

证券代码:002780

证券简称:三夫户外

公告编号:2019-003

## 北京三夫户外用品股份有限公司

### 关于对深圳证券交易所问询函回复的公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容真实、准确和完整,并对公告中的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏承担责任。

北京三夫户外用品股份有限公司(以下简称“公司”)于2018年12月28日收到深圳证券交易所中小板公司管理部下发的《关于对北京三夫户外用品股份有限公司的问询函》(中小板问询函【2018】第901号)(以下简称“问询函”)。收到该函后公司董事会高度重视,组织相关部门认真落实函件要求并及时回复,现将回复内容公告如下:

一、请你公司说明本次变更募投项目是否符合《中小企业板上市公司规范运作指引》第6.4.3条的规定。

#### 【回复说明】

《中小企业板上市公司规范运作指引》第6.4.3条规定:上市公司董事会应当审慎进行拟变更后的新募集资金投资项目的可行性分析,确信投资项目具有较好的市场前景和盈利能力,能够有效防范投资风险,提高募集资金使用。公司变更后的募集资金用途原则上应当投资于主营业务。

公司于2016年7月投资设立北京三夫户外运动技能培训有限公司,正式提出产品销售+活动赛事+营地体验三位一体的商业模式,户外营地成为公司重要发展战略之一。

公司管理层于2017年11月开始接触松鼠部落亲子户外乐园项目,并与项目经营方上海悉乐文化发展有限公司进行了深度的沟通和探讨。公司在此期间一直持续关注户外乐园、营地教育等项目在国内外的的发展情况,深刻认识到亲子和青少年在大自然环境中的运动娱乐、教育体验是一个巨大的刚需市场,发展前景广阔,而且户外活动十分有益于亲子和青少年的健康成长,兼具深远的社会意义。故公司与上海悉乐(松鼠部落)管理团队经过深度的接触和调研后,于2018年3月对上海悉乐进行了首次增资,获得其31.1927%的股权。

经过首次增资后,上海悉乐沿着既定的战略目标推进松鼠部落亲子户外乐园项目的连锁扩张,武汉松鼠部落亲子户外乐园项目于2018年10月1日正式开业,在当地形成了很好的客流效应和社会影响力。同时,在此期间,公司也深度论证了双方业务协同的可行性,部分产品如户外帐篷、服装配饰、家庭户外产品等以及亲子定向赛事、亲子马

拉松等服务也逐渐在园区落地，带来超出预期的经济效益和协同效果，充分证明了公司“产品销售+活动赛事+营地体验”三位一体的商业模式的落地有效性。此外，公司也进一步考察了国内外户外乐园市场现状，松鼠部落亲子户外乐园项目作为该行业的领先者，具备行业稀缺性和连锁扩张的唯一性，管理团队具有 10 余年的行业经验，松鼠部落亲子户外乐园项目经过近 3 年的实际运营，形成了完整的 IP 和运营体系，项目投资规模可控，设计建设周期短，实际客流量、客户体验和营收效果良好，充分具备可复制性和快速拓展的能力。

基于以上核心判断，公司于 2018 年 12 月委托中水致远资产评估有限公司、华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上海悉乐进行资产评估和财务审计，从评估和审计结果来看，上海悉乐公司运营情况良好，财务体系规范，经济收益超出预期，在户外产品销售、户外活动组织、户外教育服务等方面与公司现有业务高效协同，消费群体高度契合，有助于构建户外消费群体数据库，实现双方协同发展。2018 年 12 月公司通过股份转让和再次增资的方式投资控股上海悉乐。董事会认为公司在投资控股上海悉乐后，将在资金、项目内容丰富创新、商业模式优化、客户数据系统建立和亲子青少年户外运动用品研发等方面投入更多资源，支持团队将松鼠部落亲子户外乐园项目 IP 提升到国际一流水平，建设发展到全国连锁的规模，成为公司新的重要的核心业务之一，全面服务于中国亲子和青少年的健康成长事业。

