



## 关于对杭州中亚机械股份有限公司的关注函中 有关资产评估事项的回复

创业板公司管理部：

由杭州中亚机械股份有限公司（以下简称中亚股份或公司）转来的贵部《关于对杭州中亚机械股份有限公司的关注函》（创业板关注函（2022）第456号，以下简称“函件”）奉悉。根据函件要求，现就所涉及的资产评估方面问题回复如下：

**函件问题 2：估值报告显示，新鲜部落营业收入等财务指标在预测期内大幅增长；本次估值未考虑“未实缴出资”“资金缺口无法满足”等因素对估值结果的影响，并且“被估值单位对提供的未来盈利预测的相关数据和资料的真实性、科学性和完整性，以及未来盈利预测的合理性和可实现性负责”。请你公司：**

**（2）结合新鲜部落历史业绩、所处行业发展趋势、核心竞争优势、在手订单等补充说明预测收入等关键指标的选取依据及可实现性；**

### 【回复】

#### （一）新鲜部落历史业绩

新鲜部落前三年及估值基准日的经营业绩如下表所示：

金额单位：人民币元

项目/年度	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月
一、营业收入	7,991,709.81	10,930,493.36	19,682,963.01	16,603,877.66
其中：主营业务收入	7,991,709.81	10,906,441.95	19,682,963.01	16,603,877.66
其中：其他业务收入		24,051.41		
减：营业成本	4,859,818.61	6,684,558.34	11,141,243.12	9,295,679.95
其中：主营业务成本	4,859,818.61	6,680,748.82	11,141,243.12	9,295,679.95

其中：其他业务成本		3,809.52		
税金及附加	8,020.15	29,827.24	81,976.75	16,007.08
减：销售费用	3,462,487.53	3,966,486.16	4,917,524.10	6,869,075.90
减：管理费用	1,768,635.59	1,823,242.62	3,128,294.33	2,578,200.40
减：研发费用				
减：财务费用	36,673.33	39,247.13	85,154.67	63,752.78
加：信用减值损失				-161,303.68
加：资产减值损失				
加：公允价值变动损益				
加：投资收益				
加：资产处置收益				
加：其他收益		15,079.00		19,547.83
<b>二、营业利润</b>	<b>-2,143,925.40</b>	<b>-1,597,789.13</b>	<b>328,770.04</b>	<b>-2,360,594.30</b>
加：营业外收入	33,188.92	51,679.85	40,608.45	44,856.25
减：营业外支出	69,939.13	77,808.15	93,595.59	44,864.44
<b>三、利润总额</b>	<b>-2,180,675.61</b>	<b>-1,623,917.43</b>	<b>275,782.90</b>	<b>-2,360,602.49</b>
减：所得税费用			8,857.73	29,083.56
<b>四、净利润</b>	<b>-2,180,675.61</b>	<b>-1,623,917.43</b>	<b>266,925.17</b>	<b>-2,389,686.05</b>

## （二）所处行业发展趋势

### 1、无店铺销售形式有望得到更快发展

无店铺销售是指生产商和经销商不通过商店、商场，直接向消费者提供商品和服务的一种营销方式。它是相对于有店铺销售而言的，也称作无固定地点的批发和零售，一般包括邮购、媒体营销、电子购物、电话购物、自动售货机（自动贩卖机）和直销等多种形式。

根据国家有关部委发布的相关“十二五”时期促进零售业发展的指导意见，“十二五”期间，商务领域扩大消费的主要任务是大力实施国内贸易，包含稳步推进无店铺销售，促进网络购物、电话购物、手机购物、电视购物、自动售货机等无店铺销售形式规范发展。鼓励传统流通企业建立网上销售平台，构建“线上线下营销网络”零售业，包含无店铺销售的自动售货机产业已被正式纳入国家级产业发展战略。同时，随着“互联网+”也升级为国家战略，零售产业与互联网的持续结合将催生在智能设备的研发、互联互通、信息采集、云服务及数据分析服务等各种前所未有的市场机会，智能售货机市场就是其中之一。

随着小额零售消费市场的快速上升，传统的商品渠道模式和销售平台将无法满足买家中心化的市场需求。90后、00后这一代人在互联网和自动化的时代成长，等他们作为消费主力的时代到来，自动售货机将进一步抢占零售市场份额。

## 2、消费者对智能化设备需求的提升加速售货机的推广

随着消费观念和接受程度的转变，消费者对设备的智能化需求与日俱增。客户不再仅仅满足于最基本的服务功能，并开始对品牌，对增值服务提出要求，个性化、自助式消费理念加深。美国“零售系统研究”咨询公司董事总经理尼基·拜尔德认为，与传统自动售货机主打的“便利性”不同，新型售货机则包含了服务“未来机遇”的需求。例如移动手机优惠券、基于社交媒体的购买刺激、捕捉表情技术、游戏化功能、触摸屏交互系统等一系列新技术的成形，无不体现着年轻一代消费者有机会并渴望通过自动售货机 3.0 来感受创新营销乃至消费者融合的新体验、新境界。

## 3、传统自动售货机向智能售货机转化成为必然趋势和方向

智能售货机藉由互联网的技术，通过管理平台，远端实时进行运营监控、监控数据设计及补货计划、货道配置安排、商品调整、自动盘点，并通过电子结算系统，实现现金、微信支付、支付宝、公交卡、银行卡、储蓄卡等多元支付手段。此外，智能售货机也将成为更加多元化的广告载体，除了以往的机身平面广告，自带屏幕还可以播放广告以及进行互动式的广告呈现。消费者本质上有三大需求，分别是低价、便利以及丰富的消费体验。因此，更具便利性和更丰富消费体验的智能售货机将成为未来自动售货机市场的主流。传统自动售货机产业向智能售货机运营、智能服务模式、O2O 模式转型成为行业发展必然趋势和方向。

自动售货机发展前景良好，行业需更加规范。通过运用互联网、大数据、人工智能、物联网等技术手段，重塑商品生产、流通的生态圈，线上线下与供应链日趋融合。在人口密集度高的地方，例如：地铁、工厂、学校、酒店、写字楼、旅游景点等，自动售货机可满足人们在饮料、零食、咖啡消费等方面的需求。在制造商、运营商、配套服务商的队伍日益壮大的同时，行业的规范管理、技术标准、技术创新等问题也凸显出来，行业需要自我规范，主管部门也应该给予这个发展中的行业更多支持和帮扶。自动售货机可以连接线上线下，打造新消费方式和互动式体验。利用线上红利增加线下流量价值，增加消费者浸润式消费体验。

## 4、较低保有量的发展潜力

据统计，2021 年，美国、欧洲及日本分别拥有自动售货机约 730 万台、460 万台及 250 万台。我国人口众多，自动售货机每千人拥有量远低于美国、欧洲及日本等主要发达国家及地区。2021 年我国自动售货机数量虽达 92.45 万台，自动售货机

的每千人拥有量仅为 0.7，而美国、欧洲及日本则分别为 21.9、6.1 及 20.0。

根据国外发展经验，自动售货机市场可分为启动期、发展期和成熟期。我国内地市场自动售货机应用市场启动期至少应布机 10 万台，年生产总值在 10 亿元人民币；到发展期至少应布机 50 万台，年生产总值应达到 100 亿元人民币；而到成熟期将达到 300 万台，年生产总值将达到 600 亿元。截至 2021 年底，我国仍处于发展期。

有统计指出，当人均 GDP 超过 1 万美元时，自动售货机行业将迎来一个爆发点。消费需求、人工成本及场地租金的上涨，将催生出更大的自动售货机市场需求。

2021 年，我国共有 145 个地级以上城市人均 GDP 超过 1 万美元，这些城市人口合计达 7.3 亿，占全国总人口的 52%，历史上首次超过半数，因此自动售货机行业在中国市场发展潜力仍然巨大。

