

特别提示：本报告仅供特定目的价值
估值，未经估值机构书面许可不得传
播、复制该文件任何内容。

**梦百合家居科技股份有限公司拟收购
Mor Furniture For Less Inc. 股权
所涉及的股东全部权益价值
估值报告**

东洲咨报字【2019】第 1487 号



上海东洲资产评估有限公司

2019 年 12 月 6 日

特别提示：本报告仅供特定目的服务，未经估值机构书面许可不得传播、复制该文件任何内容。

梦百合家居科技股份有限公司拟收购
Mor Furniture For Less Inc.股权
所涉及的股东全部权益价值
估值报告

东洲咨报字【2019】第1487号

摘 要

上海东洲资产评估有限公司接受梦百合家居科技股份有限公司的委托，遵守中国政府相关法律，本着独立、公正、客观的原则，按照公认的估值方法，对梦百合家居科技股份有限公司（上市公司）或其子公司拟收购Mor Furniture For Less Inc.股权所涉及的Mor Furniture For Less Inc.股东全部权益价值进行了分析、估算。

委托人：梦百合家居科技股份有限公司

标的公司：Mor Furniture For Less Inc.

估值目的：股权收购。

经济行为：根据经济行为文件显示，本次交易方案为委托方或其指定公司拟现金收购Mor Furniture For Less Inc.不超过85%的股权。

估值基准日：2019年06月30日。

估值对象：标的公司股东全部权益价值

估值范围：估值范围为标的公司全部资产及全部负债，具体包括流动资产、非流动资产及负债等。估值前全部资产合计账面价值590,613,323.68元，负债合计账面价值478,740,304.88元，股东权益（或资产净值）111,873,018.80元。

价值类型：市场价值。

估值方法：采用收益法与市场法，最终以收益法确定估值结论。

估值结论：经估值，于估值基准日2019年6月30日在上述各项假设条件成立的前提

下，Mor Furniture For Less Inc.100%股权市场价值为 61,000.00 千美元，按照基准日中国人民银行公布的美元兑人民币汇率中间价 1: 6.8747 折合人民币 41,935.67 万元。

本报告仅限于约定的估值目的和报告使用者使用，详见报告书正文记载的内容。

本估值结论的价值类型为市场价值，即是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

本估值报告仅供指定的交易事宜使用。本报告中的观点不构成对任何第三方（包括但不限于标的公司股东）的建议、推荐或者补偿。

重大特别事项：

1、本次KPMG出具的《2017 年度、2018 年度及自 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日止 6 个月期间模拟汇总财务报表》（以下简称“专项审计报告”）金额货币为人民币，系按照其美元审定报表以各报表期固定汇率转换而来。考虑到标的公司市场风险和货币风险的一致性，本次估值以KPMG提供的美元审定报表为基础，采用美元金额单位进行未来预测和价值测算，提请报告使用者关注。

2、The Plus Factor, LLC (以下简称“TPF”)是由Mor Furniture的控股股东成立的一家特殊目的公司，对Mor Furniture应付供应商的款项进行保理，由其向供应商进行结算。鉴于TPF与Mor Furniture构成了一项完整的业务，且本次交易完成后TPF不再存续，Mor Furniture直接从事TPF在报表期间所进行的业务。所以，为真实反应所购买业务的经营成果和财务状况，在编制Mor Furniture 财务报表时，KPMG在本次专项审计报告中将TPF的财务信息与Mor Furniture的财务信息模拟汇总。本次估值采用统一口径，基于专项审计报告，对Mor Furniture和TPF合并估值。

3、截至估值基准日2019年6月30日，公司自MUFG Union Bank, N.A.所取得的上限为美元20,000,000元的授信额度中，已使用10,150,000.00美元（等值人民币69,778,205.00元）。该授信合约期限至2020年10月31日止。根据合同约定，该授信以公司私有财产为担保，包括但不限于所有账户、动产权证、掉期合同、器具、合约权利、无形资产、货品、所有权、存款账户、处置货品、固定装置、商业催收权、保险理赔权、投资性财产、成品、未成品等。担保协议中约定如 MOR 的股权结构变动等于或大于10%，

则视为违约。

根据于2019年11月4日签订的补充协议，在梦百合家居收购 Mor Furniture 股份交易交割后，该授信额度仍然有效，公司可随时在额度范围内根据资金状况提取借款，以保证公司的正常运营。鉴于Mor Furniture管理层相信标的公司在后续年度能够获得运营必需的资金支持，以确保能够持续经营，经与委托人沟通，本次估值以持续经营为假设，特别提请报告使用者关注。

4、截至估值基准日，公司自关联方 Wesco Management LLC（以下简称“Wesco”）取得的借款账面值为5,003,655.50美元（等值人民币 34,398,630.47元）。同时，标的公司就Wesco获得的银行贷款为Wesco提供信用担保。

根据恒康香港与 Mor Furniture 及其股东共同签署的《股权收购协议》约定，就 Wells Fargo Bank向Wesco发放的贷款，标的公司为Wesco提供的对外担保将在本次经济行为完成时解除。根据标的公司和Wesco于2019年11月26日签发的承诺，标的公司和Wesco将尽商业上合理的最大努力在交割前终止标的公司就MUFG Union Bank向Wesco发放的贷款而为Wesco提供的担保，如果标的公司和Wesco未能在交割前终止前述担保，Wesco承诺赔偿恒康香港及其关联方（在交割后包括上市公司）由于该等担保事项而遭受的所有损失。

经与管理层沟通，标的公司向Wesco取得的信用借款在本次经济行为完成后不再续签，本次估值假设标的企业未来仍可以按照市场公允利率从非关联方继续取得等额借款。

5、根据北京市金杜律师事务所关于梦百合家居科技股份有限公司重大资产购买的法律意见书（以下简称“法律意见书”），标的公司部分员工于2018年3月28日在加州劳工及劳动力发展局对公司提出诉讼，起诉公司未向员工支付合理的工资、加班工资以及员工应得的加班福利等。该案件于2018年11月达成和解并签署和解协议，由公司向全体申诉员工支付和解金，共计美元106.2万元（分六次支付）。经核实，基准日尚未支付余额为70.95万美元，分记于账面一年内到期的非流动负债和其他非流动负债科目中，本次估值作为非经营性负债处理，提请报告使用者关注。

6、根据法律意见书，一名多年前购买标的公司销售的按摩椅产品的顾客的家属

Rene Cruz Arriola于2019年8月30日向加州洛杉矶高等法院提交了一份与涉嫌产品责任问题有关的申诉，该等申诉并未说明具体赔偿数额要求且目前该案件尚无进展。经了解，该按摩椅由第三方供应商生产，标的公司已将本案件提交给保险公司并相信本案件应在一般责任保险、伞护式责任保险和超额责任保险理赔范围内。本次估值未考虑上述事项影响，特别提请报告使用者关注。

7、标的公司历史年度所得税按美国加利福尼亚州法定税率0.75%执行。公司属于 S 型股份公司，豁免缴纳联邦所得税，并将利润、损失、扣除额和抵免额传递给股东以于股东缴纳联邦所得税收目的。考虑到企业历史年度收益未反应股东应缴纳的所得税额，标的公司被收购后亦不能按照现有办法缴纳所得税，本次估值预测中参考KPMG出具的《Top Gun项目美国税务尽职调查报告》，采用联邦所得税税率（21%的公司税及5%的州混合所得税）预测未来年度所得税费用，提请报告使用者关注。

8、在形成本估值报告的过程中，我们并没有考虑任何特定投资者的投资目标、财务状况、纳税状况、风险偏好等。

9、投资者要注意本次收购中收购方愿意支付的收购价格受制于很多因素影响，包括但不限于：标的资产的吸引力、收购方现有业务与标的资产的潜在协同效益（如有）、标的资产被显著重估的可能性、现金储备情况、标的股权的流动性、对价支付方式、控制权比例、预期等因素。

10、我们的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素考虑在内。本报告也不对收购完成或失败后标的公司的股权做出任何评价。

11、本估值报告并非《中华人民共和国资产评估法》定义的评估报告。我们在估值过程中参考了中国资产评估协会相关评估准则，但受到客观条件限制，本次估值清查过程未能全部按照准则要求进行，请报告使用者关注上述披露事项对估值报告的影响。



上海东洲资产评估有限公司
2019年12月6日

梦百合家居科技股份有限公司拟收购
Mor Furniture For Less Inc.股权
所涉及的股东全部权益价值
估值报告

目 录

一、 委托人、标的公司和其他估值报告使用人	6
(一) 委托人介绍	6
(二) 标的公司介绍	6
(三) 委托人与标的公司之间的关系	12
(四) 其他资产评估报告使用人	12
二、 估值目的	12
三、 估值对象和估值范围	13
(一) 估值对象	13
(二) 估值范围	13
四、 价值类型及其定义	14
五、 估值基准日	14
六、 估值依据	14
七、 估值假设和限制条件	15
(一) 基本假设	15
(二) 一般假设	15
(三) 针对性假设	16
八、 行业情况分析	16
九、 企业现状分析	18
十、 估值方法	21
(一) 估值方法概述	21
(二) 估值方法的选择	22
(三) 收益法介绍	22
(四) 市场法介绍	27
十一、 估值结论及分析	33
十二、 特别说明和瑕疵事项	34
十三、 估值报告使用范围	37
十四、 估值报告解释权	37
十五、 估值报告提出日期	37

