

**西南证券股份有限公司关于上海证券交易所**  
**《关于对太原狮头水泥股份有限公司重大资产重组报告书**  
**的审核意见函》之核查意见**

**上海证券交易所：**

太原狮头水泥股份有限公司（以下简称“狮头股份”、“ST 狮头”、“上市公司”或“公司”）于 2020 年 6 月 4 日公告了《太原狮头水泥股份有限公司重大资产购买报告书》（以下简称“重组报告书”或“报告书”）及相关文件，并于 2020 年 6 月 18 日收到贵所下发的《关于对太原狮头水泥股份有限公司重大资产重组报告书的审核意见函》（上证公函[2020]0742 号）（以下简称“《审核意见函》”）。

西南证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”）作为狮头股份本次重大资产重组的独立财务顾问，现就相关问题进行了核查，并发表核查意见如下：

如无特殊说明，本核查意见中所采用的简称与《太原狮头水泥股份有限公司重大资产购买报告书》一致。

本核查意见中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

## 一、关于本次重组方案

问题 1.报告书显示，公司拟以支付现金方式向交易对方购买昆汀科技 40.00% 股权，同时原股东将昆汀科技合计 10.54% 的表决权在表决权委托期限内委托予公司行使，后续标的公司日常经营仍由原管理层负责，公司通过派驻董事、财务总监的方式实现控制。请公司补充披露说明：（1）结合本次收购的目的和公司未来战略发展定位，说明本次现金收购仅购买标的公司 40% 股份的原因；（2）结合公司业务涉足领域，说明收购后公司是否能够实现对标的公司日常业务运营实现有效控制；（3）结合会计准则关于控制的定义和子公司并表的相关要求，说明通过本次交易，能否实现财务会计上对标的公司的合并报表。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

一、结合本次收购的目的和公司未来战略发展定位，说明本次现金收购仅购买标的公司 40% 股份的原因

### （一）本次收购目的及上市公司未来战略发展定位

#### 1、上市公司快速切入电子商务服务领域，实现战略转型

本次交易前，上市公司主营业务为净水龙头及配件等产品的制造和销售。近年来，受国内外经济环境及上下游需求等因素影响，公司现有业务利润率受到挤压，盈利能力较低，市场空间有限，未来增长乏力。上市公司亟需拓展潜力大的新主业，以改善上市公司的盈利能力，提升抗风险能力和发展潜力，保护股东尤其是中小股东的利益。

通过本次交易，上市公司可取得国内领先的一站式电子商务服务供应商之一昆汀科技控制权，切入电子商务服务领域，实现上市公司的战略转型。

#### 2、电子商务服务行业市场前景广阔，行业风险相对可控

根据国家统计局《2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年社会消费品零售总额超过 41.16 万亿元，同比增长 8.0%；其中，实物商品网上零售额 8.52 万亿元，同比增长 19.5%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，较上年增加

2.3 个百分点，增速高于同期社会消费品零售总额 12.7 个百分点。随着电商渗透率的上升及电商下沉市场用户规模的增长，网购规模占社会消费品零售总额的比重将进一步提高，行业整体发展空间巨大。此外，品牌方对专业电商代运营服务的需求升级进一步推动了电商代运营行业的快速发展。未来，随着更多国外品牌不断入驻国内电商平台，我国电商服务行业和代运营市场规模仍将以高于网购市场的增速不断发展，增长空间较大。

电商业务模式相对简单，业务发展关键要素包括资金、品牌资源及人才资源，上市公司自身及借助大股东资源后，具备发展电商业务的关键要素，上市公司切入的“新赛道”行业风险相对可控。

### 3、未来战略发展定位

昆汀科技作为一站式品牌电商服务运营商，主要为品牌客户提供电子商务代运营及营销服务和产品经销服务，具有较为丰富的品牌运营经验、平台渠道资源、以及良好的盈利能力。本次交易完成后，上市公司将在保持现有主业正常经营的情况下，大力发展新主业，实施多元化发展战略。

上市公司一方面利用昆汀科技优质的平台资源和品牌孵化、推广能力，打造公司在电子商务的布局；另一方面上市公司将利用本次收购昆汀科技的经验，充分依托资本市场有利平台，积极寻求行业内的投资整合机会，在时机、条件和对象成熟的前提下通过投资或兼并等方式，加强产业链上下游资源整合，继续在电子商务领域的布局。

#### （二）本次现金仅收购 40%股权的原因及合理性

##### 1、控制收购风险及收购成本

本次交易前昆汀科技各股东方可转让股权及本次交易中拟转让情况如下：

股东名称	股东身份	本次交易前持股比例	本次交易前可转让比例	本次转让比例	转让完成后持股比例
上市公司	-	-	-	-	40.00%
方贺兵	实控人之一/董事长	47.04%	11.76%	10.66%	36.38%
桂发祥	-	22.42%	22.42%	22.42%	0.00%

股东名称	股东身份	本次交易前持股比例	本次交易前可转让比例	本次转让比例	转让完成后持股比例
刘佳东	实控人之一/董事	6.82%	1.70%	1.54%	5.27%
方林宾	实控人之一/董事	6.82%	1.70%	1.54%	5.27%
昆阳投资	员工持股平台	6.00%	6.00%	1.36%	4.64%
何荣	监事会主席	5.18%	1.29%	1.17%	4.00%
张远帆	董事	3.53%	0.88%	0.80%	2.73%
白智勇	-	2.20%	2.20%	0.50%	1.70%
单贡华	-	0.01%	0.01%	0.00%	0.01%
合计		<b>100.00%</b>	<b>47.97%</b>	<b>40.00%</b>	<b>100.00%</b>

上市公司为了尽可能控制收购风险，降低商誉，同时降低收购控制权的现金支付体量，本次交易中并未收购交易对方可转让的全部股权。对于桂发祥持有的22.42%股权需要全部对外公开挂牌出售，上市公司全部收购了该部分股权。

## 2、绑定核心管理团队

本次交易对方中，方贺兵、刘佳东及方林宾为昆汀科技的实际控制人，张远帆为昆汀科技的董事，何荣为昆汀科技的监事会主席，昆阳投资为昆汀科技员工持股平台。本次交易中为了绑定核心管理团队，尤其是保证方贺兵等管理层股东、昆阳投资员工持股平台在交易后仍持有标的资产股权，仅收购了交易对方部分股权。

## 3、实现上市公司控制并表的目的

上市公司为了保证对昆汀科技的控制权，收购完成后直接持股比例需要超过方贺兵的直接持股比例，成为第一大股东；通过刘佳东、方林宾委托表决权的方式合计控制昆汀科技表决权比例需要超过50%。因此，本次交易方案为收购昆汀科技40%股权。

综上，基于现有主营业务情况和未来发展定位，公司亟需通过本次交易进行战略转型、布局电子商务领域，但在取得昆汀科技控制权同时，为有力控制收购风险、降低收购成本、绑定核心管理团队，本次仅收购40%股权，具有商业合理性。

## 二、收购完成后上市公司能够对标公司日常业务运营实现有效控制

**（一）上市公司自身及借助大股东资源后，具备发展电商业务的关键要素，亦是吸引交易对方与上市公司合作的重要原因**

昆汀科技主要从事品牌电子商务代运营及产品经销业务，业务模式相对简单。电商业务发展关键要素包括资金、品牌资源及人才资源。

在资金层面，开展经销业务时品牌商往往要求先付款后发货，尤其是“6.18”、“双十一”等节日前需要提前备货，需要垫付资金。上市公司目前账面资金较为充裕，可以为电商业务发展提供资金支持。

在品牌资源层面，代运营及经销业务发展需要取得品牌商的授权，需要不断拓展新品牌客户以发展业务，上市公司实际控制人具备多年地产开发及商业地产运营经验，旗下地产板块持有大量商业地产、购物中心及商业管理资源，上市公司可以借助大股东的品牌资源为新客户业务拓展提供空间。

在人才资源层面，虽然上市公司目前所从事的业务与昆汀科技所处的电子商务业务行业跨度较大，但上市公司亦在着手储备电商方面的人才，为后续人员支撑做准备。

交易对方与上市公司达成交易，亦是看重上市公司及实际控制人可以为标的资产业务发展提供上述资金及资源方面的支持，吸引标的公司管理层股东及核心人员与上市公司共同发展。

**（二）本次交易方案及《股份收购协议》相关约定加强了对标的公司的管控**

本次交易方案先行收购控制权，上市公司介入后，根据行业发展前景、标的公司经营情况及业绩对赌实现情况、双方整合情况等因素，后续视情况决定是否继续收购交易对方的剩余股权。标的公司创始股东及核心管理层仍保留大部分的标的公司股权，为上市公司业务整合、保持核心人员的稳定性提供了更长的磨合期。

《股份收购协议》明确约定，收购完成后上市公司在标的公司董事会、监事

会中占多数席位，实现了对标的公司需经董事会或监事会决议的重要事项的管控；上市公司将通过向昆汀科技派驻财务负责人方式，对昆汀科技财务进行有效控制和管理；上市公司将通过向昆汀科技派驻常务副总经理以参与昆汀科技日常业务运营管理；上市公司将通过向昆汀科技派驻人力资源管理负责人方式，加强昆汀科技的人员管控能力。标的资产现有管理层股东及管理团队、核心团队员工在标的资产任职不少于3年，离职后两年不得从事同业竞争业务。

### **（三）上市公司将从业务、人员、财务、机构等方面对标的资产整合，通过自有人才储备及整合，保证标的公司的平稳发展及有效控制**

业务整合主要是借助上市公司实际控制人在品牌资源方面的积累，实现品牌资源的导入；人员整合主要为派驻常务副总参与昆汀科技日常业务运营管理，派驻财务负责人、人力资源管理负责人以提高标的资产财务及人力资源管控能力，同时储备电商业务人才以保证标的资产业务发展；财务整合主要为昆汀科技提供资金支持、加强财务管控；机构整合主要为按照上市公司监管要求完善组织架构、健全内控制度。

综上，本次交易完成后，上市公司能够实现对标的公司日常业务运营的有效控制。

## **三、本次交易完成后可以实现财务会计上对标的公司的合并报表**

### **（一）企业会计准则关于合并报表相关规定**

根据《企业会计准则第33号——合并财务报表》，合并报表相关要求如下：

“第七条 合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。

控制，是指投资方拥有对被投资方的权力，通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。

……

第十三条 除非有确凿证据表明其不能主导被投资方相关活动，下列情况，表明投资方对被投资方拥有权力：

（一）投资方持有被投资方半数以上的表决权的。

(二) 投资方持有被投资方半数或以下的表决权，但通过与其他表决权持有人之间的协议能够控制半数以上的表决权的。

.....

第十六条 某些情况下，投资方可能难以判断其享有的权利是否足以使其拥有对被投资方的权力。在这种情况下，投资方应当考虑其具有实际能力以单方面主导被投资方相关活动的证据，从而判断其是否拥有对被投资方的权力。投资方应考虑的因素包括但不限于下列事项：

(一) 投资方能否任命或批准被投资方的关键管理人员。

(二) 投资方能否出于其自身利益决定或否决被投资方的重大交易。

(三) 投资方能否掌控被投资方董事会等类似权力机构成员的任命程序，或者从其他表决权持有人手中获得代理权。

(四) 投资方与被投资方的关键管理人员或董事会等类似权力机构中的多数成员是否存在关联方关系。”

## **(二) 交易完成，上市公司拥有对昆汀科技的权利**

本次交易完成后，上市公司直接持有昆汀科技 40.00% 股权，通过表决权委托方式持有昆汀科技 10.54% 股份对应的表决权，合计控制昆汀科技 50.54% 的表决权。

《股份收购协议》约定，交割日后，昆汀科技设董事会，由 5 人组成，其中上市公司有权委派 3 名董事。

根据昆汀科技公司章程，股东大会作出普通决议，应当由出席股东大会的股东（包括股东代理人）所持表决权的过半数通过。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。

在本次交易完成后，上市公司为昆汀科技第一大股东，并通过与其他表决权持有人之间的协议合计控制昆汀科技 50.54% 的表决权，同时上市公司能够掌控昆汀科技董事会过半数董事的任命权，符合企业会计准则关于“控制”定义中“投资方拥有对被投资方的权力”的要求。

### （三）上市公司通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额

本次交易完成后，上市公司在标的公司董事会、监事会中占多数席位，并向昆汀科技派驻财务负责人、常务副总经理、人力资源管理负责人以参与昆汀科技财务、业务、人事等相关活动，上市公司能够主导昆汀科技的经营、财务等相关活动，对昆汀科技的财务决策和经营决策等均具有实质性权利。上市公司通过参与昆汀科技的经营、财务等相关活动享有 40%的可变回报，且有能力运用对昆汀科技的权力影响其回报金额。

综上，本次交易可以实现对标的公司的合并报表，符合会计准则关于控制的定义和子公司并表的相关要求。

### 四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：本次交易仅现金收购昆汀科技 40% 股权具有商业合理性，有利于在控制并表的基础上控制收购风险、降低收购成本、绑定核心管理团队；本次交易完成后，上市公司能够实现对标的公司日常业务运营的有效控制；本次交易可以实现对标的公司的合并报表，符合会计准则关于控制的定义和子公司并表的相关要求。

问题 3.报告书显示，根据《股份收购协议》，在标的公司完成 2020 年业绩承诺后，且未发生影响标的公司运营的重大不利变化，上市公司可根据标的公司经营情况、行业发展前景以及上市公司战略安排，在交割完成 12 个月后，同时不晚于 2021 年 9 月 30 日前启动收购昆汀科技剩余股份事宜的协商推进程序。交易各方在标的公司届时承诺的 2021 年扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 12 倍标准计算的标的公司整体价值上另行协商确定。请公司补充披露说明：

（1）关于剩余股权购买是否具有法律约束力，届时上市公司若不启动收购程序或交易对方不配合剩余股权收购，各方是否需要承担违约责任；（2）关于未来剩余股权收购价款的约定是否构成对未来交易价格的事先锁定，是否和本次交易作价一同作为本次收购标的公司的整体作价安排；（3）说明本次交易和未来

剩余股权收购之间之间的关系，是否互为前提条件或单独来看不具备商业经济实质，两次收购是否构成一揽子交易，剩余股权收购的会计处理。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

## 一、关于剩余股权收购约定的法律约束力及违约责任分析

### （一）关于剩余股权购买的条款是否具有法律约束力

根据《合同法》第四十五条关于附条件合同的规定，“当事人对合同的效力可以约定附条件。附生效条件的合同，自条件成就时生效”。

《股份收购协议》约定，协议经各方法定代表人或授权代表签字并加盖单位公章后成立，并经上海证券交易所审核同意、上市公司股东大会审议通过后生效。当上述条件达成时，《股份收购协议》生效，协议中关于剩余股权购买的相关约定相应生效。

在《股份收购协议》生效的前提下，协议关于剩余股权购买的相关约定也附有条件，即只有当标的公司完成 2020 年业绩承诺且未发生影响标的公司运营的重大不利变化时，关于剩余股权收购的约定才对协议各方具有法律约束力。

### （二）届时上市公司若不启动收购程序或交易对方不配合剩余股权收购事项，各方是否需要承担违约责任

《股份收购协议》18.1 条约定，在相关条件达成时，上市公司可根据标的公司经营情况、行业发展前景以及上市公司战略安排启动收购标的公司剩余股份事宜的协商推进程序。即，在协议约定相关条件达成时，以上约定属于上市公司有权选择是否启动剩余股权收购程序，具体情况分析如下：（1）若上市公司选择不启动协商推进程序的，根据《股份收购协议》的约定，上市公司不构成违约，无需承担违约责任；（2）若上市公司选择在相关条件达成时启动协商推进程序的，则交易对方有义务与上市公司就具体的收购方式、程序、方案等内容另行协商。若协议各方经协商，未能就剩余股权收购事项达成一致意见的，协议各方均不构成违约，无需承担违约责任。

《股份收购协议》18.2 条约定，上市公司收购剩余股份的收购价格以评估值为基础，在标的公司届时承诺的 2021 年扣除非经常性损益后归属于母公司净利润 12 倍标准计算的标的公司整体价值上另行协商确定。其中约定的计算标准仅为表达双方合作诚意的条款，仅是一个标的公司未来估值作价的参考标准，并不构成对剩余股份收购价格的强制法律约束力。剩余股份的收购价格系以评估值为基础双方另行协商确定，无论协议双方协商一致或未能达成一致，协议各方均不构成违约，无需承担违约责任。

## **二、剩余股权收购价款的约定不构成对未来交易价格的事先锁定，并不与本次交易作价构成收购标的公司的整体作价安排**

如上分析，首先，《股份收购协议》第 18.1 条关于剩余股权收购约定属于在相关条件达成时上市公司享有的权利，而非上市公司应当履行的义务。在标的公司完成 2020 年业绩承诺后，且未发生影响标的公司运营的重大不利变化的情况下，上市公司将根据标的公司经营情况、行业发展前景以及上市公司战略安排综合考虑是否收购剩余股权，且需要双方协商一致，即上市公司是否收购剩余股权具有不确定性。

其次，《股份收购协议》第 18.2 条关于剩余股权收购价款的约定仅为表达双方合作诚意的条款，约定的仅是一个标的公司未来估值作价的参考标准，若上市公司未来确定收购剩余股权，届时上市公司将聘请具有证券业务资格的资产评估机构出具评估报告，并以评估值为基础，双方协商确定。

综上，剩余股权收购价款的约定不构成对未来交易价格的事先锁定，并不与本次交易作价构成收购标的公司的整体作价安排。

## **三、两次收购不构成一揽子交易及剩余股权收购的会计处理**

### **（一）两次收购不构成一揽子交易**

根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》第五十一条规定，符合下列一种或多种情况，通常表明应将多次交易事项作为一揽子交易进行会计处理：

（一）这些交易是同时或者在考虑了彼此影响的情况下订立的。（二）这些交易整体才能达成一项完整的商业结果。（三）一项交易的发生取决于其他至少一项

交易的发生。（四）一项交易单独考虑时是不经济的，但是和其他交易一并考虑时是经济的。

剩余股权收购与本次交易不构成一揽子交易，具体分析如下：

1、两次交易并非同时或在考虑了彼此影响的情况下订立的，剩余股权收购安排存在不确定性，收购协议尚未签署。虽然本次《股份收购协议》中对剩余股权的收购进行了约定，但约定条款仅为双方意向性约定，对双方均不构成收购剩余股权的承诺，收购价款约定的仅是一个标的公司未来估值作价的参考标准，未来的收购价格亦将根据届时的评估值由双方协商确定。本次交易与剩余股权未来的收购是相互独立的，审批流程亦相互独立。

2、两次交易并非整体才能达成一项完整的商业结果。本次交易完成后，上市公司将成为昆汀科技第一大股东，同时通过表决权委托的方式合计控制昆汀科技半数以上表决权。交易完成后，上市公司将对昆汀科技董事会、监事会进行改选，并委派半数以上董事、监事，同时将向昆汀科技派驻财务负责人、常务副总经理、人力资源负责人。本次交易已经达到了上市公司控制标的公司的商业结果，并非需要收购剩余股权完成后才能达到其完整的商业目的。