因此，公司本次变更募投项目符合《中小企业板上市公司规范运作指引》第 6.4.3 条的规定。

**二、请详细说明是否终止原募投项目“信息系统升级改造”，如否，请说明后续对上述项目的具体规划，及后续投入资金来源。**

**【回复说明】**

公司原首发募投项目情况如下：

序号	项目名称	项目总投资额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）	建设期	项目备案情况
1	营销网络建设	15,680.00	13,172.41	24 个月	京西城发改(备)[2011]49 号
2	信息系统升级改造	1,010.40	0	24 个月	京西城发改(备)[2011]50 号
3	补充流动资金	3,335.41	0	-	-
	<b>合计</b>	<b>20,025.81</b>	<b>13,172.41</b>	-	-

若实际募集资金不能满足上述项目投资需要，资金缺口将通过公司自筹解决。

上表中原“信息系统升级改造”项目，公司在日常经营管理中不断开发和升级信息及软件系统，已经使用自有资金先后开发了客户集中采购平台、会员线上开卡一体化等信息系统。

公司 2016 年非公开发行募投项目“办公总部及研发中心”中也有关于信息系统建设部分，公司已经使用非公发行募集资金对办公软件、信息系统软件升级开发进行了部分投资。

公司将持续致力于信息系统的升级改造，并通过非公开发行及自有资金持续进行。

**三、请说明对上海悉乐采用资产基础法进行评估，同时对其部分资产成都悉乐生态农业有限公司和咸宁悉乐文化旅游有限公司采用收益法进行评估的原因，主要估值参数及其合理性。**

#### **【回复说明】**

**（一）关于对上海悉乐文化发展有限公司（以下简称“上海悉乐”）采用资产基础法进行评估，同时对其部分资产成都悉乐生态农业有限公司和咸宁悉乐文化旅游有限公司采用收益法进行评估的原因**

上海悉乐是一家以“松鼠部落”亲子户外乐园为核心业务的户外乐园运营管理公司，通过在户外乐园所在地设立子公司运营取得收入，本部主要进行整体的规划和管理工作，仅有部分的咨询收入，收入的偶然性较大，其未来收益难以进行合理的预测，不适用采用收益法，采用资产基础法进行评估。

目前，上海悉乐的子公司成都悉乐生态农业有限公司（以下简称“成都悉乐”）和咸宁悉乐文化旅游有限公司（以下简称“咸宁悉乐”）经营的位于成都和咸宁的户外乐园——“松鼠部落”亲子户外乐园都处于正式运营中。本次评估以评估对象成都悉乐和咸宁悉乐持续经营为假设前提，可以提供完整的历史经营财务资料，企业管理层对未来经营进行了分析和预测，且从财务资料分析，未来收益及经营风险可以量化，具备采用收益法进行评估的基本条件，因此对成都悉乐和咸宁悉乐采用收益法进行评估。

#### **（二）主要估值参数及其合理性**

##### **1、本次评估收益法评估的基本模型**

本次收益现值评估采用现金流量折现法：现金流量折现法是通过将企业未来以净现金流量形式所体现出来的预期收益折算为现值，评估资产价值的一种方法。其基本思路是通过估算企业未来预期的自由现金流（企业的息前税后净现金流量），并采用适宜的

折现率折算成现时价值，得出评估值。

本次评估采用的收益法的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1+R)^i} + \frac{A}{R(1+R)^n} - B + OE$$

式中：P：企业股东全部权益价值评估值；

A<sub>i</sub>：企业近期处于收益变动期的第 i 年的企业自由现金流量；

A：企业收益稳定期的持续而稳定的年企业自由现金流量；

R：折现率；

n：企业收益变动期预测年限；

B：企业评估基准日付息债务的现值；

OE：企业评估基准日非经营性、溢余资产与负债的现值。

其中：

#### （1）自由现金流量

采用的收益类型为企业自由现金流量。企业自由现金流量指的是归属于包括股东和付息债权人在内的所有投资者的现金流量，其计算公式为：

企业自由现金流量=税后净利润+折旧与摊销+利息费用（扣除税务影响后）-资本性支出-净营运资金变动

#### （2）折现率

采用企业的加权平均资本成本（WACC）作为企业自由现金流量的折现率。

#### （3）收益期

采用永续年期作为收益期。其中，第一阶段为 2018 年 11 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，共计 5 年 1 期；第二阶段为 2024 年 1 月 1 日至永续经营，在此阶段按保持 2023 年预测的稳定收益水平考虑。