### **（三）核心竞争优势**

#### **1、技术优势**

自设立以来，新鲜部落一直专注于研发智能自动售货机和纵贯硬件、电子、物联网、手机支付、移动互连网、大数据，且具有硬件控制、零售业务管理、互联网合作的技术平台。

#### **2、设备优势**

目前新鲜部落定制和运营的自动售货机主要由中亚股份生产。该类自动售货机采用的技术源自于中亚股份全资子公司意大利 MAGEX 公司的无人售货技术，通过近几年的不断改进机型，目前已能将售货机与智能化、移动支付有机融合，并兼顾了食品和乳品饮料的双重售卖条件，更好地满足了客户及消费者的多元化需求。同时，新鲜部落还建立了售货机管理后台的 IT 系统，每台售货机就是一个智能云终端。通过这套控制系统，售货机管理后台能够提供 24 小时的客服服务，基于实时信息加以不断合理优化的策略能及时响应客户的购买需求，内部也能显著提高运营效率，降低运营成本，从而产生更大的收益。

#### **3、营销服务优势**

新鲜部落已在江浙沪一带建立起营销网络，杭州为总公司，在昆山和上海成立子公司，并且建立起完善的技术支持及运维队伍，为产品的销售与技术服务提供了坚实的后盾，保证了市场开拓与销售的稳定增长。

#### **4、点位资源优势**

热门市场的点位资源具有稀缺性，后来者如要抢占势必将耗费较大的人力财力。新鲜部落已利用本土优势，在江浙沪一带拿下了众多的优质点位资源，比如城市的商圈、学校和企业等，这是很多其他竞争对手所不具备或难以超越的。

#### （四）在手订单

新鲜部落销售收入主要包括自有售货机商品零售和广告销售。

##### 1、自有售货机商品零售模式

自有售货机商品零售，是新鲜部落最主要的销售收入来源，即消费者通过公司自动售货终端设备，实地进行购买、取货的销售模式。既包括传统的投纸、硬币、扫码销售，也包括网络平台进行下单购买，再通过自动售货机取货的销售模式。

##### 2、广告销售模式

新鲜部落的广告销售模式是指以企业各点位智能售货机等线下设备为媒介，通过展示、传播、互动等多种方式，为广告主或广告代理渠道进行品牌宣传、商品推广、互动营销，以达到广告效果。广告形式包含：售货机、售货柜的全机身、腰封、侧贴等机身展示；售货机、售货柜货道占用及展示位展示；售货机屏幕广告；营销活动落地推广以及通过自动售货机周边设备进行的互动营销等。

综上，无论是自有售货机商品零售模式，还是广告销售模式，均通过智能售货机实现收入，智能售货机行业的销售不适用在手订单这一业务模式。

#### （五）本次估值关键指标的依据及可实现性

##### 1. 未来收益的确定

##### （1）主营业务收入、成本及毛利率的预测

根据被估值单位提供的前三年及基准日未经审计的会计报表（合并口径），近年主营业务收入、成本及毛利率具体如下：

金额单位：人民币元

项目/年度		2019年	2020年	2021年	2022年 1-9月
合计	收入	7,991,709.81	10,906,441.95	19,682,963.01	16,603,877.66
	成本	4,859,818.61	6,680,748.82	11,141,243.12	9,295,679.95
	毛利率	39.19%	38.74%	43.40%	44.02%
	增长率		36.47%	80.47%	
商品销售	收入	7,644,051.62	10,715,428.84	18,767,097.05	16,176,692.87
	成本	4,859,818.61	6,680,748.82	11,120,257.56	9,295,679.95
	毛利率	36.42%	37.65%	40.75%	42.54%
	增长率		40.18%	75.14%	
广告服务	收入	347,658.19	191,013.11	915,865.96	427,184.79

项目/年度	2019年	2020年	2021年	2022年 1-9月
成本	-	-	20,985.56	-
毛利率	100.00%	100.00%	97.71%	100.00%
增长率		-45.06%	379.48%	

新鲜部落的主营业务是通过智能自动售货机线上销售乳品饮料、食品等日用快消品，并辅之以租赁、售货机广告及陈列等相关增值服务。具体而言，自动售货机商品销售业务指通过自动售货机向顾客销售商品，即顾客通过现金投币或者在线支付等方式结算商品货款后，售货机自动发出商品；广告业务主要是新鲜部落为客户提供自动售货机机身广告和电子屏幕广告服务；自动售货机陈列收入主要是客户与新鲜部落签订协议，约定一定期间内自动售货机指定货道展示并销售该客户商品，也称为售货机货道业务。

新鲜部落自成立以来，一直围绕着售货机市场进行深耕细作，通过智能系统和云技术的运用，为传统的自动售货机注入新的活力，成功研发出了目前所使用的智能售货机以及纵贯“硬件、电子、物联网、手机支付、移动互连网、大数据”且具有“硬件控制、零售业务管理、互联网合作”功能的技术平台，并在手机客户端以及运营系统中智慧运营。

截至2022年10月末，新鲜部落的自动售货机在江浙沪一带城市投放超过一千台，广泛应用在学校、工厂、地铁（交通枢纽）、企事业单位、医院、商场和旅游景点、商业物业等各类场所，包括杭州师范大学、浙江大学、浙江外国语学院等大专院校，杭州地铁、杭州公交、杭州市公共自行车等交通设施，以及绿城、南都等国内主流物业公司。未来新鲜部落将在保持原有市场竞争力的基础上，深入开拓市场，完善营销网络，增加更多新点位的投放，不断创新产品及服务，进一步提高其盈利能力。

本次估算主要从影响被估算单位业务发展的外部环境及内部因素来分析企业业务发展前景，进而对新鲜部落提供的未来年度主营业务收入、毛利率及主营业务成本等预测的逻辑性及可实现性进行分析，具体包括以下多个方面：

#### （a）新零售行业的兴起

随着线上流量的逐渐饱和，纯互联网市场红利已接近封顶期，线上获客成本不断增加，差异化竞争压力大，不少中小微企业、个体商户都倒在了干涸的滩头。正是在这样的背景下，原有的线下零售价值又开始逐渐显现，零售行业迎来了全新的

发展机会。

新零售行业的兴起，带动了智能自动售货机的发展，而疫情的原因更是让人们看到了自动售货机的市场前景。随着中国经济转型，对自动售货机的需求更加旺盛。自动售货机是能根据投入的钱币或移动支付自动付货的设备，属于无人零售商业模式实现的重要设备。近年来，零售行业消费疲软，快消品行业下行，零售渠道发生较大分化，传统渠道受到电商冲击而增速下滑。无人零售模式拥有不受时间、地点限制，节省人力，方便交易等优势特点，其在线下场景中扮演着越来越重要的角色。自动售货机能充分弥补人力资源的不足，适应各种消费环境和消费模式的变化。

#### (b) 日趋多样化的支付方式

相较于以往只能收取硬币及纸币的支付方式，目前售货机的支付方式已拓展至移动支付、刷脸支付、交通卡支付、员工卡、校园卡支付等。随着售货机运营商与更多客户的合作，未来银行卡积分、话费积分、会员卡积分兑换等积分兑换形式也将更加普及，从而助推自动售货机产业的发展。

#### (c) 较低保有量的发展潜力

据统计，2021年，美国、欧洲及日本分别拥有约730万台自动售货机、460万台自动售货机及250万台自动售货机。我国人口众多，故自动售货机每千人拥有量远低于美国、欧洲及日本等主要发达国家及地区。2021年我国自动售货机数量虽达92.45万台，自动售货机的每千人拥有量仅为0.7，而美国、欧洲及日本则分别为21.9、6.1及20.0。