3、一项交易的发生不取决于其他至少一项交易的发生。虽然剩余股权的收购是在本次交易完成后方才可能发生，但并非本次交易完成后双方必须进行后续收购，且本次交易一旦完成亦不会因后续收购的变化而撤销或更改。

4、每项交易均单独定价，并未与其他交易一并考虑。本次交易作价分为两部分，方贺兵等 7 名交易对方持有的昆汀科技 17.58% 股权以评估值为基础，双方协商确定，桂发祥持有的昆汀科技 22.42% 股权以挂牌底价作为转让价格。剩余股权价款的约定仅为一个意向性参考标准，不构成对未来交易价格的事先锁定，并不与本次交易作价构成收购标的公司的整体作价安排，若上市公司未来确定收购剩余股权，届时将进行评估，并以评估值为基础，双方协商确定。

因此，本次交易和未来剩余股权收购之间不构成一揽子交易。

## （二）剩余股权收购的会计处理

若上市公司未来收购标的公司剩余股权，属于母公司购买子公司少数股东拥

有的子公司股权，相关会计处理如下：

根据《企业会计准则第 33 号——合并财务报表》第四十七条，母公司购买子公司少数股东拥有的子公司股权，在合并财务报表中，因购买少数股权新取得的长期股权投资与按照新增持股比例计算应享有子公司自购买日或合并日开始持续计算的净资产份额之间的差额，应当调整资本公积（股本溢价），资本公积不足冲减的，调整留存收益。

#### 四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：剩余股权购买的条款在《股份收购协议》生效且关于剩余股权收购的相关条件达成后，对各方均具有法律约束力；根据《股份收购协议》18.1 条的约定，上市公司有权决定是否启动剩余股权收购的协商推进程序，若上市公司不启动收购剩余股权的协商推进程序的，上市公司不构成违约，无需承担违约责任，若上市公司启动收购剩余股权的协商推进程序的，交易对方有义务与上市公司就订立剩余股权收购的具体内容进行协商，但经各方协商未能就剩余股权购买的具体内容达成一致意见的，各方均不构成违约，无需承担违约责任；根据《股份收购协议》18.2 条的约定，剩余股份收购价格的计算标准仅是一个标的公司未来估值作价的参考标准，并不构成对剩余股份收购价格的强制法律约束力，剩余股份的收购价格系以评估值为基础双方另行协商确定，无论协议双方协商一致或未能达成一致，协议各方均不构成违约，无需承担违约责任；剩余股权收购价款的约定不构成对未来交易价格的事先锁定，并不与本次交易作价构成收购标的公司的整体作价安排；本次交易和未来剩余股权收购之间不构成一揽子交易。

#### 二、关于重组标的评估事项

**问题 4.报告书显示,本次采用收益法作为定价依据，标的公司 100%股权估值 3.21 亿元，评估值增值率为 211.32%。2020-2024 年度收入预计在 2019 年的基础上增长 27.19%、27.33%、18.66%、6.81%、4.82%。标的公司 2017-2019 年历史收入波动较大，2018 年收入大幅下降。请公司补充披露说明：（1）近 3**

年行业增长率的相关数据，标的公司的增长趋势与行业是否存在较大差异；（2）收益法评估中收入增长率的测算依据、测算过程及合理性，对未来收入的预测是否谨慎；（3）结合标的公司报告期各年度收入、业务情况、在手合同或订单，说明 2020 年至 2022 年业绩预测的可实现性，以及 2024 及以后年度保持 4.82% 增长率的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、近 3 年行业增长率的相关数据，标的公司的增长趋势与行业是否存在较大差异

#### （一）昆汀科技历史收入增长情况

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	复合增长率
主营业务收入	17,595.70	13,694.77	26,485.04	22.69%

昆汀科技最近三年复合增长率为 22.69%。2018 年昆汀科技收入较 2017 年有所下降，主要原因系昆汀科技优化经销业务，停止合作部分运营效率和毛利率相对较低的经销项目所致。2019 年收入较 2018 年大幅提升的主要原因为昆汀科技调整了业务结构，引入优质品牌 ZIWI、DPC，大力发展电商零售业务的结果。

#### （二）近年行业相关数据情况

根据《中国电子商务发展报告（2018）》、国家统计局相关数据，近年行业相关数据增长率情况如下：

单位：万亿元

项目	2017	2018
中国网上零售交易规模	7.18	9.01
中国网上零售交易规模增长率	32.2%	23.9%
中国电子商务服务业市场规模	2.92	3.52
中国电子商务服务业市场规模增长率	20.3%	19.3%
中国电子商务代运营市场规模	0.78	0.96
中国电子商务代运营市场规模增长率	30.1%	23.0%

根据艾瑞咨询《2019年中国品牌电商服务行业研究报告》相关数据，近年行业相关数据及预测情况如下：

单位：万亿元

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国网络购物市场交易规模	6.2	8.0	9.7	11.3	12.8
<b>中国网络购物市场交易规模增长率</b>	<b>33.3%</b>	<b>28.2%</b>	<b>21.0%</b>	<b>16.2%</b>	<b>13.4%</b>
中国网络购物 B2C 市场交易规模	3.5	4.4	5.3	6.2	7.1
<b>中国网络购物 B2C 市场交易规模增长率</b>	<b>36.9%</b>	<b>26.1%</b>	<b>19.7%</b>	<b>16.6%</b>	<b>14.1%</b>
中国品牌电商服务市场交易规模	0.11	0.16	0.22	0.28	0.35
<b>中国品牌电商服务市场交易规模增长率</b>	<b>55.9%</b>	<b>45.7%</b>	<b>33.3%</b>	<b>28.6%</b>	<b>25.6%</b>

根据已上市的第三方电商平台公司公开披露财务数据，相关第三方电商平台公司近年收入增长率情况如下：

单位：亿元

电商平台/收入	2017	2018	2019	复合增长率
阿里巴巴	2,502.66	3,768.44	5,097.11	42.71%
拼多多	17.44	131.20	301.42	315.73%
京东	3,623.32	4,620.20	5,768.88	26.18%
唯品会	729.12	845.24	929.94	12.93%
<b>合计收入</b>	<b>6,872.54</b>	<b>9,365.08</b>	<b>12,097.35</b>	<b>32.67%</b>

根据已上市或拟上市的同行业电商企业公开披露财务数据，相关可比公司近年来的营业收入增长情况如下：

单位：亿元

可比公司/收入	2017	2018	2019	复合增长率
壹网壹创	7.04	10.13	14.51	43.56%
若羽臣	6.71	9.31	未披露	38.75%
丽人丽妆	34.2	36.15	未披露	5.70%
宝尊电商	41.49	53.93	72.78	32.44%

可比公司/收入	2017	2018	2019	复合增长率
平均值				30.11%

根据行业相关数据及可比公司相关数据，近年来可比电商企业的营业收入均有较快的增长，近三年整体行业增长率约为 20%-30%。标的公司增长情况与整体行业发展情况一致。

## 二、收益法评估中收入增长率的合理性分析

### （一）收入增长率测算情况

昆汀科技收入按照业务类型分别预测，具体收入增长率预测如下：

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	稳定期
品牌代运营及营销业务	4,086.45	4,413.37	4,722.31	4,958.42	5,107.17	5,107.17
品牌代运营及营销业务收入增长率	10.00%	8.00%	7.00%	5.00%	3.00%	0.00%
经销业务收入	29,601.11	38,481.44	46,177.73	49,410.17	51,880.68	51,880.68
经销业务收入增长率	30.00%	30.00%	20.00%	7.00%	5.00%	0.00%
主营业务收入	33,687.56	42,894.81	50,900.04	54,368.59	56,987.86	56,987.86
主营业务收入增长率	27.19%	27.33%	18.66%	6.81%	4.82%	0.00%

### （二）收入增长率测算依据

#### 1、代运营及营销业务收入增长率测算依据

对于代运营及营销业务，根据行业特性，协议一般为一年一签。昆汀科技依据历史经营情况及已签订的 2020 年代运营服务合同和营销合同，结合已实现收入，对 2020 年代运营及营销业务收入进行预测。昆汀科技主要合作的代运营及营销业务品牌为片仔癀、桂发祥等，2019 年至 2020 年新增 APDC、Monge、麦高臣、丝精、柏氏、匹克等。昆汀科技 2020 年各品类代运营及营销收入具体预测情况如下：

项目	2020年预测收入	品牌	与品牌方合同签署情况
美妆	1,464.58	片仔癀、柏氏、万宁等	已签署

项目	2020年预测收入	品牌	与品牌方合同签署情况
食品	1,283.96	桂发祥、亿滋食品、妙语、果树袋袋等	已签署
宠物	658.49	麦高臣、Monge、APDC等	已签署
运动	566.04	匹克	已签署
日化	391.77	丝精	已签署
<b>总计</b>	<b>4,364.85</b>	-	-

根据品牌合作情况及预计代运营店铺销售情况，预测2020年代运营及营销服务收入为4,364.84万元，相比2019年增长17.49%。本次评估出于谨慎性考虑，按照10%确定2020年的收入增长率，预测收入为4,086.45万元。2020年后年度基于昆汀科技在代运营业务积累的知名度与获客能力及整体行业发展情况较好，预测2021年-2024年代运营及营销收入增长率分别为8.00%、7.00%、5.00%、3.00%，进入稳定期后收入不再增长。

## 2、经销业务收入增长率测算依据

对于经销业务，根据行业特性，协议一般为一年一签。昆汀科技依据历史完成情况及已签订的2020年品牌经销授权合同，结合已实现收入，对2020年经销业务收入进行预测。昆汀科技主要合作的经销业务品牌为ZIWI、ABC、片仔癀、美斯蒂克等，2020年新增妙语、艺星、Happidoggy和BPC等品牌。

依据合作品牌在手经销授权合同和各品牌预计销售额，昆汀科技2020年各品类经销收入具体预测情况如下：

项目	2020年预测收入	品牌	与品牌方合同/授权书签署情况
美妆	12,534.53	片仔癀、DPC、美斯蒂克、艺星、JM、吉尔玛、BPC等	已签署
宠物	11,247.65	ZIWI、Happidoggy等	已签署
日化	6,188.89	ABC等	已签署
其他	884.96	妙语等	已签署
<b>总计</b>	<b>30,856.03</b>	-	-

根据品牌合作情况及预计销售情况,2020年经销收入预计为30,856.03万元,相比2019年增长35.51%。最近三年昆汀科技经销业务复合增长率为33.17%。本次评估出于谨慎性考虑,按照30%确定2020年的收入增长率,预测收入为29,601.11万元。根据昆汀科技未来发展战略,昆汀科技未来将以经销业务为发展重点,着重发展电商零售业务和平台经销业务。昆汀科技经销业务尚处于快速发展期,预期未来两年增长较快,以后增长渐缓。综合昆汀科技经销业务历史增长情况、未来发展战略及整体行业发展情况,预测2021年-2024年经销收入增长率分别为30.00%、20.00%、7.00%、5.00%,进入稳定期后收入不再增长。

### (三) 收入增长率预测合理性

#### 1、标的公司2020年收入预测可实现性较高

本次评估中,2020年预测收入为33,687.56万元。2020年1-4月,昆汀科技未经审计的营业收入为7,584.60万元,占2020年预测收入的22.51%。昆汀科技收入具有季节性特点,受“双十一”、“双十二”等电商节日性促销影响,第四季度收入占比一般最高,第一季度相对较低。2019年1-4月昆汀科技实现营业收入4,239.56万元,占2019年全年收入比重为15.96%。2020年1-4月已实现收入占全年比例高于同期水平,2020年预测收入可实现性较高。

#### 2、未来年度及稳定期收入增长合理性

本次收益法预测中,2021年-2024年代运营及营销收入增长率分别为8.00%、7.00%、5.00%、3.00%,2021年-2024年经销收入增长率分别为30.00%、20.00%、7.00%、5.00%。2021年-2024年整体收入增长率为27.33%、18.66%、6.81%、4.82%。自2025年开始进入稳定期,保持2024年收入不变,稳定期收入增长率预测为0%。

根据行业相关数据及可比公司相关数据,近年来整体电子商务行业数据及可比电商企业的营业收入均有较快的增长,2017年至2019年整体行业增长率约为20%-30%,可比已上市或拟上市电商企业近年复合增长率平均为30%。根据艾瑞咨询《中国品牌电商服务行业研究报告(2019年)》,品牌电商服务市场规模增长稳健,2020年和2021年预计增速分别为28.6%和25.6%。

昆汀科技相较于同行业上市或拟上市电商企业，收入规模相对较小，处于快速发展期。同时昆汀科技的美妆、宠物等优势类目具备较大的发展空间。本次评估出于谨慎性考虑，未来年度预测收入增长率逐年下降，2024年以后达到稳定不再增长。

综上所述，本次昆汀科技未来年度收入增长根据昆汀科技历史收入增长情况、在手的品牌合作合同、未来业务发展规划及电子商务行业发展情况进行预测，结合2020年1-4月收入已实现情况及可比电商企业近年收入增长情况、行业分析报告预测情况，本次收益法评估中昆汀科技未来年度营业收入增长率预测是合理的。

### 三、2020年至2022年业绩预测的可实现性

#### （一）昆汀科技业绩承诺及评估预测的差异

昆汀科技的业绩承诺及评估预测如下表所示：

净利润	2020年	2021年	2022年
业绩承诺	3,700.00	5,000.00	6,000.00
本次评估预测	3,787.36	4,978.08	5,735.98
差异率	2.36%	0.44%	4.40%

由上表可知，本次评估预测与昆汀科技的业绩承诺差异率较小，本次以评估预测业绩的可实现性进行分析。

#### （二）2020年至2022年业绩预测情况

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年
营业收入	33,687.56	42,894.81	50,900.04
收入增长率	27.19%	27.33%	18.66%
净利润	3,787.36	4,978.08	5,735.98
净利润增长率	29.87%	31.44%	15.22%

2018年、2019年昆汀科技净利润为2,204.31万元、2,916.20万元，净利润增长率分别为27.45%、32.30%，整体业绩情况较为良好。昆汀科技电商零售业务处于快速发展期，预计未来两年仍将保持较快速的增长。

### （三）2020年1-4月业绩情况

昆汀科技2020年预测净利润为3,787.36万元。2020年1-4月，昆汀科技未经审计的净利润747.13万元，2020年1-4月净利润占全年预测净利润比重为19.73%，2019年1-4月净利润占当期全年净利润的比重为18.38%。2020年1-4月净利润占2020年预测净利润比重高于同期占比，整体业绩情况良好，预计全年业绩实现的可能性较高。

### （四）在手合同情况

由于电子商务行业特性，代运营服务协议和经销授权协议等一般为一年一签。截至本核查意见出具日，昆汀科技与片仔癀、柏氏、桂发祥、妙语、麦高臣、Monge、APDC、匹克、丝精、果树袋袋等品牌代运营或营销服务合同，与片仔癀、ZIWI、Happidoggy、美斯蒂克、艺星、JM、吉尔玛、BPC、妙语、ABC等经销授权合同或店铺授权书均在有效期内。

同时昆汀科技已与京东、苏宁、唯品会、波奇网等电商平台签署经销合同，就片仔癀、ABC、ZIWI等品牌产品销售进行了约定。

### （五）行业情况

根据《中国电子商务发展报告（2018）》、国家统计局、艾瑞咨询《2019年中国品牌电商服务行业研究报告》相关中国电子商务行业数据及第三方电商平台收入情况、行业可比电商企业收入情况，电子商务行业处于增长期，预计近年仍可保持20%-30%的增长率。昆汀科技整体业绩预测情况与行业发展趋势相符。

综上，结合昆汀科技报告期业绩情况，2020年1-4月业绩已实现情况及在手合同、整体电子商务行业发展趋势，本次昆汀科技的2020-2022年业绩预测具备可实现性。

## 四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为，标的公司所在电子商务业务发展趋势较好，标的公司收入增长趋势与行业不存在较大差异。本次昆汀科技未来年度收入增长根据昆汀科技历史收入增长情况、在手合同、未来业务发展规划及电子商务行业发展情况进行预测，结合 2020 年 1-4 月收入已实现情况及可比电商企业近年收入增长情况、行业分析报告预测情况，本次收益法评估中昆汀科技未来年度营业收入增长率预测是合理的。结合昆汀科技报告期业绩情况，2020 年 1-4 月业绩已实现情况及在手合同、整体电子商务行业发展趋势，本次昆汀科技的 2020-2022 年业绩预测具备可实现性。

**问题 5.报告书显示，本次收益法对主营业务成本进行预测时，标的公司经销业务毛利率维持在 35%以上，处于报告期的相对高位；代运营和营销服务毛利率维持在 47.89%，该业务报告期毛利率持续下滑。请公司补充披露说明：（1）结合同行业公司数据，补充披露各项业务预测毛利率是否合理、谨慎；（2）结合报告期各年度收入、成本数据，说明预测毛利率的合理性；（3）补充披露毛利率变动对标的公司评估结果的敏感性分析情况，并充分揭示风险。请财务顾问和评估师发表明确意见。**

**回复：**

**一、结合同行业公司数据对预测毛利率合理性分析**

**（一）标的公司毛利率预测情况**

昆汀科技业务可分为代运营及营销业务、经销业务，业务类型的不同导致毛利率有一定差异，本次评估分业务类型对毛利率分别进行预测。未来年度毛利率预测情况如下：

项目	2020	2021	2022	2023	2024	稳定年度
代运营及营销服务毛利率	47.89%	47.89%	47.89%	47.89%	47.89%	47.89%
经销业务毛利率	36.02%	35.82%	35.72%	35.62%	35.52%	35.52%
主营业务毛利率	<b>37.46%</b>	<b>37.06%</b>	<b>36.85%</b>	<b>36.74%</b>	<b>36.63%</b>	<b>36.63%</b>

## （二）销售毛利率整体比较情况

根据已上市或拟上市可比电商企业的公开披露数据，报告期昆汀科技同行业可比公司毛利率如下：

可比公司/毛利率	2019	2018
壹网壹创	43.04%	42.59%
若羽臣	32.43%	32.79%
丽人丽妆	36.73%	36.63%
平均值	<b>37.40%</b>	<b>37.34%</b>
昆汀科技	<b>38.98%</b>	<b>37.26%</b>

注：若羽臣、丽人丽妆尚未披露 2019 年年度财务数据，上表所列若羽臣毛利率为根据 2019 年 1-9 月数据计算，所列丽人丽妆毛利率为根据 2019 年 1-6 月数据计算。

同行业可比公司毛利率近两年均较为稳定，昆汀科技报告期及预测期毛利率与行业平均水平不存在重大差异。

## （三）各业务类型毛利率比较情况

### 1、代运营及营销业务毛利率比较情况

昆汀科技可比公司的业务分类具体有所不同，涉及代运营及营销业务可比业务的毛利率情况如下：

可比公司	可比业务分类	简要定义	2019年	2018年
壹网壹创	品牌线上管理服务	为品牌方量身定制线上运营服务并执行，并以实现的产品销售金额，向品牌方收取服务费	70.84%	65.28%
若羽臣	线上代运营-运营服务	面向B端品牌方提供店铺运营服务，收入体现为店铺运营服务费	70.45%	79.82%
	品牌策划	基于品牌方的营销需求，提供的综合性营销服务	35.43%	39.01%
丽人丽妆	品牌营销运营服务	品牌营销服务：接受品牌方的委托，负责建设、运营其线上品牌官方旗舰店； 品牌运营服务：为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务	43.36%	48.39%
代运营及营销服务可比业务平均毛利率			<b>55.02%</b>	<b>58.13%</b>

