

中联资产评估咨询（上海）有限公司
关于《深圳证券交易所关于对福建万辰生物科技集团股
份有限公司的重组问询函（创业板并购重组问询函
〔2025〕第7号）》资产评估相关问题回复之核查意见

深圳证券交易所：

根据贵单位于2025年8月21日下发的《关于对福建万辰生物科技集团股份有限公司的重组问询函（创业板并购重组问询函〔2025〕第7号）》（以下简称：问询函），福建万辰生物科技集团股份有限公司（以下简称：上市公司）会同相关中介机构就问询函所提出的问题进行了认真核查和落实，对问询函进行了回复，中联资产评估咨询（上海）有限公司作为上市公司拟以现金收购南京万优商业管理有限公司49%股权项目的评估机构，就上市公司对贵所所提问题的回复进行了认真核查，现针对上市公司《问询函回复》之核查意见附后，请予审核：

如无特别说明，本问询函回复核查意见所适用的简称或名词释义与《福建万辰生物科技集团股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》中的释义相同。

问题一（原问题3）

报告书显示，本次交易采用资产基础法和收益法进行估值。以2025年5月31日为评估基准日，采用资产基础法，标的公司（母公司报表口径）所有者权益账面值13,991.55万元，评估值46,480.90万元，评估增值率232.21%；采用收益法，标的公司（合并报表口径）股东权益账面值为42,482.87万元，评估值为299,700.00万元，评估增值率605.46%，评估值较标的公司母公司报表口径股东权益账面值增值285,708.45万元，增值率2,042.01%。标的公司市盈率、市销率、市净率分别为12.06、0.39、7.00，市盈率、市销率低于同行业可比上市公司，市净率高于同行业可比上市公司。请你公司：（1）详细分析本次交易不同评估方法结果差异较大的原因及合理性、评估方法及评估结论选取的合理性。（2）补充披露收益法下营业收入、营业成本、毛利率、期间费用的预测依据及测算过程。（3）结合标的公司主要优势、市场竞争情况，行业地位、参考行业增长率、预测新增门店情况、预测单个门店对标的公司营业收入和净利润贡献情况、未来发展规划等，说明标的公司2025至2030年预测营业收入增长率持续下滑，2025年、2027年预测营业收入增长率大幅下滑的原因及判断依据，是否符合行业发展趋势。（4）逐项说明预测期内预测营业成本、净利润、企业自由现金流同比变动情况，同比增长幅度变动的原因及判断依据。（5）说明标的公司市盈率、市销率、市净率与同行业可比上市公司存在差异的具体原因，市净率远高于同行业可比上市公司的原因及合理性。（6）结合上述问题的答复，进一步说明对标的公司评估价值是否合理、公允。

请独立财务顾问、评估师进行核查并发表明确意见。

关于反馈问题的答复如下：

一、详细分析本次交易不同评估方法结果差异较大的原因及合理性、评估方法及评估结论选取的合理性

（一）不同评估方法结果差异较大的原因及合理性

1、资产基础法以资产重置成本为核心估值逻辑，反映的是资产购建所耗费的社会必要劳动价值，其估值结果主要依赖于可辨认有形资产及负债的重置价值。但该方法无法量化标的公司以渠道和门店体系资源为核心的经营管理体系、核心管理团队与专业人才储备、客户群体与渠道网络等无形资产的价值，而此类无形资产恰是标的公司在量贩零食细分赛道实现差异化竞争的核心驱动因素；

2、收益法以资产预期获利能力为估值基础，反映的是企业未来经营现金流的现值，其估值结果综合考量了标的公司的品牌影响力、供应链效率、区域市场卡位优势等核心竞争力，以及行业增长带来的盈利弹性。

综上，本次交易不同评估方法结果差异较大主要系由于两种方法的估值逻辑与覆盖范围存在一定差异，具备合理性。

（二）评估方法及评估结论选取的合理性

资产基础法为从资产重置的角度间接地评价资产的公平市场价值，是企业价值评估的一种基本评估方法，是以资产负债表为基础，从资产投入的角度出发，以各单项资产及负债的重置价值替代其历史成本，然后对各单项资产的评估结果进行加和，是一种静态的评估方法，受主观判断因素的影响相对较小。收益法则是从决定资产现行公平市场价值的基本依据—资产的预期获利能力的角度评价资产，符合市场经济条件下的价值观念。

