查：

1、从公开资料获取同行业上市公司最近三年一期财务报表及审计报告、年报及其他公告，了解同行业上市公司加权平均净资产收益率情况，分析其变动原因；

2、获取发行人 2017 年 1-9 月财务报表、非经常性损益明细表等资料，对发行人 2017 年 1-9 月加权平均净资产收益率（扣非后孰低）计算过程进行了复核；

3、查询发行人业绩快报，对 2017 年度业绩进行分析；

4、检索有关法规，分析发行人是否持续符合上市公司发行可转换公司债券的发行条件规定。

经核查，保荐机构认为：发行人最近三年一期加权平均净资产收益率变动趋势与同行业上市公司一致。报告期内发行人扣除非经常性损益后净资产收益率呈持续下降趋势，主要系 2014 年 IPO、2016 年非公开发行股票募集资金使加权净资产增加较大，而募投项目产生效益需要一定的时间所致；随着募投项目逐步产生效益，公司净资产收益率下降的原因已经有所改善，不会对 2017 年及以后年度产生重大不利影响。根据发行人《业绩快报》，发行人持续符合《上市公司证券发行管理办法》第十四条第一项关于最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六的发行条件。

问题 7

报告期内，申请人综合毛利率呈下降趋势，分别为 45.30%、44.19%、43.19%及 41.37%。请申请人说明在中高端黄酒销售收入占比、营业毛利占比持续增长的情况下，综合毛利率却呈下降趋势的原因及合理性。请对比同行业上市公司的毛利率变动情况，说明申请人毛利率下降情况是否与同行业趋势相符。请保荐机构核查并发表意见。

回复：

一、报告期内，综合毛利率呈下降趋势的原因及合理性

1、报告期内，公司按主要产品分类的毛利率及主营业务收入占比情况如下：

项目	2017年1-9月		2016年度		2015年度		2014年度	
	毛利率 (%)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	收入占比 (%)
中高端黄酒	53.03	59.35	51.74	65.56	55.21	56.04	58.57	50.61
普通黄酒	23.41	35.73	25.86	27.95	27.62	34.91	30.64	41.21
基础酒（原酒）	33.63	1.52	26.78	2.71	29.62	4.26	29.31	3.86
其他	41.51	3.41	35.8	3.77	46.41	4.79	47.99	4.32
合计	41.76	100	43.23	100	44.07	100	45.48	100

2014-2016年，中高端黄酒、普通黄酒毛利率均呈下降的趋势。虽然中高端黄酒的营业收入占比和毛利占比呈上升的趋势，但综合来看，公司整体毛利率呈下降趋势。

2、报告期内，收入占比变动和产品毛利率变动对公司主营业务毛利率影响情况如下：

项目	2017年1-9月			2016年度			2015年度		
	毛利率变动影响比例	收入占比变动影响比例	合计	毛利率变动影响比例	收入占比变动影响比例	合计	毛利率变动影响比例	收入占比变动影响比例	合计
中高端黄酒	0.85	-3.29	-2.45	-1.94	4.93	2.98	-1.70	3.00	1.30
普通黄酒	-0.68	1.82	1.14	-0.61	-1.80	-2.41	-1.24	-1.74	-2.98
基础酒（原酒）	0.19	-0.40	-0.21	-0.12	-0.42	-0.54	0.01	0.12	0.13
其他	0.22	-0.16	0.06	-0.51	-0.36	-0.87	-0.07	0.22	0.15
合计	0.56	-2.03	-1.47	-3.19	2.35	-0.84	-3.00	1.59	-1.41

注 1：各产品毛利率变动影响比例=（各产品本期毛利率-上期毛利率）×各产品本期销售收入占本期主营业务收入的比；

注 2：各产品收入占比变动影响比例=（各产品本期销售收入占本期主营业务收入比-上期销售收入占上期主营业务收入比）×各产品上期的毛利率。

从上表可以看出，公司的产品结构基本稳定，2015年、2016年，公司毛利率变动主要是由各产品的毛利率变动引起。2017年1-9月，公司毛利率变动主要是由产品收入结构变动引起。

