

**《关于对深圳证券交易所 2025 年年报问询函（二）回复》之附件**  
**关于商誉减值测试说明**

问题 2（5）结合各商誉相关资产组的经营业绩、未来盈利预测及减值测试过程，说明商誉未计提减值的合理性。请说明减值测试中采用的关键参数（如收入增长率、折现率等）的选取依据，并与同行业可比公司进行比较分析。

公司回复：

**（一）耀美（广东）科技发展有限公司含商誉相关资产组**

**1、相关资产组经营业绩**

耀美（广东）科技发展有限公司（以下简称“耀美科技”）含商誉资产组包括长期资产（即固定资产、长期待摊费用以及使用权资产）、完全商誉等，具体内容如下：

项 目	账面价值(元)
<b>长期资产</b>	<b>189,456.42</b>
其中：固定资产	9,933.37
长期待摊费用	41,087.23
使用权资产	138,435.82
<b>完全商誉</b>	<b>14,565,765.28</b>
其中：归属于母公司股东权益的商誉	7,719,855.60
归属于少数股东权益的商誉	6,845,909.68
<b>含商誉资产组合计</b>	<b>14,755,221.70</b>

耀美科技主要为品牌电商综合服务商，其核心业务为国内生活用纸品牌与日用百货运营商。公司主要渠道涵盖了抖音、拼多多、美团、京东、淘宝等主要电商平台开设店铺并自主运营。公司主要产品为销售洁柔全系产品及拉比洁柔联名纸品系列。公司获取知名品牌的授权，进行采购产品或自行设计产品委托生产，产品入库公司仓库后，通过主流电商平台进行零售。耀美科技历史经营业绩如下：

金额单位：人民币万元

项目	2024年12月31日	2025年12月31日
总资产	2,081.15	2,025.68
总负债	2,940.59	3,194.32
所有者权益	-859.44	-1,168.64
项目	2024年	2025年
营业收入	2,582.55	11,185.75
利润总额	-660.60	-845.62
净利润	-506.05	-669.20

2025年耀美科技营业收入增长的主要原因是2025年耀美科技结合现有销售网络增长的情况下，门店规模扩张，导致2025年销售收入增长较大。2025年，耀美科技实现销售收入约1.1亿元。

## 2、含商誉相关资产组减值测试过程及未来盈利预测情况

本次对于商誉相关资产组减值测试主要采用预计未来现金流现值进行测算。具体测算过程思路如下：

### ①估值基本思路

基于包含商誉资产组所在企业经营情况，采用现金流量折现法。现金流量折现法，是指在企业现有管理、运营模式下，在剩余使用寿命内可以预计的未来现金流量的现值来估算包含商誉资产组可收回金额的估值思路，

现金流量折现法是指对包含商誉资产组预计未来现金流量及其风险进行预测，选择与之匹配的折现率，将未来的现金流量折现求和的估值方法。

现金流量折现法估值计算公式

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} - Z$$

式中，P：包含商誉资产组价值

$R_i$ ：包含商誉资产组在预测期内第  $i$  年的预计现金流量，预测期是指包含商誉资产组从估值基准日起至达到预计现金流量相对稳定的时间

$R_{n+1}$ ：包含商誉资产组在预测期满后第 1 年的预计现金流量

$r$ ：折现率

$n$ ：包含商誉资产组预计未来现金流量的持续期

$Z$ ：铺底营运资金

#### A. 收益指标

资产组预计未来现金流量采用税前现金流量。

税前现金流量 = 收入 - 成本 - 销售税金及附加 - 营业费用 - 管理费用 + 折旧摊销 - 资本性支出 - 营运资金增加额

未来现金流量实现时点按照年度经营均匀流入设定在每年的经营预测期期中。

#### B. 预计未来现金流量详细预测期

为合理地预测估值对象未来现金流的变化规律及其趋势，应选择可进行预测的，且预计未来现金流量达到相对稳定时的预测期。公司根据分析包含商誉资产组产生现金流量相关的收入成本结构、未来经营规模等的基础上，结合对宏观政策、行业周期、未来业务发展规划和市场、行业现状及发展前景等因素判断，对包含商誉资产组自估值基准日起的 5 个完整收益年度现金流量进行了详细预计。

#### C. 预计未来现金流量的收益期

由于国家有关法律法规未对包含商誉资产组所处行业的经营期限有所限制，行业将来可持续发展且没有可预见的消亡期，所在公司

的章程、合资合同等文件也未对企业的经营期限做出规定，同时，企业的管理模式、销售渠道、行业经验等与商誉相关的不可辨认资产可以持续发挥作用，其他资产可以通过简单更新或追加的方式延长使用寿命，包含商誉资产组在预计未来现金流量达到相对稳定之后可持续产生现金流，实现永续经营。因此，本次设定预计未来现金流量的收益期为永续年期。

#### D. 预计未来现金流终止时的变现净值

由于包含商誉资产组可持续产生现金流，其预计未来现金流的持续时间为无穷，故设定包含商誉资产组在永续年期之后的变现净值为零。

#### E. 折现率

按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率  $r$  采用税前折现率。税前折现率  $r$  通过税后折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率  $R$  的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。则：

$$R = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

$w_d$ ：债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

$w_e$ ：权益比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

rd: 估值对象的税后债务成本;

re: 权益资本成本。本次估值按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本 re;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中: rf: 无风险报酬率;

rm: 市场期望报酬率;

$\varepsilon$ : 估值对象的特性风险调整系数;

$\beta_e$ : 估值对象权益资本的预期市场风险系数。

## ②含商誉资产组测算过程

### A. 营业收入预测

包含商誉资产组所在企业主要从事电商服务。主营业务主要进行纸巾经营销售。历史经营收入与未来收入预测如下:

项目	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续年度
营业收入	2,582.55	11,185.75	11,409.46	19,966.56	31,946.50	38,335.80	38,335.80	38,335.80
营业收入增长率		333.13%	2.00%	75.00%	60.00%	20.00%	0.00%	0.00%

2025年耀美科技营业收入增长的主要原因是由于在现有销售网络增长的情况下, 门店规模扩张, 导致2025年销售收入增长较大。

结合公司未来年度2026年销售计划, 由于目前耀美科技销售网络较为完善, 公司预计2026年开始逐步销售其联名品纸巾, 逐渐替代现有销售纸巾, 2026年销售规模在2025年的水平上保持2%左右的增幅。2027年由于规模扩大, 联名品销售占比逐步增大, 公司扩大销售规模, 2027年预计有75%增长率, 后续年度随着规模扩大, 结合行业平均增长率考虑, 未来年度增长率逐渐趋于平稳, 直到永续期收入增长率为零。