### 2、收益法评估下的主要参数取值及其合理性

成都悉乐收益法评估的预测情况如下：

单位：万元

项目/年度	2018 年 11-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续
一、营业收入	189.94	1,702.40	1,783.40	1,856.80	1,918.80	1,969.40	1,969.40
二、营业成本	87.70	664.20	689.42	724.07	655.02	670.17	670.17
税金及附加	2.56	8.26	8.74	9.18	9.56	9.88	9.88

项目/年度	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续
销售费用	13.40	97.00	101.40	106.30	111.10	115.50	115.50
管理费用	32.89	221.93	232.93	243.93	255.43	266.73	266.73
财务费用	5.07	30.40	30.40	30.40	30.40	30.40	30.40
三、营业利润	48.32	680.60	720.51	742.92	857.29	876.73	876.73
四、利润总额	48.32	680.60	720.51	742.92	857.29	876.73	876.73
减：所得税	12.17	171.00	181.02	186.66	215.28	220.16	220.16
五、净利润	36.15	509.60	539.49	556.26	642.01	656.56	656.56
加：税后有息负债利息	3.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80	22.80
六、息前税后净利润	39.96	532.40	562.29	579.06	664.81	679.36	679.36
加：折旧与摊销	50.25	307.91	317.45	336.39	253.05	255.33	253.05
减：资本性支出	20.00	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00	253.05
减：营运资金变动	43.99	-27.65	-2.11	-2.58	26.58	0.10	-
七、自由现金流量	26.21	717.96	731.86	768.03	741.28	784.60	679.36

咸宁悉乐收益法评估的预测情况如下：

单位：万元

项目/年度	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	永续
一、营业收入	89.00	1,382.40	1,468.80	1,546.56	1,611.36	1,663.20	1,663.20
二、营业成本	92.57	563.72	602.00	636.80	652.13	685.72	685.72
税金及附加	-	-	-	5.56	9.22	9.62	9.62
销售费用	12.37	122.58	121.01	119.56	118.23	117.04	117.04
管理费用	17.14	158.31	166.06	173.97	181.99	190.15	190.15
财务费用	-	-	-	-	-	-	-
三、营业利润	-33.08	537.79	579.73	610.67	649.78	660.67	660.67
四、利润总额	-33.08	537.79	579.73	610.67	649.78	660.67	660.67
减：所得税	-8.22	135.28	145.81	153.60	163.41	166.16	166.16
五、净利润	-24.86	402.51	433.92	457.08	486.37	494.50	494.50
加：税后有息负债利息	-	-	-	-	-	-	-
六、息前税后净利润	-24.86	402.51	433.92	457.08	486.37	494.50	494.50
加：折旧与摊销	39.45	248.33	271.61	291.75	292.64	312.31	292.64
减：资本性支出	-	120.00	120.00	120.00	120.00	120.00	292.64
减：营运资金变动	-92.71	40.10	7.24	6.39	10.25	0.52	-
七、自由现金流量	107.30	490.74	578.28	622.44	648.76	686.29	494.50

(1) 营业收入的预测及其合理性

成都悉乐和咸宁悉乐“松鼠部落”亲子户外乐园分别位于成都和咸宁（辐射武汉），采用相同的运营模式。松鼠部落定位 3-12 岁儿童及家长为核心目标人群，在城市近郊以“无动力运动”为核心理念，通过引进国内外新奇、好玩、有趣的户外玩乐项目，为亲子群体提供 30 余项户外玩乐体验，同时融入户外教育元素，实现寓教于乐。

成都“松鼠部落”亲子户外乐园自 2016 年 10 月 1 日正式开业以来，两年时间累计接待游客 100 万人次，并呈现出快速增长势头。今年 10 月 1 日正式开业的咸宁（武汉）“松鼠部落”亲子户外乐园项目也已经累计接待游客数量近 10 万人次。