2015、2016年，产品毛利率变动对公司主营业务毛利率变动的的影响比例较上一年分别下降了3.00%、3.19%，收入占比变动对公司主营业务毛利率变动的的影响比例较上一年分别上升了1.59%、2.35%，2015年的主营业务毛利率比2014年减少了1.41%，2016年的主营业务毛利率比2015年减少了0.84%，主

要是因为：一方面，中高端黄酒的收入占比增加，收入占比变动对中高端黄酒的毛利率贡献比例分别为 3.00%、4.93%，但是由于中高端黄酒成本上升较多，导致中高端黄酒的毛利率下降，所以综合来看，中高端黄酒的毛利率对公司主营业务毛利率贡献相对较小；另一方面，普通黄酒的毛利率下降，收入减少，普通黄酒的毛利率对主营业务产品毛利率的影响比例较上一年分别下降了 2.98%、2.41%，从而使得公司的毛利率下降。

2017 年 1-9 月，产品毛利率变动对公司主营业务毛利率变动的影响比例较上一年下降了 0.56%，收入占比变动对公司主营业务毛利率变动的的影响比例较上一年下降了 2.03%，2017 年 1-9 月的主营业务毛利率比 2016 年减少了 1.47%，主要是因为中高端黄酒的收入占比下降，中高端黄酒的毛利率对公司主营业务毛利率影响比例下降了 2.45%。

3、主要产品毛利率变动

(1) 公司主要产品销售均价

单位：元/千升

项目	2017 年 1-9 月		2016 年度		2015 年度		2014 年度
	均价	增减率 (%)	均价	增减率 (%)	均价	增减率 (%)	均价
黄酒	11,279.14	4.27%	10,817.08	-2.51%	11,095.86	9.77%	10,108.29

报告期内，黄酒的销售均价具有一定的波动性。2015 年黄酒均价有所增长，主要是公司优化产品结构，中高端产品销售均价提升所致。2016 年、2017 年 1-9 月销售均价有所波动，总体比较稳定。

(2) 公司主要产品单位成本

单位：元/千升

项目	2017 年 1-9 月		2016 年度		2015 年度		2014 年度
	单位成本	增减率 (%)	单位成本	增减率 (%)	单位成本	增减率 (%)	单位成本
黄酒	6,553.05	8.19%	6,056.74	-1.43%	6,144.71	12.65%	5,454.63

报告期内，中高端黄酒、普通黄酒的单位成本呈上升趋势，主要是由于从 2015 年初“年产十万千升优质绍兴黄酒项目”完工并开始投产造成累计折旧金额上升，另外原材料、人员工资等成本逐年上升，由煤改用天然气后能耗费用

增加所致。

(3) 产品毛利率分析

报告期内，主营业务毛利率分别为 45.48%，44.07%，43.23%，41.76%，呈现一定的下降趋势。2015 年，黄酒的产品销售均价比 2014 年上升了 9.77%，但是单位成本上升了 12.65%，单位成本的变化大于产品销售均价的变化，导致毛利率下降。2016 年，黄酒的产品销售均价比 2015 年下降了 2.51%，而单位成本下降了 1.43%，单位销售均价的变化大于单位成本的变化导致毛利率下降。2017 年 1-9 月，黄酒的产品销售均价比 2016 年上升了 4.27%，但是单位成本上升了 8.19%，导致毛利率下降。

二、与同行业上市公司毛利率对比情况

单位：%

主要产品	2017 年 1-9 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
金枫酒业	46.30	47.24	48.50	48.19
古越龙山	33.31	36.11	34.52	35.57
平均	39.81	41.68	41.51	41.88
会稽山	41.37	43.19	44.19	45.30

公司综合毛利率略高于同行业上市公司平均水平，与同行业上市公司毛利率变动趋势相符。各家公司毛利率不同因各公司的生产工艺水平、各区域市场占有率、产品定价策略等不同而有差异。

三、保荐机构核查过程及意见

保荐机构进行了以下核查：

- 1、从公开渠道搜索同行业上市公司最近三年一期财务报表及审计报告、年度报告及其他公告，了解其经营情况及毛利率水平；
- 2、获取发行人最近三年一期财务报表及审计报告、年度报告及其他公告，复核发行人毛利率计算过程。

