

长城证券股份有限公司
关于深圳证券交易所《关于对南方黑芝麻集团股份有限公司
的重组问询函》之专项核查意见

长城证券股份有限公司（以下简称“长城证券”或“本独立财务顾问”）接受南方黑芝麻集团股份有限公司（以下简称“黑芝麻”、“公司”或“上市公司”）委托，担任黑芝麻发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的独立财务顾问。黑芝麻于 2017 年 8 月 18 日公告了《南方黑芝麻集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，并于 2017 年 8 月 28 日收到深圳证券交易所下发的《关于对南方黑芝麻集团股份有限公司的重组问询函》许可类重组问询函[2017]第 20 号（以下简称“《问询函》”），长城证券现根据问询函所涉及独立财务顾问有关问题进行核查并答复如下：

（如无特殊说明，本回复中所采用的释义与《南方黑芝麻集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》一致。）

一、关于业绩补偿方案

草案显示，本次重组相关交易对手方承诺，重组标的上海礼多多电子商务股份有限公司（以下简称“礼多多”）2017年、2018年、2019年净利润分别不低于6,000万元、7,500万元、9,000万元。

（一）按照收益法评估，礼多多2017年、2018年、2019年净利润预测金额分别为6,965.01万元、8,724.91万元、10,476.68万元，请你公司说明业绩承诺金额低于收益法下未来预测期间净利润金额的合理性，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组管理办法》”）第三十五条和《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八条的规定，请独立财务顾问和律师核查并发表意见。

回复：

1、重组相关法规规定

（1）《重组管理办法》第三十五条

根据《重组管理办法》第三十五条第一款的规定，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

（2）《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》（以下简称《监管汇编》）第八条

根据《监管汇编》第八条规定，交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿。如构成借壳上市的，应当以拟购买资产的价格进行业绩补偿的计算，且股份补偿不低于本次交

易发行股份数量的 90%。业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿。《监管汇编》第八条同时确定了交易对方业绩补偿和减值测试补偿股份数量和补偿金额的计算方法、补偿期限和补偿方式的一般原则。

2、礼多多业绩承诺期利润预测数和股东承诺业绩数的比较

中同华就礼多多股权价值出具了《资产评估报告》（中同华评报字(2017)第 333 号），中同华对礼多多未来收入和利润预测结果如下表所示：

单位：万元

项目	未来预测数据						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	稳定期
营业收入	116,333.29	143,894.00	171,590.18	197,433.79	219,483.39	236,713.07	242,630.90
营业收入增长率	95.0%	23.7%	19.2%	15.1%	11.2%	7.9%	2.5%
营业成本	94,438.22	117,380.26	140,820.17	162,615.39	181,171.28	195,644.58	200,535.69
营业成本/营业收入	81.2%	81.6%	82.1%	82.4%	82.5%	82.7%	82.7%
税金及附加	251.63	361.22	498.61	532.90	582.50	623.98	639.58
税金及附加/营业收入	0.22%	0.25%	0.29%	0.27%	0.27%	0.26%	0.26%
营业毛利	21,643.44	26,152.51	30,271.40	34,285.50	37,729.62	40,444.51	41,455.63
销售费用:	7,984.02	9,691.20	11,248.05	12,766.05	14,129.48	15,182.28	15,561.84
销售费用/营业收入	6.9%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%
管理费用	3,474.84	3,816.30	4,049.03	4,372.42	4,634.54	4,777.73	4,897.17
管理费用/营业收入	3.0%	2.7%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
财务费用	1,053.08	1,053.08	1,053.08	1,053.08	1,053.08	1,053.08	1,079.40
财务费用/营业收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
营业利润	9,131.50	11,591.94	13,921.25	16,093.95	17,912.53	19,431.43	19,917.22
营业利润/营业收入	7.8%	8.1%	8.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
利润总额	9,131.50	11,591.94	13,921.25	16,093.95	17,912.53	19,431.43	19,917.22
应交所得税	2,166.49	2,867.03	3,444.57	3,981.31	4,437.00	4,815.52	4,935.91
净利润	6,965.01	8,724.91	10,476.68	12,112.63	13,475.52	14,615.91	14,981.31
净利润/主营收入	6.0%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.2%	6.2%
归属于母公司净利润	5,996.35	7,499.11	8,996.62	10,425.91	11,618.34	12,618.18	12,933.63
归母净利润/主营收入	5.2%	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
加:税后利息支出	780.24	780.24	780.24	780.24	780.24	780.24	780.24
加:折旧/摊销	69.52	89.36	77.69	65.05	72.90	76.18	76.18
毛现金流	7,814.76	9,594.51	11,334.61	12,957.93	14,328.66	15,472.33	15,837.73
毛现金流/主营收入	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%

