

华泰联合证券有限责任公司
关于上海证券交易所
《关于中路股份有限公司
发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易
报告书（草案）信息披露的问询函》
之
核查意见

独立财务顾问



签署日期：二〇一八年十一月

华泰联合证券有限责任公司
关于上海证券交易所
《关于中路股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易
报告书（草案）信息披露的问询函》
之
核查意见

上海证券交易所上市公司监管一部：

华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”、“独立财务顾问”或“本独立财务顾问”）接受委托，担任中路股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“中路股份”）发行股份及支付现金购买资产暨关联交易的独立财务顾问，现就贵部《关于中路股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）信息披露的问询函》（上证公函【2018】2640号，以下简称《问询函》）提及的需独立财务顾问核实的相关事项进行了核查，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释义与《中路股份有限公司重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》一致；本核查意见所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标；本核查意见中部分合计数与各明细数之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

1. 2018年6月14日,公司召开股东大会审议通过本次交易的交易报告书(草案)及相关议案。11月8日,公司召开董事会对前期披露的草案进行修订,将标的资产上海悦目的交易作价由55亿元调整为40亿元,下调幅度27.27%,发行价由20.26元/股调整为10.70元/股,下调幅度47.19%。请补充披露:(1)标的资产交易作价调整幅度远低于发行价格调整幅度的原因及合理性,是否存在损害上市公司利益的情形;(2)公司前次股东大会审议通过重组相关议案后,迟迟未向证监会申报材料的原因及考虑,是否存在标的资产运营及业绩情况或市场环境发生重大变化的情况等,是否及时披露。请财务顾问发表意见。

回复:

一、标的资产交易作价调整幅度远低于发行价格调整幅度的原因及合理性,是否存在损害上市公司利益的情形

(一) 标的资产作价调整的原因及合理性

在电商行业整体增速放缓,行业整体未达预期水平的背景下,本次评估调减了预测期的预测收入。经历多年的快速发展,根据2018年上半年度度的电商行业发展情况来看,行业发展速度已经逐步趋缓,同时随着“新零售”等新兴业态及模式的出现,消费者呈现从线上向实体店回归的趋势,零售及服务行业线上与线下的融合趋势愈发明显,电商红利期已经逐步消减。据QuestMobile数据显示,2017年中国移动互联网月度活跃设备总数稳定在10亿以上,一年间仅增长0.61亿,互联网时代红利已呈现逐渐减少的趋势,线上渠道目前正面临流量红利减弱、网购增速趋缓的处境,获客成本也有一定提升。在大型电商中,例如京东集团、唯品会、宝尊电商,根据其发布的第二季度财报数据,电商平台净利润出现一定下降,活跃用户数增速也开始放缓。目前来看,电商巨大的流量红利期已开始逐步消减,并将在未来保持这个趋势。另外,标的公司上半年全部转为委外加工也导致了生产成本一定幅度的上升,供应链调整也导致部分线下门店供货紧张,影响了销量。

2018年上半年度,标的公司实现收入46,092.83万元,实现净利润9,323.53万元,在行业等因素的影响下,相比前次评估中对2018年度全年收入及利润的

预测数据实现比例较低。标的公司管理层根据标的公司 2018 年上半年的业绩完成情况以及行业发展情况，重新对未来年度的收入进行了预测，因此本次评估中对预测期的预测收入进行了相应调减，加之销售费用等有所提升，预测期净利润相应减少。因此，本次以 2018 年 6 月 30 日为基准日对标的资产重新进行的评估估值，相比前次评估有所下降，具有合理性。

（二）本次交易方案重大调整的发股价确定

根据《重组管理办法》第四十五条规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。公司本次发行股份购买资产选取的市场参考价为定价基准日前 60 个交易日股票交易均价。本次发行股份购买资产的发股价格为 10.70 元/股，不低于定价基准日前 60 个交易日股票均价的 90%，符合《重组管理办法》的相关规定。本次发行定价基准日前 20 个交易日、60 个交易日及 120 个交易日的上市公司股票交易均价情况如下：

交易均价类型	交易均价	交易均价*90%
定价基准日前 20 交易日均价	9.41	8.47
定价基准日前 60 交易日均价	10.92	9.82
定价基准日前 120 交易日均价	12.68	11.41

从上表可以看出，本次发股价 10.7 元/股，较可选择的最低价 8.47 元/股已经高出 26.33%。

综上，本次调整后的发股价的确定，是综合考虑了本次交易作价，上市公司现金对价的支付能力以及控股股东控股权的稳定等多方因素后确定的，并未损害上市公司及中小股东的利益。