经核查，保荐机构认为：发行人报告期内综合毛利率呈下降趋势具有合理性，与同行业上市公司毛利率变动趋势相符。

问题 8

申请人前次募投项目之一“收购绍兴县唐宋酒业有限公司 100%股权项目”，交易对方承诺 2015 年度至 2017 年度每年扣非后净利润为 1,000 万元。2015 年至 2016 年，唐宋酒业实现扣非后净利润分别为-961.51 万元、296.08 万元，交易对方已分别按承诺补偿 1,961.51 万元和 703.92 万元。

请补充说明收购唐宋酒业项目的具体情况。请说明唐宋酒业实际业绩远低于承诺业绩的原因及合理性，目前唐宋酒业经营业绩是否已有改观，影响经营业绩下滑的主要因素是否消除，是否会对公司 2017 年及以后年度业绩产生重大不利影响。请申请人进行充分的风险揭示，并做进一步信息披露。请保荐机构进行核查并发表意见。

回复：

一、收购唐宋酒业项目的具体情况

2015 年 6 月 12 日，会稽山第三届董事会第十五次会议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》等相关议案。该非公开发行股票方案的募集资金投资项目中包括“收购绍兴县唐宋酒业有限公司 100%股权项目”项目总投资额 8,160 万元，募集资金投入金额 8,160 万元。

2015 年 6 月 29 日，会稽山 2015 年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》等相关议案。

2016 年 6 月 7 日，会稽山收到中国证监会关于非公开发行股票的核准。2016 年 9 月 7 日，会稽山完成非公开发行股票并上市工作。

2016 年 9 月 14 日，会稽山收购唐宋酒业 100%股权项目完成工商变更登记，唐宋酒业成为会稽山的全资子公司。

二、唐宋酒业实际业绩低于承诺业绩的原因及合理性

（一）唐宋酒业的业绩承诺及履行情况

2015 年 6 月 11 日，会稽山（合同乙方）与唐宋酒业股东（合同甲方）签订了《关于绍兴县唐宋酒业有限公司附条件生效的股权转让协议》，该协议关于“业绩承诺与未达到业绩承诺的补偿”的内容如下：“乙方同意，本次股权

转让完成后，目标公司的生产经营活动由甲方的主要团队负责经营。有关经营考核目标如下：目标公司未来连续三年（2015 年、2016 年、2017 年）实现的扣除非经营性损益后的净利润（以乙方聘请的具有专业资质的会计师事务所出具的审计报告确认的净利润数值为准）每年不低于 1,000 万元。甲方承诺，若目标公司当年实现的净利润无法达到业绩指标的，则甲方应在下一个年度的 6 月底前以现金方式向乙方补偿。”

2015-2017 年，唐宋酒业业绩承诺及实现情况如下：

单位：万元

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度
业绩承诺金额	1,000.00	1,000.00	1,000.00
业绩实现情况	-961.51	296.08	779.38
补偿情况	1,961.51	703.92	

注：2015 年度和 2016 年度业绩实现情况已经审计。2017 年度业绩实现情况未经审计。

由于 2015 年、2016 年度实际利润未达承诺利润，发行人已如期收到朱清尧支付的 2015、2016 年度业绩补偿款分别为 1,961.51 万元和 703.92 万元。公司对唐宋酒业的收购成本由 8,160 万元变为 5,494.57 万元，收购时以资产法评估值入账，不存在商誉，相关资产也不存在减值迹象。上述业绩承诺不达标已获得补偿，不存在侵害上市公司利益的情形。

2017 年度业绩为未经审计数据，若扣非后净利润经审计后低于承诺金额，上市公司将会要求交易对方按照协议进行补偿。

（二）唐宋酒业实际业绩远低于承诺业绩的原因及合理性

唐宋酒业 2015、2016 年度实际业绩低于承诺业绩，主要是由于：

1、2015 年、2016 年，唐宋酒业有息负债金额较大，财务费用较高。2015 年末唐宋酒业短期借款余额为 10,400 万元，当年财务费用为 746.82 万元。为减轻财务成本，唐宋酒业于 2016 年末前偿还了全部短期借款，2016 年度财务费用为 410.46 万元；2、2016 年 9 月才完成交割，交割时间晚于预期，公司对唐宋酒业的整合效果未能体现；3、交割后，会稽山加强了对唐宋酒业的经营管