标的公司在量贩零食领域具备显著竞争优势：

1、团队优势

量贩零食业务方面，标的公司管理团队及核心业务骨干普遍具备丰富的零售连锁行业经验，能够在各业务环节基于实践经验做出迅速而有效的管理决策。标的公司秉承以人为本的经营理念，核心团队保持开放的管理思维，注重人才的培养和团队结构的优化，结合内部培养和外部引进等多种渠道，标的公司不断扩充其核心团队，为持续发展奠定了坚实的人才基础。此外，为保证管理团队的稳定性并激发团队工作热情，标的公司建立了公平的竞争机制和积极的企业文化环境。

2、区域先发优势

标的公司在 2023 年敏锐地把握住行业渠道格局变化带来的结构性机会，在华东、华北、华中等人口基数大、消费能力强的区域市场快速拓店。目前标的公司在安徽、河北、河南等多个省市已经成为门店数量领先的量贩零食头部品牌，为该等区域积累了较强的加盟商资源、消费者忠诚度、门店规划选址经验等资源及能力，为未来的横向扩展和纵向深化提供了坚实的基础。未来标的公司可以利用区域先发优势持续在该等区域进一步精细化布局、提高市场渗透率并拓展周边区域。

3、供应链管理优势

标的公司设立了专门的商品中心，通过万辰集团统一与国内国际头部食品饮料品牌和地方特色品牌直接建立了深度业务合作关系，省去了多重中间环节，最大程度地缩短了零售链条，在保供保量的同时获取了极具竞争力的采购成本。为确保供货的及时性和效率，标的公司已在全国设立了 12 个仓储中心，为区域门店的持续运营提供了有

力支撑。标的公司拥有完善的现代化物流仓和数字化供应链系统，这一专业标准化的物流体系极大提高了整体运输效率，确保产品以最快的速度送达终端店铺。高效的供应链周转不仅减少了库存积压，也保证了产品新鲜度，使消费者能够享受到更新鲜、更美味的休闲零食。

4、选品优势

在选品、品控方面，标的公司运营的量贩零售品牌在多年的经营中摸索出一套契合自身发展的管理制度，并且拥有一批稳定、经验丰富的选品和品控人员，能够保障产品种类紧密贴合消费者需求，产品品质稳定可靠。

同时近两年量贩零食业务经营情况较好，标的公司收入及利润实现快速增长，预计其量贩零食业务未来年度将收益情况良好。由于资产基础法固有的特性，采用该方法是通过对被评估单位的资产及负债进行评估来确定企业的股东全部权益价值，难以对商誉、客户资源、渠道资源等单独进行评估，其评估结果未能涵盖企业的全部资产的价值，由此导致资产基础法与收益法两种方法下的评估结果产生差异。故选取收益法评估结果具有合理性。

二、补充披露收益法下营业收入、营业成本、毛利率、期间费用的预测依据及测算过程

（一）营业收入预测依据及测算过程

1、历史年度营业收入情况

历史年度营业收入情况

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月
量贩零食收入	307,974.19	760,883.34	407,806.46
期末门店数（家）	1,275	3,041	3,212
平均门店数（家）	637.50	2,158	3,126.50
月单店收入（万元/家/月）	40.26	29.38	26.09

注：上述收入仅包括量贩零食收入，不含总营业收入中的非商品收入。

由上表可知，标的公司 2023 年起开展量贩零食业务，2023-2024 年处于“跑马圈地”、快速扩店时期，在此期间，单店收入虽存在一定波动，但随着整体收入规模的扩大和运营效率的提升，已逐步趋于稳定。2023 年部分新开门店至今已经历导入期、成长期、竞争期至稳定的运营周期，预测期门店数量的增长充分考虑了历史运营趋势，同时，新开店从培育期逐步过渡至运营稳定期，叠加下沉市场扩容、消费者偏好的影响，预测期单店收入将保持相对稳定水平。