二、公司前次股东大会审议通过重组相关议案后，迟迟未向证监会申报材料的原因及考虑，是否存在标的资产运营及业绩情况或市场环境发生重大变化的情况等，是否及时披露

2018年6月14日，上市公司召开2018年第二次临时股东大会，审议了本次重组的相关议案。但是，因本次重组的原审计机构立信会计师事务所（特殊普通合伙）当时处于被证监会立案调查阶段，根据《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》（2018年3月修订）第十五条、二十二条的规定，证监会无法受理本次重组的申报材料。提交股东大会审议的交易方案中，审计评估基准日为2017年12月31日，而审计报告有效期至2018年6月30日为止。到2018年7月1日，审计报告已经过期且立信会计师事务所（特殊普通合伙）的立案调查程序尚未完结，因此该次重组已经不具备申报证监会条件。在此情况下，上市公司与标的公司、立信会计师事务所（特殊普通合伙）充分沟通后达成一致，为继续有效推动本次重组的进行，更换本次审计的会计师事务所为广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙），并重新确定审计基准日为2018年6月30日并开展审计工作。因此，股东大会后未能及时报会的原因是证券服务机构处于立案调查阶段，在审计报告有效期内立案未完结导致不具备报会条件。而重新开展审计、评估工作需要一段时间，所以本次重大调整后的交易方案董事会推迟至2018年11月8日召开。

因此，首次草案获得股东大会审议通过以后未报送证监会的主要原因，是相关证券服务机构被立案调查且在审计报告有效期内未解除立案状态，导致不具备报送证监会条件，并非标的资产运营及业绩情况或市场环境发生重大变化。

本次交易开展加期审计工作且取得阶段性审计结果后，确定标的公司上半年业绩水平与前次预测的结果存在较大差异。因此，根据标的公司上半年业绩完成情况，综合考虑了2018年上半年市场及标的公司运营的变化等因素，交易双方平等协商确定重新评估标的公司估值并调整交易方案。在此之后，交易双方积极推动加期评估工作及方案重大调整的相关工作，在相关工作完成后立即重新召开董事会并及时披露了本次交易的重大调整方案。

三、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易调整作价的原因主要是根据行业整体发展情况、标的公司2018年上半年业绩完成情况，下调了标的资产的估值。本

次调整后的发股价的确定，是综合考虑了本次交易作价，上市公司现金对价的支付能力以及控股股东控股权的稳定等多方因素后确定的，并未损害上市公司及中小股东的利益。

首次草案获得股东大会审议通过以后未报送证监会的主要原因，是相关证券服务机构被立案调查且在审计报告有效期内未解除立案状态，导致不具备报送证监会条件，并非标的资产运营及业绩情况或市场环境发生重大变化。根据标的公司上半年业绩完成情况，综合考虑了 2018 年上半年市场及标的公司运营的变化等因素，交易双方平等协商确定重新评估标的公司估值并调整交易方案。在此之后，交易双方积极推动加期评估工作及方案重大调整的相关工作，在相关工作完成后立即重新召开董事会并及时披露了本次交易的重大调整方案。

2.草案披露，交易对方对标的资产的业绩承诺进行调整，将 2018 年至 2020 年分别实现净利润不低于 40,000 万元、48,800 万元和 59,536 万元，调整为不低于 27,999 万元、34,001 万元和 40,001 万元。标的资产 2018 年 1-6 月归属于母公司的净利润为 9,323.53 万元。同时，在标的资产累计净利润数达到 90%但未达到 100%的相关情形时，补偿义务人无需补偿或经股东大会审议后可免于补偿。请补充披露：（1）如本次重组未于 2018 年实施完毕，补偿义务人是否对业绩承诺补偿的期间做相应调整；（2）标的资产上半年仅完成承诺业绩的 1/3，结合标的资产截至目前的业绩、历史季节性波动情况等说明 2018 年业绩的可实现性。如存在季节性波动等，进行相应的风险提示；（3）标的资产的业绩承诺在短期内发生大幅调整的原因及合理性；（4）补偿方式新增 10%承诺业绩敞口的考虑及合理性；（5）通过股东大会非关联股东审议方式，免除补偿义务人的业绩补偿责任，是否符合《重组办法》等相关规定。请财务顾问和律师发表意见。

回复：

一、如本次重组未于 2018 年实施完毕，补偿义务人是否对业绩承诺补偿的期间做相应调整

如本次重组未于 2018 年实施完毕，上市公司实际控制人陈荣同意，其业绩承诺期变更为 2019 年度、2020 年度及 2021 年度，为继续推进交易，本次重组

除上市公司实际控制人以外的补偿义务人业绩承诺补偿的期间亦将做相应调整。

二、标的资产上半年仅完成承诺业绩的 1/3, 结合标的资产截至目前的业绩、历史季节性波动情况等说明 2018 年业绩的可实现性。如存在季节性波动等, 进行相应的风险提示

(一) 标的资产截至目前的业绩情况

根据标的资产未经审计的截至 2018 年 10 月 31 日的财务报表, 标的资产 2018 年 1 月至 10 月实现收入约 7.97 亿元, 占 2018 年预测收入约 61.11%, 实现净利润约 1.60 亿元, 占 2018 年预测净利润的 57.19%。