可比公司	可比业务分类	简要定义	2019年	2018年
昆汀科技代运营及营销服务毛利率			47.89%	61.31%

数据统计来源：Wind

与同行业可比公司相比，2018年、2019年同行业公司可比业务平均毛利率达到58.13%、55.02%，2019年壹网壹创、若羽臣的代运营业务毛利率达到70%左右。昆汀科技未来预测毛利率低于行业水平，且昆汀科技代运营及营销业务主要以代运营业务为主，昆汀科技的代运营及营销业务毛利率预测较为谨慎、合理。

## 2、经销业务毛利率比较情况

昆汀科技2018年和2019年经销业务毛利率分别为25.14%、37.52%，与同行业公司可比业务的毛利率情况如下：

可比公司	可比业务名称	简要定义	2019年	2018年
壹网壹创	品牌线上营销服务及线上分销业务	向品牌方采购产品销售给终端消费者，以此赚取服务差价；基于品牌方分销业务授权，面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方B2C平台分销产品	34.61%	35.96%
若羽臣	线上代运营-零售及渠道分销	基于品牌方授权运营自营店铺并面向C端消费者销售商品；基于品牌方的分销授权，向其采购商品后销售至分销商	26.29%	26.23%
丽人丽妆	电商零售业务	买断方式向品牌方采购商品，通过网络零售形式把产品销售给终端消费者	37.02%	36.14%
可比业务平均毛利率			32.64%	32.78%
昆汀科技经销业务毛利率			37.52%	25.14%

数据统计来源：Wind

注：壹网壹创毛利率根据其品牌线上营销服务和线上分销业务合计收入及成本计算；若羽臣毛利率根据其买断销售及渠道分销业务合计收入及成本计算。

昆汀科技2019年度经销业务毛利率较高主要原因系昆汀科技电商零售业务毛利率较高且收入占比上升。

报告期内同行业公司可比业务毛利率均较为稳定。2019 年昆汀科技经销毛利率略高于壹网壹创、丽人丽妆。品牌经销业务毛利率主要受品类构成、品牌成熟度、线上销售渠道、品牌方支持力度等多方面影响。

昆汀科技经销品类中，美妆、宠物品类收入占比较高，品牌主要以国货品牌和新兴品牌为主，整体毛利率较高。

可比公司丽人丽妆、壹网壹创以美妆、日化等品类为主，若羽臣以母婴品类为主。昆汀科技以 ZIWI 为代表的高端宠物品牌消费者价格敏感性较低，国内市场增长情况良好，毛利率较高。

从品牌成熟度和品牌方支持力度来看，昆汀科技的美妆品牌主要为国货品牌片仔癀和新引入国内的境外美妆品牌 DPC、美斯蒂克等，品牌方对中国市场的拓展需求较大，支持力度较高，销售毛利率较高，而可比公司壹网壹创、丽人丽妆主要服务国内外知名美妆品牌，品牌和市场均较为成熟，毛利率相对较低。

从整体业务规模来看，较同行业上市及拟上市电商企业，昆汀科技的业务规模相对较小，处于快速发展期，新品牌的不断引入也有利于昆汀科技保持自身毛利率水平。

本次评估基于历史毛利率情况预测未来经销业务毛利率，并保持稳定水平。结合昆汀科技品类构成、品牌情况及同行业可比公司毛利率稳定性，经销业务毛利率预测具备合理性。

综上，本次评估毛利率基于昆汀科技的业务类型、经销业务品类构成及历史毛利率进行预测，并经与同行业可比公司各业务类型毛利率比较，毛利率预测是合理的。

## 二、结合报告期收入、成本数据对预测毛利率合理性分析

### （一）代运营及营销业务预测毛利率合理性

昆汀科技代运营及营销业务以代运营业务为主，预测未来毛利率为 47.89% 即 2019 年代运营及营销业务毛利率不变。

昆汀科技 2018 年、2019 年代运营及营销业务收入分别为 4,589.74 万元、3,714.96 万元，毛利率分别为 61.31%、47.89%。昆汀科技的代运营及营销业务成本主要受人力成本影响，2018 年、2019 年昆汀科技保持了稳定的运营团队规模，代运营及营销业务人力成本分别为 1,191.67 万元、1,151.14 万元，人力成本较为稳定而 2019 年代运营收入下降，导致毛利率下滑。昆汀科技 2020 年新增 APDC、麦高臣、Monge、丝精、柏氏等多家代运营客户，预计代运营收入较 2019 年将有所增长。2020 年、2021 年代运营及营销业务收入预测为 4,086.45 万元、4,413.37 万元，收入水平与 2018 年相当，预计现有人员能够满足相应业务增长需求，不会导致人力成本大幅增加。2018 年昆汀科技代运营及营销业务毛利率处于较高水平，基于谨慎性原则，本次评估按照 2019 年毛利率水平预测未来年度毛利率，并保持不变，预测具备合理性。

## （二）经销业务毛利率预测合理性

昆汀科技经销业务预计以电商零售业务及向第三方电商平台销售为主，预测 2020 年毛利率为 36.02%，未来年度略有下降，稳定在 35.52%。

2018 年昆汀科技优化了经销业务，对部分运营效率及毛利率相对较低的经销业务进行了削减，并发展电商零售业务。2019 年昆汀科技电商零售业务收入占比有较大提升，整体经销业务结构较 2018 年发生较大变化。故本次评估预测时以 2019 年毛利率为基础进行预测。

2019 年昆汀科技经销业务各品类产品收入及成本、毛利率构成情况如下：

单位：万元

项目	收入	成本	收入占比	毛利率
美妆	9,917.40	5,992.42	43.55%	39.58%
宠物	7,499.23	4,229.37	32.93%	43.60%
日化	3,993.03	2,911.41	17.54%	27.09%
家居家电	1,139.59	899.73	5.00%	21.05%
其他	220.83	192.98	0.97%	12.61%
<b>总计</b>	<b>22,770.09</b>	<b>14,225.92</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.52%</b>

根据昆汀科技整体战略规划方向，未来昆汀科技将以 2019 年经销业务结构为基础，重点发展线上电商零售业务、第三方电商平台分销业务。报告期内昆汀科技 ZIWI、片仔癀、ABC 等品牌销售情况良好，并持续引入新品牌，保持自身经销品牌的多样性和毛利率水平。本次 2020 年预测时基于合作品牌及在手合同预测收入及毛利率如下：

单位：万元

项目	品牌	2020 年收入	收入占比	预测毛利率	2019 年毛利率
美妆	片仔癀、DPC、美斯蒂克、艺星、JM、吉尔玛、BPC 等	12,534.53	40.62%	33.36%	39.58%
宠物	ZIWI、Happidoggy 等	11,247.65	36.45%	43.53%	43.60%
日化	ABC 等	6,188.89	20.06%	27.69%	27.09%
其他	妙语等	884.96	2.87%	40.00%	12.61%
<b>总计</b>		<b>30,856.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.12%</b>	<b>37.52%</b>

宠物、日化类别预测毛利率与 2019 年历史毛利率不存在重大差异，美妆类结合现有合作品牌情况，谨慎预测，有所下降。其他业务主要系新引入的妙语品牌（保健品），基于其主要通过电商零售渠道销售且为新引入品牌，预测毛利率按照昆汀科技电商零售渠道历史毛利率进行预测，经测算，2020 年经销毛利率为 36.12%。由于本次评估营业收入适当谨慎预测，会对毛利率产生一定的影响，预测 2020 年经销业务毛利率为 36.02%，具备合理性。

根据行业可比公司及昆汀科技报告期毛利率水平情况分析，各公司毛利率保持相对的稳定性。结合昆汀科技的品类结构和销售方式，未来年度以 2019 年为基础，毛利率逐步稳定在 35.52%较为合理。

综上，结合昆汀科技历史业务收入、成本构成情况及未来业务发展战略，本次评估毛利率预测具备合理性。

### 三、毛利率变动对评估结果敏感性分析

以本次评估值为基准，假设其他因素不变，标的资产估值对毛利率的敏感性分析如下：

单位：万元

毛利率变动幅度	评估值	评估值变动率
毛利率上浮 10%	45,337.00	41.38%
毛利率上浮 5%	38,686.00	20.64%
毛利率上浮 3%	36,052.00	12.43%
毛利率浮动 0%	32,067.00	0.00%
毛利率下浮 3%	28,076.00	-12.45%
毛利率下浮 5%	25,428.00	-20.70%
毛利率下浮 10%	18,821.00	-41.31%

由此可见，评估值对毛利率变动较为敏感。以本次评估值为基准，假设其他因素不变，毛利率变动率区间为-3%至 3%，昆汀科技股权价值的估值结果变动区间为-12.45%至 12.43%，毛利率变动率区间为-5%至 5%，昆汀科技股权价值的估值结果变动区间为-20.70%至 20.64%，毛利率变动区间为-10%至 10%，昆汀科技股权价值的估值结果变动区间为-41.31%至 41.38%。毛利率对昆汀科技股权价值的估值结果有较大影响。

#### 四、标的资产估值风险补充披露

本次交易存在标的资产毛利率变动进而影响标的资产估值的风险。公司已在“重大风险提示”、“第十一节 重大风险提示”之“（三）标的资产估值风险”补充披露如下：

“本次交易中，天源评估对标的资产采用了收益法以及资产基础法两种方法进行评估，并以收益法评估结果作为本次交易的定价依据。根据天源评估出具的《资产评估报告》，昆汀科技在评估基准日母公司的账面净资产值为 6,576.65 万元，收益法评估值为 32,067.00 万元，评估值较之母公司账面净资产增值额为 25,490.35 万元，增值率为 387.59%；昆汀科技在评估基准日合并报表归属于母公司的净资产为 10,300.48 万元，评估值较之合并报表归属于母公司的净资产增值额为 21,766.52 万元，增值率为 211.32%。

虽然评估机构在评估过程中勤勉、尽责，并严格执行了评估的相关规定对标的资产未来现金流等进行了预测，但仍可能出现因未来实际情况与评估假设不一致，特别是宏观经济波动、行业监管变化，未来盈利达不到资产评估时的预测数，

导致出现标的资产的估值与实际情况不符的情形。提请投资者注意本次交易存在标的资产盈利能力未达到预期进而影响标的资产评估值的风险。

昆汀科技 2018 年和 2019 年毛利率分别为 37.26% 和 38.98%，处于较高水平。但未来随着市场容量的逐步扩大及市场竞争的加剧，不能排除因销售商品品种变化、销售渠道变化或供求关系发生显著变化导致标的公司出现产品毛利率下降的风险。本次标的公司估值对毛利率变化较为敏感，如预期收入及其他因素不变，毛利率下降，导致盈利能力未达到预期，则可能出现标的资产估值与实际情况不符的情形。提请投资者关注相关风险。”

## 五、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为，结合标的公司报告期收入、成本情况及业务发展情况，经与同行业可比公司比较，昆汀科技毛利率预测是谨慎合理的。经敏感性分析，毛利率对昆汀科技股权价值的估值结果有较大的影响。

**问题 6.报告书显示，截至 2019 年 12 月 31 日，标的公司未分配利润为 5,036.55 万元。本次交易中约定在履行必要程序后，交割日后将不低于 50% 的截至 2019 年末的累计未分配利润以及不低于 50% 的 2020 年实现的净利润，按交割日后标的公司股东各自持股比例进行分红。请公司补充披露说明：（1）存在表决权委托情况下的具体利润分配归属；（2）分红对交易方案的影响，包括但不限于对评估值、参数选取的影响；（3）结合标的公司的资金需求，补充披露分红对公司后续生产经营的影响，并充分揭示风险。请财务顾问和评估师发表意见。**

**回复：**

### 一、存在表决权委托情况下的具体利润分配归属

根据《表决权委托协议》，表决权委托的范围并不包括“涉及授权股份的股份转让、股份质押、收益权等直接涉及委托人所持股份的所有权处分事宜的事项”，上市公司并不享有 10.54% 表决权对应股份的分红权利，即交易完成后标的公司将按照各股东的实际持股比例进行利润分配。

## 二、分红对交易方案的影响

### （一）对交易作价的影响

根据《股份收购协议》第 7.2 条，各方同意并确认，交割日后，在保证标的公司运营现金流充足且没有其它大额投资计划或偿债压力的情况下，经过必要的上市公司及标的公司治理机构审批同意后，将不低于 50%的截至 2019 年末的累计未分配利润以及不低于 50%的 2020 年实现的净利润，按交割日后标的公司股东各自持股比例进行分红，具体分红条款双方另行协商。

由于是按照交割日后标的公司股东各自持股比例进行分红，上市公司享有对应购买股权比例的分红，故该分红对该交易方案无实质性影响，分析如下：

假设考虑上述分红约定的影响，由于支付对价已经包含了按交割后持股比例享有的该部分未分配利润，故分配时上市公司将等额收回该部分对价，即不会对标的资产的作价产生影响。

### （二）对评估参数选取的影响

经分析，若该分红在评估基准日时发生，将会作为非经营性负债列示，使得非经营性负债金额增加，进而导致评估值降低，但是由于收购方获得了相应的分红权，是否扣除分红对交易定价没有实质影响。除此之外，扣除分红对其他评估参数没有影响。

### （三）对评估值的影响

由于截至交割日的 2020 年实现的净利润无法确认，本次对截至 2019 年末的未分配利润，以假设分配 50%测算对评估值的影响。

截至 2019 年末，合并报表累计未分配利润 5,036.55 万元、合并报表归母净资产 10,300.48 万元，母公司累计未分配利润为 1,312.72 万元、母公司净资产 6,576.65 万元，母公司净资产与合并报表净资产差异主要是各子公司形成的未分配利润尚未向母公司分配所致。目前昆汀科技母公司账面累计未分配利润尚未全部反映下属子公司的可分配利润，假设子公司先向昆汀科技母公司分红，母公司净资产会相应提升，最终会与合并报表归母净资产趋于一致。

因此，下述评估值测算中，分红金额按照昆汀科技截至 2019 年末合并报表累计未分配利润的 50% 计算为 2,518.28 万元，计算评估增值率时选取合并报表归母净资产，具体如下：

单位：万元

项目	金额
昆汀科技合并报表归母净资产①	10,300.48
分红金额②	2,518.28
扣除分红影响后昆汀科技合并报表归母净资产③=①-②	7,782.20
昆汀科技 100% 股权评估值④	32,067.00
昆汀科技 100% 股权评估值扣除期后分红后金额⑤=④-②	29,548.72
评估增值率⑥= (④-①) / ①	211.32%
扣除分红影响后的评估值增值率⑦= (⑤-③) / ③	279.70%

从上表可以看出，扣除分红影响后，评估值降低，评估增值率提高。考虑到承诺净利润不变，扣除分红影响后的市盈率降低。

### 三、分红对标的公司后续生产经营的影响

标的公司目前尚处于业务快速发展期，对资金有一定的需求。根据天源评估出具的《资产评估报告》，2020 年标的公司预测的净现金流量为-2,942.13 万元，具有一定的资金需求缺口。为了保证标的公司业务快速增长对资金的需求，双方在《股份收购协议》中约定，交易完成后上市公司可根据标的公司的发展规划、财务状况、资金需求等为标的公司提供资金支持（原则上为 4,000 万元），上市公司与方贺兵等 7 名交易对方共同为标的公司对外借款提供担保支持（担保额度上限为人民币 5,000 万元）。

根据《股份收购协议》中的分红约定，交割日后分红的前提为“在保证标的公司运营现金流充足且没有其它大额投资计划或偿债压力的情况下，经过必要的上市公司及标的公司治理机构审批同意”。因此，标的公司若想满足上述约定的分红条件，需要有充足的运营资金，且没有其它大额投资计划或偿债压力，届时即使进行现金分红也不会影响标的公司后续的生产经营。但若标的公司按照上述约定的分红条件进行现金分红后，发生未能提前预判的大额突发资金支出事项，

将会对标的公司后续的生产经营产生不利影响。

#### 四、重大风险提示

关于《股份收购协议》约定的分红安排对标的公司未来生产经营的风险已补充至报告书“重大风险提示”章节，以充分提示投资者风险，具体内容如下：

“（十）《股份收购协议》约定的分红安排对标的公司未来生产经营的风险

根据《股份收购协议》，交割日后，在保证标的公司运营现金流充足且没有其它大额投资计划或偿债压力的情况下，经过必要的上市公司及标的公司治理机构审批同意后，将不低于 50% 的截至 2019 年末的累计未分配利润以及不低于 50% 的 2020 年实现的净利润，按交割日后标的公司股东各自持股比例进行分红，具体分红条款双方另行协商。

标的公司的上述分红需要满足充足的运营资金、没有其它大额投资计划或偿债压力等条件，届时即使进行现金分红也不会影响后续生产经营。但若标的公司按照上述约定的分红条件进行现金分红后，发生未能提前预判的大额突发资金支出事项，将会对标的公司后续的生产经营产生不利影响，提请广大投资者注意风险。”

#### 五、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：《股份收购协议》中的分红约定是在交割日后各股东按照持股比例进行分红，不会对交易方案产生不利影响；标的公司在满足《股份收购协议》中约定的分红条件后进行现金分红，不会影响标的公司后续的生产经营；若标的公司按照相关约定的分红条件进行现金分红后，发生未能提前预判的大额突发资金支出事项，将会对标的公司后续的生产经营产生不利影响，提请广大投资者注意风险。

**问题 7.报告书显示，本次收益法评估选择的折现率为 12.79%。请公司结合市场可比交易折现率情况，补充披露标的公司折现率取值的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。**

回复：

### 一、标的公司折现率取值合理性分析

本次评估中，昆汀科技折现率为 12.79%，与折现率相关的参数主要为无风险收益率、市场期望报酬率、 $\beta_e$  值、特定风险系数，参数计算方法均为常用评估方法。本次市场可比交易案例选取近年来中国 A 股市场中并购标的为电子商务企业的并购交易，标的公司折现率与市场可比交易案例折现率情况比较如下：

上市公司	并购标的	评估基准日	收益法估值结果（万元）	折现率（%）
新华都	久爱致和、久爱天津、泸州致和 100%股权	2015.3.31	76,000.00	12.52
兔宝宝	多赢网络 100%股权	2015.6.30	50,000.00	13.03
好想你	郝姆斯食品 100%股权	2015.9.30	96,000.00	12.30
青岛金王	杭州悠可 63%股权	2016.5.31	68,014.68	12.85
跨境通	优壹电商 100%股权	2016.12.31	179,141.82	12.99
黑芝麻	礼多多 100%股权	2016.12.31	71,000.00	12.50
华鼎股份	通拓科技 100%股权	2017.3.31	290,200.00	13.10
天泽信息	有棵树 99.9991%股权	2017.12.31	340,300.00	13.00
星徽精密	泽宝股份 100%股权	2017.12.31	153,000.00	13.18
平均值				<b>12.83</b>
狮头股份	昆汀科技股权	2019.12.31	32,063.00	12.79