根据国外发展经验，售货机市场可分为启动期、发展期和成熟期。我国内地市场售货机应用市场启动期至少应布机10万台，年生产总值在10亿元人民币；到发展期至少应布机50万台，年生产总值应达到100亿元人民币；而到成熟期将达到300万台，年生产总值将达到600亿元。截至2021年底，我国仍处于发展期。

也有统计指出，当人均GDP超过1万美元时，自动售货机行业将迎来一个爆发点。消费需求、人工成本及场地租金的上涨，将催生出更大的自动售货机市场需求。

2021年，我国共有145个地级以上城市人均GDP超过1万美元，这些城市人口合计达7.3亿，占全国总人口的52%，历史上首次超过半数，因此自动售货机行业在中国市场发展潜力仍然巨大。

#### (d) 劳动力成本上升的驱动

随着我国人口逐步进入“老龄化”，劳动力资源日益匮乏且不再廉价。劳动力成本的上升使得那些需“人工值守”的零售店铺的运营成本不断提高，更很难满足顾客的24小时需求。这些都将成为“高时间覆盖率和低维护成本”售货机的发展机遇。

(e) 企业内在因素

**技术优势：**自设立以来，新鲜部落一直专注于研发智能自动售货机和纵贯硬件、电子、物联网、手机支付、移动互连网、大数据，且具有硬件控制、零售业务管理、互联网合作的技术平台。

**营销服务优势：**新鲜部落已在江浙沪一带建立起营销网络，杭州为总公司，在昆山和上海成立子公司，并且建立起完善的技术支持及运维队伍，为产品的销售与技术服务提供了坚实的后盾，保证了企业市场开拓与销售的稳定增长。

**点位资源优势：**热门市场的点位资源具有稀缺性，后来者如要抢占势必将耗费较大的人力财力。新鲜部落已利用本土优势，在江浙沪一带拿下了众多的优质点位资源，比如城市的商圈、学校和企业等，这是其他很多竞争对手所不具备或难以超越的。

综上所述，新鲜部落对主营业务收入、主营业务成本及毛利率的预测如下：

1) 主营业务收入预测

A. 点位（自动售卖机投放数量）

按投放城市级别分类，新鲜部落前三年及基准日的点位投放如下表所示：

项目/年度	点位数（个）				点位数比例			
	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月
一线城市	79	94			26.07%	14.51%		
新一线城市	122	359	586	696	40.27%	55.40%	69.76%	71.02%
二线城市	102	195	254	284	33.66%	30.09%	30.24%	28.98%
三线城市								
其他								
<b>合计</b>	<b>303</b>	<b>648</b>	<b>840</b>	<b>980</b>	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
<b>增长率</b>		213.86%	129.63%	16.67%				
当年期初点位	153	303	648	840				
当年新增点位	200	400	280	280	130.72%	132.01%	43.21%	33.33%
当年关闭点位	50	55	88	140	32.68%	18.15%	13.58%	16.67%
当年期末点位	303	648	840	980				
<b>当年约当点位</b>	<b>228.00</b>	<b>475.50</b>	<b>744.00</b>	<b>910.00</b>				

按照投放设备类型分类，新鲜部落前三年及基准日的点位投放如下表所示：

项目/年度	点位数（个）				点位数比例			
	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月	2019年	2020年	2021年	2022年1-9月
智能货柜		7	12	60	0.00%	1.08%	1.43%	6.12%
饮料售货柜								
综合售货柜	303	641	828	920	100.00%	98.92%	98.57%	93.88%
养生机								
其他								
<b>合计</b>	<b>303</b>	<b>648</b>	<b>840</b>	<b>980</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

可比公司友宝在线公开数据显示的按投放城市级别的点位数如下表所示：

项目/年度	点位数（含附属点位，个）			点位数比例		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
一线城市	18,340	17,298	22,990	22.68%	22.87%	22.38%
新一线城市	25,123	21,250	34,173	31.07%	28.10%	33.26%
二线城市	20,070	19,333	26,317	24.82%	25.56%	25.62%
三线城市	10,588	10,085	11,543	13.09%	13.34%	11.24%
其他	6,740	7,660	7,716	8.34%	10.13%	7.50%
<b>合计</b>	<b>80,861</b>	<b>75,626</b>	<b>102,739</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
<b>增长率</b>		<b>-6.47%</b>	<b>35.85%</b>			
当年期初点位	47,782	80,861	75,626			
当年新增点位	45,997	13,546	43,087	96.26%	16.75%	56.97%
当年关闭点位	12,918	18,781	15,974	27.04%	23.23%	21.12%
当年期末点位	80,861	75,626	102,739			
<b>当年约当点位</b>	<b>64,321.50</b>	<b>78,243.50</b>	<b>89,182.50</b>			

可比公司友宝在线按照投放设备类型分类，2019-2021年的点位投放如下表所示：

项目/年度	点位数			点位数比例		
	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年
智能货柜	28,443.00	29,841.00	51,933.00	44.83%	51.04%	61.00%
饮料售货柜	29,892.00	24,694.00	28,758.00	47.11%	42.24%	33.78%
综合售货柜	2,399.00	1,701.00	1,946.00	3.78%	2.91%	2.29%
养生机	2,201.00	1,831.00	2,054.00	3.47%	3.13%	2.41%
其他	516.00	400.00	448.00	0.81%	0.68%	0.52%
<b>合计</b>	<b>63,451.00</b>	<b>58,467.00</b>	<b>85,139.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

从上述数据分析，新鲜部落2019年、2020年在一线城市上海有投放点位，2020年底全部撤回，2021年开始主要以新一线城市杭州和二线城市昆山为主，一线城市暂不再涉足，三线城市等亦暂未涉足。从各年新增点位及关闭点位来看，各年新增点位均较多，表明企业一直在致力于市场开拓，关闭点位多则表明企业对已开设点

位的淘汰率较高。从可比公司友宝在线的公开数据显示，友宝在线 2019-2021 年的新增点位及关闭点位比例也较高，可见对于自动售卖机这一较为新兴的行业，大家都在致力于寻找更为优质的点位资源，点位淘汰率均较高。可以预见的，待企业达到稳定的规模后，点位淘汰率与点位新增率会达到一致，点位规模会达到一个动态平衡。同时，新鲜部落的设备投放以综合售货柜为主，智能货柜的投放较少；而友宝在线则以智能货柜的投放为主，2021 年占比高达 61%，采购成本较高的综合售货柜则占比较低，采购成本次之的饮料售货柜占比为 33.78%。

根据新鲜部落提供的未来发展规划及为之采取的措施可以发现，新鲜部落未来将继续以开拓新一线城市及二线城市为主，具体扩张计划如下：

a.在维持现有扩张势头的前提下，将充分利用已有优势，整合资金、设备、技术、销售网络等经营要素的资源合力，争取尽快实现规模经济。拟进一步扩大业务区域，并辐射长三角大部分地区。具体如下：