(二) 标的资产的历史业绩波动情况

近年来, 伴随电子商务的飞速发展, 以电商节日为载体的天猫年货节、双十一、双十二以及各大电商网站的店庆日、年中大促已明显引导和影响到消费者的日常消费习惯。虽然电商节日作为行业常态在全年均普遍存在, 但受双十一、双十二等超大规模电商节日的影响, 电子商务行业的整体业绩呈现下半年高于上半年的态势, 尤其第四季度的营业收入占全年营业收入比重较高。2016 年和 2017 年, 标的公司下半年营业收入占年度营业收入的比例分别为 63.57% 和 56.51%, 第四季度营业收入占年度营业收入的比例分别为 38.48% 和 31.95%。因此, 标的公司的经营活动呈现季节性波动。

(三) 标的资产完成 2018 年业绩的可实现性

因上半年电商流量红利的整体放缓, 标的公司的销售费用率上升, 另外, 标的公司上半年全部转为委外加工也导致了生产成本一定幅度的上升, 供应链调整也导致部分线下门店供货紧张, 影响了销量。上述因素导致标的公司上半年的销售及盈利未达到预期。根据标的资产未经审计的截至 2018 年 10 月 31 日的财务报表, 标的资产 2018 年 1-10 月实现收入约 7.97 亿元, 占 2018 年预测收入约 61.11%, 实现净利润约 1.60 亿元, 占 2018 年预测净利润的 57.19%, 较标的公司 2018 年预测净利润的差距较大, 因此, 标的公司 2018 年业绩是否能够实现主要依赖于双十一、双十二及年底大促等活动是否能够达到预期的水平, 根据天猫

平台的统计，标的公司 2018 年双十一的销售金额超过 1 亿元，其他平台及渠道尚在统计中，如果上述能够带来集中销售的活动未能达到预期水平，则标的公司 2018 年业绩无法实现的风险较大。

三、标的资产的业绩承诺在短期内发生大幅调整的原因及合理性

标的公司的产品主要通过线上平台开展销售，但是在电商行业整体增速放缓、未达预期水平的背景下，本次评估调减了预测期的预测收入。电商行业已经经历多年的快速发展，根据 2018 年上半年的电商行业发展情况来看，发展速度已经逐步趋缓，同时随着“新零售”等新业态及模式的出现，消费者呈现从线上向实体店回归的趋势，零售及服务行业线上与线下的融合趋势愈发明显，电商红利期已经逐步消减。据 QuestMobile 数据显示，2017 年中国移动互联网月度活跃设备总数稳定在 10 亿以上，一年间仅增长 0.61 亿，互联网时代红利已呈现逐渐减少的趋势，线上渠道目前正面临流量红利减弱、网购增速趋缓的处境，获客成本也有一定提升。在大型电商中，例如京东集团、唯品会、宝尊电商，根据其发布的第二季度财报数据，电商平台净利润出现一定下降，活跃用户数增速也开始放缓。目前来看，电商巨大的流量红利期已开始逐步消减，并将在未来保持这个趋势。另外，标的公司上半年全部转为委外加工也导致了生产成本一定幅度的上升，供应链调整也导致部分线下门店供货紧张，影响了销量。

在上述背景下，上市公司及标的公司、评估机构从谨慎角度出发，根据 2018 年上半年标的公司业绩实际完成情况，综合考虑标的公司所处行业变化导致的未来市场变化等因素，重新对标的公司的价值进行了评估，并降低了标的公司的评估值，更有利于保护中小股东的权益，具有一定合理性。

四、补偿方式新增 10%承诺业绩敞口的考虑及合理性

根据交易双方在《利润承诺及补偿协议》中约定，若经注册会计师审核确认，2018 年度及 2019 年度上海悦目在业绩承诺期内截至当期期末累积的实际净利润数达到补偿义务人截至当期期末累积承诺净利润数的 90%（含）但未达到 100% 时，黄晓东、张目、上海携励不触发当年度的业绩补偿责任；业绩承诺期届满后，若经注册会计师审核确认，上海悦目在业绩承诺期内截至当期期末累积的实际净

利润数达到补偿义务人截至当期期末累积承诺净利润数的 90%（含）但未达到 100%时，经上市公司股东大会非关联股东审议通过，可免除黄晓东、张目、上海携励按照协议约定应当承担的业绩补偿责任。

上述条款主要是交易双方在对等的交易协商中确定的。因为本次交易并未设置超额业绩奖励，即本次交易完成后，如果标的公司能够超额完成预测利润，则超出的净利润将全部归上市公司所有，且黄晓东及其一致行动人放弃设置超额业绩奖励的要求。相对应地，上市公司基于公平原则，允许黄晓东及其一致行动人在股东大会非关联股东审议通过的情况下，豁免 10%的业绩补偿义务。由此可见，上述条款的设置是双方在均衡利益，满足各方诉求且不损害上市公司中小股东利益的条件下达成的，具有合理性。

五、通过股东大会非关联股东审议方式，免除补偿义务人的业绩补偿责任，是否符合《重组办法》等相关规定。

《重组办法》第三十五条第一款规定，“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，……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。”

《重组办法》第三十五条第三款规定，“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”