梦百合家居科技股份有限公司拟收购
Mor Furniture For Less Inc.股权
所涉及的股东全部权益价值
估值报告

正文

特别提示：本报告仅供特定目的服务，未经估值机构书面许可不得传播、复制该文件任何内容。

一、 委托人、标的公司和其他估值报告使用人

(一) 委托人介绍

企业名称：梦百合家居科技股份有限公司（简称“梦百合”）

统一社会信用代码：91320600750031850R

类型：股份有限公司(上市、自然人投资或控股)

住所：如皋市丁堰镇皋南路 999 号

法定代表人：倪张根

注册资本：32225.6222 万人民币

成立日期：2003 年 05 月 30 日

经营范围：研究、开发家居材料;功能性家居用品设计;家居用品(家用纺织品、软体家具、母婴用品、海绵制品)、低回弹阻燃海绵生产、加工、销售;化学原料销售(危险品除外);批发(不带仓储)经营甲苯-2,4-二异氰酸酯、二苯甲烷二异氰酸酯、辛酸亚锡;经营本企业自产产品及技术和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进出口业务(国家限定企业经营或禁止进出口的商品及技术除外)。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)

(二) 标的公司介绍

企业名称：Mor Furniture For Less Inc.（简称“Mor Furniture”）

注册号: C0685214

成立日期: 1973 年 7 月 16 日

注册地址: 6965 Consolidated Way, San Diego CA 92121, USA

公司类型: S 型股份公司

1. 股东情况

截至估值基准日, 标的公司股权结构相对分散。根据本次经济行为双方于 2019 年 10 月 11 日签订的《股权收购协议》披露, Richard D. Haux, JR 通过信托持有 Mor Furniture 126,458 股股份, 占已发行在外股份总数的 26.56%, 并通过委托投票权的方式持有另外 134,910 股股份的投票权, 占已发行在外股份总数的 28.34%, 合计控制 Mor Furniture 的 261,368 股股份, 占在外发行股份总数的 54.90%, 为 Mor Furniture 的实际控制人。

序号	股东名称/姓名	股数	持股比例
1	Richard D. Haux, JR. Trust Dated May 14, 2003	126,458	26.563%
2	J. Leon Ellman Trust Dated May 25, 2000	47,956	10.073%
3	Elaine Ellman Trust Dated May 25, 2000	47,955	10.073%
4	Richard Haux, SR. Irrevocable Trust No.1 Dated December 28, 2012*	27,600	5.798%
5	Richard Haux, SR. Irrevocable Trust No.2 Dated December 28, 2012*	27,600	5.798%
6	Matthew Tranchina	24,857	5.221%
7	Robert Kelley	15,301	3.214%
8	Haux Family Trust Dated October 3, 2013	14,840	3.117%
9	Harold Linebarger	14,450	3.035%
10	Haux Family Trust Dated April 25, 2001*	10,531	2.212%
11	Nathan A. Haux Trust Dated December 8, 2014*	9,754	2.049%
12	Matthew Allan Koljonen Revocable Trust Dated April 27, 2006*	9,334	1.961%
13	Lara Joan Koljonen Revocable Trust Dated February 12, 2006*	9,333	1.960%
14	April Koljonen Trust Dated January 3, 2002*	9,333	1.960%
15	Michael Foster*	8,400	1.764%
16	Christopher Arnold	8,105	1.703%
17	Madelyn R. Cohn Trust Dated December 5, 2014*	7,463	1.568%
18	Elissa C. Haux Trust Dated December 22, 2014*	7,463	1.568%
19	Michael Potter	5,928	1.245%
20	Joshua Christman	5,871	1.233%
21	Shawn Teters	5,871	1.233%
22	John Koupal*	5,716	1.201%
23	James Sanford	5,600	1.176%
24	Nathan Haux	4,600	0.966%
25	Matthew Askins	4,110	0.863%
26	Elissa Tanda*	2,383	0.501%

27	Michael Zeller	1,050	0.221%
28	Jon Moore	950	0.200%
29	Katelynd Bennet	200	0.042%
30	Angel Rios	100	0.021%
31	George Meier	1,250	0.263%
32	Adam Skinner	1,050	0.221%
33	Patricia Taylor	950	0.200%
34	Andrew Itaya	550	0.116%
35	Richard Elsberry	450	0.095%
36	Katherine Scott	300	0.063%
37	Lisa Kahler	200	0.042%
38	Giovana Lopez	200	0.042%
39	Dustin Yeager	200	0.042%
40	Kenneth Bloem	100	0.021%
41	Michelle Brodeur	100	0.021%
42	Jason Rapp	100	0.021%
43	Alfred English	100	0.021%
44	Richard Flores	100	0.021%
45	Franklin Johnson	100	0.021%
46	Kyle Rode	100	0.021%
47	Mikel Sheaman	100	0.021%
48	Troy Viertel	100	0.021%
49	Christopher Szpyrka	100	0.021%
50	Eduardo Castellanos	100	0.021%
51	Gilberto Rubi	100	0.021%
52	James Stewart Ware	100	0.021%
53	Derek Riedlinger	100	0.021%
54	Monty Seibel	100	0.021%
55	Shaheen Al-Safran	100	0.021%
56	Michael Johnson	100	0.021%
57	George Wilkin	100	0.021%
	合计	476,062	100%
序号	期权持有人姓名	已授予未行权股份数量	
1	Todd Schilling		100
2	Michael Farri		100
3	José Borrego		100
4	Shannon Taylor		100
	合计		400

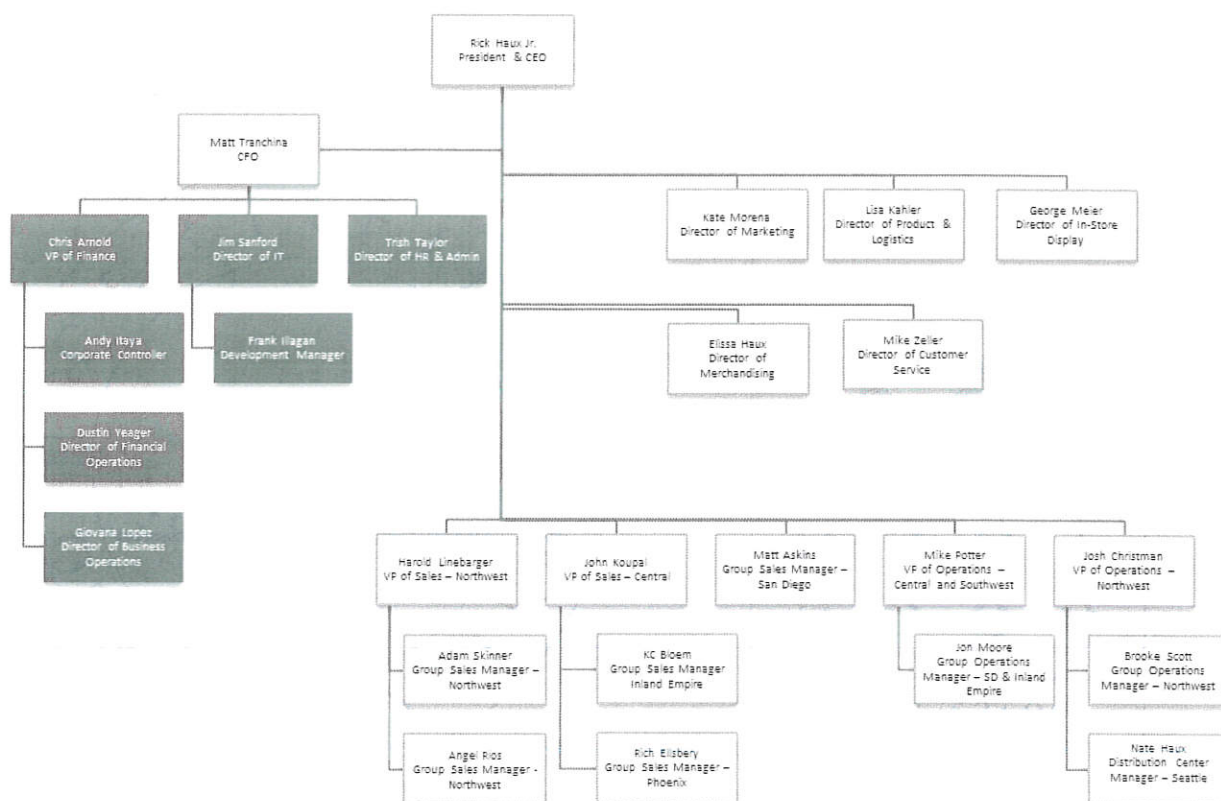
注：表格中加“*”股东已将投票权委托给 Richard Haux。

2. 企业基本情况

标的公司成立于 1973 年，是一家位于美国西海岸的家具综合零售商，自身不进行

制造生产，所有产品均从供应商处采购，销售渠道包括门店销售、折扣店及网络销售，目前门店销售收入占比超过 95%。截至现场清查日，标的公司在美国拥有 36 家门店以及 3 家折扣店，跨越 7 个州、11 个区域，总员工超过 800 人。标的公司的产品类型主要包括卧室、起居室、餐厅和儿童房家具，主要产品有沙发、床垫、桌椅等。标的公司采用轻资产的方式运营，所有办公场地、营业场地、仓储场地均为租赁物业。