2、预测期营业收入情况

未来年度营业收入预测表

单位：万元

项目	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
量贩零食收入	583,939.54	1,077,300.00	1,129,254.00	1,180,704.00	1,217,454.00	1,232,154.00
期末门店数（家）	3,441	3,741	3,941	4,091	4,191	4,191
平均门店数（家）	3,326.50	3,591	3,841	4,016	4,141	4,191
单店收入（万元/家/月）	25.08	25.00	24.50	24.50	24.50	24.50

注：各期期末门店数的差异为综合考虑新开门店和关闭门店后的净增加额。

2024 年中国量贩零食行业市场规模约 1,046 亿元，行业过去 5 年的复合增长率高达 91%，行业已进入“精细化运营”阶段，竞争格局趋于稳定，供应链效率、品类拓展及品类结构优化等成为核心竞争关键。

标的公司管理层结合宏观政策、行业周期、市场竞争格局、自身优势及战略规划，参考行业增速与门店中长期扩张计划，综合考虑各地区人口规模、消费能力、商圈属性及仓配条件，认为目前市场仍具有较多可扩展空间，未来拟在华北、西北及华东等主要销售区域进一步精细化布局，持续提升该等销售区域的市场渗透率。

对于预计新开门店数，管理层对未来门店规划布局结合所布局区域的消费力、主要量贩零食门店存量、所布局区域的市场容量进行了分析，在保持历史门店市场占有率的基础上进行预测。对于预计闭店数，标的公司结合 2025 年 1-5 月闭店实际情况预计 2025 年 6-12 月潜在的闭店数量。

标的公司根据 2025 年加盟商门店经营情况、商圈人流量变化等客观因素，并结合加盟商发展意愿进行综合分析，预计全年闭店数量，2026 年谨慎预计闭店数量将与 2025 年全年持平，未来标的公司对于新开门店的标准及质量将更加严格把控，持续以高质量的门店运营为发展宗旨，预计 2027 年至 2029 年闭店数量将逐步下降。根据预计新开门店扣除闭店数量最终得出预计净增加门店数，本次评估基于审慎的角度对净增加门店数进行预测。

截至 2025 年 7 月 31 日，标的公司期末门店数达 3,329 家，根据 2025 年 1-7 月未审财务报表计算，平均月单店收入为 25.97 万元，与报告期最近一期单店收入接近，明显高于 2025 年预测期。标的公司未来将在保持产品质量的同时，提升供应链效率、深耕市场需求，不断扩充量贩零食商品在库 SKU 数量及品类，并通过开展店型升级、优化商品结构及提升运营管理效率等方式持续提升单店收入及盈利水平。本次评估基于审慎的角度进行预测，预测收入具备可实现性。

（二）营业成本、毛利率的预测依据及测算过程

营业成本主要为零食产品采购成本，预测基于历史成本结构、采购规模效应及供应商合作深化趋势。标的公司推行“精品化战略”，随着采购规模持续扩大，通过与头部供应商及地方特色品牌合作提升议价能力，且与加盟商建立了长期稳定的合作关系，报告期历史月单

店成本呈下降趋势。具体情况如下：

1、历史年度营业成本、毛利率情况

历史年度营业成本、毛利率情况

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1-5 月
量贩零食成本	279,159.59	668,640.42	359,453.30
期末门店数（家）	1,275	3,041	3,212
平均门店数（家）	637.50	2,158	3,126.50
月单店成本（万元/家/月）	36.49	25.82	22.99
毛利率	9.36%	12.12%	11.86%

2、预测期营业成本、毛利率情况

未来年度营业成本、毛利率预测表

单位：万元

项目	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
销售成本	514,838.86	953,625.96	1,002,040.08	1,051,067.52	1,083,782.52	1,096,868.52
期末门店数（家）	3,441	3,741	3,941	4,091	4,191	4,191
平均门店数（家）	3,326.50	3,591	3,841	4,016	4,141	4,191
平均成本（万元/家/月）	22.11	22.13	21.74	21.81	21.81	21.81
毛利率	11.83%	11.48%	11.27%	10.98%	10.98%	10.98%

根据标的公司 2025 年 1-7 月未审财务报表计算，平均月单店成本为 22.70 万元，较报告期最近一期有所下降。未来标的公司将持续通过调整产品结构、扩充 SKU 数量等措施推动单位成本、毛利率逐步趋于稳定，确保经营效率稳步提升与单店盈利模型的可持续性。