本次交易的交易对方为黄晓东、张目、上海携励及陈荣，其中陈荣为上市公司的实际控制人。

（一）补偿责任免除对象不涉及上市公司实际控制人

陈荣为本次交易的交易对方及上市公司实际控制人，且本次交易采取收益现值法对购买资产进行评估并作为定价参考依据，根据《重组办法》第 35 条第一款的规定，其应与上市公司签署明确可行的补偿协议。经本所律师核查，本次交易的交易对方已于 2018 年 11 月 8 日签署了《利润承诺及补偿协议》。根据该协

议,通过股东大会非关联股东审议方式免除部分补偿义务人的业绩补偿责任的约定,仅适用于黄晓东、张目和上海携励,不适用于上市公司实际控制人陈荣。

(二) 黄晓东、张目、上海携励的业绩补偿事项系根据市场化原则自主协商确定

交易对方黄晓东、张目为夫妻关系,合计持有标的公司 65%的股权。上海携励持有标的公司 10%股权,黄晓东、张目合计持有上海携励 100%的出资额,且黄晓东为上海携励的普通合伙人,并担任执行事务合伙人。交易对方陈荣持有标的公司 25%的股权,并担任标的公司董事。除前述关联关系外,黄晓东、张目、上海携励与陈荣之间不存在其他关联关系或一致行动安排。因此,黄晓东、张目、上海携励不属于上市公司实际控制人控制的关联方。根据《重组办法》第 35 条第三款的规定,本次交易中,在标的资产累计净利润数达到 90%但未达到 100%的相关情形时,通过股东大会非关联股东审议方式,免除补偿义务人黄晓东、张目、上海携励的业绩补偿责任,是其与上市公司根据市场化原则,自主协商确定的业绩补偿具体安排。

(三) 黄晓东、张目、上海携励通过股东大会非关联股东审议方式,免除业绩补偿责任不影响业绩补偿的明确性及可行性

《利润承诺及补偿协议》约定,“若经注册会计师审核确认,2018 年度及 2019 年度上海悦目在业绩承诺期内截至当期期末累积的实际净利润数达到乙方截至当期期末累积承诺净利润数的 90% (含) 但未达到 100%时,黄晓东、张目、上海携励不触发当年度的业绩补偿责任;业绩承诺期届满后,若经注册会计师审核确认,上海悦目在业绩承诺期内截至当期期末累积的实际净利润数达到乙方截至当期期末累积承诺净利润数的 90% (含) 但未达到 100%时,经甲方股东大会非关联股东审议通过,可免除黄晓东、张目、上海携励按照本条约定应当承担的业绩补偿责任。”

《利润承诺及补偿协议》对黄晓东、张目、上海携励补偿义务免除的事项相关的触发条件、上市公司审议权限事项进行了明确约定。如上市公司股东大会未通过补偿责任免除的相关议案,黄晓东、张目、上海携励将按照《利润承诺及补偿协议》的约定履行补偿义务。

另外，上市公司股东大会在审议补偿义务免除的相关议案时，本次交易对方陈荣、黄晓东、张目、上海携励等关联股东将回避表决，该等约定符合《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》的规定，且有效保护了上市公司其他股东的权益。

因此，黄晓东、张目、上海携励通过股东大会非关联股东审议方式，免除业绩补偿责任不影响业绩补偿的明确性及可行性。

综上所述，本次交易中通过股东大会非关联股东审议方式免除除上市公司实际控制人以外的补偿义务人的业绩补偿责任的相关约定符合《重组办法》的规定。

六、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：1. 如本次重组未于 2018 年实施完毕，上市公司实际控制人陈荣同意，其业绩承诺期变更为 2019 年度、2020 年度及 2021 年度，为继续推进交易，本次重组除上市公司实际控制人以外的补偿义务人业绩承诺补偿的期间亦将做相应调整；2. 标的公司的经营活动呈现季节性波动，标的公司 2018 年业绩的可实现性，除日常的推广销售外，主要依赖于双十一、双十二及年底大促等活动是否能够达到预期的水平，根据天猫平台的统计，标的公司 2018 年双十一的销售金额超过 1 亿元，其他平台及渠道尚在统计中，如果上述能够带来集中销售的活动未能达到预期水平，则标的公司 2018 年业绩无法实现的风险较大；3. 上市公司及标的公司、评估机构从谨慎角度出发，根据 2018 年上半年标的公司业绩实际完成情况，综合考虑标的公司所处行业变化导致的未来市场变化等因素，重新对标的公司的价值进行了评估，并降低了标的公司的评估值，更有利于保护中小股东的权益，具有一定合理性；4. 10%业绩敞口的设置是双方在均衡利益，满足各方诉求且不伤害上市公司中小股东利益的条件下达成的，具有合理性；5. 通过股东大会非关联股东审议方式，免除除上市公司实际控制人以外的补偿义务人的业绩补偿责任符合《重组办法》等相关规定。

3. 前次草案披露标的资产评估值为 56.20 亿元。本次调整后，标的资产评估值为 40.30 亿元。截止 2018 年 6 月，标的资产实现净利润为 0.93 亿元。请补充披露：（1）结合外部环境、行业发展趋势、公司经营模式及调整、具体评估假