根据市场可比交易案例折现率比较情况，本次交易被评估企业折现率为 12.79%，与可比交易案例折现率平均值 12.83% 不存在重大差异，本次交易标的资产估值折现率取值较为合理。

### 二、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：结合市场可比交易折现率情况，昆汀科技收益法评估中折现率取值是合理的。

### 三、关于重组标的财务事项

问题 8.报告书显示，标的公司主要资产中货币资金、存货占比较大，其中货币资金占比 30.68%，存货占比为 39.84%。请公司补充披露说明：（1）货币资金的存放情况、受限情况、资金往来的合规性，是否存在货币资金被他方占用的情况；（2）结合存货的具体构成、周转情况、以及减值测试过程，说明存货跌价准备计提的充分性。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

一、货币资金的存放情况、受限情况、资金往来的合规性，是否存在货币资金被他方占用的情况

（一）货币资金的存放情况

报告期末，标的公司货币资金存放情况如下：

单位：万元

项 目	2019.12.31 资金余额
库存现金	12.24
其中：境外公司库存现金	6.75
境内公司库存现金	5.49
银行存款	3,813.57
其中：境外公司银行存款	557.34
境内公司银行存款	3,256.23
其他货币资金	530.11
其中：支付宝国内账户	323.48
支付宝国际账户	164.69
京东钱包账户	41.06
微信支付账户	0.88
合 计	<b>4,355.91</b>

标的公司库存现金均存放于财务保险箱内。境内公司银行存款分别存放于昆汀科技及其下属境内子公司银行账户内，境外公司银行存款存放于香港子公司乾昆贸易银行账户内。因电子商务行业特性，标的公司部分资金存放于支付宝账户、

京东钱包和微信支付等平台账户，列报为其他货币资金，上述平台账户资金积累一定金额后标的公司会结转至银行账户。

## （二）货币资金的受限情况

截至 2019 年 12 月 31 日，标的公司货币资金受限资金共计 120.00 万元，均为天猫平台要求的自营店铺保证金。根据天猫平台资金管理规则，天猫商家保证金原通过冻结商家支付宝账户余额列报为不可用余额来实现，不进行划转，自 2019 年起天猫对商家保证金管理升级后可单独列报保证金，不再列报为商家支付宝余额。截至 2019 年 12 月 31 日，标的公司部分旗舰店的保证金仍然按原余额冻结方式存放，报告期末将其列示为受限的资金；标的公司其余店铺保证金已单独划转为保证金方式存放，列报为其他应收款。店铺保证金主要用于保证商家按照天猫的规则进行经营，并且在商家有违规行为时根据《淘宝商城服务协议》及相关规则规定用于向天猫及消费者支付违约金，按照约定应当在店铺关店时归还。

## （三）资金往来情况

报告期内，标的公司资金往来均为与日常经营相关的款项收支，不存在非经营性资金往来、关联方或控股股东资金拆借、大额现金收支等异常事项。截至 2019 年 12 月 31 日，标的公司其他应收款具体构成如下：

单位：万元

项 目	2019.12.31	具体构成
往来款	0.10	往来
押金保证金	280.53	店铺押金、租金押金、平台保证金、供应商保证金等
市场推广费	101.78	电商平台代运营店铺和自营店铺平台费用预充值
技术服务费	38.50	天猫平台类目软件服务费充值
其他	24.61	运费充值、备用金等
<b>账面余额小计</b>	<b>445.52</b>	
减：坏账准备	15.84	
<b>账面价值小计</b>	<b>429.67</b>	

截至 2019 年 12 月 31 日，标的公司涉及关联方的其他应收款情况如下：

单位：万元

项目名称	关联方名称	2019.12.31
其他应收款	天津桂发祥食品销售有限公司	11.57
其他应收款	方贺兵	0.25

其他应收桂发祥 11.57 万元系昆汀科技为桂发祥代运营过程中产生的平台费用。根据昆汀科技与桂发祥的协议约定，代运营产生的平台费用由昆汀科技承担。截至 2019 年末桂发祥其他应收款为昆汀科技已支付但尚未收到发票的平台费用，不属于股东资金占用。截至重组报告书出具日，桂发祥相关发票已开具。

截至 2019 年 12 月末昆汀科技股东方贺兵尚有其他应收款 0.25 万元，系方贺兵在子公司乾昆贸易有限公司报销差额所致，截至重组报告书出具日，方贺兵其他应收款为 0。

综上，标的公司资金往来合规性不存在异常，标的公司报告期内不存在货币资金被他方占用的情形。

## 二、结合存货的具体构成、周转情况、以及减值测试过程，说明存货跌价准备计提的充分性

### （一）存货具体构成

单位：万元

项目	2019.12.31			2018.12.31		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
库存商品	3,966.41	366.30	3,600.11	2,305.72	-	2,305.72
发出商品	1,479.37	-	1,479.37	711.38	-	711.38
包装物	-	-	-	5.00	-	5.00
在途物资	576.83	-	576.83	207.45	-	207.45
<b>合计</b>	<b>6,022.61</b>	<b>366.30</b>	<b>5,656.31</b>	<b>3,229.55</b>	<b>-</b>	<b>3,229.55</b>

昆汀科技的发出商品发往唯品会等以代销模式合作的电商平台，报告期由于业务增长，发出商品增加。昆汀科技的在途物资为采购在途的 ZIWI 品牌商品，2019 年末在途物资增加。

## （二）存货的周转情况

报告期内，昆汀科技存货周转率与同行业公司比较如下：

可比公司	2019 年（年化）	2018 年
壹网壹创	8.67	11.78
丽人丽妆	3.83	4.69
若羽臣	3.19	4.36
杭州悠可	未披露	4.54
<b>平均值</b>	<b>5.23</b>	<b>6.34</b>
<b>中位值</b>	<b>3.83</b>	<b>4.61</b>
昆汀科技	3.50	3.29

数据来源：根据相关上市公司、拟上市公司公告披露数据计算。存货周转率=营业成本/平均存货账面余额，存货账面余额包含存货跌价准备。若羽臣、丽人丽妆 2019 年数据已年化处理，杭州悠可 2018 年数据已年化处理。重组报告书原存货周转率系根据存货账面净值计算，与使用存货账面余额计算数略有差异。

2018 年、2019 年昆汀科技根据存货账面余额计算的存货周转率分别为 3.29 次/年、3.50 次/年，存货周转情况较好。昆汀科技存货周转率提升主要原因系存货运营管理效率提升且电商零售业务占比增加。

报告期内，昆汀科技的存货周转率处于行业可比范围内。与同行业可比公司相比，昆汀科技存货周转率差异主要系昆汀科技的部分品牌涉及境外采购，涉及运送在途和报关以及保税仓存放等流程，采购周期和可比公司有一定差异；其次，昆汀科技渠道经销中向第三方电商平台京东自营、唯品会等销售金额占比相对较高，该类客户业务要求 2-3 个月的备货；另外，昆汀科技的品类涉及美妆、宠物、日化等多种品类，宠物、日化品类占比相对较高，与可比公司的运营品牌品类有一定差异。

### （三）存货减值测试过程

标的公司定期对存货进行全面盘点，对存货价值进行复核，通过对比存货的成本与可变现净值，按期末存货可变现净值与存货成本孰低的方式计提减值准备。

2018 年末，经期末库存盘点及分析存货销售毛利、周转等情况，标的公司存货均处于正常销售状态，未出现销售价格持续下跌、滞销等情况，故 2018 年末标的公司未计提存货跌价准备。

2019 年末，标的公司在途物资主要为 ZIWI 品牌跨境采购未到货商品，未发生减值迹象，标的公司未对在途物资计提存货跌价准备；发出商品主要为线上渠道经销业务存放于京东、唯品会等第三方电商平台仓库的商品，主要涉及品牌为 ABC 以及片仔癀，该类产品市场销售价格稳定，毛利率较高且回款情况良好，故标的公司未对发出商品计提存货跌价准备。2019 年末，经期末库存盘点及分析存货销售毛利、周转等情况，标的公司飞利浦、海先纪、施妮薇、小树枝等产品，由于销售不及预期，导致期末部分库存滞销，标的公司针对期末滞销产品进行原因分析，并制定滞销库存处置计划。标的公司根据其相关产品批量清仓处置的方式多渠道进行询价，以询价结果为未来预期销售价格，对滞销产品采用可变现净值与存货成本孰低的方式计提减值准备。（可辨认净值=预计未来不含税售价\*（1-目前公司整体销售费用率））。2019 年跌价准备计提金额共计 366.30 万元。

### （四）存货跌价准备计提比较情况

标的公司与同行业上市公司存货跌价准备计提政策比较如下：

公司名称	存货跌价准备政策
壹网壹创	期末按照单个存货项目计提存货跌价准备；但对于数量繁多、单价较低的存货，按照存货类别计提存货跌价准备；与在同一地区生产和销售的产品系列相关、具有相同或者类似最终用途或目的，且难以与其他项目分开计量的存货，则合并计提存货跌价准备。
若羽臣	资产负债表日，存货采用成本与可变现净值孰低计量，按照单个存货成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备。
丽人丽妆	存货跌价准备按存货成本高于其可变现净值的差额计提。公司在每个资产负债表日，对存货采用成本与可变现净值孰低计量，按照存货成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备。报告期各期末，基于谨慎性原则，公司对部分滞销或损坏产品计提存货跌价准备。
杭州悠可	杭州悠可按照距库存商品保质期到期时间计提库存商品跌价准备，对距离保质

公司名称	存货跌价准备政策
	期 12 个月以上计提 0%，距保质期 6-12 个月计提 30%，距离保质期 0-6 个月计提 60%，超过保质期计提 100%。对除库存商品以外的存货，采用成本与可变现净值孰低计量，按照单个存货高于可变现净值的差额计提存货跌价准备。
昆汀科技	在资产负债表日，存货采用成本与可变现净值孰低计量。期末按照单个存货项目计提存货跌价准备；但对于数量繁多、单价较低的存货，按照存货类别计提存货跌价准备；与在同一地区生产和销售的产品系列相关、具有相同或者类似最终用途或目的，且难以与其他项目分开计量的存货，则合并计提存货跌价准备。

报告期各期末标的公司存货跌价准备实际计提比例与和同行业可比公司的比较情况如下：

公司简称	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
壹网壹创	-	-
丽人丽妆	5.53%	3.42%
若羽臣	4.50%	5.01%
杭州悠可	未披露	5.75%
平均比例	<b>5.02%</b>	<b>4.73%</b>
标的公司	<b>6.08%</b>	-

注：受限于可比公司公开披露情况，2019 年 12 月 31 日数据中丽人丽妆根据 2019 年 6 月 30 日的数据计算；若羽臣根据 2019 年 9 月 30 日的数据计算；2018 年 12 月 31 日数据中杭州悠可根据 2018 年 9 月 30 日的数据计算。

经比较，标的公司存货跌价准备计提方法与同行业公司基本一致，报告期期末存货跌价准备计提比例与同行业公司相比不存在重大差异。

综上，报告期各期末标的公司根据供应商询价、产品畅销程度等来估算期末存货未来预期售价，并以此为基础计提存货跌价准备。标的公司期末存货跌价准备计提政策和计提比例与同行业可比公司不存在重大差异。昆汀科技的存货跌价准备计提较为充分合理。

### 三、中介机构核查意见

经核查,独立财务顾问西南证券认为:标的公司资金往来合规性不存在异常,标的公司报告期内不存在货币资金被他方占用的情形。标的公司期末存货跌价准备计提充分,计提依据不存在重大异常。

**问题 9.**报告书显示,2018、2019 年,标的公司经营活动现金流量净额分别为 2471.36 万元、-791.30 万元,低于当期净利润。请公司对报告期经营活动产生的现金流量和净利润进行差异分析,并列表说明具体差异项目及金额,并说明差异原因及合理性。请财务顾问和会计师发表意见。

回复:

**一、经营活动产生的现金流量和净利润差异项目及金额**

报告期内,标的公司各期经营活动产生的现金流量净额低于净利润,现金流量净额和净利润差异项目如下:

单位:万元

项 目	2019 年度	2018 年度
<b>净利润</b>	<b>2,916.20</b>	<b>2,204.31</b>
加:资产减值准备	366.30	-16.09
信用减值损失	-168.11	-
长期资产折旧及摊销	38.58	33.24
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.64	0.28
财务费用(收益以“-”号填列)	62.50	-116.50
投资损失(收益以“-”号填列)	92.57	1.23
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	92.02	-1.16
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	-3.67	3.67
存货的减少(增加以“-”号填列)	-2,793.06	-1,215.55
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	345.87	-852.06
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	1,521.52	-832.68
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>2,471.36</b>	<b>-791.30</b>

2018 年度，标的公司净利润较经营活动产生的现金流量净额差异为 2,995.61 万元，主要系存货增加、应收项目增加和应付项目减少所致。

2019 年度，标的公司净利润较经营活动产生的现金流量净额差异为 444.84 万元，主要系存货增加、应收项目减少和应付项目增加所致。

## 二、经营活动产生的现金流量和净利润差异原因及合理性分析

### （一）2018 年经营活动产生的现金流量和净利润差异原因及合理性分析

2018 年标的公司净利润较经营活动产生的现金流量净额差异为 2,995.61 万元，差异较大，主要原因如下：

2018 年标的公司增加了 ZIWI 等品牌的采购，部分商品在 2019 年实现销售，未在 2018 年度销售并收款。该经营活动具体表现为存货的增加。

2018 年度昆汀科技发展经销业务，电商零售业务引入境外品牌 ZIWI 等，当年度即进行采购备货。该类境外品牌采购额增加，相关品牌要求款到发货，使得经营现金流出当年度增加较多。该经营活动具体表现为经营性应收项目中预付账款的增加，经营性应付项目的减少。

另外，昆汀科技发展线上自营店铺，2018 年度对第三方电商平台押金、服务费等投入，其他应收款增加。该经营活动具体表现为经营性应收项目的增加。

上述经营活动导致 2018 年度经营性活动产生的现金流量净额与净利润存在较大差异，符合报告期内标的公司生产经营实际情况，具备合理性。

### （二）2019 年度经营活动产生的现金流量和净利润差异原因及合理性分析

2019 年度，标的公司净利润较经营活动产生的现金流量净额差异为 444.84 万元，差异原因如下：

昆汀科技经销业务规模扩大，采购备货规模随之扩大。2019 年昆汀科技新引入 DPC 品牌，并对 ZIWI、ABC、片仔癀等进行了一定备货，以满足京东、唯品会等渠道平台客户的备货要求。该经营活动具体表现为存货的增加。

标的公司经销业务快速发展，特别是电商零售业务收入大幅增加。电商零售业务通过线上自营店铺向消费者销售，收款周期较短，相关业务收入占比的增加提升了标的公司经营活动资金回笼速度。标的公司代运营业务有一定账期，2019年度业务规模有所下降，减少了期末应收账款。虽然当年度 ZIWI 等品牌的采购预付款有所增长，但经营性应收项目整体有所减少。

标的公司新增 DPC 品牌采购，供应商提供了一定账期，期末应付账款增加。该经营活动具体表现为经营性应付项目的增加。

综上，2019 年度标的公司经营活动产生的现金流量净额与净利润差异具备合理性。

### 三、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：标的公司经营活动产生的现金流量净额低于净利润符合报告期内标的公司生产经营实际情况，具有合理性。

**问题 10.**报告书显示，报告期经销模式实现的营业收入占比较高，2019 年标的公司经销业务实现收入 2.28 亿元，占营业收入的 85.97%，同比增幅达 150%。请公司补充披露：（1）主要客户与标的公司股东及其实际控制人、董监高等是否存在关联关系，说明经销收入的真实性、合理性，是否存在调节收入的情形；（2）结合标的公司经销模式特点，补充披露收入确认政策、确认时点、信用政策、是否与行业惯例一致，采用总额法或净额法确认收入的依据及合理性，是否符合企业会计准则的规定。请财务顾问和会计师发表意见。

回复：

一、经销业务主要客户与标的公司股东及其实际控制人、董监高等是否存在关联关系，说明经销收入的真实性、合理性，是否存在调节收入的情形

（一）主要客户与标的公司股东及其实际控制人、董监高等是否存在关联关系

标的公司经销业务由电商零售业务和渠道经销业务构成，其中电商零售业务的销售对象主要为电商平台的终端消费者，客户群体规模大且销售订单分散，单个消费者购买金额相对较小。因此经销业务前五大客户均为渠道经销业务客户，具体如下：

单位：万元

序号	客户名称	主要品牌	销售金额	占渠道经销业务收入比例
<b>2019年</b>				
1	北京京东世纪贸易有限公司	片仔癀	3,371.59	31.83%
2	唯品会	ABC/FREE	3,055.50	28.85%
3	杭州正辉电子商务有限公司	荣事达	1,276.32	12.05%
4	江苏曼妮娜化妆品有限公司	JM	530.90	5.01%
5	欣橙（上海）信息科技有限公司	ZIWI	497.67	4.70%
<b>合计</b>			<b>8,731.98</b>	<b>82.44%</b>
<b>2018年</b>				
1	唯品会	片仔癀	3,270.79	41.72%
2	北京京东世纪贸易有限公司	ABC/FREE	2,075.31	26.47%
3	杭州一加一品牌管理有限公司	RAY	659.48	8.41%
4	上海丽人丽妆化妆品股份有限公司	飞利浦	345.77	4.41%
5	MEILIDA INTERNATIONAL TRADING CO., LIMITED	其他美妆	214.90	2.74%
<b>合计</b>			<b>6,566.25</b>	<b>83.74%</b>

标的公司报告期内的经销业务前五大客户关联关系核查结果如下：

序号	客户名称	注册资本	关联关系核查
1	北京京东世纪贸易有限公司	139,798.5564 万美元	电商平台京东旗下公司，无关联关系
2	唯品会(中国)有限公司	18,000 万美元	电商平台唯品会旗下公司，无关联关系
3	杭州正辉电子商务有限公司	500 万人民币	经核查，股权结构为叶伟琪 90%，方学武 10%，客户已出具无关联关系承诺函，无关联关系

4	江苏曼妮娜化妆品有限公司	1,000 万人民币	经核查，股权为闫大鹏 99%，陈威 1.00%，客户已出具无关联关系承诺函，无关联关系
5	欣橙（上海）信息科技有限公司	16,048 万美元	宠物电商平台波奇网旗下公司，无关联关系
6	杭州一加一品牌管理有限公司	500 万人民币	经核查，股权结构为梁培 100%，客户已出具无关联关系承诺函，无关联关系
7	上海丽人丽妆化妆品股份有限公司	36,000 万元人民币	拟上市公司丽人丽妆经营主体，无关联关系
8	MEILIDA INTERNATIONAL TRADING CO., LIMITED	香港公司/无公开信息	中介机构已访谈客户，无关联关系

