



坤元资产评估有限公司

Canwin Appraisal Co., Ltd.

地址：杭州市钱江路 1366 号

华润大厦 B 座 13 楼

邮编：310020

电话：(0571) 81726488 81726388

关于杭州天元宠物用品股份有限公司 发行股份购买资产并募集配套资金申请的 审核问询函中有关评估事项的回复

深圳证券交易所上市审核中心：

由杭州天元宠物用品股份有限公司（以下简称上市公司或天元宠物）转来的《关于杭州天元宠物用品股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的审核问询函》（审核函〔2025〕030008 号，以下简称审核问询函）奉悉。我们已对审核问询函中需要我们说明的评估事项进行了审慎核查，现将审核问询函中与资产评估相关的问题核查情况汇报如下：

审核问询函问题第 12 题：关于标的资产收益法评估

申请文件显示：（1）本次交易采用收益法评估结果作为定价依据，标的资产 100% 股权的评估值为 7.77 亿元，增值率为 32.78%。（2）2025-2029 年，收益法评估预测标的资产的营业收入从 21.55 亿元增至 24.47 亿元，2030 年进入永续期。（3）本次评估预测过程中，对于电商销售业务，以各品牌在各渠道的毛利率以历史数据为基础，并考虑为保持一定的产品竞争力，毛利率逐年小幅下降至平稳；对于电商服务业务，因单位人工成本上升，前期毛利率将下降，标的资产拟通过人才培养、提升员工效率，以及应用 AI 等技术控制相应成本，预计到预测期末毛利率降幅收窄并趋于平稳。从未来整体毛利率水平看，分销模式和服务费模式毛利率逐年下降至平稳；零售模式毛利率小幅下降后，随着其高毛利率的宠物食品收入占比上升，推动零售模式综合毛利率的提升。（4）本次评估根据预测期各年度相关业务板块

的营业收入以及毛利率情况，计算得出营业成本。（5）2025-2029年，收益法评估预测标的资产销售费用由4.60%降至4.20%、管理费用率由2.62%降至2.47%。（5）本次评估以未来年度利润总额的预测数为基础，并参照标的资产历史综合税率水平进行预测。其中，智库软件公司被认定为高新技术企业，2023年至2025年按照15%的税率计缴企业所得税，本次评估假设未来智库软件公司在每次高新技术企业资格到期后均能通过复审并获得高新技术企业资格。（6）本次评估在分析标的资产以往年度应收款项目、其他流动资产项目占营业收入的比例，存货、应付款项目、其他流动负债项目占营业成本的比例基础上，采用一定的指标比例，以此计算标的资产未来年度的营运资金的变化，从而得到标的资产各年营运资金的增减额。（7）本次评估预测折现率为9.61%。（8）2024年12月，上市公司收购标的资产10%股权对应标的资产估值7.70亿元。

请上市公司补充披露：（1）收益法评估预测各业务模式收入增长率、各业务模式下收入的测算过程及依据，以及预测依据是否充分、谨慎、合理（结合现有客户的合作期限、续约情况、新客户开拓情况、品牌市场份额变化、休闲食品和宠物食品等主要产品品类收入结构变化情况等情况）。（2）收益法评估过程中毛利率的测算过程及依据，预测依据是否充分、谨慎、合理（结合标的资产与现有品牌方或其代理商的定价模式、品牌发展周期、各业务模式下历史毛利率波动情况、标的资产对上下游合作方的议价能力、行业竞争格局、标的资产研发费用变化、代理或分销产品结构变化等），预测期毛利率先降后升的原因及合理性。（3）销售费用和管理费用中的重要构成项目的测算过程及预测依据，预测依据是否充分、谨慎、合理（结合销售费用率与管理费用率水平、构成情况及其与报告期内的差异情况等，以及上述期间费用是否与预测期内业务增长情况相匹配），并采用敏感性分析的方式量化分析期间费用率的变动对评估结果的影响程度。（4）税费的测算过程和预测依据，相关税率预测是否谨慎、合理（结合智库软件公司高新技术企业认证的可持续性）。（5）营运资金增加额的计算过程中各具体项目比例取值的依据及其合理性（结合最近一年应收账款回款加快的原因，以及选取最近一年应收款项目占营业收入的比例计算营运资金增加额的合理性）。（6）计算折现率时选取公司的可比性，折现率的预测是否谨慎、合理（结合以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构的原因以及是否符合标的资产实际情况，最终确定

的折现率与同行业可比交易案例是否存在明显差异等)。(7) 折旧和摊销、资本性支出的测算过程和预测依据,以及相关预测是否合理。(8) 评估基准日后是否发生影响评估值的重要变化事项。(9) 结合本次交易的市盈率、市净率、评估增值率情况,并结合标的资产的运营模式、核心竞争力、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等,说明本次交易标的资产定价公允性,与选取的相关上市公司及交易的可比性。(10) 结合上市公司前次收购标的资产股权估值与本次差异的原因,说明本次交易中评估作价与前次股权转让价格差异的合理性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

《资产评估报告》(坤元评报〔2025〕565号,以下简称原评估报告)出具后,广州淘通科技股份有限公司(以下简称淘通科技公司或标的公司)确认其与公司B合作于2025年8月31日到期,公司B期望的续约条件不及标的公司预期,标的公司为保障自身业务的合理收益与长远发展,未能与公司B完成续约。该事项虽未改变标的公司核心业务模式,但标的公司的供应商结构等关键经营要素发生重大变动,从而影响未来的盈利预测,导致标的资产价值发生变化。该事项对资产评估价值产生明显影响,不能直接使用原评估结论。上市公司已聘请本评估机构根据期后经营情况重新出具评估报告以确定评估结果,下文回复中的评估数据均摘自重新出具的《资产评估报告》(坤元评报〔2025〕799号,以下简称新评估报告),新评估报告在充分考虑评估基准日后标的公司各项业务的业绩实现情况、与公司B合作终止情况及新签品牌情况对日常经营造成的影响,调整原评估报告的预测数据,调整后的标的公司股东全部权益的评估价值为72,300.00万元,较原评估报告股东全部权益的评估价值减少5,400.00万元,与原评估值相比下调6.95%。**如无特别说明,本题回复中报告期系新评估报告对应的报告期,具体为2023年、2024年;报告期后系评估基准日至新评估报告日。**

调整前后具体对比情况如下:

单位:万元

项目/年度		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年 及以后
营业收入	调整前	203,221.52	211,553.15	219,056.46	225,520.21	230,775.10

项目/年度		2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
-电商销售收入	调整后	196,044.53	183,771.70	192,004.60	199,501.22	206,080.24
	其中：与公司 B 合作终止影响金额	-25,529.65	-53,399.80	-55,047.92	-56,333.45	-57,216.18
	存量品牌影响金额	16,352.66	21,618.35	23,836.05	26,029.65	28,150.81
	新签品牌影响金额	2,000.00	4,000.00	4,160.00	4,284.80	4,370.50
	差异额	-7,176.99	-27,781.45	-27,051.86	-26,018.99	-24,694.86
营业收入 -电商服务收入	调整前	12,274.58	12,777.81	13,231.01	13,621.42	13,938.82
	调整后	10,881.27	10,524.38	11,014.00	11,450.30	11,821.85
	差异额	-1,393.31	-2,253.43	-2,217.01	-2,171.12	-2,116.97
营业收入	调整前	215,496.10	224,330.96	232,287.47	239,141.63	244,713.92
	调整后	206,925.80	194,296.08	203,018.60	210,951.52	217,902.09
	差异额	-8,570.30	-30,034.88	-29,268.87	-28,190.11	-26,811.83
	差异率	-3.98%	-13.39%	-12.60%	-11.79%	-10.96%
息前税后 利润	调整前	7,530.81	8,071.91	8,442.18	8,934.42	9,362.04
	调整后	7,505.39	7,310.01	7,630.25	7,953.57	8,368.53
	差异额	-25.42	-761.9	-811.93	-980.85	-993.51
	差异率	-0.34%	-9.44%	-9.62%	-10.98%	-10.61%
评估值	调整前	77,700.00				
	调整后	72,300.00				
	差异额	-5,400.00				
	差异率	-6.95%				

存量品牌影响金额系报告期内核心新增品牌按照期后实际经营情况调整电商销售收入预测后的影响金额；新签品牌影响金额系报告期后新增品牌实际经营情况调整电商销售收入预测后的影响金额。具体预测依据如下：

（一）存量品牌影响金额的预测依据

报告期内，标的公司在宠物食品及休闲食品领域成功拓展品牌 A、品牌 B 和 Nimm2 二宝等新合作品牌，新评估报告仅对上述报告期内新增品牌的预测金额进行调整。

由于报告期内标的公司新增的合作品牌合作时间相对较短，历史经营数据相对有限，原评估报告基于谨慎原则，对其未来收入预测的增长率设定得较为保守。报

告期核心新增品牌在报告期及期后的电商销售收入情况如下：

金额单位：万元

对应品牌	合作开始时间	2023 年收入	2024 年收入	原评估报告 2025 年预测收入	2025 年 1-6 月实际收入	年化完成率
品牌 A	2023 年 1 月	24,556.28	33,336.98	36,644.23	19,943.55	108.85%
品牌 B	2024 年 1 月	-	19,020.95	20,923.05	15,043.29	143.80%
Nimm2 二宝	2024 年 9 月	-	889.36	5,566.26	4,802.60	172.56%
合 计		24,556.28	53,247.29	63,133.54	39,789.43	126.05%

注：年化完成率 = (2025 年 1-6 月实际收入 × 2) / 原评估报告 2025 年预测收入。

由上表可知，报告期内主要新增品牌处于市场拓展初期，收入呈现高速增长态势，2025 年 1-6 月的实际收入均高于原预测水平。新评估报告根据报告期内主要新增品牌在 2025 年 1-6 月的实际经营情况，调整其 2025 年收入的预测。品牌 B2026 年增长率参考品牌 A2025 年增长率,2027 年及之后年度的收入增长率与原评估报告保持一致；品牌 A 和 Nimm2 二宝 2026 及之后年度的收入增长率与原评估报告保持一致。

经上述调整后，报告期内主要新增品牌根据期后实际经营情况调整存量品牌电商销售收入对预测期收入影响的具体金额如下：

金额单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年及以后
原评估报告	63,133.54	68,072.90	72,719.99	76,959.29	80,678.39
新评估报告	79,486.20	89,691.25	96,556.05	102,988.94	108,829.21
差异额	16,352.66	21,618.35	23,836.06	26,029.65	28,150.82

(二) 新签品牌影响金额的预测依据

报告期后，标的公司成功拓展与迈大食品（上海）有限公司（以下简称迈大食品）和中宏生物工程（北京）股份有限公司（以下简称中宏生物）等新品牌的合作。

合作公司	合作开始时间	主要品牌	渠道
迈大食品	2025 年 7 月	Danisa 皇冠丹麦曲奇、KOPIKO COFFEE 可比可咖啡等	天猫、抖音、京东等
中宏生物	2025 年 8 月	可益康	天猫、拼多多、京东等

报告期后标的公司新签合作的迈大食品、中宏生物旗下品牌，均为细分领域优

质标的，行业地位突出。

迈大食品是东南亚迈大集团在华核心主体，专注于代理丹麦丹尼诗特色食品有限公司（Danish Speciality Foods Aps）旗下产品 Danisa 皇冠丹麦曲奇等和 MAYORA 印度尼西亚迈大集团旗下产品 KOPIKO COFFEE 可比可咖啡、爱时乐夹心棒、钙芝威化饼干、脆乐脆薄脆系列饼干等在中国的推广和销售。其中，Danisa 皇冠曲奇凭高品质连续多年居国内进口曲奇市场份额前三；KOPIKO COFFEE 可比可咖啡为东南亚著名咖啡品牌。上述产品依托全球供应链，为标的公司电商业务增长提供支撑。

中宏生物是国内健康食品领域先行者，为中国保健品协会理事单位，核心品牌可益康已形成了以蛋白系列和滋补养生饮系列为核心的“新一代东方营养”产品矩阵体系，同时还拥有诸如冲调系列、养生麦片、健康杂粮、健康零食等多款系列产品。

对于报告期后新签品牌电商销售收入，参考其在标的公司运营前电商销售收入并结合品牌市场发展、行业增长趋势等因素进行测算。

上述报告期后新签品牌电商销售收入对预测期收入影响的具体金额如下：

金额单位：万元

项目/年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
原评估报告	-	-	-	-	-
新评估报告	2,000.00	4,000.00	4,160.00	4,284.80	4,370.50
差异额	2,000.00	4,000.00	4,160.00	4,284.80	4,370.50

一、收益法评估预测各业务模式收入增长率、各业务模式下收入的测算过程及依据，以及预测依据是否充分、谨慎、合理（结合现有客户的合作期限、续约情况、新客户开拓情况、品牌市场份额变化、休闲食品和宠物食品等主要产品品类收入结构变化情况等情况）

（一）收益法评估预测各业务模式收入增长率

标的公司营业收入主要包括电商销售服务收入及全域数字营销收入，其中全域数字营销业务收入 2024 年仅占总营业收入的 0.23%，该业务尚处于探索阶段，公司管理层对该业务的未来发展前景及经营规划尚无明确计划，本着谨慎和客观的原则，本次评估不对标的公司全域数字营销业务进行预测。电商销售服务收入包括零售模

式收入、分销模式收入和服务费模式收入。

收益法评估预测电商销售服务各业务模式及主要合作品牌收入增长如下：

单位：万元

业务模式	项目	历史数据		预测期				
	品牌	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年及以后
零售模式	合计收入	59,941.84	88,910.91	116,681.90	129,263.88	136,606.58	143,395.44	149,470.80
	增长率		48.33%	31.23%	10.78%	5.68%	4.97%	4.24%
	其中：品牌 A	22,537.13	32,725.60	39,270.64	43,197.71	46,653.52	49,919.27	52,914.42
	品牌 B	-	19,020.95	29,746.39	35,368.03	38,197.47	40,871.29	43,323.57
	品牌 G	19,484.38	16,106.19	16,106.08	16,106.08	16,106.08	16,106.08	16,106.08
	品牌 H	10,678.79	13,016.65	13,403.19	13,744.62	14,031.43	14,255.14	14,408.75
	Nimm2 二宝	-	826.00	8,764.29	9,290.14	9,754.65	10,144.84	10,449.18
分销模式	合计收入	50,271.80	51,435.22	53,454.52	54,507.82	55,398.01	56,105.78	56,609.44
	增长率		2.31%	3.93%	1.97%	1.63%	1.28%	0.90%
	其中：品牌 G	28,917.70	31,579.13	32,112.80	32,584.22	32,980.21	33,289.08	33,501.17
	品牌 H	7,926.18	9,070.13	9,395.12	9,770.05	10,084.98	10,330.63	10,499.31
	品牌 I	9,882.92	8,761.50	8,712.25	8,712.25	8,712.25	8,712.25	8,712.25
服务费模式	收入	6,979.70	8,845.79	9,881.27	10,524.38	11,014.00	11,450.30	11,821.85
	增长率		26.74%	11.71%	6.51%	4.65%	3.96%	3.24%
合计	收入	117,193.34	149,191.92	180,017.69	194,296.08	203,018.59	210,951.52	217,902.09
	增长率		27.30%	20.66%	7.93%	4.49%	3.91%	3.29%

注：由于标的公司主要合作品牌之一品牌 F 于 2025 年 9 月起不再与其进行经销合同续签，本次评估时不再考虑品牌 F 原有的经销合同到期后的品牌相关收入；为增加数据的可比性，上表中的数据已经剔除品牌 F 的收入，下同。

由上表可见，2025 年和 2026 年受报告期新增品牌品牌 A、品牌 B 和 Nimm2 二宝快速放量影响，带动标的公司收入较快增长，2027 年开始各业务模式预测收入增长率均呈现逐步放缓、趋向稳态的特征，主要因新品牌进入稳定期、存量品牌增速趋缓，符合行业发展与企业经营规律。

其中，零售模式 2025 年和 2026 收入增长率为 31.23%和 10.78%，是收入增长的核心动力，系由于报告期新增品牌品牌 A、品牌 B 和 Nimm2 二宝与标的公司主要采

用零售模式开展合作，2027 年开始新品牌进入稳定期，整体增速逐步回落至预测期末期的 4.24%。分销模式的增长率从 2.31% 降至 0.90%，保持低速增长，主要系分销模式收入依赖品牌 G、品牌 H 等存量品牌，上述品牌均在细分领域均占据头部市场地位，具备较强的市场竞争力与不可替代性优势，品牌依托成熟市场基础、随行业发展增速平缓但稳定性高，为标的公司提供稳定现金流支撑。服务费模式的增长率从 26.74% 降至 3.24%，标的公司电商服务收入与其电商销售收入关联度较高，其整体增速变动趋势与电商销售收入一致。综上，本次评估对标的公司收入预测既考虑短期新品牌放量的支撑，也反映业务成熟后增长放缓的规律，符合行业发展与企业经营规律，具备合理性和谨慎性。

（二）各业务模式下收入的测算过程及依据

电商行业的整体发展趋势及各品牌的实际运营成效，对标的公司电商零售、分销和服务费收入有着直接且决定性的影响，本次评估充分考量电商行业的总体发展趋势，并结合各品牌的实际运营状况，得出未来的电商销售模式（含零售模式和分销模式，下同）收入。对于电商服务费模式收入，经分析，淘通科技公司主要服务品牌与其电商销售模式收入关联度较高，对于主要服务品牌本次评估以各品牌电商销售模式收入的一定比例进行预测，该比例参考各品牌历史实际水平；对于仅发生电商服务收入的品牌及其他电商销售收入规模较小的品牌以其历史电商服务费收入为基础，考虑一定比例增长确定其收入。

其中，电商销售模式收入预测具体为：以标的公司各品牌在不同渠道的历史收入数据为基础，针对不同品牌及不同渠道分别制定差异化的预测增长幅度，以此确定未来的收入预测金额，再按零售渠道、分销渠道分别对各品牌收入进行汇总计算，最终形成零售模式与分销模式的预测收入合计数。另外，本次评估时不再考虑原有合同到期后不再续签的公司 B 相关品牌的收入。