设、公司盈利情况分析本次评估值调整的原因；（2）结合行业发展情况、同行业可比公司财务数据、标的资产盈利模式和用户粘性、品牌推广、产品生命周期、未来相关产品规划等分析标的资产利润的可实现性，相关盈利承诺是否存在进一步下调的可能性；（3）结合同行业公司相关产品生命周期，对公司目前明星产品所处阶段予以分析，并就相关产品可能被市场替代或者热度下降及未来明星产品推出的不确定性予以风险提示；（4）两次估值存在较大差异的原因、合理性及审慎性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、结合外部环境、行业发展趋势、公司经营模式及调整、具体评估假设、公司盈利情况分析本次评估值调整的原因

（一）标的公司外部环境及行业发展趋势的变化

电商行业已经经历多年的快速发展，根据 2018 年上半年度的电商行业发展情况来看，行业发展速度已经逐步趋缓，同时随着“新零售”等新兴业态及模式的出现，消费者呈现从线上向实体店回归的趋势，零售及服务行业线上与线下的融合趋势愈发明显，电商红利期已经逐步消减。据 QuestMobile 数据显示，2017 年中国移动互联网月度活跃设备总数稳定在 10 亿以上，一年间仅增长 0.61 亿，互联网时代红利已呈现逐渐减少的趋势，线上渠道目前正面临流量红利减弱、网购增速趋缓的处境，获客成本也有一定提升。在大型电商中，例如京东集团、唯品会、宝尊电商，根据其发布的第二季度财报数据，电商平台净利润出现一定下降，活跃用户数增速也开始放缓。目前来看，电商巨大的流量红利期已开始逐步消减，并将在未来保持这个趋势。

美妆及面膜行业方面，大众品牌及国际大牌在愈加向电商渠道倾斜，线上的传播营销也成为各大品牌的主要阵地，在此同时也逐渐出现细分领域的新兴品牌，纷纷进入面膜品类的竞争当中，市场竞争更加激烈。面膜品类属于快消行业，主要以贴式面膜为主，是各大品牌重点投入的品类之一，面膜行业在电商平台价格竞争也表现的愈发激烈，另一方面，高端消费群体对高端面膜产品的需求又在不断增强，导致面膜行业又呈现出消费升级的趋势。未来几年内，对于专业品牌而

言，只有不断的加强产品研发、迭代创新产品，不断为用户提供高质量、平价格的好产品，才有可能成就品牌在细分市场的领导地位。

（二）标的公司经营模式及调整

2018 年上半年，标的公司的销售、研发、推广等模式并未发生较大变化，生产模式发生了一定的变化。2017 年底，标的公司出售了自产加工厂生物科技，因此 2018 年上半年标的公司的产品全部采用委外加工的方式生产，这一变化对标的公司产生了两方面的影响，第一是委外加工的产品成本较自产成本高，所以导致 2018 年上半年标的公司的毛利率较 2017 年有所下降，第二是全部采用委托加工的方式，给标的公司的供应链管理造成了一定的压力，没有自产工厂的产品调节，导致上半年部分线下门店的产品出现断货情况，一定程度上影响了标的公司上半年的销量。

标的公司及时调整了生产策略，2018 年二季度开始，标的公司更换了供应链管理的相关负责人，制定了更为明确的量化考核指标，加强采购端的管理效率，一定程度上缓解了标的公司生产模式转换的不利影响。2018 年第四季度，随着新的自产加工厂投入使用，标的公司的生产模式恢复到原来委托加工加自产的格局，新的自产加工厂的投产将更有利于增强标的公司未来供应链管理的灵活性及成本的控制力度。

（三）具体评估假设

1、基本假设

（1）本次评估以本资产评估报告所列明的特定评估目的为基本假设前提；评估范围仅以委托人或被评估单位提供的资产评估申报表为准；

（2）本次评估的各项资产均以评估基准日的实际存量为前提，有关资产的现行市价以评估基准日的国内有效价格为依据；

（3）国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化；

(4) 针对评估基准日资产的实际状况，假设企业持续经营；

(5) 假设公司的经营者是负责的，且公司管理层有能力担当其职务；

(6) 除非另有说明，假设公司完全遵守所有有关的法律法规；

(7) 假设公司未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致；

(8) 假设公司在现有的管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前方向保持一致；

(9) 有关利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等不发生重大变化；

(10) 无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响。

2、特殊假设

(1) 被评估单位提供的业务合同以及公司的营业执照、章程，签署的协议，审计报告、财务资料等所有证据资料是真实的、有效的；

(2) 公司现有的股东、高层管理人员和核心团队应持续为公司服务，不在和公司业务有直接竞争的企业担任职务，公司经营层损害公司运营的个人行为在预测企业未来情况时不作考虑；