理，但经营效益的提升尚需一定时间。

综上所述，唐宋酒业 2015 年和 2016 年业绩承诺未达成，主要是因为受制于唐宋酒业规模、财务费用水平较高、收购完成时间晚于预期、经营管理提升尚需一定时间等短期困难因素制约，从而对生产经营产生一定影响，导致实际盈利情况低于预期。

三、目前唐宋酒业经营业绩情况

2017 年，唐宋酒业业绩状况已逐步改善，影响经营业绩下滑的主要因素已逐渐缓解，2017 年度实现扣非后净利润 779.38 万元（尚需审计），相对于前两年业绩已经有较大幅度的改善，但仍未达到 2017 年度业绩承诺金额。

由于收购时以资产法评估值入账，不存在商誉。截至 2017 年末，相关资产也不存在减值迹象。2017 年度业绩承诺不达标，上市公司将根据协议要求交易对方给予补偿，不存在侵害上市公司利益的情形。唐宋酒业经营情况对公司 2017 年及以后年度业绩不产生重大不利影响。

四、风险揭示及信息补充披露

发行人已在《募集说明书》“重大事项提示”之“四、特别风险提示”、“第三节 风险因素”之“六、前次募集资金收购的标的公司业绩未达承诺风险”部分，补充披露如下：

“2016 年 9 月，发行人完成非公开发行股票，使用募集资金 8,160 万元用于收购唐宋酒业 100%股权。

2015 年 6 月，会稽山与唐宋酒业原股东签订《关于绍兴县唐宋酒业有限公司附条件生效的股权转让协议》，约定：2015 年-2017 年实现的扣除非经营性损益后的净利润（以乙方聘请的具有专业资质的会计师事务所出具的审计报告确认的净利润数值为准）每年不低于 1,000 万元。如收购标的无法完成承诺业绩，原股东应根据协议规定的方式、金额对上市公司进行业绩补偿。

由于 2015 年、2016 年度实际利润未达承诺利润，发行人已如期收到唐宋酒业原股东支付的 2015、2016 年度业绩补偿款（分别为 1,961.51 万元和 703.92 万元）。2017 年度，唐宋酒业扣除非经营性损益后的净利润为 779.38 万

元（尚需审计），如果经审计后唐宋酒业实际扣除非经营性损益后的净利润低于1,000万元，则可能存在标的公司未达承诺业绩，且原股东怠于履行业绩补偿义务，业绩补偿款延期支付、未能支付等违约情况，从而给公司造成损失的风险。”

发行人已在《募集说明书》“第九节 历次募集资金运用”之“二、前次募集资金的实际使用情况”之“（二）2016年非公开发行股份募集资金的实际使用情况”之“（6）2016年非公开发行股票募集资金投资项目实现效益的情况说明”中，补充披露如下：

“2015-2017年，唐宋酒业业绩承诺及实现情况如下：

单位：万元

项目	2015年度	2016年度	2017年度
业绩承诺金额	1,000.00	1,000.00	1,000.00
业绩实现情况	-961.51	296.08	779.38
补偿情况	1,961.51	703.92	

注：2015年度和2016年度业绩实现情况已经审计。2017年度业绩为初步财务数据，尚需审计。

由于2015年、2016年度实际利润未达承诺利润，发行人已如期收到朱清尧支付的2015、2016年度业绩补偿款分别为1,961.51万元和703.92万元。上述业绩承诺不达标已经收到补偿，不存在侵害上市公司利益的情况。

2017年，唐宋酒业业绩状况已逐步改善，影响经营业绩下滑的主要因素已逐渐缓解，2017年实现扣非后净利润779.38万元（尚需审计），相对于前两年业绩已经有较大幅度的改善，但仍未达到2017年度业绩承诺金额。

由于收购时以资产法评估值入账，不存在商誉。截至2017年末，相关资产也不存在减值迹象。2017年度业绩承诺不达标，上市公司将根据协议要求交易对方给予补偿，不存在侵害上市公司利益的情形。唐宋酒业经营情况对公司2017年及以后年度业绩不产生重大不利影响。”