杭州业务区域：实现杭州各大城区点位全覆盖；

浙江业务区域：覆盖湖州、嘉兴、绍兴、宁波、台州、温州、金华、义乌、丽水、龙游等地；

江苏业务区域：覆盖南京、苏州、无锡、徐州、淮安、南通、常州、常熟、张家港、太仓等地；

安徽业务区域：覆盖合肥及合肥周边区域、马鞍山、黄山。

b.将继续加大对智能售货机设备及后台的技术投入，将已经形成的良好品牌形象进一步巩固强化，利用品牌优势吸引优质点位续约；继续完善售前、售后服务品质，增强消费者互动，提高消费者的便利性，推动全员树立客户导向的服务意识，以优于同行业的服务品质提高客户黏性。

c.将继续发挥团队优势，持续加大各方面的投入，保持在技术、服务和点位资源等方面的领先优势。利用原有优质点位和合作方的紧密联系，不断探索新产品，丰富业务线条，利用平台优势，运营团队优势降低新业务成本，缩短新产品摸索周期，进一步提高竞争力。

d.在技术方面，将优化数据分析管理工具，利用大数据提高风险控制能力，不断优化用户体验，不断完善团队管理。

新鲜部落未来各年对于点位投放的预测如下表所示：

单位：个

项目/年度	2022年 10-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
一线城市								
新一线城市	705	1,910	3,000	4,600	4,520	5,000	5,000	5,000
二线城市	302	820	1,960	3,090	4,530	5,000	5,000	5,000
三线城市								
其他								
<b>合计</b>	<b>1,007</b>	<b>2,730</b>	<b>4,960</b>	<b>7,690</b>	<b>9,050</b>	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>
<b>增长率</b>	<b>19.88%</b>	<b>171.10%</b>	<b>81.68%</b>	<b>55.04%</b>	<b>17.69%</b>	<b>10.50%</b>		
当年期初点位	980	1,007	2,730	4,960	7,690	9,050	10,000	10,000
当年新增点位	47	2,053	2,630	3,230	1,810	1,300	350	350
当年关闭点位	20	330	400	500	450	350	350	350
当年期末点位	1,007	2,730	4,960	7,690	9,050	10,000	10,000	10,000
<b>当年约当点位</b>	<b>993.50</b>	<b>1,868.50</b>	<b>3,845.00</b>	<b>6,325.00</b>	<b>8,370.00</b>	<b>9,525.00</b>	<b>10,000.00</b>	<b>10,000.00</b>

未来各年点位投放比例如下表所示：

项目/年度	2022年 10-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
一线城市								
新一线城市	70.01%	69.96%	60.48%	59.82%	49.94%	50.00%	50.00%	50.00%
二线城市	29.99%	30.04%	39.52%	40.18%	50.06%	50.00%	50.00%	50.00%
三线城市								
其他								
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>
当年期初点位								
当年新增点位	4.80%	203.87%	96.34%	65.12%	23.54%	14.36%	3.50%	3.50%
当年关闭点位	2.04%	32.77%	14.65%	10.08%	5.85%	3.87%	3.50%	3.50%
当年期末点位								

同时，考虑到智能货柜对比综合售货柜具有如下优势：

- (a) 设备价格：大幅度降低，大大减少设备折旧和一次性投入成本；
- (b) 出货方式：扫码开门取货、关门自动结算，购买体验更方便快捷；
- (c) 运营效率：补货和售后维护操作取消了固定货道限制、运营效率更高；
- (d) 科技含量：AI 动态视觉识别技术、科技含量更高；
- (e) 市场适应性：设备体积容量小，对点位场地面积要求更低，市场适应性更强；
- (f) 能耗功率：售货柜功率减小一半，根据点位场景可实现远程智能控制冷藏/冷冻，用电量节省近一半。

新鲜部落未来的新增的点位主要以投放智能货柜为主，按照投放设备类型分类，新鲜部落未来各年对于点位投放的预测如下表所示：

单位：个

项目/年度	2022年 10-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
智能货柜	80	1,500	3,500	6,000	7,200	8,000	8,000	8,000
饮料售货柜								
综合售货柜	927	1,230	1,460	1,690	1,850	2,000	2,000	2,000
养生机								
其他								
<b>合计</b>	<b>1,007</b>	<b>2,730</b>	<b>4,960</b>	<b>7,690</b>	<b>9,050</b>	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>	<b>10,000</b>

未来各年点位投放比例如下表所示：

项目/年度	2022年 10-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
智能货柜	7.94%	54.95%	70.56%	78.02%	79.56%	80.00%	80.00%	80.00%
饮料售货柜								
综合售货柜	92.06%	45.05%	29.44%	21.98%	20.44%	20.00%	20.00%	20.00%
养生机								
其他								
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

经分析，新鲜部落未来的设备投放以智能货柜为主，综合售货柜的占比较低，与友宝在线目前的设备投入结构类似，具备合理性。

#### B. 台均销售额

根据新鲜部落前三年及基准日的商品销售额及点位数（约当运行数量），可以得出智能货柜、综合售货柜的台均销售额如下：

金额单位：元/台.年

项目/年度	台均销售额				增长率	
	2019年	2020年	2021年	2022年 1-9月	2020年	2021年
智能货柜		19,292.22	24,372.84	11,920.08		26.34%
综合售货柜	33,526.54	22,552.50	25,237.37	24,474.71	-32.73%	11.90%
<b>整体</b>	<b>33,526.54</b>	<b>22,511.41</b>	<b>25,224.59</b>	<b>23,702.11</b>	<b>-32.85%</b>	<b>12.05%</b>

可比公司友宝在线公开数据显示的 2019-2021 年不同设备类型台均销售额如下表所示：

金额单位：元/台.年

项目/年度	台均销售额			增长率	
	2019年	2020年	2021年	2020年	2021年

智能货柜	16,584.00	16,596.00	22,920.00	0.07%	38.11%
饮料售货柜	50,952.00	36,912.00	49,800.00	-27.56%	34.92%
综合售货柜	32,640.00	33,744.00	44,640.00	3.38%	32.29%
养生机	10,836.00	10,620.00	16,572.00	-1.99%	56.05%
其他	14,664.00	864.00	348.00	-94.11%	-59.72%
整体	40,584.00	26,160.00	33,624.00	-35.54%	28.53%

从新鲜部落和友宝在线的台均销售额数据可以看出来，2020年随着新冠疫情的突然爆发，台均销售额出现下降，2021年随着国家管控的措施到位，台均销售额均出现大幅上涨；2022年1-9月，随着国内部分地区封控加剧，台均销售额出现下降；考虑到疫情管控正在逐步放开，以后年度疫情带来的影响将会不断降低。随着智能售卖机后台大数据的不断完善，新鲜部落将会不断更新完善售货柜的商品阵容，提高客单价；淘汰效益较差的点位，开发出更多优质点位，预计未来台均销售额如下表所示：

金额单位：元/台.年

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
智能货柜	10,000.00	10,300.00	10,609.00	10,821.00	11,037.00	11,147.00	11,147.00	11,147.00
饮料售货柜								
综合售货柜	24,088.19	25,051.72	25,803.27	26,319.34	26,845.73	27,114.19	27,114.19	27,114.19
养生机								
其他								
整体	22,977.87	16,944.89	15,081.92	14,226.09	14,268.82	14,340.16	14,341.00	14,341.00

预计未来台均销售额增长率如下表所示：

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
智能货柜		-9.97%	3.00%	2.00%	2.00%	1.00%	0.00%	
饮料售货柜								
综合售货柜		2.76%	3.00%	2.00%	2.00%	1.00%	0.00%	
养生机								
其他								
整体		-27.92%	-10.99%	-5.67%	0.30%	0.50%	0.01%	

### C.商品销售收入

商品销售收入=点位（自动售卖机投放数量）\*台均销售额

综上，新鲜部落未来各年的商品销售收入预测如下：

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
商品销售-综合售货	点位数(个)	915	842	1,132	1,390	1,711	1,905	2,000
	增长率		-3.11%	34.44%	22.79%	23.09%	11.34%	4.99%
	单价(元/个.年)	24,088.19	25,051.72	25,803.27	26,319.34	26,845.73	27,114.19	27,114.19