(3) 公司股东不损害公司的利益，经营按照章程和合资合同的规定正常进行；

(4) 企业的成本费用水平的变化符合历史发展趋势，无重大异常变化；(5) 企业以前年度及当年签订的合同有效，并能得到有效执行；

(6) 委估的无形资产专利、软著、作品登记证书等，能够得到正常的保护，无假冒、侵权、滥用等损害其价值的情况发生；

(7) 委估商标权能够得到正常的保护，无假冒、侵权、滥用等损害其价值的情况发生，商标的注册年限可延续；

(8) 企业在存续期间内能平稳发展，即企业资产所产生的未来收益是企业现有规模及管理水平的继续；

(9) 净现金流量的计算以会计年度为准，假定企业的收支在会计年度内均匀发生；

(10) 被评估单位及各子公司税收政策及税率保持现有情况不变；

(11) 本次评估假设公司相关经营许可证到期后能够正常延续。

(12) 本次评估仅对企业未来五年一期（2018年7月1日—2023年）的营业收入、各类成本、费用等进行预测，自2023年后各年的收益假定保持在2023年的水平上。

从上述评估假设可以看出，对比上次评估的评估假设本次评估未发生实质性变化。

综上，因行业变化及标的公司生产模式的调整，导致标的公司2018年上半年的收入及利润实现情况较前次评估预测出现了一定的差异，从谨慎角度出发，上市公司及交易对方平等协商后，根据上半年的变化，对标的公司截止2018年6月30日的资产价值进行了重新评估。

二、结合行业发展情况、同行业可比公司财务数据、标的资产盈利模式和用户粘性、品牌推广、产品生命周期、未来相关产品规划等分析标的资产利润的可实现性，相关盈利承诺是否存在进一步下调的可能性

（一）同行业可比公司财务数据

毛利率（%）			
公司/时间	2018年6月30日	2017年	2016年

御泥坊	53.77	52.63	53.18
上海家化	64.60	64.93	61.26
珀莱雅	62.18	61.73	61.96
毛戈平	-	-	76.84
丸美股份	-	68.28	67.67
平均值	61.46	62.91	63.96
上海悦目	65.30	66.97	62.82
净利率 (%)			
公司/时间	2018年6月30日	2017年	2016年
御泥坊	6.54	9.61	6.20
上海家化	8.64	6.01	4.06
珀莱雅	12.34	11.26	9.46
毛戈平	-	-	15.53
丸美股份	-	22.64	19.22
平均值	11.94	15.71	11.74
上海悦目	20.23	29.03	15.96

从上述数据可以看出，标的公司的毛利率及净利润均高于于可比上市公司平均水平，具有较好的盈利能力。

（二）标的资产盈利模式和用户粘性、品牌推广、产品生命周期、未来相关产品规划

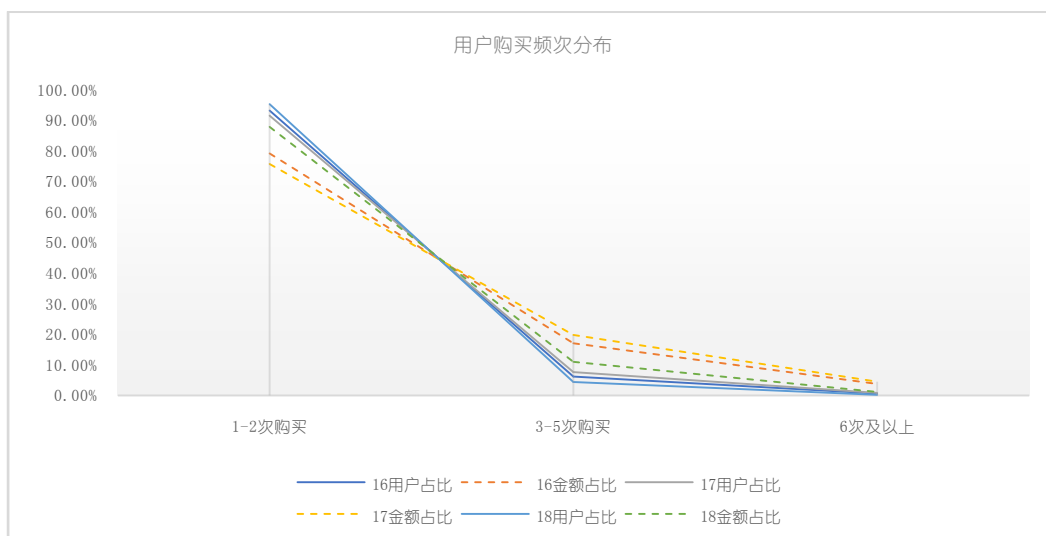
1.盈利模式

上海悦目主要从事护肤品的研发、生产和销售，目前旗下拥有“膜法世家”、“Qstree”等多个护肤及美妆品牌，涵盖面膜、护肤品、彩妆等产品，主要盈利模式是通过互联网销售上述产品。标的公司与天猫、淘宝、唯品会、京东等大型电商平台建立了良好的合作关系。同时，上海悦目积极布局线下渠道，通过直营体验店和经销商已初步形成遍布全国大、中、小城市的销售网络。