标的公司股东及其实际控制人、董监高等与经销业务主要客户不存在关联关系。

## （二）经销收入的真实性、合理性，是否存在调节收入的情形

2018 年、2019 年标的公司经销业务收入细分如下：

单位：万元

业务类别	2019 年度	2018 年度
电商零售业务	12,178.44	1,264.25
渠道经销业务	10,591.64	7,840.78
小 计	<b>22,770.09</b>	<b>9,105.02</b>
占主营业务收入的比例	85.97%	66.49%

### 1、电商零售业务销售收入真实性、合理性

2018 年、2019 年标的公司电商零售业务收入占主营业务收入的比例分别为 9.23%、45.98%。该业务模式下，客户主要系通过第三方电子商务平台下单的终端消费者，其销售及结算过程均通过第三方平台实现，业务具有单次消费金额较小、消费者高度分散、结算方式主要通过第三方支付平台（支付宝、京东钱包）支付等特点，因此单个终端消费者对标的公司收入影响很小。

2018 年、2019 年标的公司前五大自营店铺零售业务收入情况具体如下：

年度	品牌	所属平台	排名	在对应平台上的店铺名称	收入
2019	ZIWI	天猫	1	ZIWI 旗舰店	4,750.18
			4	ZIWI 海外旗舰店	738.38
		京东	5	ZIWI 旗舰店	681.89
2019	DPC	天猫	2	DPC 海外旗舰店	3,041.88
			3	DPC 旗舰店	1,106.67
<b>2019 年前五大店铺合计</b>					<b>10,319.00</b>
2018	MSTC	天猫	1	mesoesthetic 海外旗舰店	486.81
2018	ZIWI	天猫	2	ZIWI 旗舰店	213.06
2018	ABC	京东	3	ABC 旗舰店	190.12
2018	片仔癀	京东	4	片仔癀旗舰店	146.63
2018	FREE	京东	5	Free 创化专卖店	78.78
<b>2018 年前五大店铺合计</b>					<b>1,115.40</b>

2018 年、2019 年标的公司前五大自营店铺占电商零售业务收入的比例分别为 88.23%、84.73%，针对自营店铺会计师及中介机构执行了以下核查程序：

(1) 取得标的公司与各品牌方签订的合同，检查标的公司是否取得品牌方电商零售业务的授权。

(2) 对标的公司与收入确认相关的信息系统数据源，如库存系统 E 店宝数据、支付宝京东钱包等账户对账单数据以及前端订单数据进行匹配，分析用户购买行为是否存在异常。

(3) 会计师取得 2018 年、2019 年主要供货品牌的采购金额，与主要供货品牌公司进行了对账及函证，经品牌供应商确认，2018 年、2019 年标的公司向品牌供应商的采购金额与标的公司账面金额核对一致。

(4) 2018 年末及 2019 年末，会计师对标的公司存货进行了监盘，对盘点差异进行汇总分析。

(5) 从第三方平台获取标的公司支付宝、京东钱包等账户的对账单，识别与收入相关的流水，与账面确认的通过第三方支付平台账户产生的收入核对一致。

(6) 会计师通过检查标的公司往来明细账、费用明细账，标的公司不存在大额、异常的非客户性质应收余额和异常的大额费用。

(7) 执行分析性程序

①对各年度各服务品牌收入、成本、毛利率进行波动分析，分产品进行收入、成本、毛利率波动分析；

②对各年度推广费占电商零售业务收入的比例进行同期比较分析；

③对快递费占电商零售业务收入的比例进行同期比较分析，并与同行业上市公司进行可比分析；

④对各年度退货及退货率进行分析；

经核查，标的公司电商零售业务收入的真实性不存在异常，不存在调节收入的行为。

## **2、对渠道经销业务收入真实性的核查**

2018年、2019年，标的公司渠道经销业务收入占主营业务收入的比例分别为57.25%、39.99%。针对渠道经销业务，会计师及中介机构主要采取了以下核查程序：

(1) 获取报告期内平台经销业务与主要合作客户的销售合同，审阅合同中与收入确认相关的重要条款，检查合同条款内容是否与业务实际结算方式相符，与企业收入确认政策是否匹配；

(2) 针对平台渠道经销业务，检查各期对账单或销售清单是否与账面收入确认金额一致；针对其他分销经销业务，抽样核查分销收入的原始凭证，核对原始凭证记载的数量、金额、验收时间等信息之间的一致性；

(3) 检查报告期各期销售订单是否完整，收入确认金额是否记录在准确的营业周期；

(4) 执行分析性程序，对各年度渠道经销业务收入、成本、毛利率进行波动分析；

(5) 向报告期内主要客户进行函证。

经核查，标的公司渠道经销业务的收入真实性不存在异常，不存在调节收入的行为。

综上，经核查，标的公司经销业务收入真实性不存在异常，未发现调节收入的情形。

二、结合标的公司经销模式特点，补充披露收入确认政策、确认时点、信用政策、是否与行业惯例一致，采用总额法或净额法确认收入的依据及合理性，是否符合企业会计准则的规定

(一) 标的公司经销模式项下收入确认政策及收入确认时点情况

标的公司经销业务可区分为电商零售业务和渠道经销业务。

在电商零售业务模式下，标的公司通过以自己的名义在天猫、京东等电商平台上开设的自营店铺直接向终端消费者销售商品。终端消费者在标的公司开设的品牌官方旗舰店、专卖店或专营店中选定商品、下达订单、支付货款后，标的公司订单管理系统从天猫、京东等电商平台获取已付款订单信息，经订单审核后，通知仓库进行配货、分拣、包装，再由物流公司派送至消费者。

在渠道经销业务模式下，标的公司向京东自营、唯品会等第三方平台销售，或向其他分销商销售。

标的公司各经销业务模式下的收入确认政策及确认时点如下：

业务模式	收入类型	收入确认政策及确认时点
经销业务	电商零售业务	收入确认原则为终端消费者在天猫平台或者京东等第三方平台上购买商品，公司将商品发货到消费者指定的收货地址，消费者收货后在天猫平台或者京东等第三方平台点击“确认收货”，公司于支付宝账户或者京东钱包等平台店铺对应的支付账户收到款项时，按收取的全部款项扣除售后退款、赔款等确认销售收入。
	平台渠道经销业务	获得品牌方分销业务授权，向第三方电商平台分销产品，直接客户为第三方电商平台。平台渠道经销业务存在委托代销与买断销售两种模式，委托代销系公司根据与第三方电商平台签订的协议，于收到代销清单时，按应向其收取的款项确认销售收入。买断销售模式下，公司根据协议向电商客户发出货物，公

业务模式	收入类型	收入确认政策及确认时点
		公司于收到第三方电商平台结算单时按应向其收取的款项确认销售收入。
	其他渠道经销业务	在将产品交付至客户并经客户验收后确认收入。

同行业公司收入确认政策和确认时点如下：

同行业公司	具体收入确认政策
壹网壹创	<p><b>(1) 品牌线上管理服务：</b>品牌线上管理服务指公司受品牌企业的委托，为其线上业务量身定制品牌形象塑造、产品设计策划、整合营销策划、大数据分析、视觉设计、精准广告投放、CRM 管理、售前售后服务、仓储物流等线上运营服务，公司根据服务效果向品牌方收取服务费用。品牌线上管理服务收入确认原则为依据合同约定，公司按当期品牌企业的线上销售金额和计算比例确认当期服务收入或根据合同约定，经品牌企业确认当期服务的内容和结果后，按其认可的金额确认当期服务收入。</p> <p><b>(2) 品牌线上营销服务：</b>品牌线上营销服务指公司受品牌企业的委托，除为其提供品牌线上管理服务外，还负责向终端消费者在天猫平台上推广和销售品牌方商品。品牌线上营销服务收入确认原则为终端消费者在天猫平台上购买商品，公司将商品发货至消费者指定的收货地址，消费者收货后在天猫平台点击“确认收货”，公司于支付宝账户收到款项时，按收取的全部款项扣除售后退款、赔款等确认销售收入。</p> <p><b>(3) 线上分销：</b>线上分销指公司获得品牌方分销业务授权，面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方 B2C 平台分销产品。线上分销收入按顾客不同分为平台客户和其他客户，平台客户按商品是否买断分两种收入确认方式，在商品非买断式模式下，平台客户分销收入确认原则为公司向商务平台发货，商务平台收货后，根据合同约定的对账方式，分期与公司核对销售情况，双方核对无误后，按合同约定的计算方法确认收入；在商品买断式模式下，平台客户分销收入确认原则为公司向商务平台发货，商务平台收货验收无误后确认收入；其他客户分销收入确认原则为客户先预付货款，公司安排发货，客户收货后确认收入。</p> <p><b>(4) 内容服务：</b>内容服务系指公司为品牌方就某项产品或活动提供营销策划方案，并把控整个方案的落地过程，帮助品牌方扩大品牌影响力、激发销售潜力，公司收取品牌推广服务费用。内容服务的收入确认原则为根据合同约定条款，为品牌企业提供推广服务，并出具结案报告，经品牌企业确认无误后确认收入。</p>
丽人丽妆	<p><b>(1) 销售商品包括零售收入和分销收入</b></p> <p><b>①零售收入：</b>消费者在电商平台上购买公司的商品，公司将商品发货至消费者指定的收货地址，在电商平台上确认收货后，公司支付宝账户会自动收到货款，并生成收款记录，公司每月根据支付宝对账单显示的收款金额和时点确认收入，并结转相应成本。</p> <p><b>②分销收入：</b>公司根据与品牌商签订的合同约定，将部分商品通过分销方式对外销售。公司分销销售在发货后确认收入。</p>

同行业公司	具体收入确认政策
	<p>③<b>寄售收入</b>：产品交付后,产品灭失风险由寄售方承担，产品所有权在寄售方销售给终端消费者时转移,收入按照每月寄售方提供的销售清单确认。</p> <p>(2) <b>提供劳务</b></p> <p>劳务收入系向品牌方提供电子商务营销运营服务收取的服务费。劳务收入在相关服务已经提供，相关收入及成本能够可靠计量，且与交易相关的经济利益能够流入本公司时确认收入。</p>
若羽臣	<p>(1) <b>线上代运营模式</b>：系指公司获得品牌方在电子商务领域的授权，在天猫平台、京东开放平台等第三方电商平台开设或运营品牌店，面向消费者进行商品销售。线上代运营模式下，公司与品牌方采用零售结算或服务费结算方式，分别形成零售收入或运营服务收入。①<b>零售结算方式</b>：公司在第三方电商平台开立店铺，公司于客户收到货物并且公司收到货款时，按收取的顾客订单金额确认销售收入。②<b>服务费结算方式</b>：公司在每月销售完成后按照双方约定的固定金额和/或按照双方确认的销售额扣除约定成本费用后的一定比例计算确认月度运营服务费收入。</p> <p>(2) <b>渠道分销模式</b>：存在委托代销与买断销售两种模式。①<b>委托代销</b>：公司根据与第三方电商平台签订的协议，于收到代销清单时，按应向其收取的款项确认销售收入。②<b>买断销售</b>：公司根据与第三方电商平台签订的协议向电商客户发出货物，公司于收到第三方电商平台结算单时按应向其收取的款项确认销售收入；公司根据与其他线上分销客户(通常为淘宝店主)签订的协议，于产品交付给对方且经对方签收后确认销售收入。</p> <p>(3) <b>品牌策划模式</b>，由公司与客户协商确定服务内容和范围并提交活动方案，于相关服务完毕并经客户确认后确认收入。</p>
杭州悠可	<p>公司业务为经销和品牌运营两种经营模式，为品牌商提供品牌重塑、互联网整合营销、店铺精细化运营、客户服务、仓储配送等全链路电商服务。</p> <p><b>经销模式</b>：电子商务经销分为平台自营(客户为最终消费者)与分销(客户为平台或分销商)。</p> <p>①<b>平台自营收入</b>：公司开立的支付宝等账户在顾客下订单时统一向顾客收取全部款项，并发出货物，公司于发货后按全部款项确认销售收入；由于公司销售的化妆品为标准化产品，公司几乎很少发生销售退回情况，公司平台自营收入按发货时确认收入符合收入确认方法。</p> <p>②<b>分销模式</b>存在买断销售与委托代销(视同买断方式)销售两种模式。买断销售收入确认方法为于商品已实际交付后，取得收款权利时确认销售收入；委托代销(视同买断方式)与受托方签订合同，根据受托方开具代销清单双方核对一致后确认销售收入。</p>

综上，标的公司报告期收入确认政策和收入确认时点和依据与同行业公司不存在重大差异，符合行业惯例。

## (二) 标的公司经销模式对主要客户的信用政策

标的公司电商零售业务由消费者将货款支付至互联网支付平台，标的公司发出商品，消费者收到货物，标的公司于收到货款时确认收入，该业务项下期末无应收账款。

标的公司渠道经销业务包括平台经销和其他分销经销，主要客户的信用政策如下：

### 1、主要平台渠道经销业务客户信用政策

报告期内，标的公司与平台渠道经销业务主要客户信用政策如下：

客户名称	平台	结算方式	信用政策
北京京东世纪贸易有限公司	京东自营	已到结算期的应付款扣除逾期未付的降价款、退货款、商业折扣、退残款以及其他应支付的款项后的余额为准，确认在京东供应链协同平台出具结算清单	自标的公司产品入库之日起 60 天后结算，7 个工作日支付货款
唯品会（中国）有限公司	唯品会	每月逢 2 号、12 号、22 号提供《进度款账单》（2 号出上月 21 日-31 日，12 号出本月 1 日-10 日，22 号出本月 11 日-20 日），进度款结算比例为已销售金额的 60%（其他）或 80%（化妆品），每月 22 日出上月《月结账单》	收到货款结算五日内提出异议，无异议的按照货款金额开票确认，唯品会自收到发票确认无误后五个工作日支付货款
欣橙（上海）信息科技有限公司	波奇网	经销商按照采购订单约定金额与标的公司进行结算	款到发货

### 2、主要其他分销渠道经销业务客户信用政策

报告期内，标的公司与其他分销渠道经销业务主要客户信用政策如下：

客户名称	信用政策
杭州正辉电子商务有限公司	采购方预付 20%，确认收货后 1 个月内结清剩余款项
江苏曼妮娜化妆品有限公司	款到发货
杭州一加一品牌管理有限公司	将货品交付至客户方，客户确认货品数量后，自收到货品后 3 个工作日内支付。
上海丽人丽妆化妆品股份有限公司	预付货款 50%，采购方收到货物并确认验收后 3 个工作日内支付剩余 50% 货款
MEILIDA INTERNATIONAL TRADING CO., LIMITED	货到付款，分 2 次结清

综上，标的公司经销业务的信用政策符合行业惯例。

### **（三）采用总额法或净额法确认收入的依据及合理性，是否符合企业会计准则的规定**

#### **1、收入会计准则规定**

根据《企业会计准则第 14 号-收入》（财会〔2017〕22 号）第三十四条规定：企业应当根据其在向客户转让商品前是否拥有对该商品的控制权，来判断其从事交易时的身份是主要责任人还是代理人。企业在向客户转让商品前能够控制该商品的，该企业为主要责任人，应当按照已收或应收对价总额确认收入；否则，该企业为代理人，应当按照预期有权收取的佣金或手续费的金额确认收入，该金额应当按照已收或应收对价总额扣除应支付给其他相关方的价款后的净额，或者按照既定的佣金金额或比例等确定。

企业向客户转让商品前能够控制该商品的情形包括：（1）企业自第三方取得商品或其他资产控制权后，再转让给客户；（2）企业能够主导第三方代表本企业向客户提供服务；（3）企业自第三方取得商品控制权后，通过提供重大的服务将该商品与其他商品整合成某组合产出转让给客户。

在具体判断向客户转让商品前是否拥有对该商品的控制权时，企业不应仅局限于合同的法律形式，而应当综合考虑所有相关事实和情况，这些事实和情况包括：（1）企业承担向客户转让商品的主要责任；（2）企业在转让商品之前或之后承担了该商品的存货风险；（3）企业有权自主决定所交易商品的价格；（4）其他相关事实和情况。

#### **2、标的公司经销业务收入采取总额法的合理性**

标的公司从事的电子商务经销业务是指获得品牌企业或其授权代理商在电子商务领域部分或全部渠道的授权，由标的公司向品牌企业采购产品，产品采购后，产品的控制权及所有权归标的公司所有，在授权范围内以自己名义在第三方电商平台上开设店铺向终端消费者销售，或向京东自营、唯品会等第三方电商平

台和其他分销商等销售商品。标的公司有权自主选择供应商，并根据业务模式，自主选择客户并自主定价。

综上，标的公司采用总额法确认收入符合《企业会计准则》的规定。

### 三、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：标的公司股东及其实际控制人、董监高等与经销业务主要客户不存在关联关系。标的公司经销业务收入真实性不存在异常，未发现调节收入的情形，具备合理性。标的公司的收入确认政策、收入确认时点符合行业惯例。标的公司采用总额法确认收入符合《企业会计准则》的规定。

### 四、关于重组标的的经营及行业事项

问题 11.报告书显示，标的公司主要从事电子商务品牌代运营及营销业务和经销业务。请公司分业务板块补充披露说明：（1）各业务板块的主要签约品牌客户情况、签约时间、合作期限、代运营业务具体负责范围及考核标准、经销模式下品牌代理的具体销售范围、获取品牌签约的渠道和方式、公司目前业务合作的品牌方是否与股东存在关联关系、是否能够保持相关授权代理、运营和经销的品牌客户稳定性；（2）标的公司为原股东桂发祥网上商铺提供代运营服务，本次桂发祥出售公司股权后是否影响双方之间的后续业务事项；（3）详细说明标的公司各业务板块的主要收费模式和收费标准、品牌方是否提出相关考核标准、与同行业相比情况、不同业务模式下的收入确认方式；（4）结合同行业其他主要公司的运营模式、数据分析能力及相关研发投入、专业人才团队配备、获客渠道和标的公司的市场份额占用率等情况，说明标的公司在同行业中的主要竞争力所在和市场地位情况，是否持续稳定经营能力；（5）结合不同业务模式下公司与客户签约情况、行业发展情况等，具体说明相关业绩承诺实现的合理性及公司未来的持续经营能力。请财务顾问发表意见。

回复：

一、各业务板块的主要签约品牌客户情况、签约时间、合作期限、代运营

业务具体负责范围及考核标准、经销模式下品牌代理的具体销售范围、获取品牌签约的渠道和方式、公司目前业务合作的品牌方是否与股东存在关联关系、是否能够保持相关授权代理、运营和经销的品牌客户稳定性