本次评估对各品牌在各渠道的未来预测增速设置情况如下：

项目		2025 年 预测增速	2026 年 预测增速	2027 年 预测增速	2028 年 预测增速	2029 年 预测增速
休闲食品及其他品类	快速发展	6%	5%	4%	3%	2%
	平稳增长	3%	3%	3%	2%	2%
	保持稳定	0%	0%	0%	0%	0%

项目	2025年 预测增速	2026年 预测增速	2027年 预测增速	2028年 预测增速	2029年 预测增速
宠物食品类	考虑品牌市场情况、结合公司与品牌销售计划和期后实际情况确定 2025年收入	10%	8%	7%	6%
报告期内 新代理品牌		6%	5%	4%	3%
报告期后 新代理品牌		4%	3%	2%	

1. 本次评估对休闲食品及其他品类的未来预测增速的划分依据及预测依据

项目		划分依据			预测依据
		品牌发展状态	渠道	品牌销售 历史增速	
休闲食品 及其他品 类	快速发展	电商领域处于 扩张期	新兴电商平 台	增速大于 20%	参考实物网上零售额累计增长率、我国网络购物用户规模增长率、全国2024年批发零售商品销售额增长率、2024年零食电商平台销售增速、2024休闲食品增速及预计中国零食到2028年5年复合增速
	平稳增长	电商领域处于 扩张期或成熟期	传统成熟平 台	增速介于 0%-20%之间	参考社会消费品零售总额增长率
	保持稳定	电商领域处于 成熟期	传统成熟平 台	历史无增长	参考品牌市场份额、产品可替代性优势、市场竞争程度优势等

休闲食品及其他品类中，对于品牌H抖音零售渠道等，其整体在电商领域处于扩张期、渠道具备增量潜力，历史品牌、渠道收入增速较快，故确定2025年至2029年收入增长率为6%、5%、4%、3%、2%；对于品牌J淘宝系渠道等，品牌实力稳固、合作基础扎实，长期无重大风险，历史品牌、渠道收入小幅增长，故确定2025年至2029年收入增长率为3%、3%、3%、2%、2%；对于品牌G天猫超市渠道、品牌I天猫超市渠道等，其品牌实力稳固、合作基础扎实，长期无重大风险，历史品牌、渠道收入短期小幅波动、整体呈稳定态势，故确定2025年至2029年收入保持稳定。

2. 宠物食品类2025年及以后未来预测增速的依据

对于品牌A、品牌B等宠物食品类品牌，品牌整体电商领域处于扩张期、渠道具备增量潜力，历史品牌、渠道收入增速较快，报告期及期后的电商销售收入情况如下：

金额单位：万元

品牌	开始合作时间	2023 年收入	2024 年收入	2025 年 1-6 月实际收入	2025 年 年化增长率
品牌 A	2023 年 1 月	24,556.28	33,336.98	19,943.55	19.65%
品牌 B	2024 年 1 月	0.00	19,020.95	15,043.29	58.18%
合计		24,556.28	52,357.93	34,986.84	33.64%

注：年化增长率 = (2025 年 1-6 月实际收入 × 2) / 2024 年收入。

由上表可知，品牌 A、品牌 B 品牌处于市场拓展初期，收入呈现高速增长态势，本次评估参考 2025 年 1-6 月的实际收入增速确定其 2025 年收入增长率，品牌 B2026 年增长率参考品牌 A2025 年增长率。考虑品牌市场情况、结合公司与品牌销售计划和行业发展情况（参考城镇猫犬消费 2025 年至 2028 年复合增长率情况）确定 2026 年至 2029 年收入增长率为 10%、8%、7%、6%。

3. 报告期内新代理品牌 2025 年及以后未来预测增速的依据

对于报告期新增品牌 Nimm2 二宝，其与标的公司历史销售的其他品牌的糖果品类相似，系休闲食品，处于市场拓展初期，电商销售收入呈现高速增长态势。

金额单位：万元

对应品牌	合作开始时间	2023 年收入	2024 年收入	2025 年 1-6 月实际收入
Nimm2 二宝	2024 年 9 月	0.00	889.36	4,802.60

本次评估参考 2025 年 1-6 月的实际收入确定其 2025 年收入。考虑品牌市场情况、结合公司与品牌销售计划和行业发展情况（参考快速发展品牌渠道增速）确定 2026 年至 2029 年收入增长率为 6%、5%、4%、3%。

4. 报告期后新代理品牌 2025 年、2026 年及以后未来预测增速的依据

报告期后，标的公司成功拓展与迈大食品和中宏生物等新品牌的合作。

合作公司	合作开始时间	主要品牌	渠道	品类	店铺移交前 2025 年 1-6 月收入或 GMV
迈大食品(上海)有限公司	2025 年 7 月	Danisa 皇冠丹麦曲奇、KOPIKO COFFEE 可比可咖啡等	天猫、抖音、京东等	休闲食品	4,200w
中宏生物工程(北京)股份有限公司	2025 年 8 月	可益康	天猫、拼多多、京东等	健康食品	3,000w (含代运营)

标的公司对于可益康主要系代运营服务，预计电商销售收入金额较小，本次评

估未对其电商销售收入单独进行预测；对于 Danisa 皇冠丹麦曲奇饼干和 KOPIKO COFFEE 可比可咖啡，其与标的公司历史销售的其他品牌的饼干、速溶咖啡品类相似，系休闲食品，2025 年和 2026 年收入参考其店铺在移交前收入或 GMV 并考虑品牌市场情况、结合公司与品牌销售计划确定，2027 年及以后增速参考休闲食品快速发展品牌渠道增速确定收入增长率为 4%、3%、2%。

综上所述，本次评估对标的公司未来电商销售收入预测时，参考了历史经营统计资料 and 实际经营情况。同时，结合各品牌的电商发展现状，分析其在电商发展阶段的差异，以及不同销售渠道的动态变化，分品牌、分渠道对公司未来电商销售收入进行预测，具备合理性。

(三) 收入增长率预测依据的充分、谨慎、合理性分析

1. 主要品牌长期稳定合作且均已完成续约，为收入预测的持续性与可实现性提供坚实支撑

主要品牌合作背景及历史：

主要合作品牌	合作背景及历史
玛氏	玛氏系标的公司首家合作的大型品牌方。2012 年，标的公司与玛氏建立合作关系，并开设首家电子商务店铺——德芙天猫店铺。随着首家店铺业绩的不断向好发展，标的公司与玛氏的合作关系持续深化，引入更多品牌并开设相关店铺。截至报告期末，标的公司已成为玛氏主要在线渠道合作商之一。
雀巢	雀巢系标的公司发展早期即引入的重点品牌方之一。标的公司于 2017 年与雀巢建立合作关系，主要销售其婴幼儿食品等产品。
百事	百事系标的公司发展早期即引入的重点品牌方之一。标的公司于 2016 年与百事建立合作关系，主要销售其休闲食品和方便速食产品等产品。

主要品牌签约情况如下表：

合作品牌	合作开始时间	截至 2025 年 12 月 31 日已合作期限 (年)	目前签约情况
玛氏箭牌	2012 年 5 月	13.67	已完成续签
百事	2016 年 1 月	10.00	已完成续签
雀巢	2017 年 1 月	9.00	已完成续签
美士	2018 年 2 月	7.92	已完成续签
金霸王	2021 年 5 月	4.67	已完成续签
和情	2022 年 10 月	3.25	已完成续签
品牌 A	2023 年 1 月	3.00	已完成续签
品牌 B	2024 年 1 月	2.00	已完成续签

合作品牌	合作开始时间	截至 2025 年 12 月 31 日已合作期限 (年)	目前签约情况
Nimm2 二宝	2024 年 9 月	1.33	合同未到期，继续合作中
Danisa 皇冠、可比可	2025 年 7 月	0.50	新签约
可益康	2025 年 8 月	0.42	新签约

从上表可见：

标的公司与玛氏箭牌、百事、雀巢等核心品牌的合作期限较长，其中玛氏箭牌合作已达 **13.67** 年，具备深厚的合作基础与成熟的协同模式。在已到期或进入续签流程的品牌中，玛氏箭牌、百事、雀巢、金霸王、和情、皇家、冠军、美士等 8 个核心品牌均已完成续签；2025 年新增签约 Danisa 皇冠、可比可和可益康等品牌，进一步丰富品牌合作矩阵。现有客户的长期合作与高续约率，直接保障了预测期内基础收入的稳定性：一方面，玛氏箭牌、百事等成熟品牌的续签确保了相关业务收入在预测期内的可延续性，构成了休闲食品板块的主要收入；另一方面，皇家、冠军等宠物食品品牌的稳定合作，与公司聚焦高增长赛道的战略方向一致，为该板块收入增长提供持续驱动力。

此外，本次评估预测中，已剔除公司 B 相关的收入及支出，评估结果中已反映期后该品牌未续签事项的影响。

综上分析，在已剔除公司 B 收入的前提下，本次预测体现谨慎性原则，且已续签品牌的合作稳定性与历史规律、实际经营情况一致，收入预测具备充分的合理性与谨慎性。

2. 新客户开拓成效显著，为收入增长提供增量支撑与可验证依据

自设立以来，标的公司在经营过程中，积累了较强的新客户获取能力。

一方面，标的公司重点耕耘休闲食品等核心行业赛道，在十多年来对玛氏箭牌、百事等休闲食品行业内标杆品牌的服务过程中，深度积累了电子商务渠道的产品销售和品牌运营的经验 and 能力，打造了玛氏箭牌等一系列标杆性的品牌运营案例，能够为潜在合作品牌提供自身业务能力的有效证明。

另一方面，标的公司持续优化合作品牌开拓的业务流程，并着力提升业务线索的获取和跟进、竞标方案的制作和宣讲、定制化运营方案的设计和实施等能力，已经形成了新品牌开拓的标准化流程。

报告期内核心新增品牌收入情况：

金额单位：万元

对应品牌	合作开始时间	2023 年收入	2024 年收入	分类
公司 A	2023 年 1 月	26,670.36	36,402.35	宠物食品
公司 B	2024 年 1 月	0.00	19,603.27	宠物食品
Nimm2 二宝	2024 年 9 月	0.00	1,328.65	休闲食品
合 计		26,670.36	57,334.27	

报告期内,标的公司在宠物食品及休闲食品领域成功拓展品牌 A、品牌 B 和 Nimm2 二宝等新合作品牌,新增品牌收入规模与增长趋势为预测期收入增长的可实现性提供了可靠的基础。

其中宠物食品领域新增品牌收入增速较快,2023 年 1 月合作的品牌 A 首年实现收入 26,670.36 万元,2024 年同比增长 36.49%至 36,402.35 万元,体现成熟品牌合作后的稳定增长能力;2024 年 1 月新增的品牌 B 当年贡献收入 19,603.27 万元,成为收入重要增量来源。休闲食品领域 2024 年 9 月新增的二宝品牌,在开展合作的 2 个月内,实现收入 1,328.65 万元,验证了标的公司在传统休闲食品领域具有强有力的运营能力。

从整体表现看,2023 年上述核心新增品牌合计收入 26,670.36 万元,2024 年增至 57,334.27 万元,同比增幅达 114.97%,增量贡献显著。上述实际经营成果客观反映了标的公司新品牌合作的资源整合能力与市场拓展效率,其中新增品牌在宠物食品领域的快速增长与在休闲食品领域的初步贡献,与预测期内新业务增长方向一致。

综上分析,标的公司近年来新客户开拓卓有成效,新品牌相关收入增长为未来预测收入的实现提供增量支撑与可验证依据,本次收入预测具备合理性与谨慎性。

3. 核心品牌行业地位较高,为收入稳定性提供支撑

品牌名称	行业地位	可替代性	市场竞争程度优势	市场份额
玛氏箭牌	根据炽热咨询数据,玛氏是 2024 年中国零食行业排名第一的企业(以零售额计)	具有较强的不可替代性	市场竞争优势强	1.58%
百事	根据炽热咨询数据,百事是 2024 年中国零食行业排名第三的企业(以零售额计);根据欧睿国际的数据,乐事过去 5 年稳居中国薯片市场零售额排名首位,市场份额从 2019 年的 45.9%稳步增长至 2024 年的 50.7%,在中国薯片市场中占据半壁江山;“黑麦片十大品牌排行榜”“营养即溶麦片十大品牌排行	具有较强的不可替代性	市场竞争优势强	1.12%

品牌名称	行业地位	可替代性	市场竞争程度优势	市场份额
	榜”“进口麦片十大品牌排行榜”等多个榜单中均荣获第1名			
皇家	北京大学国家发展研究院等权威机构联合发布的“全球品牌中国线上500强”榜单，皇家宠物食品位列第73名，荣登宠物品牌榜首	具有较强的不可替代性	市场竞争优势强	7.16%
冠军	在高端宠物食品市场中占据重要地位	具有较强的不可替代性	市场竞争优势较强	4.65%
雀巢	标的公司运营的雀巢下属的嘉宝品牌是全球著名的母婴品牌，专注于婴幼儿食品及用品，在婴幼儿辅食领域具有极高的知名度和市场份额	具有较强的不可替代性	市场竞争优势较强	/
美士	在宠物食品行业有一定的知名度和市场份额，是中高端宠物食品市场的重要参与者	具有一定的不可替代性	市场竞争优势中等	/

数据来源：休闲食品市场份额数据摘录自灼热咨询统计的2024年中国零食行业市场份额；宠物食品市场份额数据摘录自久谦中台、宠物投研院统计的2025年上半年猫狗食品销售额市场份额，其中冠军品牌包含渴望和爱肯拿两大品牌。

标的公司合作的核心品牌在各自细分领域均占据头部市场地位，具备较强的市场竞争力与不可替代性优势，为预测期内收入的持续稳定提供了行业基本面支撑。

从具体品牌表现来看，休闲食品领域的玛氏箭牌、百事等品牌市场地位突出。玛氏位列中国零食行业第一，市场竞争力显著；百事位列中国零食行业第三，旗下乐事品牌根据欧睿国际数据，2019-2024年中国薯片市场零售额份额从45.9%稳步提升至50.7%，占据市场半壁江山，其麦片类产品亦在多个细分榜单中稳居首位，竞争优势持续强化。

宠物食品领域的合作品牌同样展现头部优势。皇家宠物食品入选“全球品牌中国线上500强”并列宠物品牌榜首，冠军宠物在高端宠物食品市场占据重要地位，二者均具备较强的不可替代性与市场竞争优势；美士作为中高端宠物食品市场的重要参与者，亦保持稳定的市场份额。母婴食品领域的雀巢嘉宝品牌，在婴幼儿辅食领域知名度与市场份额极高，不可替代性显著，竞争优势较强。

综上分析，标的公司合作的核心品牌于各自细分领域占据头部市场地位，行业地位较高，市场份额稳定且竞争优势显著，不仅体现了公司在品牌合作中的资源整合能力与行业认可度，更意味着这些品牌具备坚实的市场需求基础与较强的抗竞争风险能力。相关品牌的行业地位与市场表现与预测期内收入稳定性的支撑逻辑、历史市场规律及实际经营情况一致，收入预测具备合理性与谨慎性。

4. 产品品类收入结构变化符合行业发展趋势和公司发展战略

预测期休闲食品和宠物食品等主要产品品类收入结构如下：

单位：万元、%

品牌	产品	项目	历史数据		预测期				
			2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年 及以后
品牌 F	休闲食品	金额	38,920.54	49,216.58	25,908.11	0.00	0.00	0.00	0.00
		占比	26.10	25.96	13.22	0.00	0.00	0.00	0.00
品牌 G	休闲食品	金额	48,402.08	47,685.31	48,218.88	48,690.29	49,086.28	49,395.15	49,607.25
		占比	32.46	25.16	24.60	26.49	25.57	24.76	24.07
品牌 H	休闲食品、方便速食	金额	18,604.96	22,086.78	22,798.31	23,514.67	24,116.41	24,585.77	24,908.06
		占比	12.48	11.65	11.63	12.80	12.56	12.32	12.09
品牌 I	休闲食品、婴幼儿食品	金额	10,696.09	9,582.43	9,582.44	9,625.95	9,662.50	9,691.01	9,710.58
		占比	7.17	5.06	4.89	5.24	5.03	4.86	4.71
Nimm 2 二宝	休闲食品	金额	0.00	889.36	9,764.29	10,350.14	10,867.65	11,302.36	11,641.43
		占比	0.00	0.47	4.98	5.63	5.66	5.67	5.65
皇冠	休闲食品	金额	0.00	0.00	2,000.00	4,000.00	4,160.00	4,284.80	4,370.50
		占比	0.00	0.00	1.02	2.18	2.17	2.15	2.12
小计	休闲食品等	金额	116,623.68	129,460.48	118,272.03	96,181.06	97,892.84	99,259.08	100,237.81
		占比	78.20	68.29	60.33	52.34	50.98	49.75	48.64
品牌 A	宠物食品	金额	24,556.28	33,336.98	39,975.53	43,973.08	47,490.92	50,815.29	53,864.21
		占比	16.47	17.59	20.39	23.93	24.73	25.47	26.14
品牌 B	宠物食品	金额	0.00	19,020.95	29,746.39	35,368.03	38,197.47	40,871.29	43,323.57
		占比	0.00	10.03	15.17	19.25	19.89	20.49	21.02
品牌 C	宠物食品	金额	4,216.84	3,757.89	3,773.42	3,787.48	3,799.29	3,808.51	3,814.83
		占比	2.83	1.98	1.92	2.06	1.98	1.91	1.85
小计	宠物食品	金额	28,773.13	56,115.82	73,495.33	83,128.59	89,487.69	95,495.09	101,002.61
		占比	19.29	29.60	37.49	45.23	46.61	47.87	49.01
其他品牌		金额	3,737.38	3,986.42	4,277.17	4,462.05	4,624.06	4,747.04	4,839.81
		占比	2.51	2.10	2.18	2.43	2.41	2.38	2.35