标的公司组织架构图如下：



3. 近年财务状况

标的公司近三年模拟汇总财务状况如下：

金额单位：人民币元

项目 \ 年份	2017年12月31日	2018年12月31日	2019年6月30日
资产总额	558,723,726.88	561,152,545.94	590,613,323.68
负债总额	461,595,827.07	457,825,013.52	478,740,304.88
所有者权益	97,127,899.81	103,327,532.42	111,873,018.80

项目 \ 年份	2017年	2018年	2019年1-6月
---------	-------	-------	-----------

项目 \ 年份	2017年	2018年	2019年1-6月
营业收入	2,077,471,491.02	2,111,569,739.81	1,014,183,854.87
利润总额	-1,438,304.15	13,029,399.85	10,384,603.63
净利润	-2,273,687.82	13,099,284.46	10,352,181.80

上述数据均摘自于 KPMG 出具的《2017 年度、2018 年度及自 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日止 6 个月期间模拟汇总财务报表》（毕马威华振审字第 1903537 号）。

编制基础：The Plus Factor, LLC (以下简称“TPF”) 是由 Mor Furniture 的控股股东成立的一家特殊目的公司，对 Mor Furniture 应付供应商的款项进行保理，由其向供应商进行结算。鉴于 TPF 与 Mor Furniture 构成了一项完整的业务，且本次交易完成后 TPF 不再存续，Mor Furniture 直接从事 TPF 在报表期间所进行的业务。所以，为真实反应所购买业务的经营成果和财务状况，在编制 Mor Furniture 财务报表时，KPMG 将 TPF 的财务信息与 Mor Furniture 的财务信息模拟汇总。本次估值采用统一口径，基于专项审计报告，对 Mor Furniture 和 TPF 合并估值。

专项审计报告货币单位为人民币，系按照其美元审定报表以各报表期固定汇率转换而来。考虑到标的公司市场风险和货币风险的一致性，本次估值以 KPMG 提供的美元审定报表为基础，采用美元金额单位进行未来预测和价值测算。财务数据如下：

金额单位：美元

项目 \ 年份	2017年12月31日	2018年12月31日	2019年6月30日
资产总额	85,507,594.94	81,762,522.72	85,911,141.39
负债总额	70,643,051.49	66,707,223.09	69,637,992.19
所有者权益	14,864,543.45	15,055,299.63	16,273,149.20

项目 \ 年份	2017年	2018年	2019年1-6月
营业收入	308,125,806.69	318,305,103.01	149,773,881.68
利润总额	-213,325.97	1,964,095.42	1,533,590.17
净利润	-337,228.16	1,974,630.06	1,528,802.14

4. 企业盈利模式

标的公司是一家轻资产运营的家居产品综合零售商，自身不进行制造生产，所有产品均从供应商处采购；所有办公场地、营业场地、仓储场地均通过租赁取得。

其盈利模式为向供应商采购卧室、起居室、餐厅和儿童房家具产品，并通过门店、

折扣店和网络等覆盖广泛的销售网络销售给消费者，从而赚取利润。

标的公司与主要供应商有着长期、稳定的合作关系，与此同时，标的公司强大的营销团队会通过一系列综合、先进的市场推广计划，进而提升企业整体盈利水平。

5. 经营地情况

截至评估基准日，标的公司除在设立所在州登记经营外，还在其他六个州登记经营，具体情况如下：

(1) 亚利桑那州

企业名称	MOR FURNITURE FOR LESS, INC.
注册地址/经营地址	8825 N. 23rd Avenue, Suite 100, Phoenix, AZ 85021, USA
注册日期	2002 年 4 月 17 日
注册号	F10268236
存续状态	有效

(2) 俄勒冈州

企业名称	MOR FURNITURE FOR LESS, INC.
注册地址/经营地址	1127 Broadway Street, NE Suite 310, Salem, OR 97301, USA
注册日期	2000 年 3 月 14 日
注册号	741991-84
存续状态	有效

(3) 爱达荷州

企业名称	MOR FURNITURE FOR LESS, INC.
注册地址/经营地址	12550 W Explorer Dr Ste 100, Boise, ID 83713, USA
注册日期	2000 年 4 月 14 日
注册号	407969
存续状态	有效

(4) 内华达州

企业名称	MOR FURNITURE FOR LESS, INC.
注册地址/经营地址	2215-B Renaissance Dr., Las Vegas, NV 89119, USA
注册日期	2000 年 5 月 18 日
注册号	C13888-2000
存续状态	有效

(5) 新墨西哥州

企业名称	MOR FURNITURE FOR LESS, INC.
注册地址/经营地址	123 East Marcy Street, Suite 101, Santa Fe, NM 87501 USA
注册日期	2014 年 2 月 6 日
注册号	2157592
存续状态	有效

(6) 华盛顿州

企业名称	MOR FURNITURE FOR LESS, INC.
注册地址/经营地址	8301 S. 180th Street, Kent, WA 980321, USA
注册日期	2000 年 4 月 12 日
注册号	602023257
存续状态	有效

(三) 委托人与标的公司之间的关系

委托人与标的公司在本估值报告提及的经济行为实施前双方无产权隶属关系，亦无其他关联关系，委托人仅为本估值报告的项目委托人。

(四) 其他资产评估报告使用人

除本估值报告的委托人、标的公司之外的经济行为相关的当事方和法律、行政法规规定的估值报告使用人。

除非国家法律法规另有规定外，任何未经估值机构和委托人确认的机构或个人均不能由于得到本估值报告而成为本估值报告的合法使用人。

二、 估值目的

2019 年 10 月 11 日，在上海证券交易所挂牌交易的梦百合家居科技股份有限公司 (股票代码 SH603313) 的全资子公司 Healthcare Group(Hong Kong)Co., Limited (以下简称“恒康香港”) 与 Mor Furniture 及其股东共同签署了《股权收购协议》(以下简称“购买协议”)。恒康香港或其关联公司拟以支付现金的方式购买 Mor Furniture 不超过 85%的股份，包括以下两部分：(1) 由 Richard D. Haux, JR. Trust 等 30 名股东合计持有的 Mor Furniture 公司的股份 397,644 股已发行股份，占 Mor Furniture 已发行股份的比例为 83.53%；(2)Richard D. Haux, JR 在购买协议签署完成后向其他 27 名股东

发起要约收购获得 Mor Furniture 的股份 (该股份总数不超过 6,950 股, 占 Mor Furniture 已发行股份的比例为 1.46%)及 4 名期权持有人持有的 Mor Furniture 股票期权行权后将会获得的 400 股 Mor Furniture 股份 (以下简称“本次交易”)。

根据上述经济行为文件显示, 本次交易方案委托方需了解 Mor Furniture For Less Inc.股权价值。本次为该事项涉及的 Mor Furniture For Less Inc.股东全部权益与于 2019 年 6 月 30 日的市场价值进行估值, 为委托方决策提供合理性验证。

三、 估值对象和估值范围

(一) 估值对象

标的公司股东全部权益价值。

(二) 估值范围

估值范围为标的公司全部资产及全部负债, 具体包括流动资产、非流动资产及负债等。估值前全部资产合计账面价值 590,613,323.68 元, 负债合计账面价值 478,740,304.88 元, 股东权益 (或资产净值) 111,873,018.80 元。

上述资产与负债数据摘自经审计后的 Mor Furniture For Less Inc.于估值基准日 2019 年 6 月 30 日的模拟汇总财务报表, 本次估值是在标的公司经过上述审计后的基础上进行的。

委托估值对象和估值范围与本估值报告提及的经济行为所涉及的估值对象和估值范围一致。

截止日期: 2019 年 06 月 30 日

金额单位: 人民币元

科目名称	账面价值
流动资产合计	404,139,987.45
非流动资产合计	186,473,336.23
资产总计	590,613,323.68
流动负债合计	438,418,515.94
非流动负债合计	40,321,788.94
负债合计	478,740,304.88

科目名称	账面价值
股东权益（资产净值）	111,873,018.80

四、 价值类型及其定义

本次估值选取的价值类型为市场价值。市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

需要说明的是，同一资产在不同市场的价值可能存在差异。本次估值一般基于国内可观察或分析的海外市场条件和市场环境状况。

本次估值选择该价值类型，主要是基于本次估值目的、市场条件、估值假设及估值对象自身条件等因素。

本报告所称“估值价值”，是指所约定的估值范围与对象在本报告约定的价值类型、估值假设和前提条件下，按照本报告所述程序和方法，仅为本报告约定估值目的服务而提出的估值意见。