(一) 各业务板块主要签约品牌客户具体情况

截至本核查意见出具日，昆汀科技电子商务经销业务、品牌代运营及营销业务两大板块签约的主要品牌客户情况具体如下：

1、电子商务经销业务

序号	授权/签约主体	品牌名称	品牌图标	所属类目	授权经销范围	开始合作/签约时间及合作期限
1	福建片仔癀电子商务有限公司	片仔癀		美妆	片仔癀系列产品，网络电子商务渠道	自 2014 年开始合作，授权期限至 2020.12.31
2	佛山市爱碧斯健康护理实业有限公司	ABC、Free		日化用品	“ABC”系列女士个人护理用品、“飞”系列女士个人护理用品、“ABC’s BB”系列产品、“ABC”护理液系列产品、“ABC”、“EC”、“易洁”湿巾系列产品，唯品会、网易考拉、聚美优品，贝贝网，卷皮，折 100 等渠道	自 2017 年开始合作，协议期限至出现法定或协议约定解除事由时，一方以法律规定或协议约定书面提出解除协议之日起终止
3	Luqa Ventures Co., Limited	美斯蒂克		美妆	美斯蒂克产品，线上渠道（含美斯蒂克天猫国际旗舰店）	自 2017 年开始合作，授权期限至 2020.12.31
4	ZIWI LIMITED	ZIWI		宠物	ZIWI 宠物口粮，线上天猫、天猫国际、京东、小红书、微信、网易考拉旗舰店（其余后续双方可协商），线上宠物垂直网站、天猫直营、京东自营、网易考拉直购等渠道	自 2018 年开始合作，协议期限至 2021.3.31
5	BEAUTY ABSOLUTE CO., LTD	多魅诺		美妆	多魅诺品牌的所有产品，中国独占销售	自 2018 年开始合作，协议期限至 2021.3.19
6	DIMA CORP SA	SURFACE		美妆	Laboratoires Surface 实验室全系列产品，中国区域内（含港澳台）独家经销	自 2018 年开始合作，协议期限至 2021.4.30
7	MSCOCO., LTD	DPC		美妆	DPC 品牌全系列产品，线上天猫国际渠道、线上天猫渠道	自 2019 年开始合作，协议期限至 2021.7.31

序号	授权/签约主体	品牌名称	品牌图标	所属类目	授权经销范围	开始合作/签约时间及合作期限
8	M&A Enterprise Global Limited	Little Twig		母婴	Little Twig 品牌产品，中国区域内（不包含澳门台湾地区）线上独家经销商	自 2019 年开始合作，协议期限至 2022.1.31
9	RIYA HOME (HOLDING) LIMITED	施妮薇		美妆	NAMULIFESNAILWHITE 品牌产品，中国范围内（不含港澳台地区）的全国总代理，线上线下渠道独家代理销售权（免税店、聚美以及品牌方已授权的微商代理除外）	自 2019 年开始合作，协议期限至 2022.1.31
10	艺星生物科技有限公司	Yestar 艺星		美妆	Yestar 艺星化妆品，授权为唯品会、未来集市、云集渠道独家代理，同时授权为天猫、京东、淘宝分销、网红店分销渠道代理	自 2019 年开始合作，协议期限至 2022.12.31
11	江苏华庆农业发展有限公司	妙语		食品	妙语品牌产品，中国区域内线上渠道（天猫旗舰店、阿里健康、京东 POP 旗舰店除外），许可在天猫开设品牌专卖店	2020 年新增，协议期限至 2022.12.31
12	株式会社 BPC ホールディングス	BPC		美妆	BPC 品牌化妆品，天猫、达令家、洋码头、考拉、贝店、斑马会员、京东、小红书、唯品会、云集、淘宝分销等渠道唯一经销商	2020 年新增，协议期限至 2023.4.9
13	Yappy Pets Pte Ltd	HappiDoggy		宠物	HappiDoggy 品牌，中国范围内网络渠道总代理商	2020 年新增，授权期限至 2020.12.31
14	香港因美贸易有限公司	Dropbeat 心跳节拍		日化用品	心跳节拍中国全渠道独家总代理	2020 年新增，协议期限至 2023.4.12

## 2、电子商务代运营及营销业务

序号	客户名称	品牌名称	品牌图标	所属类目	具体代运营店铺及所属平台	服务范围	考核标准	开始合作/签约时间及合作期限
1	福建片仔癀电子商务有限公司	片仔癀		美妆	片仔癀官方旗舰店-天猫	店铺开发、页面设计、商品上架等	有，未达到销售目标，品牌方有权终止	自 2014 年开始合作，协议期限至 2020.12.31
2	天津桂发祥食品销售有限公司	桂发祥		食品	桂发祥十八街旗舰店-天猫	店铺定位、客服服务、营销活动策划、店铺运营推广	无	自 2018 年开始合作，协议期限至 2020.12.31

序号	客户名称	品牌名称	品牌图标	所属类目	具体代运营店铺及所属平台	服务范围	考核标准	开始合作/签约时间及合作期限
						等		
3	杭州迅含贸易有限公司	APDC		宠物	apdc 旗舰店-天猫、apdc 旗舰店-京东	网络销售、推广、客户售前售后服务、店铺装修及优化、日常维护等	无	自 2019 年开始合作，协议期限至 2020.8.31
4	东莞市百营贸易有限公司	MicrocynAH (麦高臣)		宠物	microcynah 旗舰店-天猫	网络销售、推广、客户售前售后服务、店铺装修及优化、日常维护等	无	自 2019 年开始合作，协议期限至 2021.8.31
5	深圳市伊美网络科技有限公司	柏氏		美妆	柏氏化妆品旗舰店-天猫	网络销售、推广、客户售前售后服务、店铺装修及优化、日常维护等	无	2020 年新增，协议期限至 2020.12.31
6	杭州驭食记传媒有限公司	Monge		宠物	Monge 宠物食品旗舰店-天猫	网络销售、推广、客户售前售后服务、店铺装修及优化、日常维护等	无	2020 年新增，协议期限至 2021.12.31
7	上海杰彩化妆品销售有限公司	丝精		日化用品	丝精化妆品旗舰店-天猫	店铺运营、推广、装修、售前、发货、售后等	有，未达到销售保底目标且昆汀科技选择不购买差额产品，则客户有权终止合作	2020 年新增，协议期限至 2025.3.25
8	购运动(厦门)网络技术有限公司	匹克		运动	匹克官方旗舰店-天猫	直播营销推广服务	无	2020 年新增，协议期限至 2020.12.31

序号	客户名称	品牌名称	品牌图标	所属类目	具体代运营店铺及所属平台	服务范围	考核标准	开始合作/签约时间及合作期限
9	郑州一袋蜜菓果品有限公司	果树袋袋		食品	果树袋袋官方店-天猫	网络销售、推广、客户售前售后服务、店铺装修及优化、日常维护等	无	2020年新增，协议期限至2020.12.31
10	江苏华庆农业发展有限公司	妙语		食品	妙语官方旗舰店-京东	网络销售、推广、客户售前售后服务、店铺装修及优化、日常维护等	无	2020年新增，协议期限至2022.12.31

## （二）获取品牌签约的渠道和方式

昆汀科技作为国内领先的一站式电子商务服务供应商之一，经过多年发展，凭借优异的服务质量、丰富的线上店铺代运营经验、知名品牌转型推广方案得到了客户的充分信任和认可。在为品牌方提供优质、专业化的线上店铺运营、品牌营销推广、产品销售服务基础之上，标的公司更是凭借自身积累的行业服务经验、优质渠道资源及信息挖掘和分析能力，从长期品牌建设运营和短期销售转化两方面不断提升对品牌方的增值服务质量、增强粘性。经过多年深耕，昆汀科技在美妆、宠物口粮、日化用品及休闲食品领域的知名度显著提升，形成了良好的市场口碑和企业形象。

基于在电商服务行业多年积累的市场资源和影响力，昆汀科技主要通过线下商务拓展、现有客户等合作方推荐、第三方电商平台官方推介等方式接洽、开拓新品牌。针对不同业务板块合作品牌的特点，昆汀科技采取了不同的拓展策略：①产品经销模式的合作品牌主要为尚未触网或尚需系统性开展线上销售的传统生产企业、尚需开拓国内线上销售渠道的国外知名品牌及新晋品牌，以及需就现有线上销售渠道和服务商进行优化和更替的企业。此类品牌企业更加重视电商服务供应商的销售渠道资源及品牌定位、渠道规划和产品推广、销售能力，标的公司依托自身长期运营积累的渠道资源和已有优势类目的口碑和资源，主要通过线下商务拓展、现有客户等合作方推荐等方式获取新品牌授权。②代运营及营销服

务模式的合作品牌主要为已在第三方平台开设官方店铺，但尚未自建线上运营团队或自身线上运营经验不足的企业，或是拟就现有店铺运营服务商进行整合、更替的企业，或是需要就品牌形象、产品包装等进行整体设计策划、营销推广的企业。此类品牌企业更加重视电商服务供应商的网店运营能力、营销方案策划能力，标的公司主要基于品牌官方旗舰店运营经验及成功推广案例，通过线下商务拓展、第三方电商平台官方推介标的公司及经典合作案例、现有客户等合作方推荐等方式获取新品牌客户。

### **（三）目前业务合作的品牌方是否与股东存在关联关系**

标的公司目前合作的品牌方由历史合作品牌方和新增品牌方两部分组成。对于报告期主要合作品牌方，根据访谈、公开信息查询及客户、供应商出具的无关联关系承诺书，除客户天津桂发祥食品销售有限公司为标的公司现有股东桂发祥之全资下属子公司外，标的公司股东与相关合作品牌方之间不存在关联关系。对于新增合作品牌方，根据公开查询信息及标的公司实际控制人方贺兵、方林宾及刘佳东出具的声明，标的公司股东与相关合作品牌方之间不存在关联关系。

综上，截至本核查意见出具日，除客户天津桂发祥食品销售有限公司为标的公司现有股东桂发祥之全资下属子公司外，标的公司目前合作品牌方与标的公司股东之间不存在关联关系。

### **（四）是否能够保持相关授权代理、运营和经销的品牌客户稳定性**

昆汀科技作为集直营零售、渠道分销、品牌传播及运营等为一体的专业化电商服务供应商，已具备经营较为丰富的电商运营团队，较高的渠道规划、品牌推广和产品销售能力以及专业的客户服务能力，赢得了美妆、日化、宠物等优势领域客户的信任与认可。报告期内，标的公司与主要合作品牌片仔癀、ABC、ZIWI等均保持了稳定合作关系。

同时，标的公司通过积极拓展多元化分销渠道、不断强化电子商务服务解决方案能力、服务交付能力以及市场推广能力等方式提升与品牌方的粘性、增强与品牌方的长期稳定合作关系。

综上，标的公司能够为品牌方提供一站式电商服务，保持相关授权代理、运

营和经销的品牌客户稳定性。

## 二、标的公司为原股东桂发祥网上商铺提供代运营服务，本次桂发祥出售公司股权后是否影响双方之间的后续业务事项

桂发祥于 2017 年 11 月投资入股昆汀科技，旨在借助昆汀科技在店铺代运营方面的经验和资源，加快自身电商业务布局，实现线上渠道销售的加速增长，从而建立线上、线下两翼齐飞的立体营销网络，助力发展。报告期内，昆汀科技为桂发祥在天猫平台开设的桂发祥十八街旗舰店提供店铺代运营及营销推广服务，实现销售收入 350.50 万元、661.38 万元，占各期营业收入比例分别为 2.53%、2.49%，占比较低。

本次桂发祥出售标的公司股权不会对标的公司正在为桂发祥提供的代运营服务造成影响，双方仍将按照 2020 年 4 月 10 日签署的《桂发祥十八街旗舰店代运营服务合作合同》约定，在有效期（2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日）内继续进行业务合作。此外，考虑到标的公司来源于桂发祥的收入占比较低，即使双方在本次桂发祥出售股权后不再继续合作，亦不会对标的公司的正常业务经营造成重大不利影响。

## 三、详细说明标的公司各业务板块的主要收费模式和收费标准、品牌方是否提出相关考核标准、与同行业相比情况、不同业务模式下的收入确认方式

### （一）标的公司各业务板块的主要收费模式和收费标准、品牌方是否提出相关考核标准、与同行业相比情况

标的公司主要从事电子商务代运营及营销业务和产品经销业务。A 股市场与标的公司从事同类业务的已上市及拟上市企业主要有杭州壹网壹创科技股份有限公司（以下简称“壹网壹创”）、上海丽人丽妆化妆品股份有限公司（以下简称“丽人丽妆”）、广州若羽臣科技股份有限公司（以下简称“若羽臣”）。

标的公司各业务板块收费模式和收费标准、品牌方相关考核标准与同行业可比公司的对比情况具体如下：

标的公司	同行业可比公司
------	---------

业务板块名称	收费模式	收费标准	品牌方考核标准	壹网壹创	丽人丽妆	若羽臣
品牌代运营业务	就所提供的代运营服务，向品牌客户收取：①固定基础服务费；②销售提成费；或③固定基础服务费加销售提成费	标的公司基于品牌成熟度、产品类目及定位等因素，综合确定具体收费模式。其中，固定基础服务费主要根据测算所需投入的运营、设计策划、客服及其他人员工资和具体代运营服务范围与品牌方协商确定；销售提成费的具体比例主要根据品牌方的利润率、同类目行业平均报价水平与品牌方协商确定	个别品牌方设置店铺销售目标，未达到则有权终止合作	品牌线上管理服务：根据线上销售情况和双方约定的比例向品牌方收取服务费用，具体服务费率因品牌所属类目、品牌知名度和业务体量等存在差异	品牌营销服务：一般包括固定服务费及与销售业绩挂钩的浮动服务费	线上代运营业务-服务费模式：固定服务费、提点服务费、固定加提点服务费
品牌营销推广业务	就所提供的营销推广服务，向品牌客户收取相应的服务费	标的公司根据客户具体营销推广需求及预算，并结合项目预计人工、媒介采买等成本支出及预期毛利率等作出初步报价，并与客户协商确定最终服务价格	无	内容服务：为品牌方提供策划方案及执行服务，收取服务费	品牌运营服务：为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务，收取服务费	品牌策划业务：首先基于项目预计成本支出和预计项目毛利范围并结合客户预算提出报价，经客户同意并执行后由双方根据确切的活动执行方案确定最终的合同定价
电商零售业务	将自品牌方或其授权代理商采购的产品销售给终端消费者，向终端消费者收取货款	标的公司根据产品及自营店铺定位、平台促销活动等，在品牌方或其授权代理商约定的基础指导价格范围内，确定产品的线上零售价格	无	品牌线上营销服务：向品牌方采购产品销售给终端消费者，以此赚取服务差价	电商零售业务：主要根据品牌方指导价格，确定产品面向线上终端消费者的零售价格	线上代运营业务-零售模式：基于品牌方授权运营自营店铺并面向C端消费者销售商品
渠道经销业务	将自品牌方或其授权代理商采购的产品销售给平台渠道客户、下游分销商，向平台渠道客户、下游分销商收取货款	标的公司根据平台渠道客户、下游分销商采购规模及合作方式、合作期限等，在品牌方或其授权代理商约定的基础指导价格范围内，确定向平台渠道客户、下游分销商的销售价格	无	线上分销服务：基于品牌方分销业务授权，面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方B2C平台分销产品	其他（包含分销和寄售模式）	渠道分销业务：基于品牌方的分销授权，向其采购商品后销售至分销商

经公开查询，同行业可比公司壹网壹创、丽人丽妆和若羽臣均未披露品牌方考核标准；壹网壹创和丽人丽妆未披露具体收费标准。根据已披露信息，标的公司与同行业可比公司对相似业务的命名方式存在差异，但对于同一业务板块，标

的公司的收费模式和标准与同行业可比公司不存在较大差异。

## （二）标的公司不同业务模式下的收入确认方式

标的公司主要从事电子商务代运营及营销业务和经销业务。其中，经销业务收入确认方式详见本核查意见“第 10 题”之“二、结合标的公司经销模式特点，补充披露收入确认政策、确认时点、信用政策、是否与行业惯例一致，采用总额法或净额法确认收入的依据及合理性，是否符合企业会计准则的规定”之“（一）标的公司经销模式项下收入确认政策及收入确认时点情况”；电子商务代运营及营销业务的收入确认方式如下：

业务模式	收入类型	收入确认政策及确认时点
代运营及营销业务	代运营业务	每月销售完成后按照双方约定的固定金额和/或按照双方确认的销售额的一定比例计算确认月度运营服务费收入。
	营销推广业务	收入确认原则为根据合同约定条款，为品牌企业提供推广服务，并出具结案文件，经品牌企业确认无误后确认收入。

四、结合同行业其他主要公司的运营模式、数据分析能力及相关研发投入、专业人才团队配备、获客渠道和标的公司的市场份额占用率等情况，说明标的公司在同行业中的主要竞争力所在和市场地位情况，是否具有持续稳定经营能力

（一）同行业其他主要公司的运营模式、数据分析能力及相关研发投入、专业人才团队配备、获客渠道和标的公司的市场份额占有率等情况

目前，国内电子商务服务市场集中度较低，呈现充分竞争的市场格局。同行业业务规模较大的可比企业主要有 A 股上市公司壹网壹创、A 股拟上市企业丽人丽妆和若羽臣。标的公司和同行业可比公司的业务运营模式、数据分析能力及相关研发投入、专业人才团队配备、获客渠道、市场份额占有率等情况具体如下：

项目	标的公司	壹网壹创	丽人丽妆	若羽臣
业务模式	从事品牌代运营业务、营销业务、电商零售业务和渠道经销业务。其中，电商零售业务和渠道经销业务为主要收入来源	提供品牌线上管理服务（类似昆汀科技代运营业务）、内容服务、品牌线上营销服务（类似昆汀科技电商零售业务）和线上分销服务。其中，品牌	从事电商零售业务和提供品牌营销运营服务（类似昆汀科技代运营及营销业务）。其中，电商零售业务为主要收入来源，2018 年占比为	从事线上代运营业务-服务费模式（类似昆汀科技代运营业务）、线上代运营业务-零售模式（类似昆汀科技电商零售业务）、品牌策划业务和渠道分销业务。其中，