未来年度收入规模主要是结合公司 2025 年经营情况以及自身发展战略考虑行业平均收入增长率进行预测。公司未来收入增长及具体实施如下：

a. 产品端：联名品矩阵化，启动自有品牌储备

2026 年，在现有 4 款联名品基础上，启动 3-4 款新联名品开发，覆盖不同用户群体。2027 年，联名品形成“爆品+长尾”结构；每季度至少 1 款新品更新上线，同步迭代销量较差的产品。建立用户数据反馈机制，反向指导开发。2028 年-2030 年，联名品体系相对成熟，同步试水推动自有品牌纸巾。

b. 深耕成熟渠道，守住基本盘，放大联名品体量

2025 年抖音和拼多多两大渠道销售贡献超 70%，接下来将继续深耕这两个渠道，第一，增加店铺数量，扩大流量覆盖范围。第二，提升联名品在这两大平台的整体销售占比。第三，结合平台活动，放大单品爆发力。整体提升这两大平台的销售体量。

c. 优化潜力渠道，从“低占比”向“第二梯队主力渠道”跃升

2025 年京东和淘系两大渠道销售占比较低，但这两大平台体量巨大，且对品牌化产品相对友好。2026 年将组建独立的京东和淘系运营小组，联名品优先入驻，利用“洁柔官方授权+独家联名”申请平台 S 级活动资源。

d. 开发新渠道，抢占增量，低成本触达新人群

视频号和闪购两大渠道作为目前增长最快的渠道之一，2026 年将重点布局这两大渠道。视频号依托微信私域进行直播与短视频分发。入驻美团闪购，覆盖应急，及时消费场景。2026 年试点 3-5 个城市，2027 年覆盖 20 个以上核心城市。另外重点关注小红书、快手等渠道。

根据联名品调性选择入驻，计划在 2028 年前形成至少三个有效新渠道的布局。

未来五年，耀美科技的增长路径层层递进，以现有渠道和产品稳固基本盘，联名品矩阵打基础，验证产品与渠道模型，试水自有品牌。后续以联名品的放量和新渠道的突破作为增量。最终实现联名品+自有品牌双轮驱动，全渠道均衡发展，实现 3.8 亿+营收目标。

行业近年来平均增长率如下：

证券代码	证券名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	预测营业收入增长率
605136.SH	丽人丽妆	18.72%	-9.67%	-21.98%	-14.78%	-2.08%	
002127.SZ	南极电商	6.78%	-6.80%	-14.88%	-18.66%	-22.59%	19.56%
002640.SZ	跨境通	-8.12%	-46.31%	-17.73%	-8.80%	-4.93%	
003010.SZ	若羽臣	18.45%	13.44%	-5.55%	12.25%	94.35%	79.71%
300785.SZ	值得买	37.39%	54.26%	-12.45%	18.17%	-15.15%	7.19%
300792.SZ	壹网壹创	-10.49%	-12.59%	35.55%	-16.31%	-13.17%	-2.28%
301381.SZ	赛维时代	82.47%	5.93%	-11.78%	33.70%	15.00%	21.80%
301558.SZ	三态股份	27.27%	13.68%	-29.92%	7.08%	-3.39%	
行业收入增长率		21.56%	1.49%	-9.84%	1.58%	6.00%	25.20%

头部上市电商平台近年来平均增长率如下：

公司名称	项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
京东集团股份有限公司	营业收入增长率%	27.59%	9.95%	3.67%	6.84%	12.97%
阿里巴巴集团控股有限公司	营业收入增长率%	40.72%	18.93%	1.83%	8.34%	5.86%
拼多多控股公司	营业收入增长率%	57.92%	38.97%	89.68%	59.04%	9.65%
营业收入平均增长率		42.08%	22.61%	31.73%	24.74%	9.49%
历史营业收入平均增长率		26.13%				

以上行业及头部上市电商平台数据来源同花顺。

综上，耀美科技未来年度预测期间平均收入增长率约 26%，与行业及头部上市电商平台近年平均收入增长率接近。永续期收入增长率为零，主要是考虑到资产组所在企业永续期稳定经营。因此考虑企业未来收入增长率是合理的、谨慎的。

## B. 营业成本预测

包含商誉资产组所在企业未来运营成本历史经营数据及未来盈利预测如下：

金额单位：人民币万元

项目	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续年度
营业成本	2,468.94	10,103.32	10,056.45	17,131.29	27,041.10	32,054.07	32,054.07	32,054.07
毛利率	4.40%	9.68%	11.86%	14.20%	15.36%	16.39%	16.39%	16.39%

随着公司收入规模增长，公司主要成本即货品成本会下降，因此2025年毛利率相对于2024年毛利率增长较大。2026年毛利率主要基于2026年1-2月实际经营情况考虑，未来年度随着收入规模进一步增大，公司货品成本由于规模效应下降，毛利率会逐步上升，永续年度毛利率为16.39%，低于2026年1-2月约16.52%。

行业可比公司平均毛利率如下：

证券代码	证券名称	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
605136.SH	丽人丽妆	36.46%	27.06%	34.57%	35.89%	39.76%
002127.SZ	南极电商	22.32%	17.38%	15.73%	15.04%	12.78%
002640.SZ	跨境通	16.81%	11.45%	11.81%	11.04%	11.59%
003010.SZ	若羽臣	31.60%	33.62%	40.24%	44.57%	59.80%
300785.SZ	值得买	57.13%	53.98%	48.37%	47.19%	50.17%
300792.SZ	壹网壹创	47.61%	33.59%	29.33%	24.81%	29.28%
301381.SZ	赛维时代	62.78%	65.62%	45.84%	43.78%	42.69%
301558.SZ	三态股份	31.05%	34.13%	31.36%	28.39%	32.69%
行业毛利率		38.22%	34.60%	32.16%	31.34%	34.85%
平均毛利率		34.23%				

综上，本次预测毛利率稍低于公司2026年1-2月实际经营情况，同时远低于行业可比公司平均毛利率34.23%，因此未来年度毛利率预测是合理的、谨慎的。

### C. 营业利润

含商誉资产组所在企业未来营业利润如下：

项目	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续年度
营业利润	-657.66	-840.72	-320.36	77.69	895.66	1,738.39	1,839.73	1,839.73

项目	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续年度
营业利润占营业收入比例	-25.47%	-7.52%	-2.81%	0.39%	2.80%	4.53%	4.80%	4.80%

2026年预测营业利润为亏损，2027年及未来年度营业利润由于收入规模上升，毛利率上升等由负转正。永年期利润率约4.8%，与行业可比公司平均利润率4.92%低。因此未来利润率是合理、谨慎的。

#### D. 折现率的确定

按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率 $r$ 采用税前折现率。税前折现率 $r$ 主要是结合税后现金流折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率 $R$ 的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本(WACC)作适当调整后确定。

折现率参数	取值	备注
无风险利率 $r_f$	1.85%	按照十年期国债利率平均水平确定无风险收益率 $r_f$
市场风险 $r_m$	8.45%	根据我司对于中国A股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，在估值过程中选取有代表性的沪深300指数作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $r_m=8.45%$
市场风险溢价 $r_m-r_f$	6.60%	
BETA	0.8969	可比上市公司平均BETA
个别风险 $r_c$	3.80%	结合企业发展规模、发展阶段、核心竞争力以及对上下游依赖程序等
加权平均资本成本WACC	11.43%	
税前折现率	14.80%	

从上表可看出耀美科技税前折现率为14.80%。

行业可比公司基准日时点税前折现率如下：

证券代码	证券名称	WACC	税前折现率(WACC/(1-T))
605136.SH	丽人丽妆	6.21%	8.28%
002127.SZ	南极电商	5.84%	7.79%
002640.SZ	跨境通	6.82%	9.09%
003010.SZ	若羽臣	5.52%	7.36%
300785.SZ	值得买	8.30%	9.76%