五、 估值基准日

本项目的估值基准日为 2019 年 6 月 30 日。

估值基准日在考虑经济行为的实现、会计核算期等因素后与委托方协商后确定。

估值基准日的确定对估值结果的影响符合常规情况，无特别影响因素。本次估值的取价标准为估值基准日有效的价格标准。

六、 估值依据

参考的法令和参照的其他行业规范：

1. 中国资产评估协会颁布的相关评估准则；
2. 上市公司重大资产重组管理办法。

其他参考依据：

1. Healthcare Group (Hong Kong) Co., Limited 与 Mor Furniture 及其股东共同签

署的《股权收购协议》；

2. KPMG 出具的《2017 年度、2018 年度及自 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日止 6 个月期间模拟汇总财务报表》（毕马威华振审字第 1903537 号）；

3. 北京市金杜律师事务所关于梦百合家居科技股份有限公司重大资产购买的法律意见书；

4. 公司提供的部分财务数据等；

5. 标的公司管理层提供的未来盈利预测；

6. Top Gun 项目财务、税务和法律尽职调查报告；

7. Capital IQ/Wind 上市公司的有关资料；

8. 行业、区域市场及统计分析资料；

9. 估值人员获得的访谈及其他资料。

七、 估值假设和限制条件

（一） 基本假设

1.公开市场假设：公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场，在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的而非强制的或不受限制的条件下进行的。

2.持续使用假设：该假设首先设定被估值资产正处于使用状态，包括正在使用中的资产和备用的资产；其次根据有关数据和信息，推断这些处于使用状态的资产还将继续使用下去。持续使用假设既说明了被估值资产所面临的市场条件或市场环境，同时又着重说明了资产的存续状态。

3.持续经营假设：即假设被估值单位以现有资产、资源条件为基础，在可预见的将来不会因为各种原因而停止营业，而是合法地持续不断地经营下去。

（二） 一般假设

1.本报告除特别说明外，对即使存在或将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊

的交易方式等影响估值价值的非正常因素没有考虑。

2.委托方及标的所在国家现行的有关法律及政策、产业政策、国家宏观经济形势无重大变化，估值对象所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他人力不可抗拒及不可预见因素造成的重大不利影响。

3.估值对象所执行的税赋、税率等政策无重大变化，信贷政策、利率、汇率基本稳定。

4.依据本次估值目的，确定本次估算的价值类型为市场价值。估算中的一切取价标准均为估值基准日有效的价格标准及价值体系。

（三） 针对性假设

1.标的公司提供的业务合同以及公司的商务登记证、章程，签署的协议，财务资料等所有证据资料是真实的、有效的。

2.标的公司目前及未来的经营管理层合法合规、勤勉尽职地履行其经营管理职能，不会出现严重影响企业发展或损害股东利益情形，并继续保持现有的经营管理模式。

3.假设标的公司于基准日时的授信额度在未来年度仍然有效，公司可随时在额度范围内根据资金状况提取借款，以保证公司的正常运营。

4.本次估值预测中参考 KPMG 出具的《Top Gun 项目美国税务尽职调查报告》，假设标的公司未来按照联邦所得税税率（21%的公司税及 5%的州混合所得税）缴纳未来年度所得税费用。

5. 标的公司目前所有办公场地、营业场地、仓储场地均通过租赁取得，本次评估假设该些租赁合同到期后，标的公司能按租赁合同的约定条件获得续签继续使用，或届时能以市场租金价格水平获取类似条件和规模的经营场所。

本报告估值结果的计算是以估值对象在估值基准日的状况和估值报告对估值对象的假设和限制条件为依据进行。估值人员认为这些假设在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

八、 行业情况分析

2018 年世界家具总产值 4600 亿美元，近 10 年 CAGR3.70%，中美两国分别贡献 1060/782 亿美元，合计占全球 40%。虽然产值位列前二，但中美在全球中的定位截然不同。18 年中国以 542/509 亿美元的出口额/净进口额维持第一大出口国及净出口国，而美国以 267/219 亿美元的进口额/净进口额维持第一大进口国和净进口国。同时，高端设备与家具品牌均集中于欧美等国。尽管产值世界第一，但中国在全球家具市场中依旧扮演中低端家具制造工厂的身份，未来家具产业亟需转型升级。

纵观中美两国市场，深耕家具单品市场的企业在多寡头或寡头格局尚未成型前仍能享受较为可观的增长，但后续增长天花板明显，长期来看难以成为家具行业的龙头企业。而对于追求打造产品矩阵与自建渠道的企业，尽管在单品市场中面临家具单品龙头企业的竞争难以跻身龙头之列，但是通过积极拓宽产品矩阵与拓展渠道的方式为消费者提供一站式采购与购买的体验能够实现企业规模与业绩的不断提升，借助拓展新的市场突破发展瓶颈，借助自建渠道树立品牌，最终很可能成为家具行业乃至家居领域内的龙头企业。

1、家具行业全球化格局已成，中国行业集中度亟需提升

2018 年，世界家具总产值为 4,600 亿美元，近十年 CAGR 为 3.70%，其中中美两国分别贡献 1,060/782 亿美元，合计占全球总产值的 40%左右，其中，中国在 2018 年以 542/509 亿美元的出口额/净进口额维持第一大出口国及净出口国，美国以 267/219 亿美元的进口额/净进口额维持第一大进口国和净进口国，中美两国成为全球家具制造及消费的主要市场。

同时，国内家具市场的行业集中度与美国市场相比存在较大差距，国内家具制造业的 CR10 仅为 9%左右，美国的家具制造企业整体达到 30%左右，以床垫市场为例，美国床垫市场龙头公司市占率不断提升，CR4 由 1990 年的 51%显著提升至 2014 年的 77.6%。根据前瞻网，美国前十五大品牌的份额从 2011 年的 86.2%上升至 2015 年的 92.1%，大部分龙头床垫企业在保持收入规模稳定增长的同时，实现行业集中度的持续提升。而我国 2014 年床垫市场的集中度仅为 10.43%，远低于美国的水平。

2、国家鼓励优质企业“走出去”，参与全球市场和产业布局

2016 年 3 月颁布的“十三五”规划纲要明确指出“支持企业扩大对外投资，深度融入

全球产业链、价值链、物流链”。《2018 年国务院政府工作报告》提出“扩大国际产能合作，带动中国制造和中国服务走出去”。中国政府将继续坚持企业主体、市场原则、国际惯例、政府引导，实行以备案制为主的对外投资管理方式，推动形成全面开放新格局。

《中国家具行业“十三五”发展规划》提出家具行业“十三五”期间主要的目标：家具行业要主动适应经济新常态，加快转变发展方式，保持行业稳定发展。

进入中高速发展阶段后，稳中求进将是家具行业发展的总基调，保持主营业务收入年均 9%-10%左右的增长。

3、国家出台相关政策法规支持上市公司并购重组实现转型升级

2014 年国务院先后发布《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发[2014]14 号）、《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发[2014]17 号）等相关政策指导意见，明确提出兼并重组在提高企业竞争力和调整产业结构中的重要作用，同时提出要充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式。

2016 年 9 月，证监会修订并发布了《重组管理办法》，引导更多资金投向实体经济，促进资本市场并购重组能更好地提升上市公司质量、服务实体经济发展。

2017 年 8 月，证监会发布《并购重组已成为资本市场支持实体经济发展的一个重要方式》指出“要通过大力推进并购重组市场化改革，扎实开展‘简政放权’和‘放管服’改革，进一步激发了市场活力，支持了供给侧结构性改革和实体经济发展”。2018 年，证监会发布《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》以及颁布修订后的《26 号格式准则（2018 年修订）》，落实股票停复牌制度改革，减少简化上市公司并购重组预案披露要求。

上述国家的相关政策支持为上市公司通过兼并重组发展壮大创造了有利条件。上市公司通过并购整合行业内外的优质企业，使得优质资产能够通过并购重组进入上市公司，有利于上市公司整体质量的提升。

九、 企业现状分析

标的公司是美国西海岸的家具零售商，在美国的七个州经营业务，包括加州、亚利桑那州、俄勒冈州、爱达荷州、内华达州、新墨西哥州、华盛顿州。所有办公场地、营业场地、仓储场地均通过租赁取得。标的公司销售的产品类型主要有卧室、起居室、餐厅家具、床垫和儿童青少年家具。