五、保荐机构核查过程及意见

保荐机构进行了以下核查：

- 1、检查关于唐宋酒业的《股权转让协议》，及相关信息披露文件；
- 2、获取唐宋酒业 2015 年度、2016 年度财务报表和审计报告，发行人关于唐宋酒业业绩实现情况、补偿情况的公告；
- 3、了解唐宋酒业业绩未达到承诺业绩的原因并分析其合理性；
- 4、获取唐宋酒业 2017 年经营业绩情况及未达预期的原因及合理性。

经核查，保荐机构认为：唐宋酒业为发行人 2016 年非公开发行股票募集资金投资项目；发行人已补充说明了唐宋酒业 2015 年度和 2016 年度实际业绩远低于承诺业绩的原因，具有合理性；2017 年度唐宋酒业经营业绩已经有了较大幅度的改观，影响经营业绩下滑的主要因素已经消除，不会对发行人 2017 年及以后年度业绩产生重大不利影响；发行人已在《募集说明书》进行了充分的风险提示并做了进一步信息披露。

问题 9

最近两年及一期，申请人商誉余额分别为 0.42 亿元、2.51 亿元、2.51 亿元。请说明申请人商誉余额明细情况，请结合已收购公司最近两年及一期的业绩情况及业绩承诺完成情况，补充说明申请人商誉的减值准备计提是否充分，请会计师、保荐机构核查并发表意见。

回复：

一、最近两年及一期，会稽山商誉余额明细情况

最近两年及一期，会稽山商誉余额系非同一控制下合并乌毡帽酒业有限公司（以下简称乌毡帽酒业）和浙江嘉善黄酒股份有限公司（以下简称嘉善黄酒）时产生，具体明细情况如下：

单位：元

被投资单位名称	2017-09-30	2016-12-31	2015-12-31
乌毡帽酒业有限公司	208,835,848.93	208,835,848.93	
浙江嘉善黄酒股份有限公司	42,238,369.19	42,238,369.19	42,238,369.19
合计	251,074,218.12	251,074,218.12	42,238,369.19

根据《企业会计准则第 8 号——资产减值》的规定，商誉需要结合与其相关的资产组或者资产组组合进行减值测试，相关的资产组或者资产组组合应当是能够从企业合并的协同效应中受益的资产组或者资产组组合。基于乌毡帽酒业和嘉善黄酒的经营情况，公司将乌毡帽酒业和嘉善黄酒分别整体作为一个资产组组合。

二、结合已收购公司最近两年及一期的业绩情况及业绩承诺完成情况，补充说明申请人商誉的减值准备计提是否充分

1、乌毡帽酒业

2015 年 6 月，根据吴烈虎等 20 位自然人（乌毡帽酒业原股东）与会稽山签订的《关于乌毡帽酒业有限公司之附条件生效的股权转让协议》的约定，乌毡帽酒业未来连续三年（2015 年、2016 年、2017 年）实现的扣除非经常性损益后的净利润合计不低于 6,000 万元，若无法达到业绩指标，不足部分由吴烈虎等 20 位自然人（乌毡帽酒业原股东）在下一个年度的 6 月底前以现金方式向公司补偿。

最近三年，乌毡帽酒业业绩承诺及完成情况如下：

单位：元

项 目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
净利润	33,409,350.95	29,957,492.72	9,113,180.04
非经常性损益	833,844.90	516,326.85	1,714,985.72
扣除非经常性损益后净利润	32,575,506.05	29,441,165.87	7,398,194.32
业绩承诺情况	60,000,000.00		
业绩承诺完成情况	2015 至 2017 年，乌毡帽酒业实现的扣除非经常性损益后净利润合计为 69,414,866.24 元，超过其 60,000,000.00 元的业绩承诺数 9,414,866.24 元。		

注：2015 年度、2016 年度数据为经审计数，2017 年度数据为未经审计数。

乌毡帽酒业从 2016 年 9 月完成股权交割以后，扣除非经常性损益后净利润逐年增长，盈利能力较强且具有持续性。2016 年度审计时，利用外部专家（资产评估师）的工作对乌毡帽酒业截至 2016 年 12 月 31 日的企业整体价值进行了重新评估（市场法估值），评估价值超过 2016 年 8 月会稽山收购乌毡帽酒业的