品牌	产品	项目	历史数据		预测期				
			2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年 及以后
合计		金额	149,134.19	189,562.72	196,044.53	183,771.70	192,004.59	199,501.22	206,080.24
		占比	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

A. 收入结构变化与历史发展趋势一致

在标的公司未来的收入结构中,主要休闲食品占比从2025年的60.33%降至2029年的48.64%。其中,品牌G、品牌H等成熟品牌占比平缓下降,Nimm2二宝等潜力品牌占比微升,延续标的公司“优化存量、培育增量”的经营规划。

主要宠物食品占比从2025年的37.49%升至2029年的49.01%。其中,品牌A、品牌B等核心品牌占比稳步提升,品牌E占比微降,各品牌占比变化平滑无异常,符合标的公司“聚焦核心、收缩边缘”的经营规划。

B. 收入结构变化与行业发展趋势契合

根据灼识咨询统计数据,2019年至2024年中国零食行业市场规模的复合年均增长率为4.4%。在零食持续创新、对更健康食品的需求不断增长以及渠道创新等因素的推动下,预计中国的零食行业2024年至2029年的复合年均增长率为5.5%。

从当前行业格局来看,休闲食品行业已进入存量竞争阶段。预测中,品牌G、品牌H等品牌占比微降,而Nimm2二宝则因契合细分需求而有所增长,各品牌在收入结构中的占比变化符合行业格局的调整方向。

根据欧睿、开源证券研究所数据,2018年至2023年中国宠物食品行业市场规模的复合年均增长率为14.66%。随着社会的发展以及养宠观念的不断推广普及,高成长性的宠物行业已成为市场蓝海,预计中国宠物食品行业2023年至2028年的复合年均增长率为10.17%。

宠物食品行业当前整体保持近15%的增速,预测中宠物食品在标的公司收入中的整体占比有所提升,与行业高景气度及集中度的整体背景相符,与宠物食品行业高端化、专业化的发展趋势一致。

综上,宠物食品行业未来增速显著高于休闲食品行业,此行业发展差异与预测期内公司宠物食品收入占比提升、休闲食品收入占比下降的品类结构变化趋势一致。

C. 收入结构变化与公司战略一致

休闲食品板块中,标的公司未来将巩固品牌G、品牌H等核心品牌基本盘,培

育 Nimm2 二宝等新品牌，践行“存量稳规模、增量提结构”的发展战略。而宠物食品作为战略增长极，品牌 A、品牌 B 未来收入占比上升源于资源倾斜，体现标的公司“聚焦高潜力品牌”的发展战略。

综上，预测中休闲食品占比平缓下降、宠物食品占比稳步上升的趋势及各品牌调整，符合标的公司发展战略和行业发展趋势，收入预测具备合理性。

5. 标的公司预测收入增长率与行业趋势、同业水平具备匹配性

(1) 行业整体增长情况和同行业上市公司增长情况

A. 行业整体增长情况

根据国家统计局相关数据，近年行业相关增长率如下：

单位：万亿元

项目	2023 年	2024 年
中国实物商品网上零售额	13.02	13.08
中国实物商品网上零售额增长率（同比）	8.4%	6.5%
中国社会消费品零售总额	47.15	48.79
中国社会消费品零售总额增长率	7.2%	3.5%
吃类实物商品网上零售额增长率（同比）	11.2%	16.0%

根据国家统计局数据，近年来我国吃类实物商品网上零售额增速持续提升，从 2023 年的 11.2% 升至 2024 年的 16.0%，显示食品类电商供需两旺，为本次预测的休闲食品类收入增长提供坚实的行业基础。

根据艾媒咨询《2025 年中国品牌电商服务商行业研究报告》相关数据，近年行业相关数据及预测情况如下：

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
中国网民规模（亿人）	9.89	10.32	10.67	10.92	11.08
中国网民规模和互联网普及率	70.4%	73.0%	75.6%	77.5%	78.6%
中国网络零售交易规模（万亿元）	11.76	13.09	13.79	15.43	15.52
中国网络零售交易规模增长率	10.9%	14.1%	4.0%	11.0%	7.2%
中国品牌电商服务市场交易规模	2,406.9	2,950.9	3,663.2	4,077.1	4,468.5
中国品牌电商服务市场交易规模增长率	14.0%	22.6%	24.1%	11.3%	9.6%

据艾媒咨询数据，2020-2024 年中国网络零售交易规模从 11.76 万亿元增至

15.52 万亿元，年均保持正增长；中国品牌电商服务市场交易规模从 2,406.9 亿元增至 4,468.5 亿元，近两年增长率在 10%左右，预计 2028 年将达 5,862.3 亿元，行业整体向好态势为标的公司电商销售服务业务提供了稳定的增长环境。

根据灼识咨询发布的《中国零食行业蓝皮书》，预计到 2028 年中国零食市场规模将超过 1.6 万亿元，预计 5 年复合增长率 5.2%；根据欧睿、开源证券研究所数据，预计到 2028 年中国宠物食品市场规模将超过 865 亿元，预计 5 年复合增长率 10.17%。

B. 同行业上市公司增长情况

主要从事休闲食品业务的 A 股上市公司包括好想你、甘源食品、劲仔食品和有友食品等，其业务与标的公司的休闲食品板块业务具有一定可比性。报告期内，标的公司电商销售收入与前述公司的营业收入变动情况如下表所示：

金额单位：万元

公司简称	2023 年度营业收入	2024 年度营业收入	同比变动 (%)
好想你	172,822.25	166,965.83	-3.39
绝味食品	726,132.68	625,665.10	-13.84
有友食品	96,621.06	118,232.57	22.37
良品铺子	804,588.90	715,920.16	-11.02
来伊份	397,718.29	337,048.27	-15.25
青岛食品	48,930.98	52,586.05	7.47
洽洽食品	680,562.73	713,136.41	4.79
桂发祥	50,385.99	49,559.54	-1.64
盐津铺子	411,517.54	530,393.39	28.89
甘源食品	184,755.99	225,726.10	22.18
劲仔食品	206,520.66	241,193.73	16.79
三只松鼠	711,457.59	1,062,205.35	49.30
合计/平均	4,492,014.65	4,838,632.48	7.72
淘通科技休闲食品及其他	120,588.63	133,403.36	10.63

注：上述公司数据来源于各公司 2024 年年度报告；淘通科技休闲食品及其他包含分销和零售收入，下同。

主要从事宠物食品业务的 A 股上市公司系路斯股份、乖宝宠物、中宠股份和佩

蒂股份等，其业务与标的公司的宠物食品板块业务具有一定可比性。报告期内，标的公司电商销售收入与前述公司的营业收入变动情况如下表所示：

单位：万元、%

公司简称	2023 年度营业收入	2024 年度营业收入	同比变动
路斯股份	69,631.32	77,763.76	11.68
乖宝宠物	432,696.31	524,496.38	21.22
中宠股份	374,720.21	446,475.16	19.15
佩蒂股份	141,128.41	165,904.03	17.56
合计/平均	1,018,176.25	1,214,639.33	19.30
淘通科技宠物食品	28,545.55	56,159.37	96.74

注：上述公司数据来源于各公司 2024 年年度报告。

(2) 本次评估预测与行业整体增速、同行业上市公司增速的比较

本次评估对标的公司休闲食品板块和宠物食品板块电商销售收入预测增速和行业比较情况如下：

项目	同业务板块上市公司 2024 年增速	标的公司 2024 年增长率	评估预测 2025 年增长率	行业预计 5 年复合增长率	评估预测 5 年复合增长率
休闲食品板块收入	7.72%	10.63%	14.73%	5.20%	1.69%
宠物食品板块收入	19.30%	96.74%	30.97%	10.17%	6.56%

注：评估预测 2025 年增长率已剔除品牌 F 影响。

A. 休闲食品板块

从行业数据看，休闲食品行业上市公司 2024 年营收增速为 7.72%，行业总体增长稳健。标的公司休闲食品板块 2024 年实际收入增长率达 10.63%，高于行业平均水平，主要得益于品牌 G、品牌 H 等头部品牌的市场份额优势。

本次评估中，标的公司休闲食品板块 2025 年的整体收入增长率为 14.73%，主要系 Nimm2 二宝等新品牌快速放量，属于新增品牌的短期高速增长；评估预测的未来 5 年复合增长率为 1.69%，低于研报预测的 5.20%，充分体现了休闲食品市场竞争加剧及收入基数扩大后的增速放缓趋势。此外，结合前文所述的核心品牌行业地位较高、不可替代性强、市场竞争优势强的市场格局，本次评估预计增速低于历史增速与行业均值，体现了相关收入预测的谨慎性。

B. 宠物食品板块

宠物食品领域同业务板块上市公司 2024 年增速为 19.30%，行业需求旺盛。标的公司宠物食品板块 2024 年实际收入增长率达 96.74%，主要因品牌 A、品牌 B 等新品快速放量，属于新增品牌的短期高速增长。

标的公司宠物食品板块 2025 年预测的整体增长率为 30.97%，较 2024 年的高增速有所回落，高于同行业上市公司的平均水平 19.30%，贴合新品牌放量后增长逐步平稳的规律。评估预测的未来 5 年复合增长率为 6.56%，低于研报预测的 10.17% 及行业近年增速，主要系考虑了品牌 A、品牌 B 等品牌的市场份额支撑，又充分考虑了高增长后基数扩大的影响，增速回落至行业合理区间，避免对短期高增长的过度乐观，体现了收入预测的谨慎性与合理性。

综合分析，本次对标的公司各业务板块的预测收入增长率中，休闲食品板块增速低于行业及公司历史增速，宠物食品板块增速从短期高增长回落至行业合理水平，且各板块预测的长期复合增速均低于行业预测，本次评估预测具备充分的行业数据支撑与谨慎性。

综上所述，结合标的公司现有客户的合作期限、续约情况、新客户开拓情况、品牌市场份额变化、休闲食品和宠物食品等主要产品品类收入结构变化情况，本次评估测算过程合理且依据充分、谨慎。

二、收益法评估过程中毛利率的测算过程及依据，预测依据是否充分、谨慎、合理（结合标的资产与现有品牌方或其代理商的定价模式、品牌发展周期、各业务模式下历史毛利率波动情况、标的资产对上下游合作方的议价能力、行业竞争格局、标的资产研发费用变化、代理或分销产品结构变化等），预测期毛率先降后升的原因及合理性。

（一）收益法评估过程中毛利率的测算过程及依据

1. 标的公司与现有品牌方或其代理商的定价模式

标的公司合作的品牌对应的商品大多为快速消费品，品牌方主要依托线上线下游渠道将商品销售给终端消费者，对于品牌方而言，经销商体系内统一的价格指导体系是经销商稳定合作、商品终端销售稳步推进、避免不同销售主体利用价格战恶性竞争的关键规则。因此，品牌方对标的公司及标的公司下游分销商制定了较为统一的终端销售指导价格，该价格通常为最低限制价格，在最低限制价格以上，

标的公司和下游分销商拥有自主定价权。

标的公司与主要品牌方签订的合同中，通常会对商品购销的定价、返利等政策作出原则性约定，交易执行时根据双方沟通一致的订单价格执行，在电商平台促销活动期间，标的公司自主制定具体促销方案，向品牌方报备同意后按照促销方案执行。由于零售模式下的促销活动，以及为分销商预留利润空间都会直接损害标的公司的商品购销毛利，为弥补标的公司上述损失，通常品牌方可以将促销折扣损失、分销商折扣和返利等支出以返利方式弥补给标的公司，以保障标的公司最终获取合理的商品购销毛利。

根据上述定价模式，可见：

A. 标的公司与现有品牌方或其代理商的定价机制规范且可控

标的公司商品销售价格严格按照品牌方提供的价格建议表为基准，该价格体系由品牌方综合市场供需、成本结构及品牌价值制定，经长期市场验证具备合理性。标的公司在实际运营中严格遵循这一机制，避免自主定价的随意性，从源头锁定了售价波动风险，确保价格不会出现大幅异常变动，避免不合理的市场竞争。

B. 核心品牌价格体系成熟

标的公司合作的品牌 G、品牌 H 等头部品牌拥有较高的市场地位，其价格建议表经过多年市场检验，既能保障产品的价格竞争力，又能维持自身及运营商合理的利润空间，进一步降低了价格波动对毛利率的冲击。

C. 定价模式保障整体毛利率稳定，测算逻辑具备合理性

品牌方通过返利政策弥补标的公司因促销、分销产生的毛利损失，形成“售价规范和返利补损”的机制，有效保障了标的公司整体毛利率的稳定性。在此基础上，预测时标的公司的各品牌预测毛利率以历史毛利率为测算基准，与当前定价模式下毛利率水平的可延续性相匹配，测算逻辑具备合理性。

综上，标的公司与现有品牌方及代理商的定价模式稳定且符合行业惯例，为毛利率预测的稳定性提供了直接支撑，测算依据具备充分性与谨慎性。

2. 品牌发展周期

主要合作品牌发展周期

品牌分类	具体品牌	市场地位与定价特征	对毛利率稳定性的支撑作用
成熟期头部品牌	品牌 G	细分领域头部企业，市场份额	定价端与成本端双重稳定，是

品牌分类	具体品牌	市场地位与定价特征	对毛利率稳定性的支撑作用
	品牌 A	稳居前列；价格建议表成熟，调整频率低、幅度小，定价体系稳定。	整体毛利率稳定的核心支撑，为预测期毛利率平稳提供基础保障。
	品牌 H		
	品牌 I		
成熟期品牌	Nimm2 二宝	德国知名糖果品牌，聚焦健康属性（维生素软糖等），价格体系成熟且稳定。	品牌自身成熟度降低合作初期的价格波动风险，对毛利率稳定性无负面影响。
成长期向成熟期过渡品牌	品牌 B	高端宠物食品市场重要参与者，旗下品牌 C 定位超高端、品牌 D 兼顾高端与性价比，价格体系长期稳定；市场份额近年快速提升。	定价端依托高端定位保持稳定，供应链合规性保障成本波动可控，虽处于份额扩张阶段，但对整体毛利率波动影响有限。

综合来看，标的公司合作的核心品牌均具备较高成熟度：品牌 G、品牌 A 等头部品牌拥有超 50 年历史，稳居细分领域头部地位，定价体系与供应链历经长期市场验证，价格建议表调整频率低、供货成本波动小；Nimm2 二宝、品牌 B 虽与公司合作时间较短，但品牌自身已形成稳定的价格带与合规供应链，定价规则清晰且成本可控。

从代理合作层面，无论是长期合作的成熟品牌，还是新增的成熟品牌，均依托品牌方的成熟体系快速建立标准化合作模式，避免了因品牌运营体系变动或合作磨合导致的价格与成本异常波动。这种“品牌成熟度高-定价与成本稳定-合作模式标准化”的传导逻辑，直接体现为公司毛利率的平稳特征。

综上分析，从品牌发展周期来看，标的公司合作的核心品牌整体成熟度高，使公司毛利率呈现平稳特征，毛利率预测平稳具备合理性。

3. 各业务模式下历史毛利率波动情况

标的公司各业务模式下的历史毛利率波动情况如下表所示：

业务模式	2023 年度毛利率	2024 年度毛利率	波动幅度	变动率
电商销售服务	12.81%	12.88%	0.07%	0.55%
其中：零售模式	10.70%	10.92%	0.22%	2.06%
分销模式	7.05%	7.59%	0.54%	7.66%
服务费模式	68.50%	68.86%	0.36%	0.53%
合计	12.85%	12.88%	0.03%	0.23%

A. 综合毛利率保持稳定

标的公司 2023 年综合毛利率为 12.85%，2024 年升至 12.88%，上升 0.03 个百

分点，变动率为 0.23%，整体波动幅度较小。一方面系标的公司合作的主要品牌方较为稳定；另一方面系标的公司与品牌方的合作模式多为“低毛利率低销售费用率”模式，该模式下，品牌方承担了线上店铺推广运营、促销折扣的大部分成本，因此给标的公司的商品购销毛利率较小。对于零售和分销模式而言，推广运营和促销折扣支出是影响毛利空间的重要影响因素，标的公司通过将该部分成本直接转嫁给品牌方，能够较好地保障自身最终能够赚取的利润，最终体现为较为稳定的毛利率。

B. 各业务模式历史毛利率波动情况

零售模式毛利率从 2023 年的 10.70% 上升至 2024 年的 10.92%，上升 0.22 个百分点，变动率为 2.06%。零售模式的毛利率增长主要源于高毛利率的宠物食品销售占比提升，体现了业务结构优化带来的盈利能力增强。

分销模式毛利率从 7.05% 上升至 7.59%，上升 0.54 个百分点，变动率为 7.66%，主要系标的公司部分毛利率水平较高的合作品牌分销业务收入实现增长，带动整体分销模式收入结构优化，进而推动分销模式毛利率有所提升。

服务费模式毛利率由 68.50% 上升至 68.86%，上升 0.36 个百分点，变动率为 0.53%，整体波动幅度较小，毛利率水平较为稳定。

综合来看，各业务模式历史毛利率波动幅度较小，整体较为稳定。

4. 标的公司对上下游合作方的议价能力

标的公司对上下游合作方的议价模式以双方合理商务谈判为核心，虽未形成绝对优势，但通过规范化协商机制保障了各方合作的稳定性，为毛利率的稳定提供了有力支撑。

标的公司与上游供应商的合作模式为品牌主导下的协商式定价，成本波动总体可控。标的公司与品牌 G、品牌 H 等头部品牌方及代理商的合作中，各商品的采购价格与终端销售指导价虽由品牌方主导制定，但会确保品牌方和运营方的合理利润空间。品牌方调整建议销售指导价或采购价格时，会结合公司运营实际与市场反馈沟通确认，避免单方面大幅变动；同时，随着合作规模扩大，双方通过常态化谈判确定标准化返利政策，标的公司虽不能获得超额折扣，但确保了成本体系的可预测性，核心品类采购成本波动幅度均能控制在合理区间。