（一）营业收入分析

标的公司主营业务收入主要为家具及床垫等商品销售和相关配送业务，其他还包括废料收入。

1.商品销售收入

标的公司的营业收入主要由商品销售收入贡献，现阶段占比约 95%。商品主要销售渠道包含门店、折扣店以及网络销售。

（1）门店销售：标的公司门店数自 2016 年初的 28 家增加至目前的 36 家，其中包括 10 家新开门店以及 2 家关闭门店。2017 财年，门店销售收入由 2016 的 2.83 亿美元有所下跌；得益于新开门店带来的收入,2018 收入回升至 2.92 亿美元；2019 年受到市场波动影响，一季度门店收入出现下滑，因此企业调整当期经营计划，以控制成本的方式稳定当期收入。经了解，下半年企业新开及关闭门店各一家，基于企业位于美国西海岸的目标市场，考虑历史年度增长水平，企业未来年度预计每年新增门店 2~3 家，新开门店首年销售额预期在 500 万美元。

从历史投入和企业预期来看，一般新开门店的资本投入约在 75 万至 100 万美元，建设期约 90 天，费用化支出包括前期调研费用，门店租金，新增人工成本等。企业主要从租金的水平，市场情况，客户偏好和发展可能性的角度通过前期考察和现场调研确定是否新开门店，每家门店的员工数量约在 12~15 人，主要包括销售及维护人员，而新开门店时一般不需要另外新增管理人员。

而对于关闭门店，主要原因是门店租约到期后，企业对新租约的商议情况并不满意，同时考虑其历史经营业绩，最终确认关闭门店或进行门店搬迁。历史三年，企业年均门店数量净增长为 2~3 家。

（2）折扣店销售：截止估值基准日，标的公司共经营折扣店 3 家。折扣店主要用于清理滞销库存，目前收入占比不到 2%；虽然折扣店的收入占比较低，但增长较为可

观，预计未来会有少量增设，2024 年数量可至 5 家，新开折扣店首年销售额预期在 100 万美元。相对于门店，折扣店的毛利较低，主要是由于滞销的存货低价出售策略。

(3) 网络销售：由于在 2017 末，标的公司迁移办公地址，并关闭了其广告拍摄的场地，网站广告的力度较小，使得网络销售在 2017 的销售下降。管理层表示，标的公司的网站主要是用于给实体门店引流，虽然网络销售比重不高，但是对门店的销售却有着较重要的影响。随着 FY18 网站改建的完成，网络销售收入得到提升，2019 财年也呈现高速增长。企业认为未来持续增长空间较大，预期能趋近门店收入的 7%。

经了解，企业目前将网络销售与门店销售相结合，形成线上线下配套销售体系，以改善客户体验，随着网络建设的进一步发展，也促进了门店收入的进一步增长。

2. 配送业务收入

客户在门店或网络订购的商品一般会从企业仓库统一配送，企业目前有五个独立仓库，包括两家大型的集散中心，分别位于圣迭戈和波特兰，以供应南北两个地域的家具产品。同时部分门店会配备当地仓库以方便运输。配送业务包括对客户订购的家具进行运送和安装服务，企业一般对单笔订单的整套服务打包收费，约占产品销售比率的 6%。

3. 废料收入

废料收入金额较小，即出售回收的纸箱、泡沫等包装物的收入。历史年度占商品收入的比率较为稳定，预期未来也会持续发生。

(二) 营业成本分析

1. 商品销售

作为一家轻资产运营的家居产品综合零售商，其自身不进行制造生产，所有产品均从供应商处采购，商品销售成本即采购成本，包括产品成本和运费。

(1) 产品成本

基于长期业务合作，目标企业的本土供应商较为稳定，而国际供应商的选择范围较广，企业有一定的议价空间。企业商品销售近年毛利率略微上涨，主要就是由于部分采购商品转为向价格更加优惠的国际供应商。一般销售门店和网络销售的毛利率大

约在 50%，随着企业规模的扩大及采购量的增加，企业预期供应商售价也会有所下降，未来毛利还会呈现小幅增长。

对于折扣店，因其销售产品的特殊性，一般不会大量采购，企业预计未来毛利仍维持历史水平。

（2）运费

运费即采购商品所需支付的第三方运输费用，目前的运输商主要为 Schenker 和 Panalpina。随着人力成本的增加而上升，2019 年企业运费成本明显上升，企业预期该增长不可逆，未来仍会保持在较高水平。

（3）采购折扣

根据与供应商的约定，企业可以获得一定的采购折扣，主要基于企业在账期内快速支付采购款和运费而获得的现金折扣，因供应商策略及采购产品不同，折扣方式会有一些差异。随着业务规模的扩大，企业预期采购折扣占比会逐年下降。

2. 配送业务成本

管理层在历史期间内对配送业务尝试不同的定价策略，因此造成了配送业务收入和毛利率的波动。2018 年开始推行不包安装的部分免费配送业务，使得 2018 财年的配送业务收入出现下滑。同时，外包的配送成本随着人力成本的增加而上升，使得配送业务的毛利率从 2018 年开始大幅下降。2019 年管理层对上述情况进行调整后，取消了不包安装的部分免费配送服务，并根据市场情况调增了配送费用，毛利情况已经有所恢复。未来年度预计毛利会维持在 15% 左右。

十、 估值方法

（一） 估值方法概述

参考资产评估的三种方法，即资产基础法、收益法、市场法。

1. 资产基础法，也称成本法，是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础，合理估值企业表内及表外各项资产、负债价值，以确定估值对象价值的估值方法。

2. 收益法是指将预期收益资本化或者折现，以确定估值对象价值的估值方法。

3.市场法是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较,以确定估值对象价值的估值方法。

(二) 估值方法的选择

根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件,以及三种估值基本方法的适用条件分析:本次估值目的为了解 Mor Furniture For Less, Inc.股权,价值类型为市场价值,被评估企业适用收益法及市场法评估。由于委估企业未来收益期和收益额可以预测并可以用货币衡量,获得预期收益所承担的风险也可以量化,且其为家具零售企业,旗下大部分门店非自有资产,主要通过向门店、折扣店和网络等覆盖广泛的销售网络销售给消费者,从而赚取利润。企业价值除了固定资产、营运资金等有形资源之外,还来源于其服务能力、销售网络等重要无形资产,故适用收益法;同时,其所属行业类似上市公司较多,可比公司股价及经营和财务数据相关信息公开,具备资料的收集条件,故也能够采用市场法评估。

(三) 收益法介绍

1. 基本思路

收益法的基本思路是通过估算资产在未来的预期收益,采用适宜的折现率折算成现时价值,以确定估值对象价值的估值方法。即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据,采用适当折现率折现后加总计算得出经营性资产价值,然后再加上溢余资产、非经营性资产价值(包括没有在预测中考虑的长期股权投资)减去有息债务得出股东全部权益价值。

2. 估值模型及公式

本次收益法估值模型考虑企业经营模式选用企业自由现金流量折现模型,基本公式为:

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

其中:

(1) 企业整体价值=经营性资产价值+非经营性及溢余性资产价值

(2) 经营性资产价值=明确的预测期期间的自由现金流量现值+明确的预测期之后的自由现金流量现值之和 P，即

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_n * (1+g)}{(r-g) * (1+r)^n}$$

其中：Fi—未来第 i 个收益期的预期收益额

n—明确的预测期期间,指从基准日至企业达到相对稳定经营状况的时间;

g—明确的预测期后，预计未来收益每年增长率;

r—所选取的折现率

3. 估值步骤

(1) 确定预期收益额。结合标的公司的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，以及宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，对标的公司管理层提供的未来收益预测资料进行分析，与委托人和相关当事人讨论未来各种可能性，并分析复核未来收益预测资料与估值目的及估值假设的适用性，确定未来各期现金流量数额；

(2) 确定未来收益期限。在对标的公司所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等分析了解后，本项目收益期确定为无限期。同时在对标的公司收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素，本项目明确的预测期期间 n 选择为 5 年，且明确的预测期后 Fi 数额不变，即 g 取值为零；

(3) 确定折现率。按照折现率需与预期收益额保持口径一致的原则，本次估值折现率选取加权平均资本成本(WACC)。WACC 是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

$$WACC = (Re \times We) + [Rd \times (1 - T) \times Wd]$$

其中：Re 为公司权益资本成本

Rd 为公司债务资本成本

We 为企业目标权益资本在资本结构中的百分比

Wd 为企业目标债务资本在资本结构中的百分比

T 为公司有效的所得税税率

公司权益资本成本本次采用资本资产定价修正模型（CAPM）来确定，计算公式为： $Re=Rf+\beta\times MRP+\varepsilon$

其中：Rf：为无风险报酬率；

β ：为公司风险系数；

MRP：为市场风险溢价；

ε ：为公司特定风险调整系数。

（4）确定溢余性资产价值和非经营性资产、负债估值净值。根据标的公司经审计的会计报表为基础，分析确定溢余性资产和非经营性资产、负债范围，并采用适合的估值方法确定其估值价值。

溢余性资产是指与企业经营收益无直接关系的、超过企业经营所需的多余资产，主要包括溢余现金、闲置不用的资产等。本次考虑安全运营现金后无溢余资金。

非经营性资产、负债是指与企业正常经营收益无直接关系的，包括不产生收益，或是能产生收益但是未纳入本次收益预测范围的资产及相关负债。主要包括递延所得税资产负债、企业为离退休职工计提的养老金等。