证券代码	证券名称	WACC	税前折现率(WACC/(1-T))
300792.SZ	壹网壹创	7.95%	10.60%
301381.SZ	赛维时代	10.47%	13.96%
301558.SZ	三态股份	10.22%	12.02%

结合上表可看出，行业平均税前折现率区间为 7.36%-13.96%。本次估值考虑税前折现率为 14.80%，高于行业平均税前折现率区间上限。因此本次折现率取值是合理的，谨慎的。

### E 资产组价值

将得到的预期自由现金流量代入经营性资产计算公式，从而得出标的公司的经营性资产价值，再考虑扣除期初营运资金，得到基准日时点含商誉资产组价值，计算结果详见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续年度
一、营业收入	11,409.46	19,966.56	31,946.50	38,335.80	38,335.80	38,335.80
减：营业成本	10,056.45	17,131.29	27,041.10	32,054.07	32,054.07	32,054.07
税金及附加	12.73	26.59	94.51	121.49	122.30	122.30
销售费用	1,284.92	2,180.75	3,179.27	3,573.70	3,464.18	3,464.18
管理费用	375.73	550.24	735.96	848.14	855.52	855.52
二、营业利润	-320.36	77.69	895.66	1,738.39	1,839.73	1,839.73
三、利润总额	-320.36	77.69	895.66	1,738.39	1,839.73	1,839.73
加：折旧摊销	18.01	5.96	7.65	9.47	10.07	10.07
减：资本性支出	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.07
营运资金增加额	691.79	2,018.40	2,797.20	1,392.38	-15.12	0.00
五、自由现金流量	-1,004.14	-1,944.75	-1,903.89	345.49	1,854.92	1,839.73
六、折现率	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%	14.80%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现系数	0.9333	0.8130	0.7082	0.6169	0.5374	3.6320
折现值	-937.19	-1,581.13	-1,348.39	213.15	996.87	6,681.85
七、资产组自由现金流折现值	4,025.15					
期初营运资金	2,118.26					
八、包含商誉资产组价值	1,906.89					

根据上述现金流测算，包含商誉资产组所在企业基准日含商誉资

产组可收回金额不低于人民币 1,906.89 万元，高于含完全商誉的资产组账面值 1,475.52 万元。因此耀美科技未计提减值是合理的。

### 3、主要参数选取依据及与可比公司比较分析

#### ① 收入增长率选取依据及与可比公司比较分析

##### A 耀美科技自身经营情况及未来经营战略

耀美科技历史经营收入及未来收入预测如下：

项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续年度
营业收入	2,582.55	11,185.75	11,409.46	19,966.56	31,946.50	38,335.80	38,335.80	38,335.80
营业收入增长率		333.13%	2.00%	75.00%	60.00%	20.00%	0.00%	0.00%

2025 年耀美科技营业收入增长的主要原因是由于在现有销售网络增长的情况下，门店规模扩张，导致 2025 年销售收入增长较大。

结合公司未来年度 2026 年销售计划，由于目前耀美科技销售网络较为完善，公司预计 2026 年开始逐步销售其联名品纸巾，逐渐替代现有销售纸巾。未来年度收入规模主要是结合公司 2025 年经营情况以及自身发展战略，考虑行业平均收入增长率进行预测。公司未来收入增长及具体实施如下：

##### a. 产品端：联名品矩阵化，启动自有品牌储备

2026 年，在现有 4 款联名品基础上，启动 3-4 款新联名品开发，覆盖不同用户群体。2027 年，联名品形成“爆品+长尾”结构；每季度至少 1 款新品更新上线，同步迭代销量较差的产品。建立用户数据反馈机制，反向指导开发。2028 年-2030 年，联名品体系相对成熟，同步试水推动自有品牌纸巾。

##### b. 深耕成熟渠道，守住基本盘，放大联名品体量

2025 年抖音和拼多多两大渠道销售贡献超 70%，接下来将继续深耕这两个渠道，第一，增加店铺数量，扩大流量覆盖范围。第二，提

升联名品在这两大平台的整体销售占比。第三，结合平台活动，放大单品爆发力。整体提升这两大平台的销售体量。

c. 优化潜力渠道，从“低占比”向“第二梯队主力渠道”跃升

2025 年京东和淘系两大渠道销售占比较低，但这两大平台体量巨大，且对品牌化产品相对友好。2026 年将组建独立的京东和淘系运营小组，联名品优先入驻，利用“洁柔官方授权+独家联名”申请平台 S 级活动资源。

d. 开发新渠道，抢占增量，低成本触达新人群

视频号和闪购两大渠道作为目前增长最快的渠道之一，2026 年将重点布局这两大渠道。视频号依托微信私域进行直播与短视频分发。入驻美团闪购，覆盖应急，及时消费场景。2026 年试点 3-5 个城市，2027 年覆盖 20 个以上核心城市。另外重点关注小红书、快手等渠道。根据联名品调性选择入驻，计划在 2028 年前形成至少三个有效新渠道的布局。

未来五年，耀美科技的增长路径层层递进，以现有渠道和产品稳固基本盘，联名品矩阵打基础，验证产品与渠道模型，试水自有品牌。后续以联名品的放量和新渠道的突破作为增量。最终实现联名品+自有品牌双轮驱动，全渠道均衡发展，实现 3.8 亿+营收目标。

从耀美科技经营情况以及未来发展战略看，未来预测收入增长率是合理的。

## B 可比公司比较分析

行业近年来平均增长率如下：

证券代码	证券名称	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	预测营业收入增长率
605136.SH	丽人丽妆	18.72%	-9.67%	-21.98%	-14.78%	-2.08%	
002127.SZ	南极电商	6.78%	-6.80%	-14.88%	-18.66%	-22.59%	19.56%
002640.SZ	跨境通	-8.12%	-46.31%	-17.73%	-8.80%	-4.93%	

证券代码	证券名称	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	预测营业收入增长率
003010.SZ	若羽臣	18.45%	13.44%	-5.55%	12.25%	94.35%	79.71%
300785.SZ	值得买	37.39%	54.26%	-12.45%	18.17%	-15.15%	7.19%
300792.SZ	壹网壹创	-10.49%	-12.59%	35.55%	-16.31%	-13.17%	-2.28%
301381.SZ	赛维时代	82.47%	5.93%	-11.78%	33.70%	15.00%	21.80%
301558.SZ	三态股份	27.27%	13.68%	-29.92%	7.08%	-3.39%	
行业收入增长率		21.56%	1.49%	-9.84%	1.58%	6.00%	25.20%

头部上市电商平台近年来平均增长率如下：

公司名称	项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
京东集团股份有限公司	营业收入增长率%	27.59%	9.95%	3.67%	6.84%	12.97%
阿里巴巴集团控股有限公司	营业收入增长率%	40.72%	18.93%	1.83%	8.34%	5.86%
拼多多控股公司	营业收入增长率%	57.92%	38.97%	89.68%	59.04%	9.65%
营业收入平均增长率		42.08%	22.61%	31.73%	24.74%	9.49%
历史营业收入平均增长率		26.13%				

以上行业及头部上市电商平台数据来源同花顺。

资产组所在企业预测期平均收入增长率约 26%，与行业平均营业收入增长率以及头部上市电商平台营业收入增长率接近。永续期收入增长率为零，主要是考虑到资产组所在企业永续期稳定经营。因此从行业可比公司增长率上看，本次收入增长率选取是合理的。