成都悉乐和咸宁悉乐的主要收入来源为门票收入以及附加的商品餐饮等收入。根据历史年度的经营状况、未来的市场情况及对预测期经营业绩的预期等对预测期内的各类收入进行了预测。

成都悉乐收入预测情况如下：

单位：万元

类别/年度		2018 年 11-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
门票	人次（万）	4.38	39.80	41.80	43.60	45.10	46.30
	平均票价（元）	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00	38.00
	收入	166.44	1,512.40	1,588.40	1,656.80	1,713.80	1,759.40
外招商租赁业务收入		21.00	142.00	145.00	148.00	151.00	154.00
商品餐饮等收入		2.50	48.00	50.00	52.00	54.00	56.00
营业收入合计		189.94	1,702.40	1,783.40	1,856.80	1,918.80	1,969.40

咸宁悉乐收入预测情况如下：

单位：万元

类别/年度		2018 年 11-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
门票	人次（万）	2.00	32.00	34.00	35.80	37.30	38.50
	平均票价（元）	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00	40.00
	收入	80.00	1,280.00	1,360.00	1,432.00	1,492.00	1,540.00
外招商租赁业务收入		21.00	142.00	145.00	148.00	151.00	154.00
营业收入合计		89.00	1,382.40	1,468.80	1,546.56	1,611.36	1,663.20

门票收入以预计的入园人次乘以平均票价确定。

#### ①入园人次的预测

上海悉乐在“松鼠部落”亲子户外乐园选址建设时，对城市的人口数量、目标群体数量、当地经济水平、车程等都有开展相应的调研工作，因此其入园人次处于相对稳定的水平，并随着不断地运营获得市场认可后而逐步上升。未来年度在对以前年度实际运

营情况的复核及其统计分析基础上，根据发展趋势结合目前业务和目标群体的规模对未来年度的入园人次进行预测，同时入园人次在乐园规划可接待承受范围内，具有合理性。

### ②平均票价的预测

门票价格根据市场调研结果自主定价，开通有多种购票渠道，考虑各种折扣等因素，因此预测年度的门票价格保持稳定。

综上，收入预测在预测入园人数及门票价格的基础上进行，入园人数及票价预测依据充分合理，收入预测具有合理性。

### (2) 营业成本的预测及其合理性

“松鼠部落”亲子户外乐园的成本主要包括场地租赁费、折旧摊销费用、职工薪酬、维修成本、保洁费、安保费、物耗水电费等。

在对企业历史年度成本构成分析的基础上，根据不同的成本项目采用不同的估算方法进行估算。

成都悉乐未来营业成本预测见下表：

金额单位：人民币万元

序号	项目/年度	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	场地租赁费	6.32	43.12	43.88	44.57	45.14	45.59
2	折旧摊销费	50.16	307.38	316.92	335.86	252.52	254.80
3	维修成本	1.63	14.64	15.34	15.97	16.50	16.94
4	保洁费	2.85	25.54	26.75	27.85	28.78	29.54
5	安保费	3.42	30.64	32.10	33.42	34.54	35.45
6	物耗水电费	4.56	40.86	42.80	44.56	46.05	47.27
7	商品/餐饮成本	0.75	14.40	15.00	15.60	16.20	16.80
8	职工薪酬	17.00	181.62	190.42	199.84	208.69	216.97
9	其他	1.00	6.00	6.20	6.40	6.60	6.80
成本合计		87.70	664.20	689.42	724.07	655.02	670.17
毛利率		53.83%	60.98%	61.34%	61.00%	65.86%	65.97%

咸宁悉乐未来营业成本预测见下表：

金额单位：人民币万元

序号	项目/年度	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	折旧摊销费	37.91	239.12	262.40	282.55	283.44	303.10
2	场地租赁费	8.33	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
3	水费电费餐费	2.10	33.20	35.30	37.10	38.70	39.90
4	保洁安保费	2.90	45.60	48.50	51.00	53.20	54.90
5	职工薪酬	40.42	182.00	191.10	200.66	210.69	221.22