标的公司与下游的客户合作方式具体如下：

客户类别	合作模式
------	------

客户类别	合作模式
阿里集团	供应商承诺提供给天猫超市的商品将享受集团优享价，即天猫超市返利结算后支付给供应商的净价将不高于同等条件下供应商供给阿里巴巴集团及其相关经济体（包括但不限于盒马鲜生、考拉海购、天猫国际等自营渠道）的同一商品价格。
京东集团	定价基于双方协商确定，供货价格需较同时期同标准市场价格具有竞争力，具体价格在订单中明确。
非平台类 分销客户	以生效订单形式确定产品价格。

如上所述，标的公司销售的商品面向终端消费者或渠道商的销售价格虽受品牌方定价规则约束，但促销策略、渠道返利等细节通过双方合理谈判确定。依托合作品牌的市场认可度，标的公司无需通过无序降价争夺市场，而是与下游渠道商协商制定可控的促销力度，不存在因议价权问题而导致的销售价格大幅下降等情况。这一在规则约束下的市场化协商，确保了售价的稳定性，从而保障标的公司经营毛利率的相对平稳。

尽管标的公司未在上下游形成显著议价优势，但“品牌方主导制定框架和双方协商细节”的合作模式，则对应着弱议价权和强稳定性，使得销售定价、采购成本与返利政策具备可预期性。历史数据显示，标的公司 2023 年和 2024 年综合毛利率稳定在 12.85%和 12.88%，并未因议价能力的强弱而出现波动，印证了合理商务谈判对毛利率稳定的支撑作用。

综上所述，标的资产与上下游的合作以合理商务谈判为基础，虽未形成绝对议价优势，但通过协商机制锁定了定价与成本的波动风险，保障了毛利率的稳定性。

5. 行业竞争格局

国家统计局数字显示,2024年全国网上零售额达 15.52 万亿元,同比增长 7.20%,中国网上零售额位居全球第一,这也是中国连续第 12 年成为全球最大网络零售市场。电商服务商作为电商行业中向上服务品牌方,向下满足消费者多元需求,同时与电商平台深度合作的重要参与者,凭借着丰富的行业经验、独到的业务洞察、专业化定制化的服务能力、对电商销售及运营全链路多渠道的覆盖程度以及配套的供应链完备性和高响应度、大数据等创新技术的深度应用等条件而立足行业,并形成自身竞争力。

目前行业中发展较为突出的公司包括青木科技、壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣和凯淳股份等,具体情况如下表:

公司	淘通科技	青木股份	壹网壹创	丽人丽妆	若羽臣	凯淳股份

公司	淘通科技	青木股份	壹网壹创	丽人丽妆	若羽臣	凯淳股份
主要定位	快消食品赛道的顶级服务商	为全球知名品牌提供一站式综合电商服务	为国内外知名快消品品牌提供全网各渠道电子商务服务	国内领先的化妆品网络零售服务商	面向全球优质消费品牌的电子商务综合服务提供商	为国内外知名品牌提供全渠道、全触点的电子商务服务以及客户关系管理服务
覆盖品类	食品快消、母婴、美妆个护、宠物、健康等品类	鞋履，服装，配饰，箱包，母婴，宠物食品，美妆个护	主要为美妆品类，目前合作品牌以国内品牌为主	主要为美妆品类，目前合作品牌以国际品牌为主	母婴，美妆个护，保健品及其他品类	日化品、轻奢饰品、美妆、厨房家居、食品、母婴、航空、汽车等
主要合作品牌	玛氏箭牌、百事等休闲食品品牌和皇家、冠军、美士等宠物食品品牌为主	H&M、ECCO 等服装类品牌为主	百雀羚、三生花、伊丽莎白雅顿、欧珀莱、OLAY、大宝	施华蔻、兰芝、美宝莲、雅漾等化妆品品牌为主	美赞臣、美迪惠尔等母婴、化妆品品牌为主	施华洛世奇、联合利华、双立人、雅漾等轻奢饰品、日化、厨房家具、美妆品牌
天猫资质	五星服务商	六星服务商	六星服务商	六星服务商	五星服务商	五星服务商
2024 年营业收入 (万元)	201,464.24	115,315.53	123,581.00	172,818.59	176,577.63	42,193.45

资料来源：各公司官网、年报及招股说明书。

报告期内，标的公司及服务店铺所获荣誉及称号如下表所示：

序号	奖项名称	颁发年份	奖项所属年份	颁发机构
1	2023 年度历史杰出贡献奖（德芙官方旗舰店）	2023 年	2023 年	阿里
2	天猫美食金味奖“最佳生态领导力奖-最佳生态合作伙伴”	2023 年	2023 年	阿里
3	金牌客服团队（皇家宠物食品旗舰店）	2023 年	2023 年	阿里
4	2023 年天猫国际银星服务商	2023 年	2023 年	阿里
5	阿里妈妈营销拍档五星级服务商	2023 年	2023 年 Q4	阿里
6	2023 年双 11 会员最爱买 TOP10 人气店铺（皇家宠物食品旗舰店）	2023 年	2023 年	阿里
7	2023 年艾菲奖“全域经营案例铜奖”（皇家宠物）	2023 年	2023 年	阿里 x 艾菲奖
8	2023 年阿里妈妈 x 长城奖「科学经营赛道」铜奖（皇家宠物）	2023 年	2023 年	阿里 x 长城奖
9	2024 年天猫国际银星服务商	2024 年	2024 年 Q1	阿里
10	2024 年天猫国际金星服务商	2024 年	2024 年 Q2	阿里
11	2024 天猫双 11 休闲零食店铺销售榜 TOP10（德芙官方旗舰店）	2024 年	2024 年	阿里
12	阿里妈妈超新星营销伙伴	2024 年	2024 年	阿里
13	2024 年天猫五星经营服务商	2024 年	2024 年	阿里
14	2024 年服务体验超级 v-partner	2024 年	2024 年	阿里
15	2024 年度天猫生态卓越服务奖	2025 年	2024 年	阿里
16	2024 年度五星店铺（quaker 桂格旗舰店）	2025 年	2024 年	阿里

序号	奖项名称	颁发年份	奖项所属年份	颁发机构
17	2024 年度行业好服务共创伙伴	2025 年	2024 年	阿里
18	2024 年度双 11 金牌售后（wrigley 箭牌旗舰店）	2025 年	2024 年	阿里
19	京准通 2024 年领航 11.11 站内营销赛道-突破增长奖（原始猎食渴望(ORIJEN)旗舰店）	2025 年	2024 年	京东

中国电商服务市场分散，根据凯诘电商 H 股招股书中披露的灼识咨询相关统计数据，按 GMV 计前五大参与者合计市场份额约 10%，竞争激烈但集中度低。具体如下：

中国数字零售解决方案提供商排名（2024 年）

排名	公司	2024 年 GMV 人民币亿元	2024 年市场占有率
1	宝尊电商	约 900	约 5%
2	数字零售解决方案提供商 A	约 400	约 2%
3	数字零售解决方案提供商 B	约 350	约 2%
4	壹网壹创	约 190	约 1%
5	凯诘电商	约 130	约 1%

数据来源：凯诘电商招股书

注：根据凯诘电商招股书，数字零售解决方案提供商 A 于 2009 年成立，总部位于杭州；数字零售解决方案提供商 B 于 2010 年成立，总部位于杭州。

标的公司专注快消食品赛道，深耕休闲食品、宠物食品等细分领域，与聚焦鞋履服饰、美妆等品类的同行形成差异化竞争，避免同质化低价竞争。其作为该赛道头部企业，具备跨渠道全链路服务能力及技术支撑，且深度绑定玛氏箭牌、皇家等头部品牌，获阿里、京东等平台权威认证，有一定资源与议价优势显著。

综上，标的公司凭借赛道专注度、头部地位及强竞争力，在分散市场中形成稳定竞争壁垒，为毛利率预测的合理性提供支撑，具备充分性与谨慎性。

6. 标的资产研发费用变化情况

A. 标的资产历史研发费用情况

项目	2023 年度	2024 年度
研发费用（万元）	554.75	374.03
营业收入（万元）	160,912.35	201,464.24
研发投入占比	0.34%	0.19%

研发费用有所降低，主要原因是业务中台系统开发项目已于 2023 年顺利完成结项，2024 年淘通科技公司研发重点转向业务中台的需求升级与优化工作，由于该阶段研发任务相对减少，相应所需的人力资源规模有所下调。

B. 核心研发已完成，技术体系成熟支撑业务效能

标的公司深耕电商服务行业多年，核心技术体系已进入稳定应用阶段，公司已自主搭建业务中台系统，该中台系统技术上采用“电商共享中心”和“统一的 API 接口平台”的微服务架构，基于大中台小前端的设计，支持前端业务的快速迭代。

从长期来看，现有业务中台已具备模块化扩展能力，可支撑电商运营的数字化的基础需求；同时，淘通科技公司积极开发新项目，2024 年在控制成本的基础上新增运营数据 RPA 自动化项目、自动对账和业财一体项目、宠物情绪产品研发项目等，通过既有技术积累和精准投入满足行业“数智化”转型的基本要求。

综上，标的公司当前研发以现有系统迭代、数据能力深化为主，因无需对基础系统建设进行大额投入，研发投入占收入的比重下降，公司盈利能力对后续研发投入的依赖性较小，符合核心系统建成后研发投入趋稳的规律。

C. 标的资产未来研发费用预测情况

金额单位：人民币万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
研发费用	438.60	567.31	624.27	682.97	742.16
占收入比率	0.21%	0.29%	0.31%	0.32%	0.34%

随着营收增长，研发投入适度增加以支撑系统优化和迭代，但因核心技术和基础系统已完成建设，对未来的研发投入基本不存在大额支出的需求，相关预测符合标的公司核心技术、系统完成后精准投入的逻辑。

综上分析，标的公司现有技术、系统较为成熟，公司盈利能力对后续研发投入的依赖性较小，预测期研发投入占比略有增加，能进一步巩固标的公司毛利率的稳定性。

7. 未来产品结构变化对毛利率的影响

预测期，标的公司电商销售收入的产品结构变化对毛利率影响如下：

产品类型	产品类型	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
宠物食品	收入占比	19.29%	29.60%	37.49%	45.23%	46.61%	47.87%	49.01%

产品类型	产品类型	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
	毛利率	11.26%	15.44%	15.15%	14.95%	14.81%	14.74%	14.75%
	毛利率贡献率	2.17%	4.57%	5.68%	6.76%	6.90%	7.06%	7.23%
休闲食品 及其他	收入占比	80.71%	70.40%	62.51%	54.77%	53.39%	52.13%	50.99%
	毛利率	8.28%	7.00%	7.01%	7.16%	7.14%	7.13%	7.13%
	毛利率贡献率	6.68%	4.92%	4.38%	3.92%	3.81%	3.72%	3.64%
合计	收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	8.85%	9.50%	10.06%	10.69%	10.71%	10.77%	10.87%

注：毛利率贡献率=毛利率×该业务类别的收入占比

从上表可见，随着高毛利率的宠物食品收入占总收入比重从 2023 年的 19.29% 逐年攀升至 2029 年的 49.01%，其毛利贡献比也从 2023 年的 2.17% 提升至 2029 年的 7.23%。从不同产品毛利率维度来看，宠物食品毛利率高于非宠物食品。尽管宠物食品毛利率在预测期内呈逐年下降趋势，但凭借其较高的毛利率水平以及预测期收入占比的持续提升，有效对冲了非宠物食品毛利率相对较低对综合毛利率的影响。综上，随着高毛利率的宠物食品收入占比上升，推动电商销售业务综合毛利率的提升。

8. 收益法评估过程中毛利率的测算过程及依据

根据上述分析，标的公司经销的头部产品价格体系稳定，品牌方“售价规范和返利补损”机制提供支撑，合作品牌成熟且传导逻辑平稳，各业务模式历史毛利率波动较小，与上下游议价模式可控，行业竞争优势巩固毛利空间，技术成熟且投入合理，高毛利产品占比提升亦形成正向推动。

鉴于标的公司稳定的历史经营业绩，以及定价模式、品牌发展、毛利历史波动、议价能力、行业竞争、研发投入等方面均呈现出未来毛利率稳定的特征，本次评估预测时，对于电商销售业务，各品牌在各渠道的毛利率以历史数据为基础，并考虑为保持一定的产品竞争力，谨慎预测毛利率逐年小幅下降至平稳；对于电商服务业务，因单位人工成本上升，毛利率将有所下降，但结合公司拟通过人才培养、提升员工效率，以及应用 AI 等技术控制相应成本的经营规划，预计预测期毛利率降幅逐年收窄，最终毛利率趋于平稳。

从未来整体毛利率水平看，服务费模式毛利率逐年下降至平稳；电商销售模式随着其高毛利率的宠物食品收入占比上升，推动其综合毛利率的提升。

(二) 毛利率预测谨慎、合理性及预测期毛利率先降后升的原因及合理性

1. 与同行业上市公司毛利率比较情况

公司	2023 年度	2024 年度
青木科技	41.92%	50.13%
若羽臣	40.24%	44.57%
凯淳股份	26.49%	29.14%
壹网壹创	29.33%	24.81%
丽人丽妆	34.57%	35.89%
可比公司平均值	34.51%	36.91%
淘通科技	12.85%	12.88%

电商运营行业成熟稳定，行业内公司受品牌方需求、促销节奏等因素影响，毛利率随短期策略调整小幅波动，长期不会偏离合理区间。标的公司作为行业参与者，尽管其毛利率绝对值低于可比公司（主要因产品类别不同、市场成熟度及与品牌方合作模式等方面的差异所致），但变动趋势与可比上市公司基本一致，整体保持平稳中略有上升的趋势。

本次评估结合标的公司所处行业环境和历史情况，预测期各业务板块毛利率整体小幅下滑，既匹配电商运营行业成熟稳定的特性，也符合行业内公司毛利率长期在合理区间内波动的规律，本次毛利率预测具备谨慎性与合理性。

2. 标的公司代理主要产品品类与同行业上市公司毛利率比较情况

(1) 休闲食品行业

我国 A 股上市公司中主要从事休闲食品业务的包括好想你、甘源食品、劲仔食品和有友食品等，其业务与标的公司的休闲食品板块业务具有一定可比性。报告期内标的公司与前述公司的毛利率变动情况如下表所示：

可比公司	2023 年	2024 年	平均值
好想你	25.74%	22.62%	24.18%
绝味食品	24.77%	30.53%	27.65%
有友食品	29.37%	28.97%	29.17%
良品铺子	27.75%	26.14%	26.94%
来伊份	42.23%	41.00%	41.61%

可比公司	2023 年	2024 年	平均值
好想你	25.74%	22.62%	24.18%
青岛食品	30.55%	35.87%	33.21%
洽洽食品	26.75%	28.78%	27.77%
桂发祥	46.04%	46.05%	46.04%
盐津铺子	33.54%	30.69%	32.11%
甘源食品	36.24%	35.46%	35.85%
劲仔食品	28.17%	30.47%	29.32%
三只松鼠	23.33%	24.25%	23.79%
平均	31.21%	31.73%	31.47%

报告期内，休闲食品行业可比公司毛利率呈现稳中有小幅波动的特征。2023 年行业可比公司平均毛利率为 31.21%，2024 年微升至 31.73%，两年平均值为 31.47%。从个体来看，多数公司毛利率波动幅度控制在±3 个百分点以内，仅个别公司因产品结构调整出现稍大波动，但行业整体未出现大幅下滑或激进上涨的异常趋势，凸显休闲食品行业毛利率稳定运行的基本特征。

(2) 宠物食品行业

报告期内，主要从事宠物食品业务的 A 股上市公司包括路斯股份、乖宝宠物、中宠股份和佩蒂股份等，其业务与标的公司的宠物食品板块业务具有一定可比性。报告期内标的公司与前述公司的毛利率变动情况如下表所示：

可比公司/毛利率	2023 年	2024 年	平均值
路斯股份	19.87%	22.87%	21.37%
中宠股份	26.28%	28.16%	27.22%
佩蒂股份	19.33%	29.42%	24.38%
乖宝宠物	36.84%	42.27%	39.56%
平均值	25.58%	30.68%	28.13%

宠物食品行业可比公司毛利率呈现较大幅度的增长趋势，2023 年行业平均毛利率为 25.58%，2024 年大幅提升至 30.68%，两年平均值为 28.13%，反映出宠物食品行业受益于消费升级及市场扩容，整体利润空间处于优化阶段。

综上分析，本次评估对于电商销售业务以各品牌在各渠道的历史毛利率数据为基础，结合行业稳定运行的基本面，预测各业务板块毛利率逐年小幅下降至平稳。

该预测一方面与休闲食品行业整体稳定、宠物食品行业景气度较高的行业规律一致，总体预测较为谨慎；另一方面，年降幅设定显著低于行业波动范围，且此举系为保持一定的产品竞争力，充分体现了对市场不确定性的审慎考量。本次毛利率预测具备谨慎性和合理性。

3. 毛利率先降后升的原因

如上文“二、（一）收益法评估过程中毛利率的测算过程及依据”之“7. 未来产品结构变化对毛利率的影响”所述，随着高毛利率的宠物食品收入占比上升，推动电商销售业务综合毛利率的提升。

另外，对于电商服务业务，因单位人工成本上升，毛利率将有所下降，但结合公司拟通过人才培养、提升员工效率，以及应用 AI 等技术控制相应成本的经营规划，预计预测期毛利率降幅逐年收窄，最终毛利率趋于平稳。

电商销售业务和电商服务费业务毛利率预测情况如下表：

产品类型	产品类型	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
电商销售 业务	收入占比	93.36%	94.31%	94.74%	94.58%	94.57%	94.57%	94.57%
	毛利率	8.85%	9.50%	10.06%	10.69%	10.71%	10.77%	10.87%
	毛利率贡献率	8.26%	8.96%	9.53%	10.11%	10.13%	10.19%	10.28%
电商服务 费业务	收入占比	6.64%	5.69%	5.26%	5.42%	5.43%	5.43%	5.43%
	毛利率	68.50%	68.86%	67.24%	66.00%	65.23%	64.78%	64.34%
	毛利率贡献率	4.55%	3.92%	3.54%	3.58%	3.54%	3.52%	3.49%
合计	收入占比	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	12.81%	12.88%	13.07%	13.68%	13.67%	13.70%	13.77%