## ②折现率选取依据及与可比公司比较分析

折现率选取主要是按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率  $r$  采用税前折现率。税前折现率  $r$  主要是结合税后现金流折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率  $R$  的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。

折现率参数	取值	备注
无风险利率 $r_f$	1.85%	按照十年期国债利率平均水平确定无风险收益率 $r_f$
市场风险 $r_m$	8.45%	根据我司对于中国 A 股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，在估值过程中选取有代表性的沪深 300 指数作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益

折现率参数	取值	备注
无风险利率 rf	1.85%	按照十年期国债利率平均水平确定无风险收益率 rf
		率，并分别计算其算术平均值、几何平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $rm=8.45\%$
市场风险溢价 $rm-rf$	6.60%	
BETA	0.8969	可比上市公司平均 BETA
个别风险 rc	3.80%	结合企业发展规模、发展阶段、核心竞争力以及对上下游依赖程序等
加权平均资本成本 WACC	11.43%	
税前折现率	14.80%	

行业可比公司基准日时点税前折现率如下：

证券代码	证券名称	WACC	税前折现率( $WACC/(1-T)$ )
605136.SH	丽人丽妆	6.21%	8.28%
002127.SZ	南极电商	5.84%	7.79%
002640.SZ	跨境通	6.82%	9.09%
003010.SZ	若羽臣	5.52%	7.36%
300785.SZ	值得买	8.30%	9.76%
300792.SZ	壹网壹创	7.95%	10.60%
301381.SZ	赛维时代	10.47%	13.96%
301558.SZ	三态股份	10.22%	12.02%

结合上表可看出，行业平均税前折现率区间为 7.36%–13.96%。本次估值考虑税前折现率为 14.80%，高于行业平均税前折现率区间。因此本次折现率取值是合理的，谨慎的。

## (二) 珠海韩妃医疗美容门诊部有限公司含商誉相关资产组

### 1、相关资产组经营业绩

珠海韩妃医疗美容门诊部有限公司(以下简称“珠海韩妃”)含商誉资产组包括长期资产(即固定资产、使用权资产、无形资产以及长期待摊费用)、完全商誉等,具体内容如下:

金额单位:人民币元

项目	账面价值
<b>长期资产</b>	<b>18,221,118.97</b>
其中:固定资产	3,759,502.14
使用权资产	13,100,672.31
无形资产	46,394.89
长期待摊费用	1,314,549.63
<b>完全商誉</b>	<b>55,963,612.47</b>
其中:归属于母公司股东权益的商誉	28,541,442.36
归属于少数股东权益的商誉	27,422,170.11
<b>含商誉资产组合计</b>	<b>74,184,731.44</b>

珠海韩妃主要从事医疗美容服务,其核心业务主要为客户提供治疗、手术、注射等服务。公司主要渠道涵盖了美团,诺云,新氧,抖音,有赞,高德,美都美丽汇、非常爱美等主要电商平台。公司依托集团十余年医美沉淀,共享优质资源:同步引进国际前沿技术、高端设备与合规材料,接入集团专家智库,汇聚三甲背景、数十年经验的医生团队,让珠海求美者无需跨城,即可享受与一线城市同质、接轨国际的高端医美服务。珠海韩妃历史经营业绩如下:

单位:人民币万元

项目	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日	2025年12月31日
总资产	4,145.23	4,896.98	4,871.50	5,764.76
总负债	2,770.87	2,917.66	2,374.39	3,351.70
所有者权益	1,374.36	1,979.31	2,497.11	2,413.07
项目	2022年	2023年	2024年	2025年
营业收入	4,660.92	5,296.72	5,045.17	5,023.56

项目	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日	2025年12月31日
营业总成本	3,849.93	4,475.43	3,956.06	3,853.74
利润总额	797.75	806.15	694.60	881.76

## 2、含商誉相关资产组减值测试过程及未来盈利预测情况

本次对于商誉相关资产组减值测试主要采用预计未来现金流现值进行测算。具体测算过程思路如下：

### ①估值基本思路

基于本次估值目的及包含商誉资产组所在企业经营情况，采用现金流量折现法。现金流量折现法，是指在企业现有管理、运营模式下，在剩余使用寿命内可以预计的未来现金流量的现值来估算包含商誉资产组可收回金额的估值思路，

现金流量折现法是指对包含商誉资产组预计未来现金流量及其风险进行预测，选择与之匹配的折现率，将未来的现金流量折现求和的估值方法。

现金流量折现法估值计算公式

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} - Z$$

式中，P：包含商誉资产组价值

R<sub>i</sub>：包含商誉资产组在预测期内第 i 年的预计现金流量，预测期是指包含商誉资产组从估值基准日起至达到预计现金流量相对稳定的时间

R<sub>n+1</sub>：包含商誉资产组在预测期满后第 1 年的预计现金流量

r：折现率

n：包含商誉资产组预计未来现金流量的持续期

## Z: 铺底营运资金

### A. 收益指标

资产组预计未来现金流量采用税前现金流量。

税前现金流量 = 收入 - 成本 - 销售税金及附加 - 营业费用 - 管理费用 + 折旧摊销 - 资本性支出 - 营运资金增加额

未来现金流量实现时点按照年度经营均匀流入设定在每年的经营预测期期中。

### B. 预计未来现金流量详细预测期

为合理地预测估值对象未来现金流的变化规律及其趋势，应选择可进行预测的，且预计未来现金流量达到相对稳定时的预测期。公司根据分析包含商誉资产组产生现金流量相关的收入成本结构、资本性支出等的基础上，结合对宏观政策、行业周期、未来业务发展规划和市场、行业现状及发展前景等因素判断，由于使用权资产纳入资产组范围内，且办公物业租赁合同到期日为 2031 年，为详细预测期的最后一年，故对包含商誉资产组自估值基准日起的 6 个完整收益年度现金流量进行了详细预计。

### C. 预计未来现金流量的收益期

由于国家有关法律法规未对包含商誉资产组所处行业的经营期限有所限制，行业将来可持续发展且没有可预见的消亡期，所在公司的章程、合资合同等文件也未对企业的经营期限做出规定，同时，企业的管理模式、销售渠道、行业经验等与商誉相关的不可辨认资产可以持续发挥作用，其他资产可以通过简单更新或追加的方式延长使用

寿命，包含商誉资产组在预计未来现金流量达到相对稳定之后可持续产生现金流，实现永续经营。因此，本次设定预计未来现金流量的收益期为永续年期。

#### D. 预计未来现金流终止时的变现净值

由于包含商誉资产组可持续产生现金流，其预计未来现金流的持续时间为无穷，故设定包含商誉资产组在永续年期之后的变现净值为零。

#### E. 折现率

按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率  $r$  采用税前折现率。税前折现率  $r$  通过税后折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率  $R$  的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。

$$R = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

$w_d$ : 债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

$w_e$ : 权益比率;

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

$r_d$ : 估值对象的税后债务成本;

$r_e$ : 权益资本成本。本次估值按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本  $r_e$ ;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中:  $r_f$ : 无风险报酬率;

$r_m$ : 市场期望报酬率;

$\varepsilon$ : 估值对象的特性风险调整系数;

$\beta_e$ : 估值对象权益资本的预期市场风险系数。

## ②含商誉资产组测算过程

### A. 营业收入预测

包含商誉资产组所在企业主要从事医疗美容服务。历史经营收入与未来收入预测如下:

类别	历史年度					预测年度					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
营业收入	3,970.85	4,660.91	5,296.72	5,045.17	5,023.56	5,136.00	5,215.00	5,268.00	5,268.00	5,268.00	5,268.00
收入增长率	-	17.38%	13.64%	-4.75%	-0.43%	2.24%	1.54%	1.02%	0.00%	0.00%	0.00%

如上表所示,本次珠海韩妃预测期包括2026年至2031年,营业收入2021年至2025年历史年度平均增长率为6.46%,营业收入由2026年5,136.00万元逐步增长至2031年的5,268.00万元,预测期平均增长率为0.80%。考虑到珠海韩妃为稳定经营状况,未来年度平均增长率低于其历史平均增长率。

近年可比公司收入增长率:

证券代码	证券名称	2025年收入增长率	2024年收入增长率	2023年收入增长率	平均增长率
002612.SZ	朗姿股份	2.85%	-0.24%	24.41%	9.01%
300015.SZ	爱尔眼科	6.53%	3.02%	26.43%	11.99%
688366.SH	昊海生科	-8.33%	1.64%	24.59%	5.97%
平均增长率		0.35%	1.47%	25.14%	8.99%

从上表可看出，珠海韩妃未来预测收入增长率低于行业平均增长率。

因此结合珠海韩妃自身经营状况以及行业平均收入增长率，考虑企业未来收入增长率是合理的，谨慎的。

### B. 营业成本预测

包含商誉资产组所在企业营业成本历史经营数据及未来盈利预测如下：

类别	历史年度					预测年度					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
营业成本	1,439.71	2,080.95	2,733.18	2,387.45	2,412.28	2,418.96	2,473.61	2,495.71	2,502.90	2,503.28	2,514.40
毛利率	63.74%	55.35%	48.40%	52.68%	51.98%	52.90%	52.57%	52.63%	52.49%	52.48%	52.27%

从上表可得出，珠海韩妃预测期平均毛利率为 52.56%；历史年度平均毛利率约 54.43%，本次估值预测期毛利率略低于历史年度毛利率。

行业可比公司平均毛利率如下：

证券代码	证券名称	2025年毛利率	2024年毛利率	2023年毛利率	平均毛利率
002612.SZ	朗姿股份	59.65%	58.85%	57.44%	58.65%
300015.SZ	爱尔眼科	47.11%	48.12%	50.79%	48.67%
688366.SH	昊海生科	70.13%	69.88%	70.50%	70.17%
平均毛利率		58.96%	58.95%	59.58%	59.16%

根据上表，珠海韩妃预测期平均毛利率低于行业可比公司平均毛利率。

因此本次估值对于珠海韩妃未来年度毛利率预测是合理的、谨慎的。

### C. 营业利润预测

含商誉资产组所在企业未来营业利润如下：

类别	历史年度					预测年度					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
营业利润	599.19	808.05	806.30	712.53	901.06	1,040.98	1,024.26	1,036.82	1,027.84	1,022.22	1,006.30
营业利润占营业收入比例	15.09%	17.34%	15.22%	14.12%	17.94%	20.27%	19.64%	19.68%	19.51%	19.40%	19.10%

历史年度营业利润占营业收入比例稍低于预测期营业利润占营业收入比例的主要原因是含商誉资产组所在企业历史年度计提了信用减值损失造成的。因此未来利润率是合理、谨慎的。

#### D. 折现率的确定

折现率选取主要是按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率 r 采用税前折现率。税前折现率 r 主要是结合税后现金流折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率 R 的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。

折现率参数	取值	备注
无风险利率 rf	1.85%	按照十年期国债利率平均水平确定无风险收益率 rf
市场风险 rm	8.45%	根据我司对于中国 A 股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，在估值过程中选取有代表性的沪深 300 指数作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $rm=8.45%$
市场风险溢价 $rm-rf$	6.60%	
BETA	1.1805	可比上市公司平均 BETA
个别风险 rc	2.00%	结合企业发展规模、发展阶段、核心竞争力以及对上下游依赖程序等
加权平均资本成本 WACC	11.10%	
税前折现率	14.90%	

从上表可看出珠海韩妃税前折现率为 14.90%，

行业可比公司基准日时点税前折现率如下：

证券名称	收购对象	税后折现率 WACC	还原成税前折现率 = $WACC/(1-所得税税率)$
------	------	------------	--------------------------------

证券名称	收购对象	税后折现率 WACC	还原成税前折现率 =WACC/(1-所得税税率)
朗姿股份	湖南雅美	8.86%	11.81%
朗姿股份	郑州集美	10.21%	13.61%
朗姿股份	武汉五洲	10.40%	13.87%
朗姿股份	昆明韩辰	10.44%	13.92%
苏宁环球	无锡苏亚	11.30%	15.07%
苏宁环球	唐山苏亚	11.30%	15.07%
苏宁环球	石家庄苏亚	11.30%	15.07%
奥园美谷	浙江连天美	10.30%	13.73%
苏宁环球	上海天大医疗美容	9.85%	13.13%

从上表看，行业平均税前折现率区间为 11.81%-15.07%高，而珠海韩妃税前折现率为 14.90%，接近行业平均税前折现率区间上限，因此折现率取值是合理的，谨慎的。

#### E. 资产组价值 P

将得到的预期自由现金流量代入经营性资产计算公式，从而得出标的公司的经营性资产价值，再考虑扣除期初营运资金，得到基准日时点含商誉资产组价值，计算结果详见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	永续年度
<b>一、营业收入</b>	<b>5,136.00</b>	<b>5,215.00</b>	<b>5,268.00</b>	<b>5,268.00</b>	<b>5,268.00</b>	<b>5,268.00</b>	<b>5,268.00</b>
减：营业成本	2,418.96	2,473.61	2,495.71	2,502.90	2,503.28	2,514.40	2,524.14
税金及附加	9.55	9.85	10.27	10.07	10.21	10.08	10.08
销售费用	1,375.27	1,397.64	1,411.20	1,412.92	1,416.53	1,423.13	1,425.92
管理费用	219.51	235.58	236.47	238.46	238.81	238.28	238.65
减：应交增值税	71.73	74.06	77.52	75.81	76.94	75.81	75.81
<b>二、营业利润</b>	<b>1,040.98</b>	<b>1,024.26</b>	<b>1,036.82</b>	<b>1,027.84</b>	<b>1,022.22</b>	<b>1,006.30</b>	<b>993.39</b>
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>三、利润总额</b>	<b>1,040.98</b>	<b>1,024.26</b>	<b>1,036.82</b>	<b>1,027.84</b>	<b>1,022.22</b>	<b>1,006.30</b>	<b>993.39</b>
加：折旧摊销	78.30	87.42	85.67	85.16	75.81	65.99	65.99
使用权资产折旧	238.19	238.19	238.19	238.19	238.19	119.10	
减：资本性支出	33.39	25.48	0.00	16.64	5.04	16.05	65.99
营运资金增加额	221.82	-10.78	-5.91	-0.91	0.73	20.99	0.00