企业非经营性资产负债情况如下：

单位：千美元

序号	科目名称	内容	账面价值	估值价值
	非经营性资产小计		4,353.63	4,353.63
1	其他应收款	应收员工认股款及住房贷款 员工税金担保款	2,471.93	2,471.93
2	其他流动资产	预付税金	164.38	164.38
3	递延所得税资产	税金差异	125.22	125.22
4	其他非流动金融资产	递延薪酬计划资产	1,592.09	1,592.09
	科目名称	内容	账面价值	估值价值
	非经营性负债小计		2,739.85	2,739.85
1	一年内到期的非流动负债	融资租赁、应付赔偿	552.72	552.72

序号	科目名称	内容	账面价值	估值价值
2	长期应付款	融资租赁款	245.40	245.40
3	其他非流动负债	薪酬计划、应付赔偿	1,966.44	1,966.44

(5) 确定付息债务价值。根据标的公司经审计的会计报表为基础，分析确定付息债务范围，包括向金融机构或其他单位、个人等借入款项，如短期借款、长期借款、应付债券等，本次采用成本法估算其价值。

基准日企业付息负债情况如下：

单位：美元

序号	出借方	到期日	利率	借款金额
1	MUFG Union Bank, N.A.	2020年10月31日	LIBOR+1.8%/ 基础利率*	10,150,000.00
2	Wesco Management LLC	2019年12月1日	基础利率	5,003,655.50

注：公司的担保借款为向 MUFG Union Bank, N.A.取得的上限为美元 20,000,000 元的授信额度，年利率为伦敦同业拆借利率上浮 1.8%或执行 Union Bank 基础利率（2017~2019 年：4.25%~5.5%），综合利率约 5%。

经访谈了解，标的公司向关联方 Wesco Management LLC 取得的短期借款在本次经济行为完成后不再续签，本次估值假设标的企业未来仍可以按照市场公允利率从非关联方继续取得等额借款。

经上述程序，委估企业采用收益法估值过程如下：



项目 \ 年份	2019 全年	2020	2021	2022	2023	2024	2025 年及以后
一、营业收入	304,720.64	324,588.56	352,835.67	386,976.51	417,027.13	442,146.50	442,146.50
减：营业成本	166,800.25	177,705.36	193,397.60	212,130.82	229,862.37	244,865.61	244,865.61
税金及附加	196.80	209.63	227.88	249.93	269.34	285.56	285.56
销售费用	88,701.64	94,050.92	101,470.07	110,385.29	118,288.11	124,778.53	124,778.53
管理费用	26,379.40	27,908.62	29,402.22	31,018.10	32,672.29	34,361.70	34,361.70
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	18,956.26	20,161.99	21,850.64	23,891.62	25,688.09	27,189.75	27,189.75
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	12.84	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	3,699.13	4,552.03	6,487.27	9,300.74	10,246.93	10,665.35	10,665.35
三、利润总额	3,629.13	4,552.03	6,487.27	9,300.74	10,246.93	10,665.35	10,665.35
四、所得税	943.57	1,183.53	1,686.69	2,418.19	2,664.20	2,772.99	2,772.99
五、净利润	2,685.56	3,368.50	4,800.58	6,882.55	7,582.73	7,892.36	7,892.36
六、归属于母公司损益	2,685.56	3,368.50	4,800.58	6,882.55	7,582.73	7,892.36	7,892.36
其中：基准日已实现母公司净利润	1,528.80						
加：折旧和摊销	3,195.56	6,430.43	6,727.09	7,065.43	7,362.09	7,533.76	7,533.76
减：资本性支出	2,817.78	8,059.33	9,419.48	10,587.77	10,751.73	8,745.06	7,533.76
减：营运资本增加	613.45	804.88	1,154.09	1,371.31	1,322.26	1,125.20	0.00
七、股权自由现金流	921.09	934.72	954.10	1,988.90	2,870.84	5,555.85	7,892.36
加：税后的付息债务利息	560.68	560.70	560.70	560.70	560.70	560.70	560.70
八、企业自由现金流	1,481.77	1,495.42	1,514.80	2,549.60	3,431.54	6,116.55	8,453.06
折现率	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
折现期 (月)	3.0	12.00	24.00	36.00	48.00	60.00	
折现系数	0.9789	0.9183	0.8433	0.7744	0.7111	0.6530	7.3371
九、收益现值	1,450.50	1,373.24	1,277.43	1,974.41	2,440.17	3,994.11	62,020.95
基准日非经营性资产评估值	1,613.78	经营性资产评估值					74,530.81
		溢余资产评估值	0.00	注：对于非经营性资产和溢余资产，详见各计算表			
		企业整体价值估值(扣除少数股东权益)					76,144.60
付息债务	15,153.66	股东全部权益价值估值(扣除少数股东权益)					61,000.00

（四）市场法介绍

1. 基本思路

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算恰当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

本次市场法估值选用上市公司比较法，理由如下：

（1）目前境外证券市场上市公司中已有一定的类似企业，且信息披露较充分，故适宜采用上市公司比较法估值。

（2）境外交易案例相关数据较难取得，同时相关信息披露不如上市公司充分，且根据交易背景判断，交易对价中可能包含投资价值的因素，其价值属性与本次估值的价值类型（市场价值）有差异，故不适宜采用交易案例比较法估值。

2. 计算公式及模型

股东全部权益价值=委估企业相关指标×参考企业相应的价值比率×修正系数

（1）选择可比企业

选择与被估值企业属于同一行业，从事相同或相似的业务、交易类型一致、时间跨度接近、受相同经济因素影响的交易实例。同时关注可比企业业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素，恰当选择与被估值单位进行比较分析的可比企业。

（2）分析调整财务报表

从公开渠道获得的所选择的可比企业的经营业务和财务各项信息，与被估值企业的情况进行比较、分析，并做必要的调整。

(3) 选择、调整、计算价值比率

在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑：

选择的价值比率有利于合理确定估值对象的价值；

计算价值比率的数据口径及计算方式一致；

应用价值比率时尽可能对可比企业和被估值单位间的差异进行合理调整。

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。如市盈率(P/E 比率)、市净率(P/B 比率)、市销率(P/S 比率)等权益比率，或企业价值比率(EV/EBITDA)、(EV/S)等。通过比较分析各价值比率与市场价值的相关性，选择恰当的价值比率。

(4) 运用价值比率

在调整并计算可比企业的价值比率后，与估值对象相应的财务数据或指标相乘，从而得到委估对象的市场价值。

(5) 在切实可行的情况下，应当考虑估值对象与交易案例在流动性方面的差异及其对估值对象价值的影响。

3. 估值步骤

(1) 可比上市公司的选择

Mor Furniture For Less, Inc.是一家位于美国西海岸的家具综合零售商，自身不进行制造生产，所有产品均从供应商处采购，销售渠道包括门店销售、折扣店及网络销售，其中，门店销售收入占比超过 95%，经营范围也基本限于美国本土。本次指标分析主要选择美国的资本市场的可比上市公司进行比较。

通过分析初步筛选与标的公司业务相似的可比上市公司，对可比公司的具体情况进行详细的研究分析，包括主要经营业务范围、主要目标市场、收入构成、资产规模等。同时剔除了净资产为负（资不抵债）以及资产规模与标的公司相比过大的公司，通过对这些可比公司的业务情况和财务情况的分析比较，以选取具有可比性的可比公司。本次选取的可比上市公司与标的企业同属于家具零售行业，具体如下：

序号	公司名称	股票代码
1	Haverty Furniture Companies, Inc.	NYSE:HVT
2	At Home Group Inc.	NYSE:HOME
3	Pier 1 Imports, Inc.	NYSE:PIR
4	Ethan Allen Interiors Inc.	NYSE:ETH

① Haverty Furniture Companies, Inc. (NYSE:HVT)

Haverty Furniture Companies, Inc. (哈弗蒂家具公司) 成立于 1885 年, 总部位于佐治亚州亚特兰大市, 是美国专业住宅家具及配件零售商。公司还提供床垫产品, 品牌包括 Sealy、Serta、Stearns&Foster 及 Tempur-Pedic。该公司主要通过零售店及网站, 销售其家居饰品。该公司的皮革商品的选择约有 73% 来自墨西哥或者亚洲进口。

截至上一财年末, 该公司在 16 个州的 83 个城市经营着 120 家商店, 零售面积约为 440 万平方英尺。该公司的商店面积从 19,000 到 66,000 平方英尺不等, 平均约为 35,000 平方英尺。截至 2019 年 8 月 22 日, 该公司在南部和中西部地区的 16 个州开设了 121 个展厅。

② At Home Group Inc. (NYSE:HOME)

At Home Group Inc. 成立于 1979 年, 在美国经营家装超市。截至上一财年末, 该公司在 37 个州经营 180 家商店, 平均每家商店约 110,000 平方英尺。该公司采用的房地产策略允许其在各类场所开设和经营 75,000 至 165,000 平方英尺不同规格的商店。