从上表可见，总体毛利率呈现先降后升的态势，核心原因在于：2026-2027 年，电商服务费业务毛利率下降幅度（从 66.00% 降至 65.23%）超过了电商销售业务毛利率的微升幅度（从 10.69% 升至 10.71%），尽管电商销售业务收入占比超 94%，但高毛利率的电商服务费业务毛利下降对整体的拉低作用更明显，导致综合毛利率下降；2028 年后，电商服务费业务毛利率下降趋势放缓、趋于平稳（从 64.78% 降至 64.34%），而收入占比超 94% 的电商销售业务毛利率持续提升（从 10.77% 升至 10.87%），其正向拉动作用占据主导，最终推动整体毛利率回升。

综上，结合标的公司与现有品牌方或其代理商的定价模式、品牌发展周期、各

业务模式下历史毛利率波动情况、标的资产对上下游合作方的议价能力、行业竞争格局、标的资产研发费用变化、代理或分销产品结构变化等分析，毛利率的测算过程科学，预测依据充分，预测结果谨慎、合理，预测期毛利率先降后升的原因主要系随着其高毛利率的宠物食品收入占比上升，推动零售模式综合毛利率的提升，本次对毛利率的预测具备合理性。

三、销售费用和管理费用中的重要构成项目的测算过程及预测依据，预测依据是否充分、谨慎、合理（结合销售费用率与管理费用率水平、构成情况及其与报告期内的差异情况等，以及上述期间费用是否与预测期内业务增长情况相匹配），并采用敏感性分析的方式量化分析期间费用率的变动对评估结果的影响程度。

（一）销售费用重要构成项目的测算过程及预测依据，预测依据是否充分、谨慎、合理

1. 销售费用的项目构成

销售费用主要由职工薪酬、推广及平台服务费用、折旧及摊销费用、仓储服务费、交通差旅费、业务招待费、办公费用、租赁及物管费、股份支付和其他费用等构成，具体构成比例如下：

金额单位：万元

项目	2023 年度		2024 年度	
	金额	占销售费用比重	金额	占销售费用比重
职工薪酬	3,180.84	50.79%	4,021.49	47.01%
推广及平台服务费用	1,554.84	24.83%	2,627.92	30.72%
仓储服务费	579.65	9.26%	1,010.12	11.81%
折旧及摊销费用	551.21	8.80%	311.74	3.64%
交通差旅费、业务招待费等其他费用	396.22	6.33%	583.97	6.83%
合计	6,262.77	100.00%	8,555.22	100%
占收入比例	3.89%		4.25%	

2023 年和 2024 年，标的公司销售费用总额分别为 6,262.77 万元和 8,555.22 万元，占营业收入的比例分别为 3.89%和 4.25%。标的公司的销售费用主要由职工薪酬、推广及平台服务费用和仓储服务费构成，报告期各期，上述项目合计金额占销

售费用总额的比例分别为 84.87%和 89.53%。2024 年，标的公司的销售费用较 2023 年增加 36.60%，主要系职工薪酬、推广及平台服务费用、仓储服务费增加导致。

2. 重要构成项目的测算过程及预测依据，预测依据是否充分、谨慎、合理

(1) 职工薪酬

报告期各期，销售费用中的职工薪酬金额分别为 3,180.84 万元和 4,021.49 万元，占销售费用的比重分别为 50.79%和 47.01%。2024 年销售费用中的职工薪酬金额较 2023 年增长 26.43%，主要系根据公司薪酬方案，销售人员职工薪酬与公司整体业绩指标挂钩，2024 年标的公司业务规模增长可观，业务人员的薪酬水平相应提升所致。根据该薪酬方案，且由于标的公司历史职工薪酬占收入比例均较为稳定，本次预测按各期营业收入乘以一定的比率得出，该比率参考公司 2023 年和 2024 年算术平均得出。职工薪酬的测算情况详见下表：

金额单位：人民币万元

项目	历史期		预测期				
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
职工薪酬	2,549.99	3,212.78	4,448.90	4,177.37	4,364.90	4,535.46	4,684.89
占收入比率	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%	2.15%

注：为增加数据的可比性，上表中的历史数据已经剔除品牌 F 相关职工薪酬和销售收入，下同。

从上表可见，历史期间内随着公司业务规模增长，销售人员职工薪酬相应提升，占收入的比重稳定。预测期职工薪酬与预测期内业务增长情况相匹配，预测金额具备谨慎性和合理性。

(2) 推广及平台服务费用

报告期各期，销售费用中的推广及平台服务费用分别为 1,554.84 万元和 2,627.92 万元，占销售费用的比重分别为 24.83%和 30.72%，2024 年的金额及占比均大幅增加，主要系标的公司 2023 年和 2024 年陆续引入皇家、冠军等新增品牌，上述品牌在合作初期，标的公司投入的推广资源较多，相关推广费用大幅增加。

对于推广及平台服务费用，预测时分皇家品牌、冠军品牌及其他品牌分别预测并加计后得出。各品牌的推广及平台服务费用采用比例预测法，分别以各年皇家品牌、冠军品牌及其他品牌的推广费占品牌收入的一定比例预测。该比例分别参考皇

家品牌、冠军品牌和其他品牌推广及平台服务费用占其收入历史实际水平。其中，对于皇家品牌和冠军品牌，考虑为进一步开拓市场和培养客户消费习惯，在预测期前期其推广及平台服务费用占收入比例较报告期将有所提高。

金额单位：人民币万元

项目	历史期		预测期				
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年及以后
推广及平台服务费用	1,462.30	2,537.34	3,623.30	3,769.22	3,922.86	4,090.19	4,230.15
占收入比率	1.24%	1.70%	1.75%	1.94%	1.93%	1.94%	1.94%

从上表可见，推广及平台服务费用在预测期前期随收入的增长而增长，且占收入的比率提升，这与新增品牌需增加推广投入以进行市场开拓，培养和加深用户的消费黏性，支撑新产品带来的业务增长并最终实现标的公司营收增长。从预测结果来看，永续期推广及平台服务费用占收入比例 1.94% 高于历史期 2023 年的 1.24% 和 2024 年的 1.70%，体现了本次预测的谨慎性。

综上，推广及平台服务费用的预测充分结合了标的公司新增品牌推广的实际需求，与预测期内公司业务增长的节奏紧密匹配，预测结果具备谨慎性和合理性。

(3) 仓储服务费

报告期各期，销售费用中的仓储服务费分别为 579.65 万元和 1,010.12 万元，占据全部销售费用的 9.26% 和 11.81%。2024 年的仓储服务费增加主要系标的公司的整体业务规模扩大，存货规模和仓储需求随之增加导致。

对于仓储服务费采用比例预测法，以未来各年标的公司收入的一定比例预测，该比例参考 2024 年实际水平。

金额单位：人民币万元

项目	历史期		预测期				
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年及以后
仓储服务费	535.50	879.03	1,220.86	1,146.35	1,197.81	1,244.61	1,285.62
占收入比率	0.45%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%	0.59%

从上表可见，随着公司业务规模增长，仓储服务费相应提升，仓储服务费与预测期内业务增长情况相匹配，预测结果具备谨慎性和合理性。

(4) 股份支付

2023-2024年，销售费用中的股份支付分别为100.18万元和102.54万元，占全部销售费用的0.06%和0.05%。

股份支付按照公司现有股权激励计划，以对可行权权益工具数量的最佳估计为基础，按照权益工具在授予日的公允价值，计算相应的股份支付金额。

金额单位：人民币万元

项目	历史期		预测期				
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年 及以后
股份支付	100.18	102.54	131.35	125.51	118.56	112.69	0.00
占收入比率	0.06%	0.05%	0.06%	0.06%	0.06%	0.05%	0.00%

从上表可见，股份支付整体金额较小，本次评估以公司现有股权激励计划进行预测，结果具备合理性。

(二) 管理费用重要构成项目的测算过程及预测依据，预测依据是否充分、谨慎、合理

1. 管理费用的项目构成

管理费用主要由职工薪酬、中介服务费、技术服务费、办公费用、折旧及摊销费用、交通差旅费、业务招待费、股份支付及其他费用等组成。

单位：万元

项目	2023年度		2024年度	
	金额	占管理费用 比重	金额	占管理费用 比重
职工薪酬	2,463.75	54.09%	2,797.02	52.39%
中介服务费	444.32	9.76%	817.33	15.31%
技术服务费	375.18	8.24%	352.42	6.6%
折旧及摊销	300.37	6.60%	312.11	5.85%
股份支付	235.16	5.16%	298.63	5.59%
业务招待费	107.89	2.37%	241.82	4.53%
交通差旅费	224.35	4.93%	176.15	3.3%
办公费用	224.43	4.93%	164.23	3.08%

项目	2023 年度		2024 年度	
	金额	占管理费用 比重	金额	占管理费用 比重
其他	179.07	3.93%	179.49	3.36%
合计	4,554.52	100.00%	5,339.20	100%
占收入比例	2.83%		2.65%	

2023 年和 2024 年，标的公司管理费用总额分别为 4,554.52 万元和 5,339.20 万元，占营业收入的比例分别为 2.83%和 2.65%。标的公司管理费用主要系职工薪酬，报告期各期，职工薪酬占管理费用总额的比重分别为 54.09%和 52.39%。2024 年标的公司管理费用较 2023 年增加 17.23%，主要系职工薪酬和中介服务费增加导致。

2. 重要构成项目的测算过程及预测依据，预测依据是否充分、谨慎、合理

(1) 职工薪酬

2023 年和 2024 年，管理费用中的职工薪酬分别为 2,463.75 万元和 2,797.02 万元，2024 年同比增加 13.53%，主要系随着业务规模扩大，公司的管理人员数量相应增加，薪酬水平有所提高。

未来各期职工薪酬以 2024 年情况为基础，考虑随着公司规模扩大而需要增加的管理人员数量以及人均工资水平的提高两方面的因素后计算得出。

金额单位：人民币万元

项目	历史期		预测期				
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
职工薪酬	2,463.75	2,797.02	2,948.92	3,154.68	3,343.03	3,542.00	3,752.91
占收入比率	1.53%	1.39%	1.43%	1.62%	1.65%	1.68%	1.72%

从上表可见，预测期内，职工薪酬受管理人员数量增加和人均薪酬增长而相应提升，其占收入的比重逐年提高，与预测期内业务增长情况相匹配，预测结果具备谨慎性和合理性。

(2) 股份支付

2023-2024 年，管理费用中的股份支付分别为 235.16 万元和 298.63 万元，占全部销售费用的 0.15%和 0.15%。

股份支付按照公司现有股权激励计划，以对可行权权益工具数量的最佳估计为基础，按照权益工具在授予日的公允价值，计算相应的股份支付金额。

金额单位：人民币万元

项目	历史期		预测期				
	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年 及以后
股份支付	235.16	298.63	214.63	113.48	100.15	88.53	0.00
占收入比率	0.15%	0.15%	0.10%	0.06%	0.05%	0.04%	0.00%

从上表可见，股份支付整体金额较小，本次评估以公司现有股权激励计划进行预测，结果具备合理性。

(三) 采用敏感性分析的方式量化分析期间费用率的变动对评估结果的影响程度

销售费用率和管理费用率变动与股东全部权益价值变动的相关性结果如下：

销售费用 变动	股权价值 变动比例	管理费用 变动	股权价值 变动比例
-10%	11.76%	-10%	6.07%
-5%	5.88%	-5%	3.04%
0%	0.00%	0%	0.00%
5%	-5.86%	5%	-3.03%
10%	-11.74%	10%	-6.06%

综上所述，销售费用和管理费用中的重要构成项目测算过程规范，预测依据充分、谨慎且合理。销售费用方面，职工薪酬参考历史平均占收入比率预测，与业务增长同步；推广及平台服务费用结合新增品牌推广阶段特点，前期提升占比以开拓市场，后期随消费习惯养成逐步下降，永续期保持合理占比；仓储服务费按固定比率预测，匹配业务规模扩张。管理费用方面，职工薪酬考虑管理人员数量和薪酬增长，与公司规模扩大相适应符合实际情况。故本次对销售费用和管理费用的预测符合谨慎性、合理性原则，与预测期业务增长匹配。经敏感性分析，因销售费用总额较管理费用更大，在相同波动幅度下，标的公司股权价值受销售费用波动的影响较管理费用影响大。

四、税费的测算过程和预测依据，相关税率预测是否谨慎、合理（结合智库软件公司高新技术企业认证的可持续性）。

（一）税费的测算过程和预测依据

1. 税金及附加

标的公司无不动产，无需缴纳房产税和土地使用税等与资产相关的税金及附加；标的公司需缴纳的税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加以及印花税等，上述税金及附加均与收入关联性强；综上，本次评估税金及附加以各年标的公司收入的一定比例预测，该比例参考公司 2023 年和 2024 年税金及附加与收入比例的平均值确定。

2. 企业所得税

本次评估以未来年度利润总额的预测数为基础，并参照标的公司历史实际的所得税综合税负水平进行预测，该综合税负率参考公司 2023 年和 2024 年实际所得税税负率的平均值确定。

金额单位：人民币万元

项目/年度	2023 年	2024 年	平均
利润总额	7,869.20	8,812.74	
所得税	1,617.34	1,906.61	
实际所得税综合税负率	20.55%	21.63%	21.09%

从上表可见，标的公司所得税综合税负率较为稳定，标的公司、广州指向网络科技有限公司和孚骏贸易有限公司三家公司 2023 年和 2024 年收入合计占合并口径营业收入的比重为 93.65%和 94.12%，上述纳税主体均未享受税收优惠。品牌 F 收入主要发生于所得税税率为 25%的广州指向网络科技有限公司，预计未来所得税综合税负率将进一步下降，出于谨慎性考虑，本次评估仍采用 2023 年和 2024 年实际所得税税负率的平均值确定。

综上，税费的测算过程和预测依据具备谨慎性和合理性。

（二）智库软件公司高新技术企业认证的可持续性

标的公司下属的广州智库软件有限公司（以下简称智库软件公司）系高新技术企业，高新技术企业证书号 GR202344006971，发证机关/备案机关：广东省科学技

术厅、广东省财政厅、国家税务总局广东省税务局，有效期：2023年至2025年。

高新技术企业认定延续合理性的判断如下：

序号	高新技术企业认定条件	企业实际情况	是否符合
1	企业申请认定时须注册成立一年以上	智库软件公司成立于2020年，迄今已有5年	是
2	企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权	截至2024年底，智库软件公司拥有1项发明专利和17项软件著作权，智库软件公司对其主要产品的核心技术拥有自主知识产权	是
3	对企业主要产品（服务）发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围；	公司主要技术属于《国家重点支持的高新技术领域》的电子信息技术-软件-电子商务软件	是
4	企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于10%	企业从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例高于10%	是
5	企业近三个会计年度（实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同）的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合如下要求： 1.最近一年销售收入小于5,000万元（含）的企业，比例不低于5%； 2.最近一年销售收入在5,000万元至2亿元（含）的企业，比例不低于4%； 3.最近一年销售收入在2亿元以上的企业，比例不低于3%。 其中，企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于60%；	公司最近三个会计年度的研究开发费用总额占同期销售收入比例分别为36.51%、17.63%和17.92%，超过标准要求的5%，且相关研究开发费用均在中国境内发生	是
6	近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于60%	公司最近一年高新技术产品收入占公司同期总收入的比例不低于60%	是
7	企业创新能力评价应达到相应要求	智库软件公司已建立较为完善的研发组织管理体系，具有较强的科技转化能力；通过自主研发，具有在电子商务软件领域的自主知识产权；其销售规模保持较快增长	是
8	企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	截至2024年，智库软件公司未发生过重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	是

由于智库软件公司未来不存在重大的经营规划变更，预计未来公司将延续当前的经营情况，据此分析，其高新技术企业认证具备可持续性。

综上分析，标的公司收入结构稳定，智库软件公司高新技术企业认证的具备可持续性，主要纳税主体均未享受税收优惠，公司的所得税综合税负水平具有一定的稳定性。本次评估企业所得税税费的测算过程合理，预测依据充分，相关预测结果具备谨慎性和合理性。

五、营运资金增加额的计算过程中各具体项目比例取值的依据及其合理性（结合最近一年应收账款回款加快的原因，以及选取最近一年应收款项目占营业收入的比例计算营运资金增加额的合理性）。

（一）营运资金增加额的计算过程中各具体项目比例取值的依据及其合理性

营运资金增加额等于当年所需的营运资金金额减去上一年的营运资金金额。未来各年的营运资金金额为标的公司未来所需的经营性流动资产金额减去经营性流动负债后的余额。

营运资金各具体项目比例取值的依据如下：

最低现金保有量按照一定月数的付现成本计算，其他营运资金项目按照收入或成本的一定比例计算。上述合理的指标比例采用淘通科技公司以往年度各营运资金占收入成本的比例。鉴于淘通科技公司与公司 B 的合作将于 2025 年 8 月 31 日终止，本次评估不再对该合作终止后的公司 B 相关收益进行预测，为确保未来营运资金需求与收入预测的一致性和匹配性，以往年度上述营运资金指标比例计算时，各营运资金项目和营业收入、营业成本中均未包含与公司 B 相关的金额。

各具体项目的历史比例及取值见下表：

项目	2023 年度	2024 年度	确定比例	取值的依据
应收款项目/营业收入	7.43%	4.14%	4.14%	2024 年度数
存货/营业成本	16.89%	17.14%	17.14%	2024 年度数
其他流动资产/营业收入	0.54%	0.84%	0.84%	2024 年度数
其他应收款/营业收入	9.37%	9.47%	9.47%	2024 年度数
应付款项目/营业成本	-5.54%	-4.59%	-4.59%	2024 年度数
其他流动负债项目/营业成本	3.19%	3.52%	3.52%	2024 年度数
其他应付款/营业成本	2.96%	1.52%	1.52%	2024 年度数