根据上表中预测，礼多多 2017 年度、2018 年度、2019 年度净利润分别为 6,965.01 万元、8,724.91 万元、10,476.68 万元，其中，归属于母公司的净利润分

别为 5,996.35 万元、7,499.11 万元、8,996.62 万元。

礼多多股东 2017 年度、2018 年度、2019 年度的承诺净利润分别为不低于 6,000 万元、7,500 万元、9,000 万元，承诺净利润是指礼多多按照中国会计准则编制的且经具有证券、期货业务资格的会计师事务所审计的合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润。

3、独立财务顾问核查情况及核查意见

(1) 关于《重组管理办法》第三十五条的核查

经核查，本次重组采取收益法对拟购买资产进行评估作为定价参考依据。黑芝麻与本次交易对方中的刘世红、杨泽、黑五类集团、其他 13 名股东以及 19 名股权激励股东就本次重组签署了《盈利预测补偿协议》，对会计师事务所出具专项审核报告、业绩补偿方式及实施等进行了约定，礼多多股东承诺 2017 年、2018 年和 2019 年拟实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别为不低于 6,000 万元、7,500 万元及 9,000 万元。

因此，礼多多股东 2017 年-2019 年承诺业绩不低于评估机构预测的礼多多当年归属母公司的净利润，符合《重组管理办法》第三十五条的规定。

(2) 关于《监管汇编》第八条的核查

经核查，本次交易不构成借壳上市，本次交易对方之一为上市公司控股股东黑五类集团，黑五类集团获得的全部对价为上市公司股份；黑五类集团已与上市公司签署了《盈利预测补偿协议》，对业绩承诺、业绩补偿方式和实施等进行了约定，符合《监管汇编》第八条的规定。

(3) 核查结论

经核查，独立财务顾问认为，礼多多承诺业绩为扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润，所对应的礼多多当年净利润不低于预测数据；上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况，已和相关交易对手方签订了明确可行的补偿协议，明确了盈利预测补偿、减值测试补偿的具体内容，并约定了切实可行的补偿措施；上市公司控股股东黑五类集团与上市公司在《盈利预测补

偿协议》中根据《监管汇编》第八条的规定，针对补偿股份数量和补偿金额的计算方法、补偿期限和补偿方式等做出了明确约定。本次交易中礼多多的业绩承诺符合《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条和《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》第八条的规定。

二、关于评估

草案显示，2015年、2016年礼多多快消品 B2B 业务毛利率分别为 12.07%、11.71%，自 2016 年礼多多开始布局和拓展服装、大山合、欧普照明等高毛利率产品线及品牌，本次预测礼多多 2017 年、2018 年、2019 年的业务毛利率分别为 18.8%、18.4%、17.9%，增幅较大。请你公司分品牌说明截至目前礼多多现有业务的毛利率及销售占比，进一步说明毛利率预测的合理性。请独立财务顾问和评估机构核查并发表意见。

回复：

1、最近一期礼多多现有业务分品牌毛利率及销售占比情况

单位：万元

2017 年 1-6 月				
序号	品牌	销售收入	销售占比	毛利率
1	光明	15,427.29	34.67%	9.84%
2	费列罗	3,990.05	8.97%	9.92%
3	麦斯威尔	3,225.19	7.25%	7.10%
4	南方芝麻糊	2,273.25	5.11%	21.55%
5	农夫山泉	1,970.60	4.43%	15.46%
6	大山合	1,898.76	4.27%	43.16%
7	可口可乐	1,662.85	3.74%	5.66%
8	蒙牛	1,393.75	3.13%	7.00%
9	大王纸尿裤	1,267.91	2.85%	8.47%
10	永和豆浆	858.7	1.93%	24.33%
11	其他	10,527.13	23.66%	33.13%
合计		44,495.48	100.00%	17.42%

2、预测期礼多多业务综合毛利率情况

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
综合毛利率	18.82%	18.43%	17.93%	17.64%	17.46%	17.35%
与最近一期（2017年1-6月）毛利率差异	1.40%	1.01%	0.51%	0.22%	0.04%	-0.07%
与报告期（2015年-2017年6月）平均毛利率差异	0.59%	0.20%	-0.30%	-0.59%	-0.77%	-0.88%

预测期（2017年至2022年）礼多多综合毛利率呈现下降趋势，其中：2017年至2019年预测毛利率较最近一期毛利率分别高出1.40%、1.01%及0.51%，2020年及2022年预测毛利率与最近一期毛利率基本持平。与报告期平均毛利率相比，预测期毛利率不存在较大差异。