2.标的公司的用户粘性

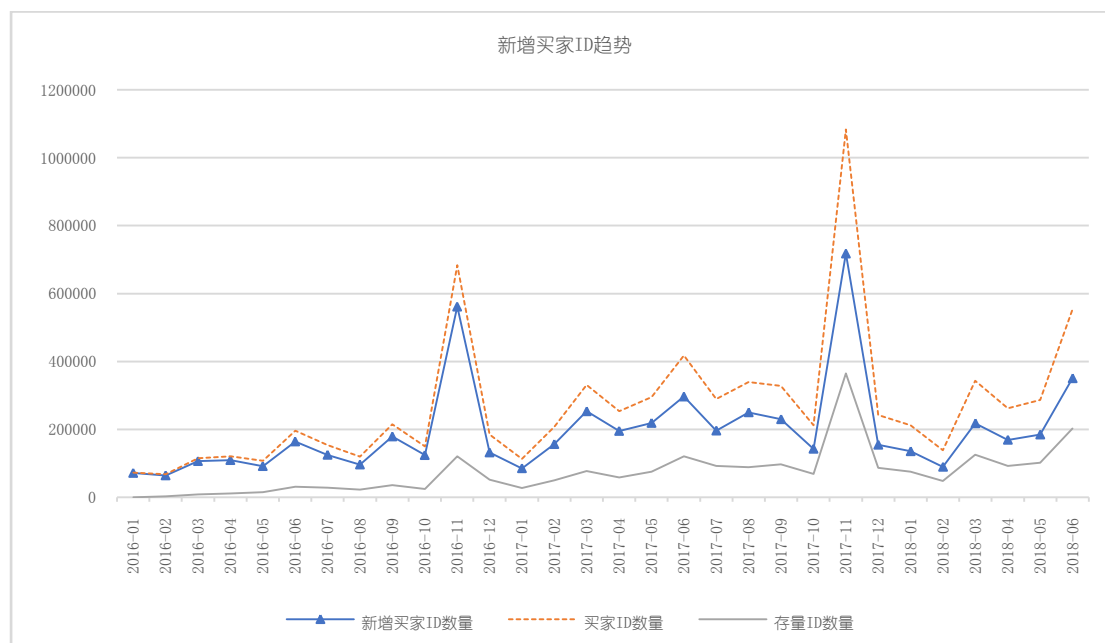
从天猫平台用户的复购次数来看，2016年1月至2018年6月，天猫平台膜

法世家官方旗舰店用户购买频次分布如下图所示：



用户复购频次基本集中在 1-5 次，其中 2 次到 5 次的占比近 30%，说明膜法世家的用户具有一定的品牌粘性。

从天猫平台用户的新增买家趋势来看，2016 年 1 月至 2018 年 6 月，天猫平台膜法世家官方旗舰店新增买家 ID 趋势如下图所示：



数量结果显示，报告期内每月新增买家与当月买家 ID 数据趋势高度匹配且趋同，随着时间的推移，用户数量基数越来越大，新增买家用户数占买家 ID 数量

比例（定义为：P）呈缓慢下降走势。2016年2月P值从96%下降至2016年底的72%，2017年1月P值从76%下降至2017年底的64%，2018年1-6月维持在64%左右。从上述数据来看，膜法世家品牌留存用户数越来越多，对老用户具有一定的吸引力。

（三）产品生命周期及未来产品规划

上海悦目的热门产品较受市场欢迎，一款产品通过不断的配方升级、话题营销等手段，可以长期保持热门销售的地位。以下以标的公司的三款热门产品举例：

序号	明星产品名称	上市期及所处生命周期
1	吸黑焕白三合一面膜套盒	2014年上市产品，经历三次配方升级，目前处于成熟期
2	绿豆泥浆面膜	2007年上市产品，经历五次配方升级，目前处于成熟期
3	水嫩亮采三合一气垫凝水面膜贴套盒	2018年上市产品，目前处于快速成长期

从上表可以看出，从新品推出到产品成熟，最长可经历十年以上的时间，仍然可以保持着热销的地位。

根据标的公司的产品规划，创新或差异化的面膜类产品 1——6 个系列/年；局部膜类产品 2-3 个系列/年；护肤系列 0-1 个系列/年；上述新品上市时间分布在每年的 3 月份-9 月份之间。标的公司通过对次热卖产品进行配方和包装形象升级，促进销量增涨，推出新品的同时，也会对产品排名进行末尾淘汰，保持产品始终处在一个合理范围内。

综上，标的公司的产品具有一定的用户粘性，盈利模式及品牌推广模式正常，产品生命周期管理和产品规划较为合理。本次承诺利润是根据申威评估出具的评估报告中的预测确定，如本次业绩承诺依据没有发生变化，则不会出现盈利承诺调整的情况。

三、结合同行业公司相关产品生命周期，对公司目前明星产品所处阶段予以分析，并就相关产品可能被市场替代或者热度下降及未来明星产品推出的不确定性予以风险提示

（一）产品生命周期及明星产品所处阶段

产品生命周期及明星成品所处阶段可参见上一点中“（三）产品生命周期及未来产品规划”的分析内容。

（二）相关产品可能被市场替代或者热度下降及未来明星产品推出的不确定性予以风险提示

相关风险提示补充如下：

“随着我国经济的发展以及人均收入水平的提升，我国护肤品市场得到逐步扩大，护肤品行业发展十分迅速。伴随着市场与行业的迅速发展，护肤品行业的竞争态势也愈加激烈，标的公司通过不断地研发创新，推出系列明星产品，占据了一定的市场份额。但随着行业竞争加剧，越来越多的竞争者加入并推出更多产品，可能导致标的公司明星产品市场热度下降或被其他公司的相关产品取代的风险。虽然标的公司积极投入研发与产品创新，但未来能否进一步推出明星产品存在不确定性。提请投资者关注相关风险。”