序号	项目/年度	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
6	维修成本	0.90	13.80	14.70	15.50	16.10	16.60
	成本合计	92.57	563.72	602.00	636.80	652.13	685.72
	毛利率	-4.01%	59.22%	59.01%	58.82%	59.53%	58.77%

①场地租赁费在进行“松鼠部落”亲子户外乐园建设时，均签订有长期的土地租赁合同，以保证持续经营，因此其场地租赁费根据签订的租赁合同进行测算；

②折旧摊销费用根据评估基准日已有固定资产及待摊费用，结合未来资本性支出计划按企业的折旧、摊销政策进行预测。乐园建设主要在于前期一次性投入较大，折旧摊销费主要是前期投入折旧摊销；

③职工薪酬根据企业未来年度收入并结合企业用人计划及工资薪酬水平预测；

④对于维修成本、保洁费、安保费、物耗水电费等费用参考历史年度费用水平，根据未来年度的收入预测进行测算。

通过上述分析复核，各项成本符合企业特点，具有合理性。

### （3）期间费用的预测及其合理性

企业的期间费用主要包括销售费用、管理费用及财务费用。

销售费用主要由媒体投放类、制作类、设计类、活动类、行销/渠道/业务费用、职工薪酬、办公费及其他等组成；企业管理费用主要由职工薪酬、业务招待费、折旧费、各项咨询、顾问费用、各项办公费用及其他等组成；企业的财务费用主要为利息支出、利息收入及银行手续费支出等构成。

对预测期期间费用的预测根据各项费用的特点、变动规律，按照报告期占主营业务收入的比例、增长规律，采用不同的方法分析测算，具体情况如下：

①职工薪酬根据企业未来年用人计划及工资薪酬水平进行预测；

②对于媒体投放类、制作类、设计类、活动类、行销/渠道/业务费用、办公费等费用参考历史年度费用水平，根据未来年度的收入预测进行测算；

③折旧费根据评估基准日已有固定资产，结合未来资本性支出计划按企业的折旧政策进行预测；

④对于其他费用（业务招待费、各项咨询、顾问费用、各项办公费用）参考历史年度费用水平，根据未来年度的收入预测进行测算。

⑤财务费用为对利息支出的预测，利息支出根据企业未来年度借款计划及利率水平预测。



成都悉乐历史年度期间费用的和预测期间费用及占收入比例如下：

单位：万元

费用	项目	2017年	2018年 1-10月	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年 及永续
销售费用	金额	160.47	84.85	13.40	97.00	101.40	106.30	111.10	115.50
	占比	9.80%	5.94%	7.05%	5.70%	5.69%	5.72%	5.79%	5.86%
管理费用	金额	314.23	180.71	32.89	221.93	232.93	243.93	255.43	266.73
	占比	19.20%	12.66%	17.32%	13.04%	13.06%	13.14%	13.31%	13.54%
财务费用	金额	154.72	89.08	5.07	30.40	30.40	30.40	30.40	30.40
	占比	9.45%	6.24%	2.67%	1.79%	1.70%	1.64%	1.58%	1.54%
费用合计	金额	629.42	354.64	51.36	349.33	364.73	380.63	396.93	412.63
	占比	38.45%	24.84%	27.04%	20.52%	20.45%	20.50%	20.69%	20.95%

咸宁悉乐历史年度期间费用的和预测期间费用及占收入比例如下：

单位：万元

费用	项目	2018年 1-10月	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年及 永续
销售费用	金额	49.06	12.37	122.58	121.01	119.56	118.23	117.04
	占比	22.95%	13.90%	8.87%	8.24%	7.73%	7.34%	7.04%
管理费用	金额	29.33	17.14	158.31	166.06	173.97	181.99	190.15
	占比	13.72%	19.26%	11.45%	11.31%	11.25%	11.29%	11.43%
财务费用	金额	-0.25	-	-	-	-	-	-
	占比	-0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
费用合计	金额	78.14	29.51	280.89	287.07	293.53	300.23	307.20
	占比	36.55%	33.16%	20.32%	19.54%	18.98%	18.63%	18.47%