柜	增长率		2.76%	3.00%	2.00%	2.00%	1.00%		
	销售收入(元)	5,510,000	21,090,000	29,210,000	36,580,000	45,930,000	51,650,000	54,230,000	54,230,000
	销售增长率		-0.45%	38.50%	25.23%	25.56%	12.45%	5.00%	
商品销售-智能货柜	点位数(个)	79	1,027	2,713	4,935	6,659	7,620	8,000	8,000
	增长率		1556.45%	164.17%	81.90%	34.93%	14.43%	4.99%	0.00%
	单价(元/个.年)	10,000.00	10,300.00	10,609.00	10,821.00	11,037.00	11,147.00	11,147.00	11,147.00
	增长率		-9.97%	3.00%	2.00%	2.00%	1.00%		
	销售收入(元)	200,000	10,580,000	28,780,000	53,400,000	73,500,000	84,940,000	89,180,000	89,180,000
	销售增长率		1410.04%	172.02%	85.55%	37.64%	15.56%	4.99%	
商品销售合计	点位数(个)	994	1,869	3,845	6,325	8,370	9,525	10,000	10,000
	增长率	0.00%	100.75%	105.72%	64.50%	32.33%	13.80%	4.99%	
	单价(元/个.年)	22,977.87	16,944.89	15,081.92	14,226.09	14,268.82	14,340.16	14,341.00	14,341.00
	增长率	0.00%	-27.92%	-10.99%	-5.67%	0.30%	0.50%	0.01%	
	销售收入(元)	5,710,000	31,670,000	57,990,000	89,980,000	119,430,000	136,590,000	143,410,000	143,410,000
	销售增长率	0.00%	44.70%	83.11%	55.16%	32.73%	14.37%	4.99%	

#### D.广告业务收入

新鲜部落前三年及基准日的广告业务收入如下表所示:

项目/年度		2019年	2020年	2021年	2022年1-9月
广告服务	点位数(个)	228	476	744	910
	增长率		108.77%	56.30%	
	单价(元/个.年)	1,524.82	401.29	1,231.00	625.91
	增长率		-73.68%	206.76%	
	销售收入(元)	347,658.19	191,013.11	915,865.96	427,184.79
	销售增长率		-45.06%	379.48%	

预测思路同商品销售收入,新鲜部落未来各年的广告业务收入预测如下:

金额单位:人民币元

项目/年度		2022年 剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
广告服务	点位数(个)	994	1,869	3,845	6,325	8,370	9,525	10,000	10,000
	增长率		100.75%	105.72%	64.50%	32.33%	13.80%	4.99%	0.00%
	单价(元/个.年)	563.38	450.00	675.00	810.00	931.50	996.71	1,026.61	1,026.61
	增长率		-26.14%	50.00%	20.00%	15.00%	7.00%	3.00%	0.00%
	销售收入(元)	140,000	840,000	2,600,000	5,120,000	7,800,000	9,490,000	10,270,000	10,270,000
	销售增长率	2.39%	2.58%	4.29%	5.38%	6.13%	6.50%	6.68%	6.68%

#### 2) 主营业务成本及毛利率的预测

新鲜部落的主营业务成本包括商品的采购成本和广告服务成本,其中广告服务

成本较低，主要为商品采购成本。

从前三年及基准日的毛利率来看，毛利率呈现不断上升趋势。考虑到随着企业点位数的不断增加，商品销售规模逐步扩大，集采的议价空间进一步扩大；同时，随着智能售卖机后台大数据分析功能的加持，新鲜部落未来会不断对陈列商品阵容、点位进行优化，商品利润空间也会不断加大。

对于广告业务，由于其基本不存在成本，故未来年度毛利率预测为 100%。

综上，新鲜部落未来各年主营业务收入、主营业务成本及毛利率预测如下表：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022 年剩余期	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续期
合计	收入	5,850,000	32,510,000	60,590,000	95,100,000	127,230,000	146,080,000	153,680,000
	成本	3,280,000	17,890,000	32,180,000	49,040,000	64,490,000	73,080,000	76,290,000
	毛利率	43.93%	44.97%	46.89%	48.43%	49.31%	49.97%	50.36%
	增长率		44.79%	86.37%	56.96%	33.79%	14.82%	5.20%
商品销售	收入	5,710,000	31,670,000	57,990,000	89,980,000	119,430,000	136,590,000	143,410,000
	成本	3,280,000	17,890,000	32,180,000	49,040,000	64,490,000	73,080,000	76,290,000
	毛利率	42.50%	43.50%	44.50%	45.50%	46.00%	46.50%	46.80%
	增长率		44.70%	83.11%	55.16%	32.73%	14.37%	4.99%
广告服务	收入	140,000	840,000	2,600,000	5,120,000	7,800,000	9,490,000	10,270,000
	成本							
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	增长率		48.10%	209.52%	96.92%	52.34%	21.67%	8.22%

### (2) 其他业务利润的预测

其他业务利润主要为运费等收入及其他产生的利润。由于其他业务存在较大的偶然性，故不予预测。

### (3) 税金及附加的预测

税金及附加主要为城建税、教育费附加、地方教育附加及印花税等。其中企业产品适用的增值税税率为收入的 13%，城市维护建设税税率为应缴流转额的 7%、5%，教育费附加税率为应缴流转额的 3%，地方教育附加税率为应缴流转额的 2%。

新鲜部落按照销售收入和成本费用分别进行测算，计算得到应交增值税，然后按城建税、教育费附加、地方教育附加的税率计算确定各项税费，并加计印花税等作为税金及附加的测算金额。

未来各年税金及附加预测如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
营业收入	5,850,000	32,510,000	60,590,000	95,100,000	127,230,000	146,080,000	153,680,000	153,680,000
税金及附加	2,000	41,000	207,000	411,000	725,000	886,000	1,027,000	1,027,000
比例	0.03%	0.13%	0.34%	0.43%	0.57%	0.61%	0.67%	0.67%

#### (4) 期间费用的预测

##### 1) 销售费用的预测

销售费用主要由职工薪酬、点位（提成）费、差旅费及运费、油费、电费、业务招待费、折旧摊销费、物联网费及其他费用等构成，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，按新鲜部落的人员规模和薪酬政策结合未来业务开展情况、销售业务情况进行测算；折旧摊销费以固定资产按财务折旧摊销方法模拟测算；对于点位（提成）费和电费，结合未来业务开展情况进行测算；对于差旅费及运费、油费、业务招待费等其他费用则区分为市场类、办公类及其他类等，采用趋势预测分析法测算，预计未来年度将会随着企业业务变动有同向的变动。随着新鲜部落业务和营业收入的稳定，销售费用将会趋于稳定。

未来各年销售费用如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
销售费用	2,090,000	12,640,000	20,420,000	29,390,000	36,150,000	39,650,000	38,630,000	38,630,000
比例	35.73%	38.88%	33.70%	30.90%	28.41%	27.14%	25.14%	25.14%

##### 2) 管理费用的预测

管理费用主要由职工薪酬、房租费、办公费、软件服务费、业务招待费、差旅费及通讯费及其他费用等构成。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，按新鲜部落的管理人员规模和薪酬政策结合未来业务开展情况进行测算；对于租赁费，结合未来业务开展情况进行测算；对于其他费用则区分为市场类、办公类及其他类等，采用趋势预测分析法测算，预计未来年度将会随着企业业务变动有同向的变动。随着新鲜部落业务和营业收入的稳定，管理费用将会趋于稳定。

未来各年管理费用预测如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
-------	----------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

管理费用	630,000	3,980,000	4,800,000	5,750,000	6,420,000	6,890,000	6,950,000	6,950,000
比例	10.77%	12.24%	7.92%	6.05%	5.05%	4.72%	4.52%	4.52%

### 3) 财务费用的预测

财务费用主要考虑了银行手续费。对于银行手续费，经分析及了解，与营业收入存在正向关系，预测年度随着营业收入的变动而同比变动。随着新鲜部落业务和营业收入的稳定，财务费用将会趋于稳定。