合并成本 40,000.00 万元。乌毡帽酒业资产组的商誉不存在减值情况。

2、嘉善黄酒

会稽山 2007 年收购嘉善黄酒时，嘉善黄酒无业绩承诺。

最近三年，嘉善黄酒业绩情况如下：

单位：元

项 目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
实现净利润	12,544,820.59	14,551,023.30	14,947,220.34

注：2015 年度、2016 年度数据为经审计数据，2017 年度数据为未经审计数。

嘉善黄酒从 2007 年被会稽山收购后，将原经营不理想的啤酒业务进行了剥离，调整了产业结构，将主营重心放在毛利较高的中高端黄酒业务上，最近三年整体经营较好且具有持续稳定性，每年能实现 1,400.00 万元左右净利润。嘉善黄酒地处风景旅游胜地嘉善西塘古镇，从收购以来土地使用权及房屋建筑物整体升值较快，公司估值已经远远高于合并日的公允价值。嘉善黄酒所拥有的“汾湖”商标于 2007 年被评为中国驰名商标，“西塘”商标自 2005 年以来一直是嘉兴市、浙江省著名商标，为“中华老字号”。随着经营业绩的增长，嘉善黄酒商标使用权公允价值也随之增加。嘉善黄酒资产组的商誉不存在减值情况。

嘉善黄酒截止 2017 年 12 月 31 日的商誉减值测试计算如下：

单位：元

项 目	序号	金额
嘉善黄酒账面净资产(未经审计)	1	174,335,515.99
商誉(含少数股东)	2	48,757,207.88
分摊商誉后嘉善黄酒账面净资产	3=1+2	223,092,723.87
土地使用权面积(平方米)	4	173,474.10
土地使用权账面价值	5	19,461,270.64
预计土地每平方米价格[注 1]	6	390.00
土地使用权可变现价值	7=4*6	67,654,899.00
土地使用权增值	8=7-5	48,193,628.36
“汾湖”、“西塘”商标账面价值	9	

“汾湖”、“西塘”商标预计价值[注 2]	10	20,000,000.00
“汾湖”、“西塘”商标增值	11=10-9	20,000,000.00
考虑土地使用权和商标权增值后，嘉善黄酒整体可收回价值	12=1+8+11	242,529,144.35
商誉减值金额	13=3-12	

注1：土地每平方米价格系参照2017年末土地所在地相似的拍卖价格减去相关税费等后计算所得；

注 2：“汾湖”、“西塘”商标的预计价值系根据同类商标的知名度预计所需支付的广告费、品牌维护费等得出。

因考虑土地使用权和商标权增值后嘉善黄酒的整体可收回价值已超过其分摊商誉后的账面净资产，不再测算房屋建筑物等其他资产的增值情况。

三、会计师、保荐机构核查并发表意见

1、会计师核查意见

经核查，我们认为会稽山公司的商誉不存在减值，不需要计提减值准备。

2、保荐机构核查意见

保荐机构通过审阅分析公司相关收购资料、会计政策、年度审计资料、被收购公司财务资料，部分减值测算等资料，认为乌毡帽酒业资产组和嘉善黄酒资产组的商誉不存在减值，不需要计提减值准备。

问题 10

请在募集说明书“重大事项提示”部分，结合可转债的品种特点、转债票面利率与可比公司债券的利率差异、转股价格与正股价格的差异等，充分提示可转债价格波动甚至低于面值的风险。

回复：

发行人已在《募集说明书》“重大事项提示”之“四、特别风险提示”、“第三节 风险因素”之“四、（八）可转换公司债券价格波动甚至低于面值的风险”部分，补充披露如下：

“可转换公司债券是一种具有债券特性且附有股票期权的混合型证券，其二级市场价格受市场利率、债券剩余期限、转股价格、公司股票价格、赎回条

款、回售条款和向下修正条款、投资者的预期等诸多因素的影响，这需要可转换公司债券的投资者具备一定的专业知识。

可转换公司债券在上市交易、转股等过程中，可转换公司债券的价格可能会出现异常波动甚至低于面值的情况，从而可能使投资者遭受损失。为此，公司提醒投资者必须充分认识到债券市场和股票市场中可能遇到的风险，以便作出正确的投资决策。”