该公司在各种大型零售商中拥有种类繁多的家居装饰产品。上一财年, 家具、镜子、露台、地毯和墙壁艺术品等家庭装饰约占净销售总额的 45%。此外, 人造花和树木、床上用品、蜡烛、花园和室外装饰、节日饰品等特色装饰占上一财年净销售总额的 51%。

③ Pier 1 Imports, Inc. (NYSE:PIR)

Pier 1 Imports, Inc. 成立于 1962 年, 是一家全渠道家居装饰和配件零售商。该公司直接从大多数国家/地区进口商品, 并销售各种装饰配件、家具、蜡烛、家庭用品、礼品和季节性产品。该公司拥有线上购物平台和区域配送中心; 公司总部位于

德克萨斯州沃思堡。

该公司的专业零售业务包括零售商店和一个以 Pier 1 Imports 名义开展业务的电子商务网站，该网站销售各种装饰配件、家具、蜡烛、家庭用品、礼品和季节性产品。截至上一财年末，除其电子商务网站 pier1.com 之外，该公司还在美国经营 906 家商店和在加拿大经营 67 家商店。该公司在美国和加拿大的门店平均面积约 10,000 平方英尺，其中零售空间平均约 8,000 平方英尺。商店位于购物中心或购物中心附近的独立式单元中，并位于主要购物场所的中心位置。

④ Ethan Allen Interiors Inc. (NYSE:ETH)

Ethan Allen Interiors Inc. 成立于 1932 年。是一家室内设计公司以及家庭家具的制造商和零售商。该公司通过其全资子公司 Ethan Allen Global, Inc. 及其子公司运营。该公司是国际家居时尚品牌，在北美，亚洲，中东和欧洲开展业务，为客户提供免费的室内设计服务，并通过 ethanallen.com 以及在美国和国际上约 300 个设计中心组成的网络销售一系列家具产品和装饰性产品。

其业务主要包含两部分，一方面是 Ethan Allen 品牌的开发，包括设计、制造、采购、营销、销售和分销公司一系列家具和配饰的各个方面，并根据每个产品线（箱包，室内装潢和家庭装饰品及其他）维护收入信息；另一方面公司通过其运营的设计中心网络向消费者销售家具和装饰品并取得收入。

(2) 价值比率的选择

标的公司是一家家具零售企业，属于零售业，销售量 S 在一定程度上反映了其最重要的能力——销售网络。因此本次考虑采用 EV/S 作为比较分析的价值比率。

估值人员通过 Capital IQ 及 Wind 数据库的美股信息等资料，得到 EV/S 的价值比率如下：

公司名称	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	可比上市公司四
	HVT.N	HOME.N	PIR.N	ETH.N
	Haverty Furniture Companies, Inc.	At Home Group Inc.	Pier 1 Imports, Inc.	Ethan Allen Interiors Inc.
EV (剔除货币资金)	294,260.30	989,252.37	268,712.61	540,007.20
前一完整年度销售收入	817,733.00	1,165,899.00	1,552,938.00	771,938.00
EV/S	0.36	0.85	0.17	0.70

(3) 因素修正

参照常用的评价指标体系，一般在市场法估值时需要通过分析委估企业与对比案例在企业规模、经营能力、盈利能力、成长因素及风险因素等的差异，从而对相关指标进行修正。

A. 企业规模

企业规模的指标包括主要管理资产规模等。基于家具零售行业特性，本次取用基准日总资产、基准日净资产以及最新门店数作为修正因素。

B. 营运能力

周转率反映了资产周转的速度，用以衡量企业在一定时期的营运能力。指标值越高，说明企业营运能力越好。本次选取存货周转率作为修正因素。

C. 风险管理能力

流动比率以及速动比率是用来衡量企业流动资产/速动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力，一定程度上反映了企业的风险管理能力。本次选取这两个指标作为修正因素。

D. 成长能力

本次主要使用营业总收入增长率来衡量其近年的成长能力。

E. 盈利能力

本次采用毛利率与税前净利率作为盈利能力的衡量指标。指标值越高，说明企业的盈利能力越好。

F. 控制权溢价修正

控制权是公司治理理论的核心问题之一。一般而言，控制权是指对企业决策间接或直接的影响力，包括企业的长期战略决定、联盟、并购、解雇及日常管理，资金管理，资本运作等。企业的控制权可以通过投票权、董事会席位、合约条款及清算权等不同方式实现对企业的管理。

可比公司为上市公司，而上市公司的交易均为市场散户的交易价格，因此可以理解为小股权交易价格。而本次收购对象为控股权，因此需要进行控制权溢价修正。

Mikkelson 和 Regassa (1991) 证明了 1978 年到 1987 年之间 37 项大宗股权交易

的平均溢价为 9.2%(中值为 5.5%)。Mcconnell 和 Mikkelson(1983)、Zingales(1995) 通过对股票市场上的两种股票交易价格的差别来度量控制权利益。这两种股票具有同等的分红权利,但是唯一区别是投票权。他们特别考察了 1940—78 年间普通股公开发售的 30 家公司的股价,并且这些公司中的两级股票只存在投票权的差异。这些公司的双重股票若是同一天交易的,其月末交易价格常常表明了差异性投票权的价值或掌控公司运作的权力。从这些公司所观测到的一组月末交易价格与支付给具有优先投票权等级股票的溢价一致。平均来看,优先投票权等级的股票比次级投票权股票的价格高 5.4%。在美国,尽管平均溢价较低,但优先股都是以溢价进行交易的。Zingales(1995)的研究成果表明,即使该溢价总体上来看是非常小的,若一旦出现竞相争夺控制权的情况,其溢价将会大幅上升。这也再次证实控制权获取的利润不是小股东所能得到的。

因此本次采用的缺少控制折扣率为 5%。则可比公司打分为 $100 * (1 - 5\%) = 95$ 。

(4) 流动性折扣的确定

本次市场法估值选取的可比公司均为上市公司,而估值对象为非上市公司,市场流通性相对缺乏,因此需扣除流动性折扣。

根据 LEAPs 和 Seaman 的进一步定量研究,缺乏流动性折扣与公司规模和经营风险之间的关系如下:

序号	公司业务收入规模	折扣率平均值	折扣率中间值
1	100 亿美金以上	14.6%	13.4%
2	10 亿-100 亿美金	18.5%	16.6%
3	5 亿-10 亿美金	24.8%	21.0%
4	1 亿-5 亿美金	31.2%	28.6%
5	1 亿美金以下	38.1%	35%

本次按照标的公司业务收入规模,考虑对应的流动性折扣对股权价值的影响。

(5) 非经营性资产(负债)及净负债:

本次由于无法确切剔除可比上市公司的非经营性资产(负债),故统一未对非经营性资产进行处理。

标的公司的净负债按照账面值估值。其中,市场法中付息债务包含短期借款及

融资租赁，金额合计 15,590.12 千美元。

经上述程序，市场法估值结果如下：

单位：千美元

项目	标的公司	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	可比上市公司四
名称	MOR	HVT.N	HOME.N	PIR.N	ETH.N
原始 EV/S		0.36	0.85	0.17	0.70
企业规模修正系数	100	105	116	109	108
经营能力修正系数	100	100	98	99	98
风险管理修正系数	100	113	100	108	108
成长能力修正系数	100	98	110	92	99
盈利能力修正系数	100	110	103	86	112
控制权溢价修正系数	100	95	95	95	95
修正后 EV/S		0.30	0.69	0.20	0.58
权重		0.25	0.25	0.25	0.25
比准 EV/S	0.44				
标的公司前一完整年度销售收入	318,305.10				
标的公司 EV	140,054.25				
基准日货币资金	2,384.14				
基准日付息债务	15,590.12				
股东全部权益价值	126,800.00				
流动性折扣	31.20%				
股东全部权益价值(剔除流动性折扣)	87,200.00				

十一、 估值结论及分析

1. 收益法估值结论

按照收益法估值，于估值基准日 2019 年 6 月 30 日在上述各项假设条件成立的前提下，在基准日市场状况下 Mor Furniture For Less Inc.100%股权价值估值为 61,000.00 千美元。

2. 市场法估值结论

按照市场法估值，于估值基准日 2019 年 6 月 30 日在上述各项假设条件成立的前提下，在基准日市场状况下 Mor Furniture For Less Inc.100%股权价值估值为 87,200.00 千美元。

3. 估值结论的分析及选择理由

收益法和市场法估值结果出现差异的主要原因是：收益法是通过估算企业未来的预期收益，即以未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出经营性资产价值，然后再加上溢余资产、非经营性资产价值，减去有息债务得出股东全部权益价值，收益法反映了企业内在价值。

上市公司比较法是通过与委估企业处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，并选择对比公司的一个或几个收益性和资产类参数，计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的“价值比率”。经过比较分析委估企业与参考企业的异同，对差异进行量化调整，计算出适用于目标企业的价值比率，从而得到委估对象的市场价值。因为市场法与收益法估值途径不同，所以估值结论会有所差异。