项目	标的公司	壹网壹创	丽人丽妆	若羽臣
		线上业务为主要收入来源, 2018 年占比为 84.3%	92.55%	线上代运营业务和渠道分销业务为主要收入来源, 2018 年占比为 91.49%
优势类目	美妆、日化用品、宠物口粮及用品、休闲食品等	合作品牌集中在美妆、日化领域	合作品牌集中在美妆领域	合作品牌集中在母婴、个护、美妆、保健品领域
主要品牌	片仔癀、ABC、ZIWI	百雀羚、伊丽莎白雅顿	美宝莲、兰蔻、汉高	美赞臣、健合
主要运营平台	天猫、京东、唯品会、天猫国际、波奇网、考拉等	天猫、唯品会、小红书	主要集中于天猫	天猫、京东、唯品会、小红书、考拉等
数据分析能力	标的公司数据分析能力主要体现在: 1、通过市场数据的搜集和趋势预判, 发掘具有市场潜力的产品品类, 结合数据调研和品牌特征, 锁定目标品牌, 向品牌方提供市场拓展一揽子解决方案, 并阶段性反馈总结; 2、通过 CRM 系统进行客户管理, 通过客户数据分析, 优化选品组合, 设计规划套装产品等, 以不断优化店铺整体体验	能从销售情况出发挖掘并整理得出市场实时数据, 通过分析产出报告并反馈给品牌, 引导品牌产品开发和市场推广的决策与应用, 实现数据分析到决策和应用的一站式服务	积累和沉淀了庞大而有效的用户消费数据, 自行研发了 BI 商业智能分析系统、大数据存储处理系统和 CRM 客户忠实度管理系统, 为品牌运营提供数据支持及策略建议, 主要体现在产品选择和销售策略方面、消费者洞察和精准营销方面、CRM 及会员运营方面	已建立涵盖流量管理、商品管理、用户体验管理、客户关系管理等环节的数据挖掘和应用体系, 通过对业务运营数据加以整合利用, 从而更好地掌握目标客群用户画像, 为媒介资源精准投放提供依据, 亦能够实时监控电商店铺产品的销售、评分情况, 据此进行店铺动线优化、货架优化、文案优化等, 形成基于消费者洞察的精细化运营
研发投入	2018 年及 2019 年无研发费用归类列示	2018 年无研发费用归类列示, 2019 年研发费用 309.75 万元	2018 年研发费用 2,238.97 万元, 2019 年 1-6 月研发费用 645.97 万元	2018 年研发费用 2,481.62 万元, 2019 年 1-9 月研发费用 1,748.76 万元
专业人才团队配备	截至 2020 年 5 月 31 日, 员工总人数为 302 人, 其中硕士及以上占比 0.66%、本科占比 32.78%、大专及以下占比 66.56%	截至 2019 年 6 月 30 日, 员工总人数为 823 人, 其中硕士及以上占比 1.46%、本科占比 35.97%、大专及以下占比 62.54%	截至 2019 年 6 月 30 日, 员工总人数为 862 人, 其中硕士及以上占比 6.26%、本科占比 47.33%、大专及以下占比 46.41%	截至 2019 年 9 月 30 日, 员工总人数为 710 人, 其中硕士及以上占比 1.55%、本科占比 52.68%、大专及以下占比 45.77%
获客渠道	通过线下商务拓展、现有客户等合作方推荐、第三方电商平台官方推介等方式接洽新品牌	通过品牌方邀请、公司业务人员拜访等方式接触新的品牌	通过接受品牌方邀请、主动拜访、参加行业展会等方式, 与潜在合作品牌建立初步接洽	品牌商/分销商等合作方推荐、电商平台推荐、现有客户延展推荐、展会承揽、商务预约等方式与品牌进行接触
收入规模	2018 年营业收入 1.38 亿元, 2019 年营业收入 2.66 亿元	2018 年营业收入 10.13 亿元, 2019 年营业收入 14.51 亿元	2018 年营业收入 36.15 亿元, 2019 年 1-6 月 16.57 亿元	2018 年营业收入 9.31 亿元; 2019 年 1-9 月 6.28 亿元
行业地位	2019 年下半年天猫五星级运营服务商	2019 年下半年天猫六星级运营服务商	2019 年下半年天猫六星级运营服务商	2019 年下半年天猫五星级运营服务商

项目	标的公司	壹网壹创	丽人丽妆	若羽臣
市场份额占有率	标的公司所处细分行业为电子商务服务业，目前尚无权威第三方发布的市场占有率及行业排名信息。根据商务部发布的《中国电子商务报告 2018》，2018 年中国电商代运营市场规模达 9,623 亿元。我国电子商务服务行业市场规模庞大，目前市场集中度相对较低，标的公司及同行业头部企业收入规模均远小于市场整体规模，市场份额较低			

从上述对比可以看出，各公司在业务模式、获客渠道方面具有相似性，但在其它方面具有一定的差异和侧重点，各有优势和不足，具体如下：

在业务模式及获客渠道方面，各公司的业务模式相似，均涉及品牌代运营、品牌营销及品牌经销业务；各公司获客渠道方式相似，不存在明显差异。

在产品品类方面，若羽臣集中于美妆、个护和母婴等领域，壹网壹创和丽人丽妆更专注于美妆领域，而标的公司除美妆外，已发展和成功开拓宠物口粮、日化用品、休闲食品等优势类目，品类相对广泛。

在合作品牌成熟度方面，壹网壹创、丽人丽妆和若羽臣主要为国内外一线品牌提供电商服务，一线品牌自带流量，更注重店铺代运营和产品展示能力，而标的公司合作品牌不仅包括国内外知名品牌，还不断开拓挖掘国外新晋品牌，通过自身出色的品牌孵化能力，带领品牌由“0”发展至“1”，与品牌客户共同成长、深度绑定。

在平台渠道方面，壹网壹创、丽人丽妆和若羽臣主要集中于天猫、唯品会等平台，而标的公司除天猫、唯品会外，已与京东建立了长期合作关系，同时也不断积累波奇网、云集、小红书、环球捕手等新兴渠道资源。

在数据分析能力及研发投入方面，丽人丽妆和若羽臣的数据分析能力相对更全面、研发费用也相对更多；标的公司数据分析能力主要体现在产品品类挖掘、CRM 客户管理方面，报告期内无研发费用归类列示，与上述数据分析能力相关的支出包含在管理费用或销售费用中。

在专业人才团队配备方面，标的公司本科及以上学历员工占比较之壹网壹创相对接近，丽人丽妆和若羽臣本科及以上学历员工占比相对更高。

在收入规模、行业地位及市场占用率方面，标的公司处于快速发展期，收入规模较之同行业上市及拟上市企业规模相对小；标的公司与若羽臣同属于天猫五

星级运营服务商，壹网壹创和丽人丽妆属于天猫六星级运营服务商；电子商务服务市场规模庞大，市场集中度相对较低，标的公司及可比公司收入规模均远小于市场整体规模，市场份额均较低。

## **（二）标的公司在同行业中的主要竞争力所在和市场地位情况，是否具有持续稳定经营能力**

### **1、较为突出的行业地位优势**

昆汀科技自设立以来一直专注于电子商务服务行业，经过多年深耕和积淀，目前已成为业内知名的电子商务综合服务商，为国内领先电商服务提供商之一。根据天猫服务商官网发布的 2019 年下半年天猫星级运营服务商名单，运营服务商合计 1,185 家，其中六星级服务商共 9 家（含壹网壹创、丽人丽妆）、五星级服务商共 45 家（含若羽臣），标的公司被评为五星级服务商。一方面，体现了标的公司出色的店铺运营能力、品牌营销能力、消费者运营能力、渠道运营能力、新零售运营能力；另一方面，更是电商平台、品牌方、消费者等对标的公司实力和行业地位的认可。

此外，多年的电商服务经验使标的公司在前述领域内积累了较为丰富的运营经验、渠道资源，标的公司凭借对已有优势类目的深度了解和专业化视角，以及出色的品牌孵化能力、运营能力和营销推广能力，与品牌方建立了良好的合作关系，成为深受品牌方信赖的电子商务服务商。

### **2、全面的品牌孵化与运营能力**

基于多年运营积累的用户消费数据及品牌线上店铺运营及推广经验，标的公司通过 CRM 客户管理平台进行深度挖掘分析，并通过市场测试反馈等方式及时了解终端用户需求，实现对目标消费群体的精准识别，从而能够以个性化和智能化的广告推送方式，对新品牌和新产品进行推广，为品牌商品牌重塑、转型及新产品开发提供优质服务。标的公司有满足品牌商对于短期品牌重塑、转型、效果转化及长期品牌建设的双重需求，具有较强的品牌孵化及运营能力。

标的公司成立至今，已成功帮助多个品牌实现孵化、转型目标。以霸王为例，标的公司在为其提供天猫店铺代运营服务的同时，对品牌视觉和店铺视觉进行了

年轻化改造，以适应年轻群体的审美，助力品牌实现转型升级。标的公司凭借出色的线上运营能力，使品牌粉丝数大幅提升，成功达到当年同类目 Top 10 国货第二名。



### 3、创新的营销推广能力

标的公司运营团队具有较为丰富的电商运营经验，能够为品牌方提供品牌定位、产品规划、营销推广、产品销售等一揽子电子商务解决方案。在数据化营销的基础上，标的公司擅于利用多种营销策略的创新优化组合实现品牌传播和消费者粘性增强的目的。标的公司营销手段包括：①及时运用互联网的热点事件进行二次营销；②创新性的趣味营销；③多渠道工具运营，通过在微信公众号、微博等渠道与消费者互动，获取品牌新粉丝，提升消费者品牌忠诚度；④与知名网红合作，通过直播方式进行营销；⑤搭售式营销，销售高性价比产品的同时向消费者推荐其他产品，不断扩大消费者的购物范围。

以卫龙为例，标的公司推出苹果风包装设计方案，通过白色单色包装，创意性页面设计、框架结构、文案描述和构图排版等元素展示品牌特有风格，将食品与高科技元素相结合，颠覆大众对辣条的普遍认知。从零起步，标的公司成功提升卫龙天猫官方旗舰店销售额，将卫龙打造成为中国辣条第一品牌。标的公司所策划的卫龙营销案例成为年度经典案例，入选天猫实战攻略。



#### 4、产品品类开发和品牌挖掘能力

标的公司制定了差异化的产品品类发展策略，在业务发展初期优先拓展日化用品、休闲食品、美妆、美容仪器等领域，打造自身优势运营类目，并逐渐建立竞争优势。2018 年下半年，标的公司在进一步深耕已有优势品类基础上，依托积累的开发和运营经营，不断挖掘国外知名品牌及新晋品牌，布局宠物口粮领域。目前，借助长期积累形成的产品品类开发和品牌挖掘能力，标的公司不断积极开拓，延伸至宠物清洁用品、运动服饰、保健食品等领域，与行业龙头企业形成差异化竞争。

#### 5、资源整合和跨平台运营能力

在多年运营过程中，标的公司积累了较为丰富的平台、渠道资源，具备较强的资源整合和跨平台运营能力。截至目前，标的公司合作线上电商渠道包括天猫、京东、唯品会、苏宁易购等；新零售渠道包括阿里零售通、京东新通路等；社交电商渠道环球捕手、拼多多等。一方面，标的公司可基于具体平台、渠道的访问消费者群体、收费方式和运作要求，同时结合品牌企业目标受众等，为其平台选择、差异化电子商务运营等提供解决方案，有效扩大传统企业在电子商务渠道的覆盖范围和影响力。另一方面，多平台、渠道运营所积累的经验及交易数据能够为标的公司具体品类产品的平台选择或具体平台产品开发、产品上架、销售推广等提供资源积累。

#### 6、服务拓展和行业趋势捕捉能力

标的公司在服务品质和服务范畴上具有较强的持续拓展能力，在店铺代运营、产品推广销售基础上，孵化出内容创作、新媒体营销、节日活动策划、电商直播

等特色服务，为品牌客户提供差异化定制增值服务。

## 产品+品牌+内容

ONE-STOP BRAND OPERATION SERVICE PROVIDER





合作类型

- 01 品牌旗舰店基础平台活动
- 02 特色引流定制款产品方案
- 03 创意策划+视觉设计
- 04 文案策划、视觉呈现、产品拍摄、pk方案
- 05 微博、微信内容运营

主要成就

- 01 亿滋x京东：圣诞寻味欧洲巧克力之旅
- 02 奥利奥x京东：本命年礼盒案
- 03 ZIWI限量宠物生日DIY礼盒：宠爱之意
- 04 阿尔卑斯&Hello kitty：游乐园视觉

此外，标的公司对于行业发展趋势、新颖电商模式等具有敏锐的捕捉能力，能有效结合产品、平台、流量导入方式等因素综合设计、策划营销与传播方案，打造电子商务经典服务案例。例如，标的公司将荣事达品牌、三件套锅具、综艺节目熟悉的味道、社交渠道云集有机结合，实现多方销售、推广目标。

## 案例：未来集市

ONE-STOP BRAND OPERATION SERVICE PROVIDER





合作时间：2019年起

合作类型：综艺IP + 社交平台

主要成就：

- 01 利用节目制作及播出的权限优势，实现资源最大化
- 02 品牌，产品，IP，平台四方合一
- 03 整合荣事达锅具，匹配《熟悉的味道》节目调性及目标受众，打造《熟悉的味道》同款三件套于未来集市社交平台进行销售
- 04 未来集市（社交电商）销售：**12万套**

标的公司较强的服务拓展能力和行业趋势捕捉能力有助于其在市场中保持并不断提升竞争力。

综上，标的公司凭借多年的电商运营经验及经典成功案例，积累了大量渠道资源，形成了良好的客户口碑，现已发展成为国内领先电子商务服务提供商之一。基于全面的品牌孵化与运营能力、创新的营销推广能力、差异化的品类发展策略以及较强的资源整合和跨平台运营能力、服务拓展和行业趋势捕捉能力，标的公司能够深度分析并挖掘品牌核心价值、全面捕捉消费市场转型升级动向，为品牌

方提供定制化线上综合电商服务，提高品牌店铺运营效率，实现与品牌方的共同成长。同时，标的公司也在已有优势类目及合作品牌基础之上，不断开拓，目前已与运动领域品牌匹克、宠物清洁用品领域品牌 APDC 和麦高臣、美容领域品牌艺星等建立合作，具有持续稳定经营能力。

## 五、结合不同业务模式下公司与客户签约情况、行业发展情况等，具体说明相关业绩承诺实现的合理性及公司未来的持续经营能力

### （一）不同业务模式下标的公司与客户签约情况

截至本核查意见出具日，标的公司品牌代运营及营销服务业务已经与片仔癀、柏氏、桂发祥、妙语、果树袋袋、麦高臣、Monge、APDC、匹克、丝精等品牌客户签署了相关合同；品牌经销业务已经与片仔癀、DPC、美斯蒂克、艺星、BPC、ZIWI、Happidoggy、ABC、妙语等签署了经销授权合同或店铺授权书。具体详见本核查意见“问题 11”之“一、各业务板块的主要签约品牌客户情况、签约时间、合作期限、代运营业务具体负责范围及考核标准、经销模式下品牌代理的具体销售范围、获取品牌签约的渠道和方式、公司目前业务合作的品牌方是否与股东存在关联关系、是否能够保持相关授权代理、运营和经销的品牌客户稳定性”之“（一）各业务板块主要签约品牌客户具体情况”。

### （二）行业发展情况

根据《中国电子商务发展报告（2018）》、国家统计局、艾瑞咨询《2019 年中国品牌电商服务行业研究报告》相关中国电子商务行业数据及第三方电商平台收入情况、行业可比电商企业收入情况，电子商务行业处于增长期，预计近几年仍可保持 20%-30% 的增长率。具体详见本核查意见“问题 4”之“一、近 3 年行业增长率的相关数据，标的公司的增长趋势与行业是否存在较大差异”之“（二）近年行业相关数据情况”。

### （三）业绩承诺实现的合理性

根据 2020 年 1-4 月业绩实现情况、在手合同情况及行业发展情况，标的公司业绩承诺实现具有合理性，具体详见本核查意见“问题 4”之“二、收益法评估中收入增长率的合理性分析”和“三、2020 年至 2022 年业绩预测的可实现性”。

#### （四）标的公司未来的持续经营能力

标的公司所处电子商务服务行业市场空间大，市场集中度低，且预计未来几年仍将保持 20%-30%的增长率；标的公司目前已签署合同的服务品牌多且在不断的拓展新品牌客户；标的公司在行业中具有一定的竞争力和市场地位，未来具有持续经营能力。具体详见本问题答复之“四、结合同行业其他主要公司的运营模式、数据分析能力及相关研发投入、专业人才团队配备、获客渠道和标的公司的市场份额占用率等情况，说明标的公司在同行业中的主要竞争力所在和市场地位情况，是否具有持续稳定经营能力”。

#### 六、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：除客户天津桂发祥食品销售有限公司为标的公司现有股东桂发祥之全资下属子公司外，标的公司目前业务合作的品牌方与股东不存在关联关系，能够保持相关授权代理、运营和经销的品牌客户稳定性；本次桂发祥出售标的公司股权不会对标的公司正在为其提供的代运营服务造成影响，考虑到标的公司来源于桂发祥的收入占比较低，即使双方在本次桂发祥出售股权后不再继续合作，亦不会对标的公司的正常业务经营造成重大不利影响；同行业上市及拟上市企业未披露品牌方提出的考核标准，根据公开披露信息，标的公司与同行业可比公司对于同一业务板块的收费模式和标准不存在较大差异，标的公司不同业务模式下的收入确认方式符合企业会计准则，符合行业惯例；标的公司在行业中具有一定的竞争力和市场地位，具有持续经营能力；业绩承诺实现具有合理性。

**问题 12.报告书显示，经销业务收入占公司 2019 年主营业务收入的 85.97%，系公司主要业务收入来源，下游客户主要为终端消费者、第三方电商平台和其他分销商。请公司补充披露说明：（1）报告期内公司经销业务前五大第三方电商平台和其他分销商的名称、业务收入和回款情况、应收账款周转率、是否存在下游客户占款情况、是否存在应收账款保理及质押等其他类金融业务；（2）分商品类型具体说明公司自营网上商铺的商品采购政策、存货管理模式，与同行业相比的存货减值准备计提情况；（3）公司是否具有相关经销商品的线下实**

体店铺或线下销售渠道；（4）报告书显示公司 2019 年宠物食品类营业收入 7499.23 万元，同比增加 230.2%，占 2019 年经销总业务收入 32.93%，请公司结合各经销品类同比增长情况、行业发展特征等，具体说明公司未来业务发展方向和相关规划。请财务顾问发表意见。

回复：

一、报告期内标的公司经销业务前五大第三方电商平台和其他分销商的名  
称、业务收入和回款情况、应收账款周转率、是否存在下游客户占款情况、是  
否存在应收账款保理及质押等其他类金融业务

（一）报告期内标的公司经销业务前五大第三方电商平台和其他分销商的  
名称、业务收入和回款情况、应收账款周转率、是否存在下游客户占款情况

报告期内标的公司经销业务前五大客户的名称、收入、回款情况及应收账款  
周转率具体如下：

单位：万元

序号	客户名称	期初应 收账款 余额	含税销 售收入	当期回款	期末应 收账款 余额	应收账 款周转 率	备注
<b>2019 年度</b>							
1	北京京东世纪贸易 有限公司	618.61	3,836.83	4,450.27	5.17	12.30	信用期内款项；截至 本核查意见出具日， 已回款
2	唯品会	344.92	3,469.40	3,466.95	347.37	10.02	信用期内款项；截至 本核查意见出具日， 已回款
3	杭州正辉电子商务 有限公司	-	1,442.24	1,395.26	46.98	61.40	信用期内款项；截至 本核查意见出具日， 已回款
4	江苏曼妮娜化妆品 有限公司	-	599.91	599.91	-	-	-
5	欣橙（上海）信息科 技有限公司	-	541.48	541.39	0.10	-	-
<b>2018 年度</b>							
1	唯品会	121.98	3,785.09	3,562.14	344.92	16.21	信用期内款项；截至 本核查意见出具日， 已回款

序号	客户名称	期初应收账款余额	含税销售收入	当期回款	期末应收账款余额	应收账款周转率	备注
2	北京京东世纪贸易有限公司	401.58	2,410.72	2,193.69	618.61	4.73	信用期内款项；截至本核查意见出具日，已回款
3	杭州一加一品牌管理有限公司	-	765.00	-	765.00	2.00	协商一致调整为分期支付；截至本核查意见出具日，已回款
4	上海丽人丽妆化妆品股份有限公司	-	404.24	404.24	-	-	-
5	MEILIDA INTERNATIONAL TRADING CO., LIMITED	-	236.30	236.30	-	-	-