3、毛利率预测的合理性分析

（1）知名品牌客户毛利相对较低，部分品牌的年度返利条款对上半年毛利率水平存在影响

最近一期，礼多多现有业务的销售综合毛利率为17.42%，销售收入排名前十品牌的中，大山合和永和豆浆为2017年新开拓的品牌，其余均为存量客户，知名品牌的毛利率相对较低。礼多多与部分供应商的合作协议中存在年度返利条款，供应商根据年度指标的完成情况给予礼多多一定的返利金额，半年度业绩中尚未体现年度返利金额会影响上半年的综合毛利率。

（2）毛利率较高的品牌上半年销售情况

1) 礼多多加大对中小品牌的布局，提高毛利率水平

2017年以来，礼多多加大了对中小品牌的布局，中小品牌具有一定的市场基础，但知名度较低，渠道开拓能力欠缺，礼多多可充分发挥自身的渠道资源和品牌运营优势，在中小品牌的运营过程中实现较大的收益，中小品牌的议价能力较弱，礼多多可以获得更高的毛利率。

2017年1-6月，礼多多新签约中小品牌实现的收入及毛利率情况

单位：万元

2017年1-6月				
序号	品牌	销售收入	销售占比	毛利率

1	大山合	1,898.76	4.27%	43.16%
2	永和豆浆	858.70	1.93%	24.33%
3	服装品牌 PINKO	323.79	0.73%	32.00%
4	服装品牌 ESCADA	292.05	0.66%	19.66%
5	服装品牌 Versace	148.34	0.33%	40.49%
6	服装品牌 Armani、 Moschino	255.56	0.57%	25.98%
7	服装品牌 JOYCE	660.05	1.48%	48.48%
8	欧普照明	210.57	0.47%	43.76%
9	五谷道场	103.11	0.23%	12.37%
10	特种兵椰子汁	327.36	0.74%	27.87%
合计		5,078.29	11.41%	36.08%

根据 2017 年上半年销售情况，礼多多旗下中小品牌销售已初具规模，其中一些品牌具有较大的市场潜力，如大山合为国内菇菌领导品牌，上海大山合菌物科技股份有限公司为国家评为中国菇菌行业最具影响力企业，产品连续 10 多年出口量全国同行业第一；Just Cavalli 和 ESCADA 品牌服装供应商彩虹现代商贸（深圳）有限公司、Versace 和 Moschino 品牌服装供应商上海新贵实业有限公司均系著名的国际时尚品牌被授权商，旗下管理众多的国际高端服饰品牌。

未来，随着礼多多积累的中小品牌数量和销售金额的增加，对提升礼多多的毛利率水平有直接的帮助。

2) B2C 业务销售增长

B2C 业务的毛利率高于 B2B 业务，未来 B2C 业务销售占比提高，有利于礼多多提高综合毛利率。2016 年 5 月份，礼多多开始运营莫斯利安旗舰店，当年实现收入 6,588.74 万元，毛利率为 20.01%；2017 年 1-6 月，光明莫斯利安旗舰店已实现收入 3,092.16 万元，毛利率 21.22%；预计 2017 年全年与上年度相比销售规模仍将保持增长。同时，礼多多已于 2017 年 7 月取得了不凡帝范梅勒糖果（中国）有限公司授权，在天猫开设不凡帝旗官方旗舰店，不凡帝是知名的糖果品牌商，旗下主要有阿尔卑斯、曼妥思等品牌，与不凡帝的合作将进一步提升 B2C 业务量和盈利能力。

3) 店铺代运营业务的增长

2017 年以来，礼多多获得了巧帛服饰天猫旗舰店、常春藤天猫官方旗舰店、

高乐高天猫旗舰店及大湖食品天猫旗舰店的代运营业务，代运营业务毛利率较高，能有效提升礼多多综合毛利率水平。

2017年1-6月，主要店铺代运营业务收入情况如下：

单位：万元

序号	品牌	销售收入	销售占比
1	常春藤天猫官方旗舰店	88.73	0.20%
2	巧帛服装天猫官方旗舰店	55.64	0.13%
3	高乐高天猫旗舰店	21.23	0.05%
4	大湖食品天猫旗舰店	9.91	0.02%
合计		175.51	0.39%

综上，随着礼多多 B2C 业务销量的提升、高毛利率品牌数量及销量的增加以及代运营业务发展，礼多多毛利率得到有效提升。因此礼多多毛利率预测具有合理性。

4、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：报告期内，礼多多销售收入及净利润保持快速增长。其中毛利率较高的 B2C 业务销量和占比提高、高毛利率品牌数量及销量增加以及品牌店铺代运营业务发展，预期将使得礼多多毛利率得到有效提升。因此，礼多多的毛利率预测具有合理性。

（此页无正文，为《长城证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对南方黑芝麻集团股份有限公司的重组问询函>之专项核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

史金鹏

丁尚杰

长城证券股份有限公司

2017年8月29日