未来各年财务费用预测如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
财务费用	26,000	153,000	285,000	448,000	599,000	688,000	724,000	724,000
比例	0.44%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%

### (5) 信用（资产）减值损失的预测

信用（资产）减值损失主要考虑存货跌价准备和坏账准备形成的信用（资产）减值损失。通过与新鲜部落的相关人员沟通、了解，参考同行业上市公司的信用（资产）减值损失比例，结合企业历史年度平均减值损失率进行测算。

未来各年信用（资产）减值损失预测如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
信用（资产） 减值损失	-30,000	-160,000	-300,000	-480,000	-640,000	-730,000	-770,000	-770,000
比例	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%	-0.50%

### (6) 资产处置收益、投资收益及其他收益的预测

对于该等损益，由于不确定性较大，故不予考虑。

### (7) 营业外收入、支出的预测

营业外收支主要为物料盘盈盘亏、无法支付的款项、罚没支出等。由于不确定性较大，不予预测。

### (8) 所得税费用的预测

对新鲜部落的所得税的预测考虑纳税调整因素，计算公式为：

所得税=应纳税所得额×当年所得税税率

应纳税所得额=息税前利润总额±纳税调整

息税前利润总额=主营业务收入－主营业务成本＋其他业务利润－税金及附加

—销售费用—管理费用—财务费用（不含有息负债利息）+信用（资产）减值损失+公允价值变动损益+投资收益+资产处置收益+其他收益+营业外收入—营业外支出

对于纳税调整主要考虑各年度的可弥补亏损，新鲜部落适用的所得税率为25%。

未来各年所得税费用预测如下（息税前利润总额参见“息前税后利润的预测”）：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
所得税费用	-	-	-	810,000	4,550,000	6,040,000	7,320,000	7,320,000

#### (9) 息前税后利润的预测

息前税后利润 = 息税前利润总额 - 所得税费用

未来各年息前税后利润预测如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
一、营业收入	5,850,000	32,510,000	60,590,000	95,100,000	127,230,000	146,080,000	153,680,000	153,680,000
其中：主营业务收入	5,850,000	32,510,000	60,590,000	95,100,000	127,230,000	146,080,000	153,680,000	153,680,000
其他业务收入	-	-	-	-	-	-	-	-
减：营业成本	3,280,000	17,890,000	32,180,000	49,040,000	64,490,000	73,080,000	76,290,000	76,290,000
其中：主营业务成本	3,280,000	17,890,000	32,180,000	49,040,000	64,490,000	73,080,000	76,290,000	76,290,000
其他业务成本	-	-	-	-	-	-	-	-
减：营业税金及附加	2,000	41,000	207,000	411,000	725,000	886,000	1,027,000	1,027,000
减：销售费用	2,090,000	12,640,000	20,420,000	29,390,000	36,150,000	39,650,000	38,630,000	38,630,000
减：管理费用	630,000	3,980,000	4,800,000	5,750,000	6,420,000	6,890,000	6,950,000	6,950,000
减：研发费用	-	-	-	-	-	-	-	-
减：财务费用	26,000	153,000	285,000	448,000	599,000	688,000	724,000	724,000
加：信用（资产）减值损失	-30,000	-160,000	-300,000	-480,000	-640,000	-730,000	-770,000	-770,000
加：公允价值变动损益	-	-	-	-	-	-	-	-
加：投资收益	-	-	-	-	-	-	-	-
加：资产处置收益	-	-	-	-	-	-	-	-
加：其他收益	-	-	-	-	-	-	-	-
二、营业利润	-208,000	-2,354,000	2,398,000	9,581,000	18,206,000	24,156,000	29,289,000	29,289,000
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-	-	-
三、息税前利润总额	-208,000	-2,354,000	2,398,000	9,581,000	18,206,000	24,156,000	29,289,000	29,289,000
减：所得税费用	-	-	-	810,000	4,550,000	6,040,000	7,320,000	7,320,000
四、息前税后利润	-208,000	-2,354,000	2,398,000	8,771,000	13,656,000	18,116,000	21,969,000	21,969,000

#### (10) 折旧费及摊销的预测

长期资产的折旧（摊销）是由两部分组成的，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=长期资产原值×年折旧(摊销)率

新增资产详见资本性支出相关内容。参考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,在永续期则将后续折旧及摊销总额折现至永续期初后进行年金化确定每年的折旧及摊销金额。

未来各年折旧及摊销预测如下:

金额单位:人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
存量资产折旧及摊销	848,000	3,390,000	3,266,000	2,730,000	1,880,000	852,000	2,138,000	2,138,000
新增资产折旧及摊销		988,000	3,069,000	5,443,000	7,413,000	8,629,000	5,300,600	5,300,600
合计	848,000	4,378,000	6,335,000	8,173,000	9,293,000	9,481,000	7,439,000	7,439,000

#### (11) 资本性支出的预测

资本性支出主要为新增资产投资(增量资产)以及现有的资产(存量资产)的更新。

新增资产主要为未来随着点位的增加而需要相应增加的综合售货柜、智能货柜、车辆及办公设备等项目所需增加的投入,预计总投资额为53,499,000元(含税,取整),于2023至2027年陆续投入使用,同时,根据新鲜部落提供的付款进度,2022年尚需支付与固定资产相关的款项16,069,700元(不含税,取整)。

对于存量资产和增量资产的更新,按照资产在估值基准日(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。

未来各年资本性支出预测如下:

金额单位:人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
存量资产资本性支出			1,000	6,000	272,000	2,574,000	2,574,000	2,574,000
新增资产资本性支出	16,069,700	10,169,000	11,336,300	13,282,300	7,132,700	5,423,900	4,292,600	4,292,600

合计	16,070,000	10,169,000	11,337,000	13,288,000	7,405,000	7,998,000	6,867,000	6,867,000
----	------------	------------	------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------

## (12) 营运资金增减额的预测

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。

随着企业生产规模的变化，企业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、存货的周转和应付、预收款项、其他应收和其他应付款中的经营性款项、应付职工薪酬、应交税费等的变动上。

新鲜部落在分析了其历史数据等基础上，结合管理层营运资金策略，根据与营业收入、营业成本的比例关系，在分析各项比例的基础上及企业未来的发展策略的基础上，预测未来的相应比例，然后按相应比例乘以各年的营业收入（或营业成本）后得到各项目占用的当期营运资金额。

对于 2022 年剩余期及期后各营运资金变动数，以上述各资金全年平均数减去上期数即为变动数，2028 年以后由于收入、成本不再变动，故相应的营运资金变动为零。

未来各年营运资金增加额预测如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022 年剩余期	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续期
营运资金的变动	770,000	2,170,000	5,670,000	6,730,000	5,860,000	3,400,000	1,220,000	

## (13) 企业自由现金流的预测

企业自由现金流 = 息前税后利润 + 折旧及摊销 - 资本性支出 - 营运资金增加额

因本次估值的预测期为持续经营假设前提下的无限年期，因此还需对明确的预测期后的永续年份的企业现金流进行预测。估值假设预测期后各年企业现金流将保持稳定。

新鲜部落预测期企业自由现金流见下表：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022 年剩余期	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	永续期
息前税后利润	-208,000	-2,354,000	2,398,000	8,771,000	13,656,000	18,116,000	21,969,000	21,969,000
加：折旧与摊销	848,000	4,378,000	6,335,000	8,173,000	9,293,000	9,481,000	7,439,000	7,439,000
减：资本性支出	16,070,000	10,169,000	11,337,000	13,288,000	7,405,000	7,998,000	6,867,000	6,867,000
减：营运资金增加	770,000	2,170,000	5,670,000	6,730,000	5,860,000	3,400,000	1,220,000	-
企业自由现金流量	-16,200,000	-10,315,000	-8,274,000	-3,074,000	9,684,000	16,199,000	21,321,000	22,541,000