（三）期间费用的预测依据及测算过程

1、销售费用

标的公司销售费用主要包括职工薪酬、租赁费、差旅费、业务宣传费和折旧摊销等。各项费用具体预测过程如下：

项目	预测过程
职工薪酬	参照标的公司历史销售人员数量及薪资水平，结合收入增长带来的人员调整及当地劳动力成本趋势进行测算
折旧费、摊销费等固定费用	参照标的公司历史年度折旧率、摊销率及销售费用中折旧、摊销占总折旧、总摊销比例、规模进行测算
差旅费、业务宣传费等其他变动费用	参照历史该等变动费用构成及其与营业收入的比率，并结合标的公司营业收入预测情况进行测算

标的公司自 2023 年开展量贩零食业务，销售费用前期投入较大，报告期销售费用率为 4.56%-5.37%，截至 2025 年 5 月 31 日，业务已初具规模效应，销售费用率为 4.56%，未来随着收入逐步稳定，预测期销售费用率为 4.30%-4.62%，预测期销售费用率水平及构成情况与报告期接近，预测充分且合理，具体如下：

销售费用预测表

单位：万元

项目名称	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年及永续期
销售费用	26,958.93	47,456.93	49,196.28	50,940.27	52,364.12	53,299.97
销售费用率	4.62%	4.41%	4.36%	4.31%	4.30%	4.33%

2、管理费用

标的公司管理费用主要为职工薪酬、租赁费、差旅费、办公费及其他、折旧与摊销、仓储物流费和业务招待费等。各项费用具体预测过程如下：

项目	预测过程
职工薪酬	参照标的公司历史管理及职能人员数量及薪资水平，结合收入增长带来的人员调整及当地劳动力成本趋势进行测算
折旧、无形资产摊销等固定费用	参照标的公司历史折旧率、摊销率及管理费用中折旧、摊销占总折旧、总摊销比例、规模的预测情况进行测算
业务招待费、差旅费等其他变动费用	参照历史该等变动费用构成及其与营业收入的比率，并结合标的公司营业收入预测情况进行估算

报告期管理费用率为 2.79%-4.83%，预测期管理费用率为 2.33%-2.65%，报告期管理费用率较预测期高主要受股份支付费用的影响，预计未来该项费用摊销金额会有所下降，剔除该影响后，报告期管理费用率为 2.41%-3.37%，与预测期费用率水平接近，预测充分且合理，具体如下：

管理费用预测表

单位：万元

项目名称	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年及永续期
管理费用	15,500.62	26,862.29	27,403.30	27,453.86	28,335.79	28,957.25
管理费用率	2.65%	2.49%	2.43%	2.33%	2.33%	2.35%
剔除股份支付后费用率	2.44%	2.35%	2.34%	2.33%	2.33%	2.35%

3、财务费用

评估基准日标的公司的付息债务包括短期借款 13,026.28 万元、长期借款 2,000.00 万元，一年内到期的长期借款 3.35 万元，合计 15,029.63 万元。根据现金流预测情况，企业未来随着业务规模进入稳定发展期，对信贷资金增长需求降低，利润积累为降低贷款规模提供良好条件，预计 2025 年贷款规模总体目标是较 2024 年底降低 70%，在业务规模保持良性发展的情况下，贷款规模计划逐步削减，2026 年度计划较 2025 年末降低 50%，2026 年末计划全部还完。

平均利率的预测：本次收益法评估采用企业自身资本结构，付息债务利率取企业自身实际借款利率。评估基准日企业付息债务加权平均年利率 3.17%，预计未来继续保持这一平均利率水平。

鉴于标的公司利息收入、银行手续费历年发生金额较小，未来不再预测。财务费用是根据标的公司评估基准日账面各项借款的本金、利率的基础上，结合企业未来年度借款及其还款计划，对未来各年付息债务金额和平均利率进行预测，进而得到未来各年利息支出的预测值，整体预测具备合理性，具体如下：

财务费用预测表

单位：万元

项目名称	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年及永续期
财务费用	199.67	156.88	-	-	-	-
财务费用率	0.03%	0.01%	-	-	-	-