注 1：含税销售收入包含汇兑损益金额。

注 2：当期回款金额包括平台费用冲抵收入部分。

注 3：应收账款周转率=营业收入/（期初应收账款+期末应收账款）\*2

注 4：北京京东世纪贸易有限公司和 JD.COM INTERNATIONAL LIMITED 为关联企业，合并披露为北京京东世纪贸易有限公司。

注 5：重庆唯品会电子商务有限公司和唯品会（中国）有限公司为关联企业，合并披露为唯品会。

注 6：欣橙（上海）信息科技有限公司、光橙（上海）信息科技有限公司和 BOQII CORPORATION LIMITED 为关联企业，合并披露为欣橙（上海）信息科技有限公司。

如上表所示，除杭州一加一品牌管理有限公司因资金周转存在困难而协商调整为分期付款外，报告期各期末标的公司经销业务前五大客户应收账款余额均为信用期内款项，截至本核查意见出具日，均已回款。

报告期内，标的公司经销业务前五大客户回款情况良好，符合双方协议约定，不存在下游客户占款情况。

## （二）是否存在应收账款保理及质押等其他类金融业务

2019 年 10 月 29 日，昆汀科技全资子公司杭州创化与上海邦汇商业保理有限公司（以下简称“邦汇保理”）签订《国内保理池融资业务合同（有追索权）》（编号：JR-GYJR-BL-2019-10-14632），同时向邦汇保理提交《国内保理应收账款池融资业务申请书》（编号：JR-GYJR-BL-2019-10-1463220191029134853、JR-GYJR-BL-2019-10-1463220191029153825），以京东应收账款向邦汇保理进行保理融资合计 500 万元，其中 300 万元融资期限为 2019 年 10 月 30 日至 2019

年 11 月 28 日，200 万元融资期限为 2019 年 10 月 30 日至 2019 年 11 月 22 日。截至 2019 年 12 月 31 日，杭州创化前述应收账款保理款项均已归还邦汇保理。

除上述应收账款保理融资外，报告期内标的公司不存在其他应收账款保理或质押情形。报告期内，标的公司不存在为第三方提供应收账款保理或质押融资服务的情形，亦不存在开展类金融业务的情形。

## 二、分商品类型具体说明标的公司自营网上商铺的商品采购政策、存货管理模式，与同行业相比的存货减值准备计提情况

### （一）标的公司自营网上商铺商品采购政策及存货管理模式

#### 1、自营网上商铺商品的采购政策

对于自营网上商铺商品，标的公司主要基于店铺历史动态销售数据、近期电商平台活动及当前产品库存情况进行合理销售预测、确定采购量，各品类商品采购政策不存在较大差异，但对于具体商品将根据品牌及产品热度、畅销度、产品保质期、是否涉及进口报关、品牌方产品生产周期、采购周期等因素采取差异化采购策略。例如，针对保质期相对较短的美妆产品、风干类宠物口粮，标的公司采取多次、小批量采购策略。针对保质期相对较长的美妆产品、日化用品、罐头类宠物口粮或涉及进口报关、采购周期相对较长的境外品牌商品，为迅速响应终端消费者需求，标的公司通常会在合理范围内进行备货。

#### 2、自营网上商铺商品的存货管理模式

标的公司对不同类型的自营网上商铺商品均采用系统化存货管理模式，对于存放在自租义乌仓库的存货运用电商 ERP 系统 E 店宝进行管理；对存放在菜鸟仓的存货由菜鸟仓库管人员进行日常管理，标的公司财务人员通过菜鸟网络商家工作台进行线上跟踪管理，并不定期进行盘点。标的公司对不同类型自营网上商铺商品在存货管理上不存在较大差异，主要遵循以下关键原则：①每一批次采购商品均有经内部审批的申请单；②商品入库时，对商品数量、外观、期效等进行检查，与采购单所列商品名称、数量、规格型号等进行核对并录入系统；③存放过程中，仓库人员对存货做到日清月结，不定期履行盘点程序，及时发现和处理可能存在的存货质量问题；④财务人员至少每半年对存货进行现场盘点，审计机

构和财务人员在每年年末对存货共同履行盘点程序，以确保实际账物的一致性并及时掌握库存产品的变化情况；⑤出库以“先进先出”为原则，由库管员检查出库商品品名、规格、批号等与订单的一致性，并在出库后及时核对/录入系统、清点库存产品情况。

## （二）与同行业相比的存货减值准备计提情况

标的公司对包括自营店铺商品在内的经销业务商品均采用相同存货跌价准备计提政策，并根据期末库存盘点及分析存货销售毛利、周转等情况，对具体品牌产品计提跌价准备，与同行业企业存货减值准备计提对比情况详见本核查意见“问题8”之“二、存货跌价准备计提的充分性”。

## 三、标的公司是否具有相关经销商品的线下实体店铺或线下销售渠道

截至本核查意见出具日，标的公司不存在线下实体店铺。报告期内，标的公司存在向线下分销商销售经销产品的情况，收入金额分别为 1,796.02 万元、2,834.76 万元，占当期主营业务收入的比重分别为 13.11%、10.70%。

针对线下分销商，标的公司主要采取先预付款项、后发货的结算模式。基于上游品牌方或其授权代理商的具体经销政策，标的公司从资格、销售区域、销售价格等方面对下游分销商进行选择 and 管控。

四、报告书显示公司 2019 年宠物食品类营业收入 7499.23 万元，同比增加 230.2%，占 2019 年经销总业务收入 32.93%，请公司结合各经销品类同比增长情况、行业发展特征等，具体说明公司未来业务发展方向和相关规划

### （一）各经销品类同比增长情况、行业发展特征

#### 1、标的公司经销品类同比增长情况

标的公司经销业务各品类收入及 2019 年同比增长情况如下：

单位：万元

品类	2018 年收入金额	2019 年收入金额	2019 年增长率
美妆类	4,179.09	9,917.40	137.31%
宠物食品类	312.26	7,499.23	2,301.60%

品类	2018 年收入金额	2019 年收入金额	2019 年增长率
日化用品类	3,873.25	3,993.03	3.09%
家居家电类	681.36	1,139.59	67.25%
其他	59.06	220.84	273.92%
<b>经销业务收入合计</b>	<b>9,105.02</b>	<b>22,770.09</b>	<b>150.08%</b>

如上表所示，标的公司 2018 年经销业务收入主要来源于美妆类、日化用品类品牌；2019 年经销业务收入较 2018 年同比增长 150.08%，主要系由于标的公司在原有优势类目基础之上，进一步发展美妆类目，引入 DPC 等新品牌，同时于 2018 年年底拓展宠物食品电商领域，引入优质品牌 ZIWI 所致。

## 2、行业发展特征

目前我国电子商务服务行业整体集中度不高，随着品牌方对电商运营服务要求的细致化，品牌电商服务趋向于多元化，逐步由单品类、单环节基础服务拓展至多品类、一站式服务。标的公司经销业务主要类目宠物食品类、美妆商品细分行业发展特征如下：

### （1）宠物食品细分行业

#### ①国内宠物饲养数量稳步增长、宠物市场规模持续增长

根据弗若斯特沙利文数据，近 10 年来，中国宠物数量持续增长，年增速保持 10%左右，且呈现加快态势。随着我国人均 GDP 和人均可支配收入的增长、人口老龄化，以及宠物社交属性及其角色的转变，我国宠物规模将继续保持增长态势。根据《2019 年中国宠物行业白皮书》，我国 2019 年宠物市场规模达 2,024 亿元，同比增长 18.5%，预计未来五年将继续保持年均 15%以上增速，同时人均单只宠物消费金额持续增加，2019 年同比增长 10.9%。

#### ②宠物食品市场规模持续提升，发展空间较大

宠物食品贯穿宠物抚养的整个生命周期，具有高复购性、高粘性、价格相对不敏感等特征。从目前国内宠物消费结构看，宠物食品为宠物产业链中的最大子行业，根据《2019 年中国宠物行业白皮书》，国内每月养宠花费中宠物食品占比为 61.4%。随着我国宠物数量的不断增长，宠物食品渗透率日渐提升，宠物食品

市场也将持续提升，未来发展空间较大。

### ③宠物食品线上销售渠道占比不断提升，且高端化趋势凸显

欧睿国际数据显示 2019 年中国宠物食品线上购买占比已达 53%，远超第二大销售渠道宠物连锁店（占比 18%），呈现线下向线上不断变迁态势。同时，线上高端宠物食品销量大幅提升，以天猫平台为例，2019 年狗粮及猫粮销售额平均增速分别为 71.5%、83.1%，而中高端产品的平均增速均超平均水平，宠物食品高端化趋势凸显。

## （2）美妆细分行业

### ①国内美妆与个护行业规模稳定提升

根据欧睿国际数据，2019 年我国美妆与个护零售额规模已达 4,777 亿元，增速高达 13.8%。随着化妆品成为“新刚需”、消费者年龄结构变化对人均化妆品消费额的拉动，未来美妆与个护等化妆品行业仍将稳定增长。

### ②线上零售渗透率不断提升，美妆互联网零售市场规模持续增长

近年来，随着消费者消费习惯改变，美妆类品牌方触网意愿不断增强，线上销售规模不断提升，CBNData 发布的《2017 年中国美妆个护消费趋势报告》显示，美妆网络交易额占比逐年增加，美妆行业线上增速是线下增速的 11 倍。根据网经社《2019 年度中国网络零售市场数据监测报告》，2019 年我国美妆电商交易规模达到 2,757.8 亿元。线上零售渗透率的提升和电商下沉市场用户规模的扩大将共同推动美妆互联网零售市场规模的增长。

## （二）标的公司未来业务发展方向和相关规划

标的公司未来将继续巩固在日化和美妆等快消品、宠物食品、休闲食品等领域的已有优势，抓住细分品类行业发展机遇，延伸和拓展宠物用品、保健食品和方便食品等领域，打造多品类、多渠道、多维度的电商服务发展路径。标的公司将借鉴与新西兰宠物食品品牌 ZIWI、韩国美妆品牌 DPC 的拓展经验，加强不同地域品牌拓展力度，依托多年沉淀的品牌孵化与运营能力，帮助品牌方开拓中国市场，进一步强化品牌塑造、渠道规划创新、资源整合、新品营销推广等核心竞

争力。

### **1、延伸优势品类链条、扩大市场份额**

深耕现有美妆、日化用品、宠物口粮及休闲食品等优势类目，进一步加强与现有品牌方的合作粘性，巩固存量业务；不断拓展新客户，与新品牌建立合作关系，同时丰富产品品类，延伸拓展宠物清洁用品、保健食品、方便食品等相近领域，丰富产品品类、扩展增量业务、提高市场份额。

在日化和美妆等快消品领域，标的公司将在已有优势类目和合作品牌基础之上继续深耕细分类目，精选具有特色形态或功能的国内外优质中小品牌。在宠物领域，标的公司基于现有宠物口粮运营及线上销售经验，同时利用积累的用户需求和消费习惯数据，延伸拓展宠物用品、玩具、保健品和药品等细分领域，打造宠物品类生态体系、形成闭环。在食品领域，标的公司将顺应国内消费者餐饮场景和习惯转变趋势，联合优质食品原材料供应商，以营养、方便、即食为目标，打造定制化产品。

### **2、拓展多元化分销渠道**

经过多年业务运营积累，标的公司已积累了天猫、天猫国际、京东、唯品会、云集、考拉、小红书等优质渠道资源。未来，在充分发挥标的公司现有渠道覆盖优势的基础之上，标的公司将持续不断的进行渠道拓展，积极与其他线上电商平台和新型社交电商平台、直播电商平台达成合作，打造多元化线上分销渠道。拥有多元化的渠道资源，一方面可巩固标的公司的核心竞争力，另一方面可为现有品牌客户扩展销售渠道，放大品牌影响力，实现品牌产品销售与标的公司盈利规模双升级。

### **3、提升一站式电商服务水平，与品牌客户实现共赢**

作为专业的电商服务提供商，标的公司能够从品牌定位、产品规划、营销推广、产品销售等领域为品牌企业提供一揽子电子商务解决方案，提升客户品牌影响力和知名度，同时实现品牌产品销售的快速增长。未来，标的公司将不断强化电子商务服务解决方案能力、服务交付能力以及市场推广能力的建设，从长期品牌建设运营和短期销售转化两方面不断加强与品牌客户的黏性，同时不断提升自

身价值,拓宽营销思路,抓住业务机会,不断扩大与国内外知名品牌的合作规模,成为品牌方最重要的、最全面的合作伙伴。

#### **4、建设自有品牌和产品**

标的公司基于自身较强的新晋品牌挖掘能力及孵化推广能力,以及积累的优质供应端资源,以方便食品、宠物玩具为切入点,建设自有品牌和产品,进一步提升标的公司影响力和盈利能力。

#### **五、中介机构核查意见**

经核查,独立财务顾问西南证券认为:报告期内,标的公司经销业务前五大客户回款情况良好,符合双方协议约定,不存在下游客户占款情况;报告期内,标的公司存在以对京东应收账款进行保理融资情形,但不存在为第三方提供应收账款保理或质押融资服务的情形,亦不存在开展类金融业务的情形;标的公司不同品类自营网上商铺商品采购政策、存货管理模式不存在较大差异,对包括自营网上商铺商品在内的经销业务商品均采用相同存货跌价准备计提政策,期末存货跌价准备计提充分,与同行业公司相比不存在重大差异;标的公司不存在线下实体店铺,报告期内存在向线下分销商销售经销产品的情况;标的公司未来业务发展方向和相关规划符合行业发展趋势,具有合理性。

**问题 13.**报告书显示,公司为福建片仔癀电子商务有限公司(以下简称“片仔癀”)提供代运营及营销服务,同时公司又从片仔癀采购商品,销售给渠道客户京东,以及通过授权在京东开设的旗舰店直接向终端消费者销售。请公司补充披露说明公司经销业务和片仔癀自营网上商店是否存在竞争、此类情况在同行业中是否普遍存在、公司如何处理代运营及营销服务和经销业务之间的潜在利益冲突事项。请财务顾问发表意见。

**回复:**

**一、标的公司片仔癀经销业务和片仔癀自营网上商店不存在实质性竞争**

报告期内，标的公司为福建片仔癀电子商务有限公司所持有的片仔癀官方旗舰店（天猫）提供代运营及营销业务；同时，标的公司从福建片仔癀电子商务有限公司采购商品，销售给渠道客户京东，以及通过经“片仔癀”品牌方授权在京东开设的片仔癀旗舰店（京东 POP 店）直接向终端消费者销售。标的公司的经销业务与代运营的片仔癀自营店铺不存在实质性竞争关系，具体原因如下：

（1）同一品牌针对不同销售渠道，有统一的价格规范要求，在拟建立长期经销或分销关系基础之上，难以通过制定不同价格进行恶性竞争。

（2）标的公司代运营的片仔癀旗舰店位于天猫平台，开展的片仔癀经销业务主要向第三方平台京东销售，以及通过标的公司自己名义在京东平台开设的京东 POP 店销售。不同平台在经营模式、客户群体、用户基数上存在差异。

（3）对于不同店铺和线上销售渠道，标的公司将结合品牌方业务诉求，根据店铺的定位及整体情况，采取不同运营策略。标的公司代运营的片仔癀天猫旗舰店主推珍珠膏系列单品，而京东自营在此基础上，主推片仔癀其他系列产品套装礼盒。

综上，尽管标的公司在为片仔癀在天猫上的官方旗舰店提供代运营服务同时，线上分销和零售片仔癀商品，但品牌方具有严格的价格管控机制，且不同电商平台在经营模式、目标客户群体和用户基数、主推产品上存在差异，二者不存在实质性竞争。同时，同一品牌覆盖更多平台，拥有更多不同模式的销售渠道，可接触到更多终端消费者，进一步提升品牌的知名度和影响范围及标的公司所经销产品的整体销售规模，符合品牌方和标的公司双方业务经营利益最大化。

## 二、为同一品牌方提供多种电子商务服务为行业普遍情况

标的公司在为同一品牌提供店铺代运营或营销推广服务同时，又采购品牌产品进行电商零售或渠道分销属于电商服务行业普遍情况。例如，同行业 A 股上市公司壹网壹创将百雀羚、露得清产品分销至唯品会，同时通过在天猫平台开设的自营店铺销售给终端消费者；为伊丽莎白雅顿的官方网站、天猫官方旗舰店提供代运营服务同时，将其产品线上分销至天猫、淘宝。又如，A 股中小板上市公司青岛金王收购的杭州悠可将菲斯小铺、欧舒丹品牌产品销售给 1 号店等渠道，

同时为该等品牌方天猫官方旗舰店提供代运营服务。再如，新三板挂牌企业山西众友物联电子科技股份有限公司线上（渠道包括亚马逊、网易考拉海购平台等）代理经销松下家电产品同时，代理运营品牌方在京东平台的松下官方旗舰店、松下电器家装建材旗舰店。

### 三、标的公司代运营及营销服务和经销业务之间不存在利益冲突

标的公司与同一品牌方同时采用品牌代运营及营销和电子商务经销两种合作模式，主要系由于品牌方存在不同业务诉求。例如片仔癀，除了需要标的公司为其天猫官方店铺提供代运营服务、线上营销推广策划服务外，还需要标的公司为其包含京东、唯品会、淘宝等网络电子销售渠道进行管理，由标的公司向第三方平台分销或直接向线上终端消费者销售。面对同一品牌方的不同业务诉求，标的公司结合自身业务承载能力和盈利最大化等因素进行综合考虑、与品牌方协商决定具体合作模式，具有商业合理性。此外，与同一品牌方采用多种合作模式在一定程度上体现了标的公司具备为品牌方在不同网络销售渠道提供多元化、定制化的综合服务能力及业务优势，有利于标的公司与品牌方进行深度绑定，提高服务商更换成本，为双方持续稳定共同发展助力。

鉴于标的公司提供代运营服务的店铺均为天猫平台的品牌官方旗舰店，与标的公司就同一品牌开展经销业务的下游渠道或自营店铺位于不同平台，而不同平台在经营模式、目标客户群体与用户基数上存在差异，且不同店铺具体销售产品及主推产品组合、运营策略和促销活动上存在差异，标的公司针对同一品牌提供代运营及营销服务和开展经销业务之间不存在利益冲突。为进一步防范同一品牌两种合作模式下可能存在的潜在利益冲突，标的公司主要采取同一品牌两种合作模式在不同平台或渠道开展的差异化运营策略。

### 四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问西南证券认为：标的公司经销业务和代运营业务之间不存在实质性竞争和利益冲突；标的公司在为同一品牌提供店铺代运营或营销推广服务同时，又采购品牌产品进行电商零售或渠道分销属于电商服务行业普遍情况。

（本页无正文，为《西南证券股份有限公司关于上海证券交易所<关于对太原狮头水泥股份有限公司重大资产重组报告书的审核意见函>之核查意见》之签章页）

西南证券股份有限公司

2020年6月23日