## 2、折现率的确定

### (1) 折现率计算模型

在企业价值估算中，所有者权益估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应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；

$K_e$ ——权益资本成本；

$K_d$ ——债务资本成本；

T——所得税率；

D/E——资本结构。

债务资本成本  $K_d$  采用一年期贷款市场报价利率（LPR），权数采用企业同行业上市公司平均债务构成计算取得。

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：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_c$$

式中： $K_e$ ——权益资本成本

$R_f$ ——目前的无风险利率

$\beta$ ——权益的系统风险系数

ERP——市场风险溢价

$R_c$ ——企业特定风险调整系数

### (2) 模型中有关参数的计算过程

#### A. 无风险报酬率 $R_f$

国债收益率通常被认为是无风险的，估值专业人员查询了中评协网站公布的由中央国债登记结算公司 (CCDC) 提供的截至估值基准日的中国国债收益率曲线。中国国债收益率曲线是以在中国大陆发行的人民币国债市场利率为基础编制的曲线。

截至估值基准日，估值专业人员通过前述收益曲线获取了国债市场上剩余年限为 10 年和 30 年国债的到期年收益率，将其平均值 2.97% 作为无风险报酬率。

#### B. 资本结构的确定

由于被估值企业与可比公司在融资能力、融资成本等方面不存在明显差异，本次采用上市公司平均资本结构作为企业的目标资本结构。本次估值通过“同花顺 iFinD 金融数据终端”查询沪、深两市同行业上市公司至估值基准日资本结构，取

企业目标资本结构为行业平均水平，即： $E/(D+E)$ 取 90.25%， $D/(D+E)$ 取 9.75%。

### C. 权益的系统风险系数 $\beta$ 的确定

本次同行业上市公司的选取综合考虑可比公司与被估值企业在业务类型、企业规模、产品发展、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面的可比性，最终选定可比公司。考虑到上述可比公司数量、可比性、上市年限等因素，选取以周为计算周期，截至估值基准日前156周的贝塔数据。

通过“同花顺iFinD金融数据终端”查询沪、深两市同行业上市公司近156周含财务杠杆的  $Beta$  系数后，通过公式  $\beta_u = \beta_1 \div [1 + (1 - T) \times D \div E]$ （公式中， $T$ 为税率， $\beta_1$ 为含财务杠杆的  $Beta$  系数， $\beta_u$ 为剔除财务杠杆因素的  $Beta$  系数， $D \div E$ 为类比公司资本结构）对各项  $Beta$  调整为剔除财务杠杆因素后的  $Beta$  系数。

通过公式  $\beta'_1 = \beta_u \times [1 + (1 - t) D/E]$ ，结合实际所得税率最终计算得出  $Beta$  系数。各年  $\beta$  具体如下：

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
$\beta$	0.7031	0.7031	0.7031	0.6973	0.6860	0.6860	0.6860	0.6860

### D. 计算市场风险溢价 $ERP$

a. 衡量股市  $ERP$  指数的选取：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，估值专业人员选用沪深300指数为A股市场投资收益的指标。

b. 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为2011年到2021年。

c. 指数成分股及其数据采集

由于沪深300指数的成分股是每年发生变化的，因此估值专业人员采用每年年末时沪深300指数的成分股。

为简化本次测算过程，估值专业人员借助“同花顺 iFinD 金融数据终端”选择每年末成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此估值专业人员选用的成分股年末收盘价是包含了每年分红、派息和送股等产生的收益的复权年末收盘价格，以全面反映各成分股各年的收益状况。

d. 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种方法

(a) 算术平均值计算方法

设：每年收益率为  $R_i$ ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中： $R_i$ 为第  $i$  年收益率

$P_i$ 为第  $i$  年年末收盘价（后复权价）

$P_{i-1}$ 为第  $i-1$  年年末收盘价（后复权价）

设第 1 年到第  $n$  年的算术平均收益率为  $A_i$ ，则：

$$A_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

上式中： $A_i$ 为第 1 年到第  $n$  年收益率的算术平均值，

$n=1, 2, 3, \dots$

$N$ 为项数

(b)几何平均值计算方法

设第 1 年到第  $i$  年的几何平均收益率为  $C_i$ ，则：

$$C_i = \sqrt[i]{\frac{P_i}{P_0}} - 1 \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中： $P_i$ 为第  $i$  年年末收盘价（后复权价）

e. 计算期每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$  的估算：为估算每年的  $ERP$ ，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$ ，本次估值专业人员采用国债的到期收益率作为无风险收益率。样本的选择标准是每年年末距国债到期日的剩余年限超过 10 年的国债，最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率  $R_{fi}$ 。

f. 估算结论

经上述计算分析，得到沪深 300 成分股的各年算术平均及几何平均收益率，以全部成分股的算术或几何平均收益率的加权平均数作为各年股市收益率，再与各年无风险收益率比较，得到股票市场各年的  $ERP$ 。由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用几何平均收益率估算的  $ERP$  的算术平均值作为目前

国内股市的风险溢价，即市场风险溢价为 7.30%。

#### E. 企业特定风险调整系数 $R_c$

##### a. 企业业务快速扩张引发的风险

对于自动售货机领域而言，由于热门和优质点位资源的稀缺性，加之更多的同业竞争者和外部竞争者也开始关注并投放智能自动售货机，要想在该领域占有一席之地，必须要将规模做起来。新鲜部落未来会加快智能自动售货机的投放，而投放规模的扩张在给业务收入和点位布局带来显著回报的同时，持续的快速扩张也给企业的内部控制制度、业务拓展能力、人力资源建设、财务管理水平等方面提出更高要求。虽然新鲜部落一直致力于提升自身各项能力，以应对快速扩张的需求，并且通过智能平台协助运营，但仍然存在各项能力无法满足快速扩张的需求，从而对企业稳健可持续发展造成不利影响的风险。

##### b. 经营业绩持续亏损的风险

新鲜部落成立至今仍处于快速扩张的初创期，销售收入持续增长。2021 年营业收入较 2020 年增长 80.07%，预计未来营业收入仍将保持大幅增长。但由于前期市场开拓费用居高不下，前三年及基准日合并报表归属于母公司所有者净利润分别为 -2,180,675.61 元、-1,623,917.43 元、266,925.17 元及 -2,389,686.05 元，经营业绩持续亏损。随着点位布局的日趋完善，商品零售业务及衍生业务广告业务的发展，新鲜部落具备较强的持续经营能力和较大的未来发展空间。但由于未来 2-3 年内仍将处于成长期，经营业绩短期内扭亏为盈存在一定压力。

##### c. 零售食品安全风险

新鲜部落销售的食品、饮料与食品安全密切相关。虽然新鲜部落执行严格的产品品质控制体系，慎重选择产品供应商，坚持与上游企业中的大品牌合作。但如果产品采购与销售环节出现质量管理差错，或者因为其他不可预见的原因产生产品质量问题，将会对企业的持续经营产生重大不利影响，并使企业品牌名誉受到影响。因此，新鲜部落存在因采购商品质量控制出现失误而带来的零售食品（饮料）安全风险。