(四) 补充披露情况

上市公司已将上述回复内容在重组报告书“第五节 交易标的评估或估值”之“一、标的资产评估”之“(四)收益法评估情况”之“4、收益法评估的补充说明”中补充披露。

三、说明标的公司 2025 至 2030 年预测营业收入增长率持续下滑，2025 年、2027 年预测营业收入增长率大幅下滑的原因及判断依据，是否符合行业发展趋势

标的公司 2025 至 2030 年预测营业收入增长率持续下滑，2025 年、2027 年预测营业收入增长率下滑的原因及判断依据如下：

(一) 行业趋势驱动

根据东方财富证券研究所的数据，2019 年-2023 年国内量贩式零食店市场规模由 40.8 亿元增长至 706.7 亿元，复合增长率 104%；预计 2028 年市场规模将达到 2,353 亿元，2023-2028 年复合增长率 27.20%。行业从“快速增长”转向“精细化运营”，门店增速放缓但店效提升成为核心，标的公司增速下滑与行业发展趋势匹配，具体如下：

单位：万元						
项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
量贩零食收入	991,746.00	1,077,300.00	1,129,254.00	1,180,704.00	1,217,454.00	1,232,154.00
同比增长率	28.88%	8.38%	4.82%	4.56%	3.11%	1.21%
标的公司 2023-2028 年复合增长率	30.51%					
行业 2023-2028 年复合增长率	27.20%					
期末门店数（家）	3,441	3,741	3,941	4,091	4,191	4,191
期末门店增减数（家）	400	300	200	150	100	-

由于标的公司 2024 年期末新增门店主要集中在下半年开业，占比达全年新增门店数的 70%以上，部分收入在 2025 年逐步显现，导致 2025 年收入增幅超过门店增幅。

量贩式零食行业规模未来仍将保持增长，预计增长动力主要来源于开店空间和承接零食消费者从其他渠道的消费转移，由于零食产品差异化并不明显，性价比高的量贩式零食店会成为消费者的优先选择，加上其主打社区场景，将有部分商超、线上电商、品牌专卖店的销量转移至量贩式零食店渠道。

（二）自身战略调整、市场竞争与单店收入优化

标的公司 2023-2024 年以快速拓店抢占市场，2025 年起转向精品化运营，未来新增门店逐步下降，重点提升单店运营效率。2025 年、2027 年增速下滑，主要因门店扩张节奏调整，符合规模优先到质量优先的行业转型逻辑。受消费者偏好等影响，叠加 2023-2024 年快速拓店导致报告期内单店收入呈下降趋势，但预测期通过自营商品的研发、供应链效率提升与品类优化，单店盈利能力将保持稳定，与保利润、稳增长的战略一致。

综上，标的公司收入增长率变动符合行业从高速扩张到稳态增长的趋势，与标的公司“规模化+精品化”的发展规划匹配，具备合理性。

四、预测期内营业成本、净利润、企业自由现金流变动分析

（一）变动概况

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
营业成本	874,292.16	953,625.96	1,002,040.08	1,051,067.52	1,083,782.52	1,096,868.52
同比增长率	-	9.07%	5.08%	4.89%	3.11%	1.21%
净利润	31,937.86	33,392.10	34,427.20	34,995.38	36,170.59	36,138.96
同比增长率	-	4.55%	3.10%	1.65%	3.36%	-0.09%
企业自由现金流	-	30,750.06	32,770.77	32,364.72	34,291.54	35,387.34
同比增长率	-	-	6.57%	-1.24%	5.95%	3.20%

（二）变动原因及依据

1、营业成本增速下降

预测期营业成本与收入增速趋势一致，主要因采购规模扩大带来的成本优化（与头部供应商合作深化）及“精品化战略”下的 SKU 精简，推动单位成本下降，符合《2025 中国量贩零食行业现状报告》中“量贩零食企业的盈利模式和成本控制策略正在经历从粗放式增长向精细化运营的转变。供应链效率、产品组合优化和数字化转型将成为决定企业盈利能力的关键因素”的量贩零食企业发展规律。

2、净利润增速波动

预测期净利润随收入增速放缓而下降，2028 年、2030 年增速异常，因收入进入稳态后固定费用（折旧、租赁费等）刚性增长导致边际利润承压，永续期保持稳定，符合成熟期企业盈利特征。