注：上述比例计算已剔除各年度非经营性资产(负债)的影响。

2024 年公司营业收入实现显著增长，这一增长的核心驱动力之一是新增宠物食品业务的贡献，2024 年公司成功拓展冠军品牌宠物食品业务，该板块实现收入增长 28,907.42 万元，成为营收增长的重要组成部分。从业务发展趋势来看，随着冠军品牌宠物食品等宠物食品业务的持续推进，公司未来的收入结构将与 2024 年的实际构成更为接近。因此，采用 2024 年数据作为营运资金各比例的计算基础，能更贴合

公司未来的经营实际，更精准地反映业务规模与资金需求的匹配关系，具备合理性。

（二）最近一年应收账款回款加快的原因

标的公司应收款主要系应收平台类分销客户的款项。各客户的主要收款条款具体如下：

项目	阿里集团	京东集团	非平台类分销客户
信用账期	货到后 N 日，按账期结算已验收入库的采购订单，收到合规发票后 5 个工作日内付款。标的公司签署的合同中，N 大多为 45 日。	产品验收入库后 60 天开始结算，甲方在结算单核定后 7 个工作日内付款。	先款后货，无信用期

标的公司最近一年应收账款回款加快的原因系部分客户回款加快，标的公司 2024 年参加了“天猫超市优质供应链 A 计划协议”，供应链 A 计划包含多项活动和权益，其中包括但不限于：天猫超市合作费用超前结算权益。标的公司据此申请天猫超市对公司款项进行提前结算，因此加快了应收账款的回收。

（三）选取最近一年应收款项目占营业收入的比例计算营运资金增加额的合理性

1. 2024 年主要客户新增回款政策

2024 年，核心客户新增“天猫超市优质供应链 A 计划协议”款项结算规则，因此 2024 年数据能够直接反映新增回款政策下的实际资金占用情况，为营运资金测算提供当前及未来的依据。

2. 2024 年公司收入结构发生显著变化

2024 年，标的公司新增冠军品牌宠物食品等业务板块，营收构成更贴近未来业务发展方向（新增业务收入占比提升至重要水平）。采用 2024 年应收款占营业收入的比例，可更好匹配新收入结构下的资金需求特征，更客观体现业务规模与应收款项的配比关系。

综上分析，选取 2024 年应收款项目占营业收入的比例作为营运资金中未来应收款项的计算基础，贴合标的公司未来业务结构与回款政策的实际情况，具备合理性。

(四) 营运资金增加额计算的合理性分析

1. 与同行业上市公司营运资金占收入比例的比较

公司名称	2023 年营运资金/营业收入	2024 年营运资金/营业收入
丽人丽妆	32.31%	26.94%
若羽臣	44.30%	25.46%
壹网壹创	48.18%	37.93%
凯淳股份	29.43%	35.06%
青木科技	25.74%	11.23%
平均数	35.99%	27.33%
淘通科技	33.83%	31.04%

注：上述营运资金不含最低现金保有量、其他流动资产和其他流动负债。

从上表看，标的公司营运资金占收入的比例接近行业平均水平，整体变化趋势与行业一致，趋于下降，具备合理性。

2. 标的公司期后营运资金与未来预测的营运资金变化

金额单位：人民币万元

项目	2025 年 1-6 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年 及以后
营业收入	115,858.12	180,017.69	194,296.08	203,018.59	210,951.52	217,902.09
营运资金	75,681.44	59,158.23	63,803.71	66,673.87	69,268.56	71,520.80
营运资金/营业收入	32.66%	32.86%	32.84%	32.84%	32.84%	32.82%

注：2025 年 1-6 月数据包含品牌 F，2025 年-2029 年营业收入不包含品牌 F。

从上表看，标的公司期后营运资金占收入比与评估预测未来营运资金占收入比接近，营运资金预测具备合理性。

综上分析，未来年度营运资金的预测过程与标的公司当前享有的回款政策、最新的业务结构相匹配，符合标的公司未来的发展趋势，据此计算得出的各期营运资金增加额具备合理性。

六、计算折现率时选取公司的可比性，折现率的预测是否谨慎、合理（结合以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构的原因以及是否符合标的资产实际情况，最终确定的折现率与同行业可比交易案例是否存在明显差异等）。

（一）计算折现率时可比上市公司的选取条件

本次评估通过同花顺 iFinD 金融数据终端查询，选取经筛选后的互联网电商行业上市公司作为可比公司，其中筛选条件包括上市满 3 年、连续 2 年盈利、仅在 A 股上市、非 ST、无连续停牌 10 日以上；另外，对上述筛选后的可比上市公司进行了 T 检验，各家公司均已通过。因此，计算折现率时选取公司具备可比性。

（二）以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构的原因

根据中国资产评估协会发布的《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（以下简称《专家指引》）及证监会发布的《监管规则适用指引——评估类第 1 号》指出被评估企业适用的资本结构一般可以通过下列几种途径确定：一、采用被评估企业评估基准日的真实资本结构，前提是企业发展趋于稳定；二、采用目标资本结构，取值可以参考可比公司或者行业资本结构水平，并分析企业真实资本结构与目标资本结构的差异及其对债权人期望报酬率、股权期望报酬率的影响，考虑是否需要采取过渡性调整等措施。

截至评估基准日，标的公司发展尚未趋于稳定，故本次采用目标资本结构，即采用上市公司平均资本结构作为标的公司的目标资本结构。因此，本次评估资本结构的选取符合相关要求。

此外，从下表所列的同行业可比交易案例所选取的目标资本结构选取情况看，本次评估以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构符合行业惯例，具备合理性。

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	资本结构选取方式
1	华凯易佰	通拓科技	2023-12-31	行业平均
2	华凯易佰	易佰科技	2022-12-31	行业平均
3	壹网壹创	上佰电子	2022-12-31	未披露

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	资本结构选取方式
4	狮头股份	昆汀科技	2022-7-31	行业平均
均值				/
淘通科技				行业平均

综上分析，以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构符合行业惯例且具备合理性。

(三) 以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构符合标的资产实际情况

从标的公司负债的实际情况来看，淘通科技公司作为轻资产企业，融资渠道以信用借款为主，与同行业上市公司的主流融资模式一致。

截至评估基准日，标的公司付息债务合计 8,437.21 万元，静态资本结构 11.67%，虽与行业上市公司 5.72% 的平均水平存在短期数值差异，但核心融资逻辑（如依赖信用融资、聚焦轻资产运营的风险控制）与行业共性特征相符。未来随着标的资产的进一步经营积累，公司对于借款的需求将有所下降，最终资本结构趋近于目标资本结构。

综上分析，随着标的公司经营积累，其自身资本结构趋近于目标资本结构，以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构符合标的公司的负债情况。

(四) 折现率与同行业可比交易案例不存在明显差异

根据我国 A 股市场 2021 年至今的上市公司重组案例，上市公司购买的与标的公司同行业的标的资产对应的评估折现率情况统计如下：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	无风险收益率	个别风险	WACC
1	华凯易佰	通拓科技	2023-12-31	3.0161%	1.50%	10.45%
2	华凯易佰	易佰科技	2022-12-31	3.9268%	2.00%	11.93%
3	壹网壹创	上佰电子	2022-12-31	3.18%	3%-3.5%	10.74%-11.23%
4	狮头股份	昆汀科技	2022-7-31	3.27%	3.00%	11.61%
均值				3.35%	2.44%	11.24%
淘通科技				1.80%	3.00%	10.56%

注：上佰电子数据摘录自杭州壹网壹创科技股份有限公司关于对深圳证券交易所关注函回复的公告，该数据系评估预估参数。

由上表可知，淘通科技公司 WACC 为 10.56%，低于可比交易案例均值 11.24%，差异主要源于不同年份之间的无风险利率的变化。

2021 年初至今，随着我国金融市场及整体经济环境的变化，长期国债收益率大幅下降。

2022-2023 年期间，长期国债收益率尚处于较高水平，故可比案例评估的无风险收益率平均为 3.35%，相对较高。而进入 2024 年以来，国债收益率持续下滑，至 2024 年底，10 年期和 30 年期国债的平均收益率仅为 1.80%，相比交易案例的平均数下降 1.55 个百分点，降幅显著，从而拉低了 WACC 的取值。

在个别风险系数相近的情况下，无风险利率的持续走低成为本次评估折现率低于历史案例均值的核心因素，因此，淘通科技公司本次评估的折现率在当前市场环境下具备合理性。

综上分析，计算折现率时选取公司的选取方式合理、具备可比性，以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构符合行业惯例、符合标的资产实际情况，具备合理性；折现率与同行业可比交易案例是不存在明显差异，折现率的预测具备谨慎性、合理性。

七、折旧和摊销、资本性支出的测算过程和预测依据，以及相关预测是否合理

(一) 淘通科技公司主要长期资产情况

淘通科技公司系轻资产服务型企业，其长期资产包括设备类固定资产、无形资产——其他无形资产、长期待摊费用等。其中，固定资产包括办公设备、车辆和电子设备，无大型生产用途的固定资产；无形资产均系外购软件；长期待摊费用包括软件使用服务费及装修费。

另外，淘通科技公司经营场所均系租赁取得，不存在建筑物类固定资产和无形资产——土地使用权。

淘通科技公司主要长期资产账面原值和 2024 年末综合成新率情况如下：

金额单位：人民币万元

项目	2023 年度期末 账面原值	2024 年度期末 账面原值	2024 年末 综合成新率
固定资产——办公设备	36.95	31.70	18.96%
固定资产——运输设备	93.96	90.46	34.21%
固定资产——电子设备	341.21	354.09	34.83%
无形资产——软件	827.47	857.09	48.50%
长期待摊费用——软件使用服务费	118.25	122.67	22.44%
长期待摊费用——装修费	57.61	77.45	49.03%
合 计	1,475.45	1,533.46	

(二) 折旧和摊销测算过程、预测依据及合理性

1. 折旧和摊销测算过程

固定资产的折旧是由两部分组成的，即对基准日现有的固定资产(存量资产)按企业财务计提折旧的方法(直线法)计提折旧；对基准日后新增的固定资产(增量资产)，按固定资产的开始使用日期计提折旧。

年折旧额=固定资产原值×年折旧率

无形资产的摊销主要系软件等摊销，预测时按照尚余摊销价值根据企业摊销方法进行测算。

长期待摊费用的摊销主要为软件使用服务费和装修费用的摊销，预测时按照尚余摊销价值根据企业摊销方法进行测算。

预测期末年和永续期固定资产折旧和无形资产、长期待摊费用摊销以年金化金额确定。

2. 折旧和摊销测算依据及合理性

本次评估折旧和摊销按企业财务计提折旧和摊销的方法进行测算。

(1) 标的公司各类长期资产的折旧摊销政策

淘通科技公司设备类固定资产的折旧政策如下：

类别	折旧方法	折旧年限（年）	残值率（%）	年折旧率（%）
运输设备	年限平均法	3-5	5	19.00-31.67
电子设备	年限平均法	3-5	5	19.00-31.67
办公设备	年限平均法	3-5	5	19.00-31.67

淘通科技公司无形资产的摊销方法为：使用寿命有限的无形资产，在使用寿命内按照与该项无形资产有关的经济利益的预期实现方式系统合理地摊销，无法可靠确定预期实现方式的，采用直线法摊销。具体如下：

项目	使用寿命及其确定依据	摊销年限（年）
软件	软件的约定使用年限	3-10

其他资产的摊销主要为软件使用服务费和装修费用的摊销，按实际支出进行归集，在规定的期限内分期平均摊销。

项目	使用寿命及其确定依据	摊销年限（年）
其他资产	长期待摊费用的约定使用年限	3

(2) 标的公司与同行业可比上市公司的折旧、摊销年限对比

项目	若羽臣	壹网壹创	凯淳股份	青木科技	丽人丽妆	淘通科技
办公设备	3-5 年	3 年	3 年	3-5 年	3-5 年	3-5 年
运输工具	4-5 年	5 年	5 年	4-5 年	3-5 年	3-5 年
电子设备	3-5 年	3 年	3 年	3-5 年	3 年	3-5 年
其他无形资产	10 年	3 年	2-5 年	3 年	2-5 年	3-10 年

从上表可知，标的公司的折旧摊销政策与同行业上市公司基本一致，企业折旧摊销政策符合会计准则规定，具备合理性。

综上分析，本次评估按企业会计政策进行折旧摊销的计算，企业折旧摊销政策符合会计准则规定，折旧和摊销预测具备合理性。

(三) 资本性支出的测算过程、预测依据及合理性

1. 资本性支出的测算过程

资本性支出包括追加投资支出和更新支出。

追加投资主要系为满足扩大经营所需发生的资本性支出，根据淘通科技公司的投资计划，预计未来需追加的投资主要包括新办公楼的装修投资和随着公司规模扩大而需增加的办公设备等。

更新支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出，包括固定资产存量的更新支出、无形资产和长期待摊费用的更新支出等。对于预测期内需要更新的相关设备、其他无形资产和长期待摊费用，评估人员经过与企业管理层和资产管理人员沟通了解，按照企业现有设备状况和生产能力对以后可预知的年度进行了更新测

算，形成各年资本性支出。

预测期末年和永续期各项固定资产、无形资产和长期待摊费用等的更新支出以年金化金额确定。

2. 资本性支出的测算依据

(1) 各类资产经济耐用年限及预测期第一年的更新金额预测

对于标的公司的各类资产，以其开始使用日期为起点，以其经济耐用年限确认其更新时间，各类资产折旧摊销年限与经济耐用年限的对比以及 2025 年预计更新金额情况如下：

金额单位：人民币万元

类别	折旧年限（年）	经济耐用年限（年）	2025 年预计更新金额
办公设备、电子设备	3-5	4-6	250.55
运输设备	3-5	10	23.58
软件	3-10	3-10	225.65
其他资产	3	3-5	118.25
合计	/	/	618.03

对于标的公司的各项资产，由于综合成新率较低，预计 2025 年需进行部分资产的更新换代，因此有一定金额的更新支出。后续更新支出的变动与资产的折旧年限、经济耐用年限基本保持一致，资产更新预测具有合理性。

(2) 未来不发生大额新增投资的合理性

追加投资主要系为满足扩大经营所需发生的资本性支出，根据公司投资计划，预计未来需追加的投资包括新办公楼装修投资和需增加的办公设备等。

金额单位：人民币万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年及以后
追加投资	120.64	50.00	50.00	50.00	0.00

标的公司与同行业可比上市公司固定资产情况对比如下：

金额单位：人民币万元

公司	机器设备	运输设备	办公电子设备	合计	员工人数	人均设备金额（万元/人）
----	------	------	--------	----	------	--------------

公司	机器设备	运输设备	办公电子设备	合计	员工人数	人均设备金额 (万元/人)
若羽臣	/	210.93	588.40	799.33	741	1.08
壹网壹创	/	72.00	400.80	472.80	823	0.57
凯淳股份	63.80	/	1,038.64	1,102.44	1,369	0.81
青木科技	/	103.83	2,216.08	2,319.91	1,620	1.43
丽人丽妆	/	400.22	1,186.21	1,586.43	880	1.80
淘通科技	/	90.46	385.79	476.25	506	0.94

注：为增加可比性，可比上市公司的固定资产数据选用同处于未上市状态时的相关固定资产原值，从而避免因相关募投项目等上市而带来的额外固定资产投资的影响。上表中的数据摘录自各可比公司招股说明书。

从上表可见，标的公司设备类固定资产构成与同行业可比公司类似，均以办公电子设备、运输设备为主，机器设备占比极低（仅凯淳股份有少量机器设备），符合电商服务行业轻资产运营的特点。从人均设备金额来看，标的公司资产配置效率与行业平均水平匹配。

综上，标的公司与可比公司人均设备金额水平相近，资产金额合理，其现有资产规模及结构可满足日常经营需求，未来无需大规模追加长期资产投资支出。

3. 资本性支出预测的合理性

标的公司采用“轻资产”模式，长期资产金额较小。因基准日时点长期资产的总体成新率较低，预测期前期更新支出较高，后续年度的更新支出金额随资产状态稳定逐步有所降低，准确反映设备正常迭代需求，更新预测具备合理性。

作为轻资产服务型企业，预测期标的公司的追加投资主要考虑新办公楼装修投资和新增办公设备，预测金额与未来人员扩充及业务规模扩大匹配，符合业务发展逻辑，追加投资支出的预测具备合理性。

综上所述，折旧和摊销、资本性支出的测算过程合理，预测依据充分，预测结果符合标的公司当前及未来的经营需求。

八、评估基准日后是否发生影响评估值的重要变化事项

（一）行业环境持续稳定，未出现影响评估值的重大变动

通过对评估基准日后行业发展动态的收集与分析，未发现行业政策、市场竞争

格局、技术趋势等领域出现可能影响标的公司 100%股权价值评估值的重要变化事项，行业整体环境保持稳定。

（二）实际业绩优于预测，无偏离评估逻辑的异常情形

对比评估基准日后公司实际经营情况与评估的预测数据，期后实现的业绩优于预测数据，具体如下：

项目	2025 年评估预测数	2025 年实际数	年化完成率/差异率
营业收入	206,925.80	215,387.19	104.09%
净利润	6,969.04	8,924.22	128.06%
毛利率	13.07%	12.99%	99.41%

注：2025 年预测数系坤元评报〔2025〕799 号评估报告预测数，2025 年实际数业经审计。

从上表可见，标的公司 2025 年营业收入、净利润的年化完成率分别为 104.09%、128.06%，2025 年实际毛利率是预测毛利率的 99.41%。实际经营中核心代理品牌稳定贡献，叠加宠物食品等品类快速增长，共同推动期后业绩实现超预期，总体运行逻辑与评估预测一致，无异常偏离。这表明评估对业务增长潜力、毛利率等的预测具备合理性与谨慎性。