问题 11

请申请人于募集说明书“重大事项提示”中充分提示以下风险：未来在触发转股价格修正条款时，转股价格是否向下修正以及修正幅度存在不确定性风险。

回复：

发行人已在《募集说明书》“重大事项提示”之“四、特别风险提示”、“第三节 风险因素”之“四、（九）可转换公司债券存续期内转股价格向下修正条款不实施的风险”部分，补充披露如下：

“公司本次公开发行 A 股可转换公司债券的预案中规定：“在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。”

公司董事会将在本次可转换公司债券触及向下修正条件时，结合当时的市场状况等因素，分析并决定是否向股东大会提交转股价格向下修正方案，公司董事会并不必然向股东大会提出转股价格向下修正方案。因此，未来在可转换公司债券达到转股价格向下修正条件时，本次可转换公司债券的投资者可能面临公司董事会不及时提出或不提出转股价格向下修正议案的风险。

同时，由于转股价格向下修正可能对原股东持股比例、净资产收益率和每股收益产生一定的潜在摊薄作用，可能存在转股价格向下修正议案未能通过股东大会批准的风险。因此，存续期内可转换公司债券持有人可能面临转股价格向下修正条款不实施的风险。”

发行人已在《募集说明书》“重大事项提示”之“四、特别风险提示”、“第三节 风险因素”之“四、（十）可转债存续期内转股价格向下修正幅度存在不确定性的风险”部分，补充披露如下：

“在本公司可转债存续期间，即使公司根据向下修正条款对转股价格进行修，转股价格的修正幅度也将由于“修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日的公司股票交易均价”的规定而受到限制，修正幅度存在不确定性。因此，可转债投资者可能面临存续期内转股价格向下修正幅度不确定的风险。”

二、其他相关事项

1、申请人在符合可转债的发行条件方面不存在重大不确定性

申请人公告了《业绩快报》。业绩快报显示申请人营业收入、净利润比上年逐步增长。申请人已在《业绩快报》中承诺 2017 年度现金分红实施后公司仍符合现金分红相关规定。申请人 2017 年末无发行在外的债券，根据《业绩快报》，本次发行后累计债券余额不超过净资产的 40%。

本次发行募投项目为收购股权，该收购交易不构成重大资产重组。

申请人前期收购唐宋酒业、乌毡帽酒业涉及业绩承诺，2017 年仍处于业绩承诺期。唐宋酒业 2017 年的预计业绩实现情况及相关事项见前述“问题 8”相关内容。乌毡帽酒业 2017 年的预计业绩实现情况及相关事项见前述“问题 9”相关内容。

综上，申请人在符合可转债的发行条件方面不存在重大不确定性。

2、保荐机构核查意见

保荐机构核查了申请人的《业绩快报》，定期公告及其他相关公告，认为：申请人在符合可转债的发行条件方面不存在重大不确定性。

（本页以下无正文）

（本页无正文，为《会稽山绍兴酒股份有限公司关于公开发行 A 股可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》之盖章页）



会稽山绍兴酒股份有限公司（盖章）

2018 年 2 月 5 日

(本页无正文，为平安证券股份有限公司关于《会稽山绍兴酒股份有限公司关于公开发行 A 股可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》之盖章页)

保荐代表人: 范乃星
范乃星

杨淑敏
杨淑敏

法定代表人: 刘世安
刘世安



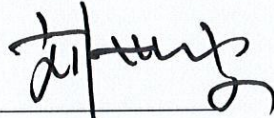
平安证券股份有限公司 (盖章)

2018 年 2 月 5 日

保荐机构总经理声明

本人已认真阅读会稽山绍兴酒股份有限公司本次反馈意见回复报告的全部内容，了解报告涉及问题的核查过程、本公司的内核和风险控制流程，确认本公司按照勤勉尽责原则履行核查程序，反馈意见回复报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对上述文件的真实性、准确性、完整性、及时性承担相应法律责任。

总经理：



刘世安

平安证券股份有限公司（盖章）
2018 年 2 月 5 日