成都悉乐为首家“松鼠部落”亲子户外乐园，前期投入了部分广告并支付了咨询、顾问费用，随着两年多的运营，管理经验不断提高，费用得以合理控制并随着收入规模增长费用率稳中略降。

在企业分析历史年度各项费用发生额的基础上，根据各项费用的组成及其特点对未来年度的期间费用进行了预测，各项费用预测过程及预测结果合理。

#### （4）所得税预测及其合理性

本次评估预测按 25%的企业所得税率计算的所得税。对企业发生的与生产经营活动有关的业务招待费支出，按照发生额的 60%扣除，但最高不得超过当年销售（营业）收入的 5%进行调整。所得税预测符合国家税收政策，预测过程及预测结果合理。

#### （5）资本性支出预测及其合理性

企业根据未来的收入预测及生产模式对未来年度的资本性支出进行了预测，包括设备购置和更新等。

(6) 营运资金增加额预测及其合理性

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

营运资金=现金+应收款项+存货-应付款项

现金按企业正常经营所需保持的现金额预测。

对应收款项、存货、应付款项预测通过分析企业历史年度的周转率进行测算，预测得到未来经营期各年度的营运资金增加额。

成都悉乐营运资金预测如下：

单位：万元

项目/年度	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营运资金	-35.82	-63.47	-65.59	-68.17	-41.59	-41.49
营运资金变动	43.99	-27.65	-2.11	-2.58	26.58	0.10

咸宁悉乐营运资金预测如下：

单位：万元

项目/年度	2018年 11-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营运资金	93.34	133.44	140.69	147.08	157.33	157.85
营运资金变动	-92.71	40.10	7.24	6.39	10.25	0.52

成都悉乐和咸宁悉乐主要来源为门票收入，游客先购买门票再入园，因此现金流较好，无需大量地增加营运资金，符合企业自身的经营特点，具有合理性。

(7) 折现率及其合理性

采用加权平均资本成本（WACC）作为企业自由现金流量的折现率。

① 加权平均资本成本

通常用于资产适合的整体回报率的方法为加权平均资本成本方法，WACC的计算公式为：

$$WACC = \left( \frac{1}{1 + D/E} \right) \times Re + \left( \frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times Rd$$

其中： E：评估对象目标股本权益价值；

D：评估对象目标债务资本价值；

Re：股东权益资本成本；

Rd：借入资本成本；

T: 公司适用的企业所得税税率。

## ②权益资本成本

权益资本成本按资本资产定价模型（CAPM）求取，计算方法如下：

$$R_e = R_f + \beta_e (R_m - R_f) + \alpha$$

$$= R_f + R_{pm} \times \beta + a$$

其中：

R<sub>f</sub>: 无风险报酬率；

B<sub>e</sub>: 企业的风险系数；

R<sub>m</sub>: 市场期望收益率；

α: 企业特定风险调整系数。

### A、无风险报酬率（R<sub>f</sub>）的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计，R<sub>f</sub>=3.68%。

### B、市场风险溢价 R<sub>pm</sub> 的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率，由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含有较多的异常因素，不具有可信度；国际上新兴市场的风险溢价通常采用成熟市场的风险溢价进行调整确定，因此本次评估采用公认的成熟市场（美国市场）的风险溢价进行调整，具体计算过程如下：

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险。

根据 Aswath Damodaran 的统计结果，美国股票市场的风险溢价为 5.65%，我国的国家风险溢价为 0.9%（0.6×1.5），综合的市场风险溢价水平为 6.55%。

### C、风险系数 β 的确定

#### a. 无财务杠杆风险系数的确定

根据同花顺查询的沪深 300 上市公司 Beta，选择桂林旅游、宋城演艺、丽江旅游、曲江文旅等 4 家上市公司，进行风险系数的分析比较，测算出无财务杠杆的风险系数(β<sub>u</sub>)为 0.7713。