3、自由现金流波动

2028 年自由现金流增速下降主要因股份支付计划终止，剔除该因素后现金流与净利润变动趋势一致；长期来看，随资本开支减少与盈利稳定，企业现金流增速逐步趋于平缓，具备合理性。

五、说明标的公司市盈率、市销率、市净率与同行业可比上市公司存在差异的具体原因，市净率远高于同行业可比上市公司的原因及合理性

标的公司市盈率、市销率、市净率与同行业可比上市公司存在差异的原因主要包括经营模式和资产结构的差异所致，其中经营模式对比如下：

公司简称	市盈率	市销率	市净率	经营模式及盈利情况分析
良品铺子	-108.35	0.74	2.40	根据良品铺子《2024 年年度报告》，良品铺子主要从事休闲食品的研发、采购、销售、物流配送和运营业务，自有实验室、分装厂、自营仓储。2024 年度加盟业务收入占比 26%，直营及电商模式业务收入占比 65%，年度亏损主要系 2024 年该公司正处于经营策略调整阶段，降价对毛利产生了一定的影响，同时因毛利率等变动，该公司部分门店资产减值及存货跌价准备增加，对净利润产生一定影响。
来伊份	-59.85	1.39	2.68	根据来伊份《2024 年年度报告》，来伊份主要从事休闲食品的采购、仓储物流、全渠道销售，自有仓储基地。2024 年度加盟业务占比约 24%，年度亏损主要系该公司部分区域门店收入下降且对部分低效门店进行调整导致直营收入受影响同比下降，对净利润产生一定影响。

三只松鼠	27.39	1.05	3.62	根据三只松鼠《2024 年年度报告》，三只松鼠主要从事休闲食品的研发、采购、生产、仓储物流、全渠道销售，自有制造工厂，为“制造型自有品牌零售商”的商业模式，2024 年度线上销售收入占比约 70%，盈利情况良好。
标的公司	12.06	0.39	7.00	标的公司主要从事量贩零食的采购、销售、供应链管理等，加盟店模式收入占比约 95%，其中门店租赁、装修、固定资产（主要系收银机、货架等）等主要系加盟商成本投入，标的公司没有自建工厂的需求，因此不存在厂房、生产设备、土地使用权等非流动资产，属于轻资产运营的商业模式。2024 年度标的公司盈利情况良好。

注 1：市盈率=可比公司 2025 年 5 月 31 日的总市值（标的公司 100%股权评估值）/2024 年净利润；

注 2：市销率=可比公司 2025 年 5 月 31 日的总市值（标的公司 100%股权评估值）/2024 年营业收入；

注 3：市净率=可比公司 2025 年 5 月 31 日的总市值（标的公司 100%股权评估值）/最近一期净资产，其中可比公司取自其 2025 年 3 月 31 日净资产，标的公司取自 2025 年 5 月 31 日净资产。

量贩零食行业可比交易案例市净率情况如下：

案例一：根据 2023 年 12 月 19 日，好想你健康食品股份有限公司《关于对外投资暨增资湖南零食很忙商业连锁有限公司的公告》中的对应的评估估值情况，湖南零食很忙商业连锁有限公司于估值基准日 2023 年 6 月 30 日的市净率为 8.60 倍。

案例二：根据 2023 年 10 月 17 日，良品铺子股份有限公司《关于全资子公司出售资产的公告》中，良品铺子全资子公司宁波广源聚亿投资有限公司拟将所持宜春赵一鸣食品科技有限公司 3%的股权以总计约 1.05 亿元人民币的价格对外转让，对应最近一期 2023 年 6 月 30 日的净资产，市净率为 18.86 倍；公告显示，上述交易定价是结合“2023 年 4 月，良品铺子全资子公司广源聚亿与宜春赵一鸣食品科技有限公司签订投资协议，投资人民币 4,500 万元，持股占比 3%”事项的基础上友好协商确定，对应最近一期 2023 年 6 月 30 日的净资产，市净率为 8.08 倍。

上述交易案例的市净率亦显著高于同行业可比上市公司，与标的公司市净率不存在较大差异。

标的公司核心竞争力在于供应链效率和品牌影响力，其净资产收益率显著高于同行业可比公司，表明其资产利用效率优异，应收账款周转率、存货周转率均优于同行，进一步证明资产质量的合理性。