（三）期后供应商结构发生重大变化，影响标的资产价值

经核查并与标的公司管理层访谈，《资产评估报告》（坤元评报〔2025〕565 号）出具后，标的公司确认其与公司 B 合作于 2025 年 8 月 31 日到期，公司 B 期望的续约条件不及标的公司预期，标的公司为保障自身业务的合理收益与长远发展，未能与公司 B 完成续约。该事项虽未改变标的公司核心业务模式，但标的公司的供应商结构等关键经营要素发生重大变动，从而影响未来的盈利预测，导致标的资产价值发生变化。该事项对资产评估价值产生明显影响，不能直接使用原评估结论。上市公司已聘请本评估机构根据期后经营情况重新出具评估报告以确定评估结果，下文回复中的评估数据均摘自重新出具的《资产评估报告》（坤元评报〔2025〕799 号，以下简称新评估报告），新评估报告相关评估预测已充分反映与公司 B 合作终止的影响。

新评估报告在充分考虑评估基准日后标的公司各项业务的业绩实现情况、与公司 B 合作终止情况及与新签品牌情况对日常经营造成的影响，调整原评估报告的预

测数据，调整后的标的公司股东全部权益的评估价值为 72,300.00 万元，较原评估报告股东全部权益的评估价值减少 5,400.00 万元，与原评估值相比下调 6.95%。

九、结合本次交易的市盈率、市净率、评估增值率情况，并结合标的资产的经营模式、核心竞争力、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等，说明本次交易标的资产定价公允性，与选取的相关上市公司及交易的可比性。

(一) 本次交易的市盈率、市净率、评估增值率情况

标的公司股东全部权益的评估价值为 72,300.00 万元，相比归属于母公司股东权益 58,516.12 万元评估增值 13,783.88 万元，评估增值率为 23.56%，市盈率为 10.47 倍，市净率为 1.24 倍。

(二) 轻资产运营模式下收益法评估增值具备合理性

标的公司属于互联网电商公司，特点是轻资产运营、经营效率高。公司存在较多的账面未记录的无形资产，包括软件著作权、域名、人力资源、客户资源等可确指和不可确指的无形资产，预计未来能给公司带来较大的收益。其中，核心的无形资产为人力资源、销售渠道、供应链体系、客户资源、供应商合作关系等。该部分资产作为不可确指无形资产，按照现有的会计准则和制度，其价值无法在账面反映。而本次收益法的评估时则考虑了上述资产所带来的贡献，评估结果中包含了这部分无形资产的价值，评估增值具备合理性。

(三) 核心竞争力构筑稳定盈利基础，支撑估值合理性

1. 标的公司与主要合作品牌建立并长期维持深度合作关系，10 余年来始终陪伴和服务于前述品牌在境内市场电商领域的业务成长，已成为其最重要下游渠道和服务商之一

标的公司致力于为全球知名品牌提供全域一站式电商服务，合作品牌涵盖食品快消、母婴、宠物等多个板块，其中，标的公司在休闲食品领域具有核心竞争优势。标的公司自 2012 年起与玛氏集团开展合作，2013 年获得玛氏天猫旗舰店独家经营权，截至目前，标的公司与玛氏集团的合作已包括德芙、M&M'S、士力架、脆香米、绿箭、益达、彩虹糖等多款经典热销品牌产品，通过运营多家旗舰店进行线上销售；此外，标的公司还服务于雀巢、百事等国际知名快消集团。

截至本回复出具之日，经过多年的合作，标的公司已取得合作品牌的深度认可，合作关系具有较好的稳定性。一般而言，标的公司与主要合作品牌的合作关系通常始于部分子品牌或渠道的尝试，随着运营效率的不断释放，标的公司的运营能力得到充分印证，与品牌方的合作关系也相应得到深化。

标的公司与部分重点品牌的合作成果如下所示：

品牌方	合作成果介绍
皇家	3年帮助品牌增加超260万的会员规模，会员成交占比由约30%提升至超过60%，老客复购人数增加约30%，活跃会员人数增加约60%
德芙	年轻化人群成交占比提升增加约30%，会员规模增长超过200万
冠军	帮助渴望和爱肯拿在两年时间增加124万会员规模，较合作初期增长超过200%，同时帮助品牌方提升销售费用使用效率，运营的各个店铺单位日销售金额对应的销售费用金额大幅降低

2023年以来，标的公司取得品牌方颁发的服务商奖项情况如下：

获奖时间	奖项名称	品牌方	所属行业
2026年1月	最佳经销商	二宝	休闲食品
2025年9月	年度铂金服务标杆	皇家	宠物食品
2025年9月	年度最佳供应链合作伙伴	皇家	宠物食品
2025年6月	宠物巅峰品牌-皇家	皇家	宠物食品
2025年5月	风雨同舟奖	玛氏箭牌	休闲食品
2025年5月	精细运营先锋奖	玛氏箭牌	休闲食品
2024年4月	销售增长奖	雀巢	休闲食品
2023年4月	销售贡献奖	玛氏箭牌	休闲食品

2. 标的公司拥有较强的获取新客户以及客户关系维护能力，在聚焦休闲食品和宠物食品等核心行业赛道的基础上，不断开拓高价值新品类的合作品牌，从而确保业务发展的稳固基础

近年来，为进一步优化业务结构、弥补细分领域空白，标的公司持续拓展优质品牌资源：一方面引入皇家、冠军等头部宠物食品品牌，快速强化宠物板块竞争力；另一方面签约Nimm2二宝、Danisa皇冠丹麦曲奇、KOPIKO COFFEE可比可咖啡及可益康等，丰富了休闲食品与健康食品矩阵，有效弥补细分赛道产品缺口。最终形成“国际大牌+细分冠军”的多元合作格局，凭专业运营与全渠道优势，持续扩大市场影响力。

3. 标的公司长期聚焦自身运营效率的提升，已形成基于行业深度理解的 28 大能力模型，助力业务长期可持续发展

(1) 28 大能力模型助力运营效率提升

自设立以来，标的公司持续深耕休闲食品和宠物食品等核心赛道，经过长期的实践和探索，已形成 7 大运营精细化能力模型、9 大人群运营能力模型、5 大流量运营能力模型和 7 大营销运营能力模型。具体而言，标的公司前述 4 大类 28 大能力模型通过如下方式实现对品牌运营效率的提升：

能力模型类型	优化方向	具体优化方法
运营精细化	平台资源	根据产品的卖点找到适合的活动资源，使用适合的价格或者促销利益点（如赠品、服务、30 天试用等）对消费者进行转化
	货品策略	通过不同的产品组合，如平价商品引流、高毛利率商品搭配赠品、节日款/IP 联名款打造品牌记忆点，提高店铺的毛利率及销售额
	供应链	布局不用类型和地域的仓库，提高发货效率同时降低物流费用，不同仓库对应不同类型商品。如宠物主粮主要为大重量产品，选取重货有优惠的物流仓库；糖巧是在高温天气易融化产品，需要恒温仓；薯片属于抛货（体积大重量轻的货物），需要使用不计抛的仓库合作等
流量运用	降本增效	平台提供多种流量广告工具，每个工具对应的广告竞价存在差异，通过多种投放工具组合来降低广告点击成本，同时结合商品卖点和定向人群制作有针对性的广告页面来提升广告转化。针对投放效果不佳的区域、人群、产品，调整出价或减少投放，把剩余预算转到产出更好的地方，不断优化投资效果
	投放策略	不同时期使用不同的广告策略，如一个全新的品牌刚上市需要有知名度，会根据品牌意向人群进行大面积投放品牌广告，第二阶段在大促期对这些已投放的人投放带有价格、赠品等促销广告进行转化
人群运营	拉新入会	对于品牌方而言，品牌方意向客户以及品牌会员是最大的资产，通过广告、平台活动触达这些人群后使用会员价、入会送赠品等方式促使消费者加入会员
	复购	会员对品牌有一定认知度，根据其消费行为进行再次购买的沟通，如 30 天前购买的宠物主粮预计将耗尽，运营人员发送短信提醒，让消费者感受到品牌温度，提升复购率
营销运营	内容	根据网络热点有针对性地制作关联品牌属性的内容，从话题、背景音乐、人群购买习惯、剧情设定等角度进行不断优化短视频等内容种草，吸引目标人群进入品牌直播间或商城进行产品消费
	IP 联名	通过不同联名款制定相应的周边、礼品、互动玩法等，强化品牌在消费者的形象，如德芙 x 广州酒家，茅台 x 德芙等案例

在新增品牌拓展及存量品牌服务的过程中，标的公司灵活运用上述能力模型，

帮助标的公司充分复用过往项目经验，协助品牌方实现电子商务经营效益的高效释放。

(2) 主要运营效率指标优于行业水平

标的公司长期致力于提升自身的运营效率，从计划部门的敏捷统筹协调，到采购部门的高效供应商与流程管理；从物流部门的动态仓网优化与高效仓储管理，再到客服部门的贴心服务与快速响应，通过持续迭代优化，促进各个运营环节的紧密配合，从而实现了行业领先的运营效率。

截至本回复出具之日，标的公司的主要运营效率指标均达到或超过行业标准，对比情况如下：

指标名称	标的公司	行业标准/行业优秀水平	对比结果
B2B 商品在架率	95%以上	行业要求 92%	优于行业要求
B2C 商品有货率	98.50%以上	行业要求 98%	优于行业要求
B2C 发货及时率	99.90%	食品行业优秀标准 \geq 99.50%	达到行业优秀水平
消费者天猫服务体验分	4.8 分以上	行业优秀评分 4.8 分	达到行业优秀水平

注：行业标准数据主要来自于天猫平台、客户要求等。

近年来，标的公司持续提升供应链管理水平和相关指标实现优化提升，具体情况如下：

指标名称	2023 年度	2024 年度	2025 年
库存周转周数	8.3 周	7.8 周	7.0 周
物流降本绝对值	340 万元	426 万元	336 万
国内 B2B 方均物流综合成本	242 元/方	194 元/方	195 元/方
国内 B2C 单均物流综合成本	9.37 元/单	7.10 元/单	6.49 元/单
客服单位服务成本	0.65 元	0.46 元	0.54 元

注 1：库存周转周数=（全年每月期末库存成本之和 \div 12） \div 全年销售成本 \times 365 \div 7，其中期末库存包含淘通科技仓库库存、2B 类平台仓库存、采购在途库存；

注 2：物流降本绝对值=T 年实际使用量（如单量、仓储面积、收货件数等） \times （T-1 年年物流单价-T 年物流单价）

注 3：国内 B2B 方均物流总成本=国内 B2B 业务物流总成本/国内 B2B 业务总送货方数；

注 4：国内 B2C 单据物流总成本=国内 B2C 业务物流总成本/国内 B2C 快递单量；

注 5: 客服单位服务成本=客服总人力成本/ (接待量+售后量+审单量)。

(3) 多个运营店铺排名行业前列

2023 年以来, 标的公司所运营的主要店铺在各电商平台均取得领先地位, 具体店铺及排名如下所示:

序号	店铺名称 (部分)	渠道	平台店铺排名
1	orijen 原始猎食渴望海外旗舰店	天猫国际	2025 年 8 月天猫国际猫主粮排名第 1 名
2	ACANA 爱肯拿宠物食品海外旗舰店	天猫国际	2025 年 10 月天猫国际犬主粮排名第 2 名
3	爱肯拿 ACANA 海外旗舰店	京东国际	2025 年 8 月京东国际猫主粮排名 TOP3
4	德芙官方旗舰店	天猫	2015-2024 年连续 10 年巧克力类目第 1
5	士力架官方旗舰店	天猫	2015-2024 年巧克力 top 品牌榜
6	mms 官方旗舰店	天猫	2015-2024 年巧克力 top 品牌榜
7	wrigley 箭牌旗舰店	天猫	2015-2024 年间连续多年口香糖类目第 1
8	quaker 桂格旗舰店	天猫	2024 年-2025 年冲饮/麦片类目第 2
9	nimm2 海外旗舰店	天猫国际	2025 年 1-10 月累计棒棒糖行业第 2
10	B2B-天猫超市-玛氏	天猫超市	2015-2025 连续 10 年猫超巧克力类目 TOP1
11	B2B-天猫超市-箭牌	天猫超市	2015-2025 连续 10 年猫超口香糖 TOP1
12	美的官方旗舰店	抖音	2025 年 9 月大家电排名第 4
13	stride 炫迈旗舰店	天猫	2024 年-2025 年口香糖排名第 2
14	皇家宠物食品官方旗舰店	京东	2025 年 4-9 月猫食品行业 TOP3
15	皇家宠物食品旗舰店	天猫	2025 年 8 月宠物/宠物食品及用品排名第二
16	箭牌京东自营旗舰店	京东	2025 年 618 期间口香糖类目排名第 2
17	亿滋官方旗舰店	快手	2025 年 618 购物节休闲食品排名第 1
18	亿滋京东自营旗舰店	京东	2023-2025 年连续 3 年饼干行业排名第 1

注: 上述排名来源于各大电商平台统计。

4. 标的公司拥有覆盖国内主流类型电子商务平台的全方面运营能力, 形成了行业领先的独特优势

标的公司长期深耕休闲食品和宠物食品等行业, 业务领域横跨以天猫、京东、拼多多和唯品会等为主的货架电商、以抖音、快手等为主的兴趣电商和以小红书等

为主的社交电商。其中，货架电商通常以产品为主，通过图片方式展示产品的功能、价格等，同时会沉淀品牌的会员用户，也是品牌在电商的门户，重在打造品牌心智。兴趣电商通常以内容为主，通过视频或直播方式展示产品的功能和价格等，内容的趣味性、感染力是影响产品点击和购买的关键因素。社交电商通常以分享为主，通过笔记的方式分享购物心得、潮流资讯，口碑进行传播。

标的公司长期从事电子商务运营服务，积累了货架电商、兴趣电商和社交电商等各大国内主流类型电商平台的运营经验和标杆项目，拥有对国内电子商务行业生态的深度洞察，从而形成了领先于同行业竞争对手的多电子商务平台运营能力优势。

5. 标的公司已经成为受到多家电子商务平台认可的优质服务商，累积获得多项荣誉，拥有领先的行业地位

基于对行业的深度服务，标的公司获得了天猫五星经营服务商等电子商务服务行业内的重点荣誉。天猫星级服务商荣誉在参选服务商提交评选材料后由天猫平台官方评定，评奖周期为每年一次，以“能力+成长性”为双核评估维度，被定义为“服务商当前经营能力的直观体现”及“未来多元发展潜力的权威认证”。天猫星级服务商分为无星至六星共七个等级，其中六星经营服务商为最高等级。截至本回复出具日，天猫网站显示参评企业共有 599 家；根据天猫生态中心 2025 年 12 月 26 日发布的数据，共有 11 家六星经营服务商和 19 家五星经营服务商，其中主要服务休闲食品或宠物行业的获奖服务商共 4 家，分别为六星经营服务商乐麦信息技术(杭州)有限公司、上海凯诰电子商务股份有限公司，五星经营服务商标的公司、杭州网营科技股份有限公司。

天猫五星经营服务商系行业内的标志性奖项，标的公司连续 10 年获评五星级服务商，既是对标的公司运营能力和效率的外部印证，也是大型品牌方选拔服务商时的重要衡量维度。

此外，标的公司还是行业内唯一同时获得天猫五星经营服务商及食品和宠物行业单独颁发的顶级服务商荣誉的电子商务服务企业，运营实力和行业地位受到充分认可。

2023 年以来，标的公司取得由各电子商务平台授予的荣誉奖项如下所示：

序号	荣誉奖项	颁奖单位	取得年度
----	------	------	------

序号	荣誉奖项	颁奖单位	取得年度
1	2023 年度历史杰出贡献奖 (德芙官方旗舰店)	天猫	2023 年
2	2023 天猫美食金味奖 “最佳生态领导力奖-最佳生态合作伙伴”	天猫	2023 年
3	2023 金牌客服团队 (皇家宠物食品旗舰店)	天猫	2023 年
4	2023 年天猫国际银星服务商	天猫国际	2023 年
5	2023 阿里妈妈营销拍档五星级服务商	阿里妈妈	2023 年
6	2023 年双 11 会员最爱买 TOP10 人气店铺 (皇家宠物食品旗舰店)	天猫	2023 年
7	2023 年艾菲奖 “全域经营案例铜奖” (皇家宠物)	天猫	2023 年
8	2023 年阿里妈妈 x 长城奖「科学经营赛道」铜奖 (皇家宠物)	阿里妈妈	2023 年
9	2024 年天猫国际银星服务商	天猫国际	2023 年
10	2024 年天猫国际金星服务商	天猫国际	2024 年
11	2024 天猫双 11 休闲零食店铺销售榜 TOP10 (德芙官方旗舰店)	天猫	2024 年
12	2024 阿里妈妈超新星营销伙伴	阿里妈妈	2024 年
13	2024 年服务体验超级 v-partner	天猫	2024 年
14	2024 年度天猫生态卓越服务奖	天猫	2024 年
15	2024 年度五星店铺 (quaker 桂格旗舰店)	天猫	2024 年
16	2024 年度五星店铺 (stride 炫迈旗舰店)	天猫	2024 年
17	2024 年度行业好服务共创伙伴	天猫	2024 年
18	2024 年度双 11 金牌售后 (wrigley 箭牌旗舰店)	天猫	2024 年
19	京准通 2024 年领航 11.11 站内营销赛道-突破增长奖 (原始猎食渴望 (ORIJEN) 旗舰店)	京东	2024 年
20	京准通 2024 年领航 618 新锐营销赛道-新锐突破奖 (爱肯拿 ACANA 海外旗舰店)	京东	2024 年
21	2024 年 H1 增长飞速之星 (亿滋)	抖音	2024 年
22	2025 年天猫五星经营服务商	天猫	2024 年
23	2025 年宠物超级喵斯卡	天猫国际	2025 年
24	2025 年卓越超级品牌 (冠军)	天猫国际	2025 年
25	2025 年卓越超级品牌 (爱肯拿)	天猫国际	2025 年
26	2025 年宠物冠军营 (冠军)	天猫国际	2025 年