可比上市公司 Beta

序号	证券代码	证券名称	BETA (u)
1	000978. SZ	桂林旅游	0. 6754
2	300144. SZ	宋城演艺	0. 8315
3	002033. SZ	丽江旅游	0. 7372
4	600706. SH	曲江文旅	0. 8411
平均			0. 7713

注：BETA (u) 为剔除财务杠杆调整 Beta 系数；样本取样起始交易日期为评估基准日前 2 年（起始交易日期 2016 年 11 月 1 日），样本计算周期按“周”计算，标的指数为沪深 300 指数。

b. 企业有财务杠杆的  $\beta$  系数的确定：

选取可比上市公司资本结构的平均值作为成都悉乐目标债务资本占股权资本的比重 (D/E= 25. 00%)。按照以下公式，将上市公司的无财务杠杆的  $\beta$  值，依照悉乐文化的目标资本结构，折算成成都悉乐的有财务杠杆的  $\beta$ ：

计算公式如下：

$$\beta / \beta_u = 1 + D/E \times (1 - T)$$

式中： $\beta$  = 有财务杠杆的  $\beta$ ；

$\beta_u$  = 无财务杠杆的  $\beta$ ；

D=付息债务现时市场价值；

E=股东全部权益现时市场价值；

T=企业所得税率。

依据上述测算公式，故财务杠杆  $\beta_e$  系数为 0. 9159。

D、特别风险溢价 a 的确定：

特有风险调整系数为根据被评估单位与所选择的对比企业在运营规模、管理方式、抗风险能力等方面的差异进行的调整系数。根据对成都悉乐特有风险的判断，取风险调整系数为 3. 00%。

E、权益资本成本的确定

根据上述的分析计算，可以得出：

$$Re = Ra + \beta \times Rpm + a$$

$$= 12. 68\%$$

③借入资本成本 (Rd)

借入资本成本取评估基准日平均贷款利率 7. 60%。

④折现率 (WACC)

加权平均资本成本是被评估单位的债务资本和权益资本提供者所要求的整体回报率。

我们根据上述资本结构、权益资本成本和付息债务资本成本计算加权平均资本成本，具体计算公式为：

$$WACC = \left( \frac{1}{1 + D/E} \right) \times Re + \left( \frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times Rd$$
$$= 11.28\%$$

综上，折现率的各指标计算准确合理，符合折现率的取值标准。

采用收益法评估，成都悉乐和咸宁悉乐的股东全部权益价值分别为 5,410.00 万元和 4,190.00 万元。

四、上海悉乐 2018 年 1-10 月经审计的归属于母公司所有者的净利润为 509.31 万元。未来三年业绩承诺的净利润为 400 万元、500 万元、600 万元。请结合标的公司所处行业，市场竞争情况，历史业绩情况，对比上次投资时业绩承诺的调整情况等说明各年业绩承诺的合理性，及是否有利于维护上市公司和中小投资者合法权益。

#### 【回复说明】

公司对上海悉乐业绩承诺的要求是双方经过充分沟通协商后确定，主要是基于上海悉乐未来发展战略考虑。上海悉乐的松鼠部落亲子户外乐园项目已在成都和武汉两地成熟运营，未来具备较为广阔的发展前景，目前在全国范围内拥有自有原创 IP 且以连锁方式运营的户外乐园项目尚属首家，同时，郑州、重庆、西安、南京、青岛等地项目也在稳步推进中。公司和上海悉乐团队经过充分沟通后一致认为，目前是亲子户外乐园发展的黄金期，应当通过自建户外乐园和品牌授权的方式迅速占领全国市场，预计 2021 年将在全国范围内正式开业连锁自营 6 家亲子户外乐园项目。鉴于此，未来全国各地亲子户外乐园投资建设的资金一方面来自本次增资款项，另一方面需依靠上海悉乐未来经营现金流进行投资，发展速度的加快可能会影响当下上海悉乐的利润情况。所以，公司和上海悉乐双方协商后降低了对净利润的要求，提高了对亲子户外乐园数量的要求，并设置了相应的业绩承诺机制。

特此公告。

北京三夫户外用品股份有限公司董事会

二〇一九年一月九日