由于上市公司比较法估值结论受资本市场股票指数波动影响大，并且每个公司业务结构、经营模式、企业规模和资产配置不尽相同，所以客观上对上述差异的量化很难做到准确。考虑收益法所使用数据的质量和数量优于市场法，故优选收益法结果。

经估值，于估值基准日 2019 年 6 月 30 日在上述各项假设条件成立的前提下，在基准日市场状况下 Mor Furniture For Less Inc. 股东全部权益价值估值为 61,000.00 千美元，按照基准日中国人民银行公布的美元兑人民币汇率中间价 1: 6.8747 折合人民币 41,935.67 万元。大写：人民币肆亿壹仟玖佰叁拾伍万陆仟柒佰元。

十二、 特别说明和瑕疵事项

特别事项可能对估值结论产生影响，估值报告使用者应当予以关注。

1. 本机构不对管理部门决议、营业执照、权证、会计凭证、资产清单及其他中介机构出具的文件等证据资料本身的合法性、完整性、真实性负责。

2. 本次 KPMG 出具的《2017 年度、2018 年度及自 2019 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日止 6 个月期间模拟汇总财务报表》（以下简称“专项审计报告”）金额货币为人民币，系按照其美元审定报表以各报表期固定汇率转换而来。考虑到标的公司市场风险和货币风险的一致性，本次估值以 KPMG 提供的美元审定报表为基础，采用美元金额单位进行未来预测和价值测算，提请报告使用者关注。

3. The Plus Factor, LLC (以下简称“TPF”)是由 Mor Furniture 的控股股东成立的一家特殊目的公司，对 Mor Furniture 应付供应商的款项进行保理，由其向供应商进行结算。鉴于 TPF 与 Mor Furniture 构成了一项完整的业务，且本次交易完成后 TPF 不再存续，Mor Furniture 直接从事 TPF 在报表期间所进行的业务。所以，为真实反应所购买业务的经营成果和财务状况，在编制 Mor Furniture 财务报表时，KPMG 在本次专项审计报告中将 TPF 的财务信息与 Mor Furniture 的财务信息模拟汇总。本次估值采用统一口径，基于专项审计报告，对 Mor Furniture 和 TPF 合并估值。

4. 标的公司于 2019 年 6 月 30 日，公司自 MUFG Union Bank, N.A. 所取得的上限为美元 20,000,000 元的授信额度中，已使用的美元 10,150,000.00 (等值人民币 69,778,205.00 元)。该授信合约期限至 2020 年 10 月 31 日止。根据合同约定，该授信以公司私有财产为担保，包括但不限于所有账户、动产权证、掉期合同、器具、合约权利、无形资产、货品、所有权、存款账户、处置货品、固定装置、商业催收权、保险理赔权、投资性财产、成品、未成品等。担保协议中约定如 MOR 的股权结构变动等于或大于 10%，则视为违约。

根据于 2019 年 11 月 4 日签订的补充协议，在梦百合家居收购 Mor Furniture 股份交易交割后，该授信额度仍然有效，公司可随时在额度范围内根据资金状况提取借款，以保证公司的正常运营。鉴于 Mor Furniture 管理层相信标的公司在后续年度能够获得运营必需的资金支持，以确保能够持续经营，经与委托人沟通，本次估值以持续经营为假设，特别提请报告使用者关注。

5. 截至估值基准日，公司自关联方 Wesco Management LLC (以下简称“Wesco”) 取得的借款账面值为 5,003,655.50 美元(等值人民币 34,398,630.47 元)。同时，标的公司就 Wesco 获得的银行贷款为 Wesco 提供信用担保。

根据恒康香港与 Mor Furniture 及其股东共同签署的《股权收购协议》约定，就 Wells Fargo Bank 向 Wesco 发放的贷款，标的公司为 Wesco 提供的对外担保将在本次经济行为完成时解除。根据标的公司和 Wesco 于 2019 年 11 月 26 日签发的承诺，标的公司和 Wesco 将尽商业上合理的最大努力在交割前终止标的公司就 MUFG Union Bank 向 Wesco 发放的贷款而为 Wesco 提供的担保，如果标的公司和 Wesco 未能在交割前终止前述担保，Wesco 承诺赔偿恒康香港及其关联方（在交割后包括上市公司）由于该等担保事项而遭受的所有损失。

经与管理层沟通，标的公司向 Wesco 取得的信用借款在本次经济行为完成后不再续签，本次估值假设标的企业未来仍可以按照市场公允利率从非关联方继续取得等额借款。

6. 根据北京市金杜律师事务所关于梦百合家居科技股份有限公司重大资产购买的法律意见书（以下简称“法律意见书”），标的公司部分员工于 2018 年 3 月 28 日在加州劳工及劳动力发展局对公司提出诉讼，起诉公司未向员工支付合理的工资、加班工资以及员工应得的加班福利等。该案件于 2018 年 11 月达成和解并签署和解协议，由公司向全体申诉员工支付和解金，共计美元 106.2 万元（分六次支付）。经核实，基准日尚未支付余额为 70.95 万美元，分记于账面一年内到期的非流动负债和其他非流动负债科目中，本次估值作为非经营性负债处理，提请报告使用者关注。

7. 根据法律意见书，一名多年前购买标的公司销售的按摩椅产品的顾客的家属 Rene Cruz Arriola 于 2019 年 8 月 30 日向加州洛杉矶高等法院提交了一份与涉嫌产品责任问题有关的申诉，该等申诉并未说明具体赔偿数额要求且目前该案件尚无进展。经了解，该按摩椅由第三方供应商生产，标的公司已将本案件提交给保险公司并相信本案件应在一般责任保险、伞护式责任保险和超额责任保险理赔范围内。本次估值未考虑上述事项影响，特别提请报告使用者关注。

8. 标的公司历史年度所得税按美国加利福尼亚州法定税率 0.75% 执行。公司属于 S 型股份公司，豁免缴纳联邦所得税，并将利润、损失、扣除额和抵免额传递给股东以于股东缴纳联邦所得税目的。考虑到企业历史年度收益未反应股东应缴纳的所得税额，标的公司被收购后亦不能按照现有办法缴纳所得税，本次估值预测中参考 KPMG 出具的《Top Gun 项目美国税务尽职调查报告》，采用联邦所得税税率（21% 的公司税及 5% 的州混合所得税）预测未来年度所得税费用，提请报告使用者关注。

9. 截止估值报告提出日期，根据委托方及相关当事方的说明，没有发现标的公司存在其他任何重大事项。

10. 估值人员没有发现其他可能影响估值结论，且非估值人员执业水平和能力所能评定估算的重大特殊事项。但是，报告使用者应当不完全依赖本报告，而应对资产的权属状况、价值影响因素及相关内容做出自己的独立判断，并在经济行为中适

当考虑。

11. 若存在可能影响资产估值的瑕疵事项、或有事项或其他事项，在委托时和估值现场中未作特殊说明，而估值人员根据专业经验一般不能获悉及无法收集资料的情况下，估值机构及估值人员不承担相关责任。

上述特殊事项如对估值结果产生影响而估值报告未调整的情况下，估值结论将不成立且报告无效，不能直接使用本估值结论。

十三、 估值报告使用范围

本报告只能由估值报告载明的估值报告使用者所使用。估值报告的估值结论仅为本报告所列明的估值目的和用途而服务，以及按规定报送有关政府管理部门审查。

除非事前征得估值机构书面明确同意，对于任何其它用途、或被出示或掌握本报告的任何其他人，估值机构不承认或承担责任。

未征得出具估值报告的估值机构书面同意，估值报告的内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

十四、 估值报告解释权

本估值报告意思表示解释权为出具报告的估值机构，除国家法律、法规有明确的特殊规定外，其他任何单位和部门均无权做出书面解释。

十五、 估值报告提出日期

本估值报告提出日期为 2019 年 12 月 6 日。

（本页以下无正文）

(本页无正文)

估值机构

上海东洲资产评估有限公司



签字评估师

Tel:021-52402166

蒋承玲



Tel:021-52402166

付越



估值报告日

2019年12月6日

公司地址

200050 中国·上海市延安西路 889 号太平洋企业中心 19 楼

联系电话

021-52402166 (总机) 021-62252086 (传真)

网址

www.dongzhou.com.cn

梦百合家居科技股份有限公司拟收购
Mor Furniture For Less Inc.股权
所涉及的股东全部权益价值
估值报告

(报告附件)

报告编号 东洲咨报字【2019】第 1487 号

序号 附件名称

1. 梦百合家居科技股份有限公司营业执照
2. Mor Furniture For Less Inc.商务登记证
3. Mor Furniture For Less Inc.本次专项审计报告
4. 关于梦百合家居科技股份有限公司重大资产购买的法律意见书
5. 估值业务委托合同
6. 上海东洲资产评估有限公司营业执照
7. 上海东洲资产评估有限公司资格证书
8. 评估汇总表、明细表