项 目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	永续年度
<b>四、资产组现金流量</b>	<b>1,102.26</b>	<b>1,335.17</b>	<b>1,366.61</b>	<b>1,335.45</b>	<b>1,330.46</b>	<b>1,154.34</b>	<b>993.39</b>
五、折现率	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%	14.90%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	
折现系数	0.9329	0.8119	0.7066	0.6150	0.5352	0.4658	3.1262
折现值	1,028.30	1,084.02	965.64	821.30	712.06	537.69	3,105.54
<b>六、资产组自由现金流折现值</b>	<b>8,254.55</b>						
减：期初营运资金	-878.04						
<b>七、资产组价值</b>	<b>9,133.00</b>						

#### F. 含商誉资产组可收回金额

根据上述现金流测算，包含商誉资产组所在企业基准日含商誉资产组可收回金额不低于人民币 9,133.00 万元。高于含完全商誉的资产组账面值 7,418.47 万元。珠海韩妃未计提减值是合理的。

### 3、主要参数选取依据及与可比公司比较分析

#### ①收入增长率选取依据及与可比公司比较分析

##### A. 珠海韩妃自身经营情况及未来经营战略

类别	历史年度					预测年度					
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
营业收入	3,970.85	4,660.91	5,296.72	5,045.17	5,023.56	5,136.00	5,215.00	5,268.00	5,268.00	5,268.00	5,268.00
收入增长率	-	17.38%	13.64%	-4.75%	-0.43%	2.24%	1.54%	1.02%	0.00%	0.00%	0.00%

如上表所示，本次珠海韩妃详细预测期包括 2026 年至 2031 年，营业收入 2021 年至 2025 年历史年度平均增长率为 6.46%，营业收入由 2026 年 5,136.00 万元逐步增长至 2031 年的 5,268.00 万元，预测期平均增长率为 0.80%。考虑到珠海韩妃为稳定经营状况，未来年度平均增长率低于其历史平均增长率。

##### B. 近年可比公司收入增长率：

证券代码	证券名称	2025 年收入增长率	2024 年收入增长率	2023 年收入增长率	平均增长率

证券代码	证券名称	2025 年收入增长率	2024 年收入增长率	2023 年收入增长率	平均增长率
002612.SZ	朗姿股份	2.85%	-0.24%	24.41%	9.01%
300015.SZ	爱尔眼科	6.53%	3.02%	26.43%	11.99%
688366.SH	昊海生科	-8.33%	1.64%	24.59%	5.97%
平均增长率		0.35%	1.47%	25.14%	8.99%

从上表可看出，珠海韩妃未来预测收入增长率低于行业平均增长率。因此结合珠海韩妃自身经营状况以及行业平均收入增长率，考虑企业未来收入增长率是合理的，谨慎的

## ②折现率选取依据及与可比公司比较分析

折现率选取主要是按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率  $r$  采用税前折现率。税前折现率  $r$  主要是结合税后现金流折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率  $R$  的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。

折现率参数	取值	备注
无风险利率 $r_f$	1.85%	按照十年期国债利率平均水平确定无风险收益率 $r_f$
市场风险 $r_m$	8.45%	根据我司对于中国 A 股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，在估值过程中选取有代表性的沪深 300 指数作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $r_m=8.45%$
市场风险溢价 $r_m-r_f$	6.60%	
BETA	1.1805	可比上市公司平均 BETA
个别风险 $r_c$	2.00%	结合企业发展规模、发展阶段、核心竞争力以及对上下游依赖程序等
加权平均资本成本 WACC	11.10%	
税前折现率	14.90%	

结合近几年资本市场披露的交易案例股权估值情况，交易案例估值时折现率如下：

证券名称	收购对象	税后折现率 WACC	还原成税前折现率 =WACC/(1-所得税税率)
朗姿股份	湖南雅美	8.86%	11.81%
朗姿股份	郑州集美	10.21%	13.61%
朗姿股份	武汉五洲	10.40%	13.87%
朗姿股份	昆明韩辰	10.44%	13.92%
苏宁环球	无锡苏亚	11.30%	15.07%
苏宁环球	唐山苏亚	11.30%	15.07%
苏宁环球	石家庄苏亚	11.30%	15.07%
奥园美谷	浙江连天美	10.30%	13.73%
苏宁环球	上海天大医疗美容	9.85%	13.13%

从上表看，行业平均税前折现率区间为 11.81%-15.07%，而珠海韩妃税前折现率为 14.90%，接近行业平均税前折现率区间上限，因此折现率取值是合理的，谨慎的。

### (三) 中山韩妃医疗美容门诊部有限公司含商誉相关资产组

#### 1、相关资产组经营业绩

中山韩妃医疗美容门诊部有限公司(以下简称“中山韩妃”)含商誉资产组包括长期资产(即固定资产、使用权资产以及长期待摊费用)、完全商誉等,具体内容如下:

金额单位:人民币元

项目	账面值(元)
<b>长期资产</b>	<b>6,759,410.77</b>
其中:固定资产	2,701,514.51
使用权资产	2,974,055.00
长期待摊费用	1,083,841.26
<b>完全商誉</b>	<b>13,788,594.86</b>
其中:归属于母公司股东权益的商誉	7,032,183.38
归属于少数股东权益的商誉	6,756,411.48
<b>含商誉资产组合计</b>	<b>20,548,005.63</b>

中山韩妃主要从事医疗美容服务,其核心业务主要为客户提供治疗、手术、注射等服务。公司主要渠道涵盖了美团,诺云,新氧等主要电商平台。公司依托集团十余年医美沉淀,共享优质资源:同步引进国际前沿技术、高端设备与合规材料,接入集团专家智库,汇聚三甲背景、数十年经验的医生团队,让珠海求美者无需跨城,即可享受与一线城市同质、接轨国际的高端医美服务。开设有医疗整形外科、无创整形科、美容皮肤科、私密整形科等诊疗科目,开展了眼部整形、鼻部整形、胸部整形、微整形、吸脂塑形、皮肤美容、抗衰抗初老等综合美容项目。中山韩妃历史经营业绩如下:

单位:人民币万元

项目	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日	2025年12月31日
总资产	900.86	1,054.53	1,250.17	1,662.12

项目	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年12月31日	2025年12月31日
总负债	683.40	641.95	643.36	945.08
所有者权益	217.45	412.58	606.81	717.04
项目	2022年	2023年	2024年	2025年
营业收入	1,587.59	2,080.53	1,961.28	1,838.95
营业总成本	1,548.52	1,865.45	1,750.34	1,714.30
利润总额	39.89	214.06	205.34	121.50

## 2、含商誉相关资产组减值测试过程及未来盈利预测情况

### ①估值基本思路

基于本次估值目的及包含商誉资产组所在企业经营情况，采用现金流量折现法。现金流量折现法，是指在企业现有管理、运营模式下，在剩余使用寿命内可以预计的未来现金流量的现值来估算包含商誉资产组可收回金额的估值思路，