量贩零食行业属于轻资产、高周转业态，标的公司采用轻资产运营模式，固定资产如仓储、办公楼均为租赁且设备占比低，流动资产与非流动资产比例为 8:2，资产结构主要以流动资产为主；而传统零售企业资产以自有厂房、仓储基地为主，相比之下，资产结构不同亦导致市净率高于同行业可比公司。标的公司与同行业上市公司具体财务指标对比如下：

公司简称	非流动资产占比 (%)	资产结构	净资产收益率 (%)	应收账款周转 率（次）	存货周转率 （次）
良品铺子	39.60	6:4	-1.95	16.81	8.10
来伊份	45.60	5:5	-4.21	65.99	5.94
三只松鼠	29.60	7:3	15.27	18.41	4.64
标的公司	20.92	8:2	172.68	1.398.89	19.83

注 1：可比公司非流动资产、资产总额取自 2025 年 3 月 31 日财务报表，标的公司取自 2025 年 5 月 31 日财务报表；

注 2：资产结构为流动资产比非流动资产；

注 3：净资产收益率、应收账款周转率、存货周转率取自 2024 年度财务报表。

标的公司市盈率低于同行业上市公司三只松鼠，可比上市公司良品铺子、来伊份在亏损状态下仍有较高市值，实际市盈率显著大于标的公司，主要系同行业上市公司股票流动性强，而标的公司为非上市企业，上市公司估值存在流动性溢价所致；从市销率的角度来看，一方面上市公司估值存在流动性溢价；另一方面标的公司综合毛利率低于同行业上市公司平均水平，主要原因是同行业上市公司零食业务涵盖生产加工、销售环节，而标的公司量贩零食业务中，直营门店仅涉及零售环节，加盟门店仅涉及批发环节，均未获取中间环节毛利率，因而毛利率相对降低，导致市销率低于同行业上市公司；目前可比公司市盈率、市销率均高于标的公司，反映市场对于行业发展前景较为

乐观，同时体现本次评估结果的谨慎性。

综上所述，标的公司市盈率、市销率、市净率与同行业可比上市公司存在一定差异但具备合理性。

六、结合上述问题的答复，进一步说明对标的公司评估价值是否合理、公允

本次评估严格遵循《资产评估准则》及监管要求，采用资产基础法与收益法并行测算，选取收益法结果具有充分依据：

（一）评估方法合理性

收益法覆盖标的公司品牌、供应链、门店和渠道资源等核心无形资产价值，与量贩零食行业“轻资产、重运营”的特性匹配，较资产基础法更合理。

（二）参数预测合理性

营业收入、成本、费用预测基于行业趋势、门店扩张计划及历史运营数据，增速变动与“精细化运营”趋势一致；毛利率、周转率等指标与企业竞争优势匹配，测算逻辑严谨。

（三）估值指标合理性

标的公司 PB 较高源于资产结构、经营模式所致，PE、PS 均低于同行业平均水平，反映本次估值的谨慎性、合理性。

综上，本次评估程序合规、假设合理、方法适配，充分考虑标的公司行业地位、竞争优势及发展规划，评估价值谨慎、公允。

七、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

（一）本次交易不同评估方法结果差异较大具备合理性，评估方法及评估结论选取具备合理性。

（二）标的公司 2025 至 2030 年预测营业收入增长率预测具备合理性，2025 年、2027 年预测营业收入增长率预测具备合理性，判断依据符合行业发展趋势。

（三）标的公司市盈率、市销率、市净率与同行业可比上市公司存在差异主要系经营模式和资产结构的差异所致，标的公司市净率高于同行业可比上市公司具备合理性。

（四）结合本次评估方法选取，参数预测及估值指标等合理性分析，评估机构关于标的公司评估价值具备合理性、公允性。

（本页无正文，为《中联资产评估咨询（上海）有限公司关于《深圳证券交易所关于对福建万辰生物科技集团股份有限公司的重组问询函（创业板并购重组问询函〔2025〕第7号）》之核查意见的盖章页）

中联资产评估咨询（上海）有限公司



2025 年 9 月 10 日