##### d. 优质租赁点位到期不能续租的风险

新鲜部落零售网络建设的完善性和成熟度取决于能否在人口密度高及人流畅旺且交通便利的地点（即优质租赁点位）摆放自动售货机。截至目前，新鲜部落已在

杭州、昆山等地诸多优质租赁点位（比如工厂、学校、交通枢纽、景区等）完成布局。但由于优质租赁点位资源的稀缺性，未来不排除因竞争对手加入、租金大幅上升、招商政策变化、合作伙伴违约等因素导致优质租赁点位到期不能续租的风险，进而影响到企业的持续盈利能力。

e. 融资渠道单一的风险

新鲜部落目前的资金来源主要通过自身积累，融资渠道较为单一，融资额度有限，制约了企业在经营、研发、销售等方面的投入，因而存在一定的风险。

f. 人力资源缺乏的风险

新鲜部落所涉传统业务属于零售业务，因此对销售人员的市场拓展能力、运营维护能力要求较高，而该领域的优秀人才不仅相对稀缺，而且流动性较高。新鲜部落着力发展与互联网相关的零售及广告业务更是属于新兴行业，对各类专人才均有较高的需求和要求。此外，新鲜部落的后台维护也需要经验丰富的技术人才和研发人才。因此，随着企业未来经营规模的扩大，对上述专业人才的需求也较大，若人力资源不能得到及时补充，将影响企业业务的良性发展。

综上，在分析新鲜部落的规模、盈利能力、管理、技术、税收政策等方面风险及对策的基础上，同时考虑其风险特征、所处经营阶段、核心竞争力、对主要客户及供应商依赖等因素后综合确定特定风险调整系数  $R_c$  为 5%。

(3) 加权平均成本 WACC

A. 权益资本成本  $K_e$ ——以 2022 年为例

$$\begin{aligned}
 K_e &= R_f + \beta \times ERP + R_c \\
 &= 2.97\% + 0.7031 \times 7.30\% + 5\% \\
 &= 13.10\%
 \end{aligned}$$

同样，各年  $K_e$  具体如下：

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
$K_e$	13.10%	13.10%	13.10%	13.06%	12.98%	12.98%	12.98%	12.98%

B. 债务资本成本  $K_d$

综合分析被估值单位的经营业绩、资本结构、信用风险、抵质押以及第三方担保等因素后，确定债务资本成本  $K_d$  采用基准日适用的一年期贷款市场报价利率（LPR），为 3.65%。

C. 加权资本成本 WACC——以 2022 年为例

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D} \\ &= 13.10\% \times 90.25\% + 3.65\% \times (1-25\%) \times 9.75\% \\ &= 12.18\% \end{aligned}$$

同样，各年折现率具体如下：

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
折现率	12.18%	12.18%	12.18%	12.11%	11.98%	11.98%	11.98%	11.98%

## （六）评估师核查程序及结论

针对上述事项，我们执行了以下核查程序：

1、对于盈利预测中的收入变动率进行重点的关注，结合新鲜部落历史业绩、所处行业发展趋势、核心竞争优势及访谈所了解的情况等具体分析该收入变动的合理性；

2、对于预测期营业成本及毛利率波动的合理性进行分析；

3、对于销售费用、管理费用和财务费用、资产减值损失和营业外收支等预测数据的合理性进行分析；

4、对于税金及其附加、所得税费用的预测数据的合理性进行分析；

5、对于折旧、摊销、资本性支出预测数据的合理性进行分析；

6、对于营运资金预测数据的合理性进行分析；

7、根据企业提供的上述预测数据计算现金流，选用适当的折现率模型并计算；

8、分析并确定溢余资产、非经营性资产和有息负债的价值。

通过核查，我们认为：结合新鲜部落所处行业发展趋势、核心竞争优势、可比公司分析等，其盈利预测中对于关键指标的选取依据较为充分，具有逻辑性，无明显证据表明该等盈利预测无法实现，考虑到相应配比了较高企业特定风险的折现率，总体而言，各项参数选取具有合理性。

**函件问题 2 之（3）说明估值报告未考虑“未实缴出资”“资金缺口无法满足”等因素，并且由被估值单位对盈利预测合理性和可实现性负责的原因及合理性，是否符合相关规则要求，估值结果是否会对投资者形成误导。**

**请资产评估机构核查并发表明确意见。**

**【回复】**

**（一）估值报告未考虑“未实缴出资”的原因及合理性**

本次估值结论采用的是收益法估值结果，本次收益法估值采用现金流量折现法对企业整体价值估值来间接获得股东全部权益价值。企业整体价值由正常经营活动中产生的经营性资产价值和与正常经营活动无关的非经营性资产价值构成，对于经营性资产价值的确定选用企业自由现金流折现模型，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出。截至估值基准日，新鲜部落股东未全部实缴出资，本次估值范围是新鲜部落估值基准日时企业提供的未经审计的全部资产及负债，不包括股东未实缴出资，本次估值收益法预测企业自由现金流时未预测估值基准日后股东的实缴出资金额。

综上，本次估值系在估值基准日前股东未实缴出资到位的基础上得出。

**（二）估值报告未考虑“资金缺口无法满足”的原因及合理性**

本次估值对于新鲜部落未来各年及永续期的企业自由现金流预测如下：

金额单位：人民币元

项目/年度	2022年剩余期	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	永续期
企业自由现金流量	-16,200,000	-10,315,000	-8,274,000	-3,074,000	9,684,000	16,199,000	21,321,000	22,541,000

由上表可知，新鲜部落从估值基准日至2025年，企业自由现金流均为负数。经分析，新鲜部落目前处于业务扩张前期，前三年及基准日基本处于亏损状态，预计未来需进行大规模的业务扩张，对资金的需求较大，企业目前规模较小，融资渠道单一，融资能力较差，仅靠经营收益难以满足未来的资金缺口需求，故本次估算假设新鲜部落未来的资金缺口可以通过大股东增资、借贷或担保等予以满足。上述资金缺口系新鲜部落正常的业务开展情形下形成的暂时性资金需求，若上述暂时性的资金需求无法得到满足，则会影响企业的未来发展规划的执行甚至难以持续经营。新鲜部落的大股东杭州沛元投资有限公司已承诺“如新鲜部落在2025年12月31日前因正常业务开展形成暂时性资金需求，本公司承诺将通过增资、借贷等方式予以满足。”在上述承诺有效执行的前提下，上述因资金缺口造成的影响将会消除。

综上，本次估值是在假设新鲜部落的各项发展规划措施得以正常持续开展（包括暂时性的资金缺口可以得到及时补充）的情况下得出。

### **（三）由被估值单位对盈利预测合理性和可实现性负责的原因及合理性**

本次估值是在被估值单位提供的未来盈利预测基础上，对其提供的未来盈利预测关键经营参数进行了合理性分析，对折现率等关键估值参数进行了充分考量后得出的。被估值单位提供的未来盈利预测是建立在其制定的发展规划得以顺利实施的前提下，是依赖于管理层的执行力和股东方的资金支持下方能实现的，故本次估值报告披露的由被估值单位对盈利预测合理性和可实现性负责是合理的。

同时，根据本问题之“函件问题 2：”之“（2）结合新鲜部落历史业绩、所处行业发展趋势、核心竞争优势、在手订单等补充说明预测收入等关键指标的选取依据及可实现性；”之回复，本次交易所涉及的收益法假设合理，估算参数选取总体正常，定价处于合理区间，资产评估机构对本次估算的测算逻辑合理性及计算过程准确性负责，估值结果不会对投资者形成误导。

### **（四）评估师核查意见**

经核查，评估师认为，对于“未实缴出资”“资金缺口无法满足”等因素，新鲜部落的大股东杭州沛元投资有限公司已对实缴出资和满足新鲜部落因正常业务开展形成暂时性资金需求作出承诺；未来盈利预测是建立在新鲜部落制定的发展规划得以顺利实施的前提下，依赖于管理层的执行力和股东方的资金支持，因此估值报告未考虑“未实缴出资”“资金缺口无法满足”等因素并且由被估值单位对盈利预测合理性和可实现性负责，是合理的，符合相关规则要求，估值结果不会对投资者形成误导。

（本页无正文，为《关于对杭州中亚机械股份有限公司的关注函中有关资产估值事项的回复》之盖章页）

坤元资产评估有限公司

2022年12月30日