序号	荣誉奖项	颁奖单位	取得年度
27	2025 年宠物冠军营（爱肯拿）	天猫国际	2025 年
28	服务体检超级 v-partner	天猫	2025 年
29	618 大促金牌客服团队（爱肯拿宠物食品旗舰店）	天猫	2025 年
30	2025 年度行业服务灯塔奖（皇家宠物食品旗舰店）	天猫	2025 年
31	2025 年度五星店铺（wrigley 箭牌旗舰店）	天猫	2025 年
32	2025 年度金牌售后店铺（orijen 原始猎食渴望旗舰店）	天猫	2025 年
33	2025 年度五星店铺（德芙官方旗舰店）	天猫	2025 年
34	2025 年度五星店铺（orijen 原始猎食渴望旗舰店）	天猫	2025 年
35	2025 年度五星店铺（爱肯拿宠物食品旗舰店）	天猫	2025 年
36	2025 年度五星店铺（皇家宠物食品旗舰店）	天猫	2025 年
37	2025 年度天猫生态卓越服务奖	天猫	2025 年
38	淘宝 2025 年度发物流体验先锋（nms 官方旗舰店）	天猫	2025 年
39	淘宝 2025 年度发物流体验先锋（orijen 原始猎食渴望旗舰店）	天猫	2025 年
40	抖音钻石服务商	字节	2026 年
41	巨量营销综合代理商、巨量千川服务商	字节	2026 年
42	2026 年天猫五星经营服务商	天猫	2026 年
43	2026 年服务体验超级 v-partner	天猫	2026 年

6. 标的公司打造了业内突出的电商服务核心技术体系,持续提高自身的品牌运营和服务交付能力

标的公司通过自主搭建业财系统、数据中台,打通跨渠道的数据壁垒,解决信息孤岛问题,将各个业务系统和上中下游、多元多边关系的客户、供应商、分销商、电商渠道、物流商进行的交易、共享、协同产生的数据,进行平行整合集成或交叉综合集成,通过梳理数据关系和业务逻辑、可视化展示与统计分析,按照 ToB、ToC 不同需求提供不同场景,赋能电商销售服务业务的各个环节,实现精细化运营和精准化销售。

综上,标的公司基于自身突出的运营能力、运营效率及电商服务核心技术体系,长期拥有并保持较强的获取新客户以及客户关系维护能力,已成为主要合作品牌最重要的下游渠道和服务商之一,并拥有较高的客户认可度和领先的行业地位,

标的公司的核心竞争优势具有明确来源且可持续，为本次收益法估值提供有力支撑。

(四) 合理的研发投入为公司经营提供必要的前提条件

标的公司的历史年度的研发投入情况详见上文“三、收益法评估过程中毛利率的测算过程及依据……”之“(一) 收益法评估过程中毛利率的测算过程及依据”的“6. 标的资产研发费用变化情况”所述。

经过多年的技术积累，标的公司形成了以下核心技术：

序号	核心技术名称	技术先进性与具体表征
1	业务中台系统技术	该技术采用“电商共享中心”和“统一的API接口平台”的微服务架构，基于“大中台小前端”的设计，从而支持前端业务的快速迭代。“订单中心”、“促销中心”、“库存中心”、“商品中心”、“价格中心”、“财务中心”、“用户中心”、“档案中心”、“运维中心”、“对账中心”等十个中心构成bPaaS层，提供可复用、可扩展的、可配置的技术服务能力，既可以保证前端轻松构建需要的应用服务，同时保证业务前线输出统一化的产品服务和能力。标准规范的API接口可以实现生态圈内快速的接入，例如与下游WMS系统的链接采用标准奇门接口方式，保证快速的与不同的WMS系统间交互、调试和报文解读
2	全域促销策略适配技术	“业务中台”中的价格促销中心可以支撑业务前端的灵活变化，有效解决不同销售渠道价格、促销等策略分散无法统一管控的问题，可满足“尾款送”、“定金送”、“现货送”、“留言送”等不同的促销政策和场景需要，支持“互动式促销活动”、“社交分享赢取优惠”、“限时特卖+抢购”、“个性化推荐优惠”等创新零售促销方式。在双十一等购物节期间，标的公司利用自研的促销策略模块，处理促销订单数量可达到十万级，能够有效节省干预成本并减少人工误差，从而提高订单流转效率
3	多渠道订单自动适配和履约协同技术	该技术应用于全渠道订单的转入、管理和履行，应用自动“分单”、“拆单”、“合单”、“审单”策略处理订单的不同环节，并设有预警机制识别风险点，自动匹配热库存、发货仓库、优先级、区域等要求，并及时传递到对应的WMS系统，自动匹配成本经济性更高的快递服务，最终提高订单履约效率
4	分层化库存管理技术	该技术支持独特的“逻辑库存”、“物理库存”、“共享库存”三层库存管理模式，使用物流算法优化分仓策略，多维度智能选择发货仓库，能够有效降低运输成本，减少库存积压，使得业务分单实现系统可监控

标的公司通过合理研发投入形成的上述技术，使公司能够实现对产品、订单的精准管控，更好地服务品牌供应商和终端消费者，是公司持续经营必要的前提条件。

(五) 业绩增长支撑本次交易标的评估增值合理与资产定价公允

标的公司报告期内及2025年业绩增长情况：

金额单位：万元人民币

项目	2023年	2024年	2024年 增长率	2025年	2025年 增长率
收入	160,912.35	201,464.24	25.20%	215,387.19	6.91%
毛利率	12.85%	12.88%	0.23%	12.99%	0.85%

项目	2023 年	2024 年	2024 年 增长率	2025 年	2025 年 增长率
净利润	6,251.85	6,906.13	10.47%	8,924.22	29.22%

注：2025 年数据业经审计。

标的公司 2024 年营业收入相比上年的增长率达 25.20%，归属于母公司所有者的净利润增长率为 10.47%，营收与净利润的双增长，体现了公司在扎根休闲食品品牌的电商销售的同时，积极开拓宠物食品品牌的电商销售的发展战略，对公司盈利能力的有效提升。2025 年，标的公司同比营收增长率为 **6.91%**，净利润增长率 **29.22%**，增长趋势得以延续，反映出持续的未来增长动能。

综上，标的公司业绩增长趋势延续，反映出持续的未来增长动能，为本次交易标的评估增值的合理性与资产定价的公允性提供了支撑。

(六) 与同行业上市公司市盈率、市净率对比分析

截至本次评估基准日（2024 年 12 月 31 日），同行业可比上市公司的估值情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
301110.SZ	青木科技	109.34	4.08
003010.SH	若羽臣	84.30	4.36
301001.SZ	凯淳股份	398.27	3.45
300792.SZ	壹网壹创	52.69	1.98
605136.SH	丽人丽妆	117.04	1.39
算术平均数		152.33	3.05
中位数		109.34	3.45
标的公司		10.47	1.24

注 1：同行业公司的 PE 和 PB 数据来源于同花顺 iFinD 金融数据终端；

注 2：标的公司市盈率=标的公司交易对价÷2024 年度归属于母公司所有者的净利润；

注 3：标的公司市净率=标的公司交易对价÷2024 年末归属于母公司所有者权益。

根据同行业可比上市公司的估值情况，同行业可比上市公司的平均市盈率、市净率均大幅高于本次交易，主要系上市公司具有公开市场的估值溢价，同时也说明本次交易对标的公司的估值较为谨慎。因此，本次交易定价具有合理性。

(七) 本次交易评估作价与可比交易案例估值比较

经检索公开市场案例，近年来已完成的 A 股上市公司收购或转让同行业标的的交易中，标的资产的估值情况如下：

序号	公告方	标的公司	首次公告日	项目进度	支付方式	交易市盈率	交易市净率
1	狮头科技	昆汀科技	2022-10-29	完成	现金	8.71	1.94
2	华凯易佰	易佰网络	2023-4-24	完成	现金	12.51	2.80
3	壹网壹创	上佰电子	2023-1-6	完成	现金	11.48	6.02
4	华凯易佰	易佰网络	2020-3-18	完成	发行股份及支付现金	18.63	5.46
5	黑芝麻	礼多多	2017-3-25	完成	发行股份及支付现金	21.50	2.29
算术平均数						14.57	3.70
中位数						12.51	2.80
标的资产						10.47	1.24

注 1：同行业交易案例市盈率=交易价格/交易日前一个年度净利润；

注 2：同行业交易案例市净率=交易价格/基准日的所有者权益；

注 3：标的公司市盈率=标的公司交易对价/2024 年度净利润；

注 4：标的公司市净率=标的公司交易对价/2024 年末所有者权益；

根据同行业可比交易案例的估值情况，本次交易市盈率与同行业可比交易案例的平均市盈率基本一致，处于可比交易区间范围内；本次交易市净率低于同行业可比交易最小值。本次标的公司的交易价格具有合理性、公允性。

综上分析，本次交易标的资产定价综合考虑了其运营模式、核心竞争力、研发投入、业绩增长等内在价值因素，且与同行业上市公司及可比交易案例估值水平具有可比性，评估增值率、市盈率、市净均处于合理范围，本次交易标的资产定价具备公允性。

十、结合上市公司前次收购标的资产股权估值与本次差异的原因，说明本次交易中评估作价与前次股权转让价格差异的合理性。

(一) 上市公司前次收购标的资产股权估值情况及作价依据

2024年12月26日，复星开心购与天元宠物签订《股份转让协议》，复星开心购将其所持有的淘通科技352.6192万股股份以7,700万元转让给天元宠物，股份转让的价格为21.84元/股，对应100%股权的总估值为77,000万元。该作价系双方基于市场化商业谈判确定交易价格。

(二) 本次交易中评估作价与前次股权收购价格差异的原因及合理性

1. 本次交易中评估作价与前次股权收购价格差异情况

标的公司在评估基准日2024年12月31日的股东全部权益的评估价值为72,300.00万元，较上市公司前次收购标的资产股权的估值77,000.00万元低4,700.00万元，差异率6.10%。

1. 本次交易中评估作价与前次股权收购价格差异原因

前次收购时，标的公司与公司B的合作尚未确定终止，而本次评估已明确考虑公司B自2025年9月起不再续签经销合同这一事项，并据此对标的公司盈利预测和营运资金需求进行了调整，导致本次交易中评估作价与前次股权收购价格产生差异。

2. 本次交易中评估作价与前次股权收购价格差异的合理性

标的公司报告期净利润、2025-2027年评估预测净利润和业绩承诺情况如下：

金额单位：万元人民币

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	预测期 3年平均
净利润	6,251.85	6,906.13	/	/	/	
评估净利润	/	/	6,969.04	7,092.98	7,465.12	7,175.71
业绩承诺	/	/	7,000.00	7,300.00	7,700.00	7,333.33

根据评估基准日后标的资产实际经营情况，标的公司通过运营实现了宠物收入的大幅增长，同时成功签订新品牌的经销合同，一定程度上弥补了公司B合作终止带来的影响。本次评估收益法测算时，综合考虑了上述期后实际经营情况的影响，预测的2025年至2027年三年平均净利润为7,175.71万元，较标的公司2024年净利润上升3.90%，本次评估值较上市公司前次收购的估值下降6.10%，具备谨慎性。

此外，管理层作出的三年业绩承诺均高于本次评估净利润预测数，且较评估基准日净利润逐步提升，反映标的公司管理层对标的公司未来发展的信心及良好的增长预期，同时说明本次评估作价盈利预测具备合理性和谨慎性。

综上所述，本次交易中评估作价与前次股权收购价格差异具备合理性。

十一、资产评估师核查过程及核查意见

(一) 核查程序

针对前述事项，资产评估师主要实施了以下核查程序：

1. 取得并查阅标的公司与主要品牌方签署的授权协议；与标的公司相关管理人员访谈，了解公司现有客户的续约情况、新客户开拓情况；使用搜索引擎、品牌官网等公开信息渠道，了解标的公司主要合作品牌的发展情况、市场排名情况；查阅并分析标的公司报告期内休闲食品和宠物食品等主要产品品类收入结构变化情况、各品牌及各渠道的未来发展规划，并与同行业公司相关指标进行对比分析，综合分析各业务模式下收入测算的合理性。

2. 取得并查阅标的公司与主要品牌方签署的授权协议；使用搜索引擎、品牌官网等公开信息渠道，了解标的公司主要合作品牌的发展情况；查阅并分析标的公司各业务模式下报告期内毛利率波动情况；与标的公司相关管理人员访谈，了解标的公司对上下游合作方的议价方式；查询国家统计局等单位披露的行业数据，了解标的公司所处行业的主要企业、市场供求状况及利润水平；使用搜索引擎、企业官网、财经网站等公开信息渠道，了解标的公司竞争对手的经营情况；核实分析标的公司历史研发支出情况，了解公司历史研发投入情况及发展趋势；调查了解标的公司核心技术相关内容，了解标的公司核心技术情况；核查标的公司收入成本明细，了解代理或分销产品结构变化及趋势；查询同行业可比公司公开资料，了解同行业可比公司毛利率水平以及标的公司毛利率水平，并比较分析存在差异的原因；综合分析预测期毛利率先降后升的原因及预测期毛利率测算的合理性、谨慎性。

3. 查阅标的公司近几年各期的期间费用构成、变化趋势及费用率水平等资料，分析期间费用变动的的原因；了解同行业公司的期间费用率水平并与标的公司情况进行对比，分析差异原因及合理性。

4. 查阅标的公司各成员企业的所得税税收政策；核查高新技术企业的评审标

准，对管理层进行访谈，分析未来智库软件公司高新技术企业资格的延续性。

5. 核查标的公司与电商平台的合作协议，验证回款加快的政策支撑；了解同行业公司的营运资金水平并与标的公司情况进行对比，分析差异原因及合理性。

6. 分析与折现率相关的评估指引、证监会相关文件，核实折现率计算中资本结构选择的合理性；调查了解基准日时标的公司的资本结构以及未来的借款需求情况；收集分析证券市场交易案例的折现率计算方法、相关参数及结果，并与本次评估进行比较分析。

7. 查阅并分析标的公司固定资产和无形资产规模、存量资产使用及未来资本性支出计划等情况；了解标的公司折旧摊销政策；对预测期资本性支出与折旧摊销金额的合理性进行分析。

8. 查阅相关行业研报、相关上市公司公开披露信息等行业发展动态，分析评估基准日后行业环境是否出现影响评估值的重大变动；与标的公司相关管理人员访谈，了解公司业务模式、供应商结构等是否发生重大变化；获取标的公司 2025 年经营数据、销售台账等资料，了解公司业务实现情况，并对主要品牌收入、成本费用等项目与评估预测进行对比分析；综合分析评估基准日后是否发生影响评估值的重要变化事项。

9. 核查标的公司的运营模式、核心竞争力、研发投入、业绩增长等情况，分析上述因素对估值的影响；通过公开信息查询同行业可比交易案例和同行业上市公司，了解可比交易案例与可比上市公司市盈率、市净率，并与标的公司进行比较分析。

10. 对标的公司实际控制人及上市公司相关人员进行访谈，了解本次估值与标的公司前次增资收购对应估值的差异原因。

(二) 核查意见

经核查，评估人员认为：

1. 收益法评估中各业务模式的收入测算，已充分结合现有客户合作期限、续约情况、新客户开拓情况、品牌市场份额变化、主要产品品类收入结构变化等，预测依据充分，预测过程合理，预测结果具有谨慎性。

2. 收益法评估中毛利率的测算，综合考虑了标的公司与品牌方或其代理商的定价模式、品牌发展周期、各业务模式历史毛利率波动情况、对上下游议价能力、行

业竞争格局、研发费用变化、代理或分销产品结构变化等，预测依据充分、谨慎、合理，预测期毛利率先降后升具备合理性。

3. 销售费用和管理费用的测算过程合理，预测依据充分，期间费用与预测期内业务增长情况相匹配，且已通过敏感性分析量化期间费用率变动对评估结果的影响程度。

4. 税费的测算过程合理，预测依据充分，智库软件公司高新技术企业认证具备可持续性，相关税率预测谨慎、合理。

5. 营运资金增加额的预测过程与标的公司当前的应收款回收政策相匹配，与未来年度的业务发展情况相匹配。各年营运资金比例取数合理、依据充分，据此计算得出的各期营运资金增加额具备合理性。

6. 计算折现率时选用的上市公司选取方式合理、具备可比性，以沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构为目标资本结构符合行业惯例及相关评估指引、监管机构规定，符合标的公司实际情况，具备合理性；折现率与同行业可比交易案例不存在明显差异，已反映了标的公司所处行业的特定风险以及自身风险水平，折现率的预测具备谨慎性、合理性。

7. 折旧和摊销、资本性支出的测算过程合理，预测依据充分，相关预测与标的公司业务发展需求相匹配，预测结果具备合理性。

8. 经核查，标的公司评估基准日后发生核心供应商公司 B 未续签的重大事项，且该事项对资产评估价值产生明显影响，故上市公司已聘请本评估机构重新出具资产评估报告以确定评估结果。重新出具的资产评估报告中，已考虑上述期后事项的资产价值的影响。本审核意见回复的相关数据均引用自重新出具的资产评估报告。

9. 本次交易标的资产定价综合考虑了其运营模式、核心竞争力、研发投入、业绩增长等内在价值因素，且与同行业上市公司及可比交易案例估值水平具有可比性，评估增值率、市盈率、市净均处于合理范围，本次交易标的资产定价具备公允性。

10. 本次交易中评估作价与前次股权收购价格差异的原因系前次收购时，标的公司与公司 B 的经销合作正常进行，而本次评估已明确考虑公司 B 自 2025 年 9 月起不再续签经销合同这一事项，并据此对公司盈利预测和营运资金需求进行了调整，导致本次交易中评估作价与前次股权收购价格产生差异。综合分析比较本次评估盈利预测金额与报告期后净利润情况，并结合管理层作出的业绩承诺，本次评估已充

分考虑前次收购至本次资产评估报告日的公司经营情况的变化，本次交易中评估作价与前次股权收购价格差异具备合理性。

（本页无正文，为《关于杭州天元宠物用品股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的审核问询函中有关评估事项的回复》之签字盖章页）

资产评估师： 王传军 张俊涛

法定代表人： 俞华开

坤元资产评估有限公司

2026年5月26日