现金流量折现法是指对包含商誉资产组预计未来现金流量及其风险进行预测，选择与之匹配的折现率，将未来的现金流量折现求和的估值方法。

现金流量折现法估值计算公式

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} - Z$$

式中，P：包含商誉资产组价值

R<sub>i</sub>：包含商誉资产组在预测期内第 i 年的预计现金流量，预测期是指包含商誉资产组从估值基准日起至达到预计现金流量相对稳定的时间

R<sub>n+1</sub>：包含商誉资产组在预测期满后第 1 年的预计现金流量

r：折现率

n：包含商誉资产组预计未来现金流量的持续期

## Z: 铺底营运资金

### A. 收益指标

资产组预计未来现金流量采用税前现金流量。

税前现金流量 = 收入 - 成本 - 销售税金及附加 - 营业费用 - 管理费用 + 折旧摊销 - 资本性支出 - 营运资金增加额

未来现金流量实现时点按照年度经营均匀流入设定在每年的经营预测期期中。

### B. 预计未来现金流量详细预测期

为合理地预测估值对象未来现金流的变化规律及其趋势，应选择可进行预测的，且预计未来现金流量达到相对稳定时的预测期。公司根据分析包含商誉资产组产生现金流量相关的收入成本结构、资本性支出等的基础上，结合对宏观政策、行业周期、未来业务发展规划和市场、行业现状及发展前景等因素判断，由于使用权资产纳入资产组范围内，且办公物业租赁合同到期日为 2032 年，为详细预测期的最后一年，故对包含商誉资产组自估值基准日起的 7 个完整收益年度现金流量进行了详细预计。

### C. 预计未来现金流量的收益期

由于国家有关法律法规未对包含商誉资产组所处行业的经营期限有所限制，行业将来可持续发展且没有可预见的消亡期，所在公司的章程、合资合同等文件也未对企业的经营期限做出规定，同时，企业的管理模式、销售渠道、行业经验等与商誉相关的不可辨认资产可以持续发挥作用，其他资产可以通过简单更新或追加的方式延长使用

寿命，包含商誉资产组在预计未来现金流量达到相对稳定之后可持续产生现金流，实现永续经营。因此，本次设定预计未来现金流量的收益期为永续年期。

#### D. 预计未来现金流终止时的变现净值

由于包含商誉资产组可持续产生现金流，其预计未来现金流的持续时间为无穷，故设定包含商誉资产组在永续年期之后的变现净值为零。

#### E. 折现率

按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率  $r$  采用税前折现率。税前折现率  $r$  通过税后折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率  $R$  的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。

$$R = r_d \times w_d + r_e \times w_e$$

$w_d$ : 债务比率;

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

$w_e$ : 权益比率;

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

$r_d$ : 估值对象的税后债务成本;

$r_e$ : 权益资本成本。本次估值按资本资产定价模型 (CAPM) 确定权益资本成本  $r_e$ ;

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中：rf：无风险报酬率；

rm：市场期望报酬率；

$\varepsilon$ ：估值对象的特性风险调整系数；

$\beta_e$ ：估值对象权益资本的预期市场风险系数。

## ②含商誉资产组测算过程

### A. 营业收入预测

包含商誉资产组所在企业历史经营收入与未来收入预测如下

类别	历史年度					预测年度						
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年
营业收入	1,396.40	1,587.59	2,080.53	1,961.28	1,838.95	1,934.00	2,018.00	2,086.00	2,135.00	2,165.00	2,165.00	2,165.00
收入增长率	-	13.69%	31.05%	-5.73%	-6.24%	5.17%	4.34%	3.37%	2.35%	1.41%	0.00%	0.00%

如上表所示，本次中山韩妃预测期包括2026年至2032年，营业收入2021年至2025年历史年度平均增长率为8.19%。2026年2,018.00万元逐步增长至2032年的2,165.00万元，预测期平均增长率为2.38%。未来预测平均收入增长率低于历史平均收入增长率。

近年可比公司收入增长率：

证券代码	证券名称	2025年收入增长率	2024年收入增长率	2023年收入增长率	平均增长率
002612.SZ	朗姿股份	2.85%	-0.24%	24.41%	9.01%
300015.SZ	爱尔眼科	6.53%	3.02%	26.43%	11.99%
688366.SH	昊海生科	-8.33%	1.64%	24.59%	5.97%
平均增长率		0.35%	1.47%	25.14%	8.99%

从上表可看出，未来预测平均收入增长率低于行业历史平均收入增长率。

因此结合中山韩妃自身经营状况以及行业平均收入增长率，考虑企业未来收入增长率是合理的，谨慎的。

## B. 营业成本预测

包含商誉资产组所在企业营业成本历史经营数据及未来盈利预测如下：

类别	历史年度					预测年度						
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年
营业成本	510.95	739.28	896.97	919.51	957.98	959.05	985.88	1,014.34	1,030.69	1,042.63	1,037.37	1,038.14
毛利率	63.41%	53.43%	56.89%	53.12%	47.91%	50.41%	51.15%	51.37%	51.72%	51.84%	52.08%	52.05%

从上表可得出，中山韩妃预测期平均毛利率为 51.52%；历史年度平均毛利率约 54.95%，本次估值预测期毛利率略低于历史年度毛利率。

行业可比公司平均毛利率如下：

证券代码	证券名称	2025年毛利率	2024年毛利率	2023年毛利率	平均毛利率
002612.SZ	朗姿股份	59.65%	58.85%	57.44%	58.65%
300015.SZ	爱尔眼科	47.11%	48.12%	50.79%	48.67%
688366.SH	昊海生科	70.13%	69.88%	70.50%	70.17%
平均毛利率		58.96%	58.95%	59.58%	59.16%

从上表可看出，中山韩妃未来预测平均毛利率低于行业可比公司平均毛利率。

因此未来年度毛利率预测是合理的、谨慎的。

## C. 营业利润预测

含商誉资产组所在企业未来营业利润如下：

类别	历史年度					预测年度						
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	2032年
营业利润	231.54	41.39	216.40	211.51	125.64	185.01	220.35	240.04	259.11	267.73	269.21	270.96
营业利润占营业收入比例	16.58%	2.61%	10.40%	10.78%	6.83%	9.57%	10.92%	11.51%	12.14%	12.37%	12.43%	12.52%

历史年度营业利润占营业收入比例稍低于预测期营业利润占营业收入比例的主要原因是含商誉资产组所在企业历史年度计提了信

用减值损失和支付的财务费用造成的。因此未来利润率是合理的。

#### D. 折现率的确定

折现率选取主要是按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率  $r$  采用税前折现率。税前折现率  $r$  主要是结合税后现金流折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率  $R$  的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。

折现率参数	取值	备注
无风险利率 $rf$	1.85%	按照十年期国债利率平均水平确定无风险收益率 $rf$
市场风险 $rm$	8.45%	根据我司对于中国 A 股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，在估值过程中选取有代表性的沪深 300 指数作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $rm=8.45\%$
市场风险溢价 $rm-rf$	6.60%	
BETA	1.1805	可比上市公司平均 BETA
个别风险 $rc$	2.00%	结合企业发展规模、发展阶段、核心竞争力以及对上下游依赖程序等
加权平均资本成本 WACC	11.48%	
税前折现率	12.05%	

从上表可看出，中山韩妃税前折现率为 12.05%，

行业可比公司基准日时点税前折现率如下：

证券名称	收购对象	税后折现率 WACC	还原成税前折现率 = $WACC/(1-所得税税率)$
朗姿股份	湖南雅美	8.86%	11.81%
朗姿股份	郑州集美	10.21%	13.61%
朗姿股份	武汉五洲	10.40%	13.87%
朗姿股份	昆明韩辰	10.44%	13.92%
苏宁环球	无锡苏亚	11.30%	15.07%
苏宁环球	唐山苏亚	11.30%	15.07%
苏宁环球	石家庄苏亚	11.30%	15.07%
奥园美谷	浙江连天美	10.30%	13.73%

证券名称	收购对象	税后折现率 WACC	还原成税前折现率 =WACC/(1-所得税税率)
苏宁环球	上海天大医疗美容	9.85%	13.13%

从上表看，行业平均税前折现率区间为 11.81%-15.07%高，本次中山韩妃税前折现率为 12.05%，处于平均折现率区间内，因此折现率取值是合理的，谨慎的。

#### E. 资产组价值 P

将得到的预期自由现金流量代入经营性资产计算公式，从而得出标的公司的经营性资产价值，再考虑扣除期初营运资金，得到基准日时点含商誉资产组价值，计算结果详见下表：

金额单位：人民币万元

项 目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	永续年度
<b>一、营业收入</b>	<b>1,934.00</b>	<b>2,018.00</b>	<b>2,086.00</b>	<b>2,135.00</b>	<b>2,165.00</b>	<b>2,165.00</b>	<b>2,165.00</b>	<b>2,165.00</b>
减：营业成本	959.05	985.88	1,014.34	1,030.69	1,042.63	1,037.37	1,038.14	1,039.46
税金及附加	1.48	2.10	2.30	2.36	2.37	2.38	1.97	1.98
销售费用	601.51	618.60	632.99	644.11	651.98	654.66	657.84	658.06
管理费用	167.34	161.37	163.33	164.98	166.36	167.25	168.73	169.18
减：应交增值税	19.60	29.71	32.99	33.75	33.93	34.12	27.36	27.36
<b>二、营业利润</b>	<b>185.01</b>	<b>220.35</b>	<b>240.04</b>	<b>259.11</b>	<b>267.73</b>	<b>269.21</b>	<b>270.96</b>	<b>268.97</b>
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>三、利润总额</b>	<b>185.01</b>	<b>220.35</b>	<b>240.04</b>	<b>259.11</b>	<b>267.73</b>	<b>269.21</b>	<b>270.96</b>	<b>268.97</b>
加：折旧摊销	62.49	63.12	69.18	68.30	68.24	59.21	53.21	53.21
使用权资产折旧	48.02	48.02	48.02	48.02	48.02	48.02	16.01	
减：资本性支出	133.08	19.20	0.00	0.17	2.73	1.05	59.80	53.21
营运资金增加额	104.83	-5.56	-4.68	-3.47	-1.95	0.63	5.45	0.00
<b>四、资产组现金流量</b>	<b>57.63</b>	<b>317.85</b>	<b>361.92</b>	<b>378.74</b>	<b>383.21</b>	<b>374.76</b>	<b>274.93</b>	<b>268.97</b>
五、折现率	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%	12.05%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50	
折现系数	0.9447	0.8431	0.7524	0.6715	0.5993	0.5349	0.4773	3.9615
折现值	54.44	267.98	272.33	254.33	229.67	200.45	131.24	1,065.52
<b>六、资产组自由现金流折现值</b>	<b>2,475.96</b>							
减：期初营运资金	-209.81							

项 目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年	永续年 度
七、资产组价值	2,685.77							

#### F. 含商誉资产组可收回金额

根据上述现金流测算，包含商誉资产组所在企业基准日含商誉资产组可收回金额不低于人民币 2,685.77 万元，高于含完全商誉的资产组账面值 2,054.80 万元。因此中山韩妃未计提减值是合理的。

### 3、主要参数选取依据及与可比公司比较分析

#### ①收入增长率选取依据及与可比公司比较分析

##### A. 中山韩妃自身经营情况及未来经营预测

中山韩妃历史经营收入及未来收入预测如下：

类别	历史年度					预测年度						
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2032 年
营业收入	1,396.40	1,587.59	2,080.53	1,961.28	1,838.95	1,934.00	2,018.00	2,086.00	2,135.00	2,165.00	2,165.00	2,165.00
收入增长率	-	13.69%	31.05%	-5.73%	-6.24%	5.17%	4.34%	3.37%	2.35%	1.41%	0.00%	0.00%

如上表所示，本次估值中山韩妃预测期包括 2026 年至 2032 年，营业收入 2021 年至 2025 年历史年度平均增长率为 8.19%。2026 年 1,934.00 万元逐步增长至 2032 年的 2,165.00 万元，预测期平均增长率为 2.38%。未来预测平均收入增长率低于历史平均收入增长率。

近年可比公司收入增长率：

证券代码	证券名称	2025 年收入增长率	2024 年收入增长率	2023 年收入增长率	平均增长率
002612.SZ	朗姿股份	2.85%	-0.24%	24.41%	9.01%
300015.SZ	爱尔眼科	6.53%	3.02%	26.43%	11.99%
688366.SH	昊海生科	-8.33%	1.64%	24.59%	5.97%
平均增长率		0.35%	1.47%	25.14%	8.99%

从上表可看出，中山韩妃未来预测收入增长率低于行业平均增长率。

因此结合中山韩妃自身经营状况以及行业平均收入增长率，考虑企业未来收入增长率是合理的，谨慎的。

#### B. 折现率选取依据及与可比公司比较分析

折现率选取主要是按照预计未来现金流与折现率口径统一的原则，折现率  $r$  采用税前折现率。税前折现率  $r$  主要是结合税后现金流折现结果与税前预计现金流通过单变量求解方式进行倒算。税后折现率  $R$  的确定应当以该资产的市场利率为依据，但由于无法直接从市场获得，本次估值使用替代利率估计折现率。替代利率根据加权平均资金成本 (WACC) 作适当调整后确定。

折现率参数	取值	备注
无风险利率 $r_f$	1.85%	按照十年期国债利率平均水平确定无风险收益率 $r_f$
市场风险 $r_m$	8.45%	根据我司对于中国 A 股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，在估值过程中选取有代表性的沪深 300 指数作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $r_m=8.45\%$
市场风险溢价 $r_m-r_f$	6.60%	
BETA	1.1805	可比上市公司平均 BETA
个别风险 $r_c$	2.00%	结合企业发展规模、发展阶段、核心竞争力以及对上下游依赖程序等
加权平均资本成本 WACC	11.48%	
税前折现率	12.05%	

结合近几年资本市场披露的交易案例股权估值情况，交易案例估值时折现率如下：

证券名称	收购对象	税后折现率 WACC	还原成税前折现率 = $WACC/(1-所得税税率)$
朗姿股份	湖南雅美	8.86%	11.81%
朗姿股份	郑州集美	10.21%	13.61%
朗姿股份	武汉五洲	10.40%	13.87%
朗姿股份	昆明韩辰	10.44%	13.92%
苏宁环球	无锡苏亚	11.30%	15.07%
苏宁环球	唐山苏亚	11.30%	15.07%

证券名称	收购对象	税后折现率 WACC	还原成税前折现率 =WACC/(1-所得税税率)
苏宁环球	石家庄苏亚	11.30%	15.07%
奥园美谷	浙江连天美	10.30%	13.73%
苏宁环球	上海天大医疗美容	9.85%	13.13%

从上表看，行业平均税前折现率区间为 11.81%-15.07%，本次中山韩妃税前折现率为 12.05%，处于平均折现率区间内，因此中山折现率取值是合理的，谨慎的。

金发拉比妇婴童用品股份有限公司

2026 年 6 月 18 日