四、两次估值存在较大差异的原因、合理性及审慎性

（一）本次评估值较前次标的评估值调整的原因

1.线上红利效应、流量红利衰减导致线上收入增速放缓

上海悦目收入目前主要来自线上销售，2016年、2017年和2018年1-6月，上海悦目通过包括天猫、唯品会两大电子商务平台的营业收入占其当期主营业务收入比重分别为68.89%、72.24%、70.25%，线上销售占比较高。根据2018年上半年度电商行业发展情况来看，发展速度已经逐步趋缓，并将在未来保持该趋势。

2.线上获客成本提升及线下销售比例增加导致销售费用的提高

互联网线上流量增速的放缓，导致获客成本将进一步提升，所以标的公司的销售费用率会有所增加。另外，根据标的公司未来的经营规划，考虑到消费者呈现从线上向线下实体店回归的趋势，在保持线上有效活跃用户体量的同时，将大

力拓展线下渠道的发展，线下销售占收入比重将持续上升，也会导致销售费用率的进一步提升。

3.线下销售占比增加导致资本性支出增加

根据公司经营计划，未来主要投入线下，线下实体门店的增加导致相关资本性支出的增加，也是造成估值调整的原因之一。

4.标的公司分红导致估值变化

2018年4月30日做出的股东会决议，标的公司以2017年12月31日经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计未分配利润36,281.78万元为基础，向全体股东按出资比例分红10,000万元。分红也导致前后两次估值的变化。

（二）两次评估差异的合理性及审慎性

根据上述分析，两次评估基准日相隔半年时间，是基于不同时点综合考虑行业及标的公司的情况得出的评估结论。本次评估较上次评估价值降低了27.27%，降低了上市公司的收购价格，减少了本次交易完成后上市公司的商誉，具有合理性及谨慎性。

五、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次评估，因行业变化及标的公司生产模式的调整，导致标的公司2018年上半年的收入及利润实现情况较前次评估预测出现了一定的差异，从谨慎角度出发，上市公司及交易对方平等协商后，根据上半年的变化，对标的公司截止2018年6月30日的资产价值进行了重新评估；标的公司的产品具有一定的用户粘性，盈利模式及品牌推广模式正常，产品生命周期管理和产品规划较为合理，本次承诺利润是根据申威评估出具的评估报告中的预测确定，如本次业绩承诺依据没有发生变化，则不会出现盈利承诺调整的情况；两次评估差异具有一定的合理性及谨慎性。

4. 草案披露，本次方案对于现金对价的支付期限有所调整，将支付时间由配

套募集资金到账后 30 个自然日内更改至向交易对方完成发行股份交割且新增股份上市后 30 个工作日内。公司三季报显示，截至 2018 年 9 月 30 日，公司货币资金 7,995.59 万元，而本次交易的现金对价合计 108,215 万元。请补充披露：

（1）调整现金对价支付时间的原因及合理性；（2）本次对于现金对价支付期限的调整是否可能导致公司在配套募集资金到账前即支付现金对价；（3）结合公司现金情况，说明前述支付方式的可行性及可能对公司造成的影响。请财务顾问发表意见。

回复：

一、调整现金对价支付时间的原因及合理性

根据中路股份与黄晓东、张目、陈荣及上海携励于 2018 年 11 月 8 日签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》，双方约定本次交易完成发行股份交割且新增股份上市后 30 个工作日内，上市公司应依照《发行股份及支付现金购买资产协议》本协议约定以自有、自筹或者其他合法募集资金向黄晓东、张目支付本次交易的现金对价（扣除上市公司应代扣代缴的个人所得税部分，如适用）。如违反前述约定未在 30 个工作日内支付全部现金对价，对于到期未支付的部分，黄晓东、张目有权要求上市公司以 10% 的年利率按日向黄晓东、张目支付逾期付款的违约金。

本次交易属于非同一控制下的市场化交易，且交易的金额较大，现金交易的占比较高，黄晓东及张目希望能够尽快获得本次交易的现金对价，属于较为正常的商业诉求。同时，考虑到募集资金发行时间的不确定性，而上市公司自有资金较少，因此限定了本次新增股份上市后的 30 个工作日，这也为上市公司预留了一定的募集或者筹集资金的时间。因此本次现金对价支付时间，是充分考虑到交易各方利益诉求，交易各方平等协商的结果，具有合理性。

二、本次对于现金对价支付期限的调整是否可能导致公司在配套募集资金到账前即支付现金对价

本次重组募集配套资金采用询价方式，如本次交易能够完成，根据相关法规

规定，募集配套资金将在发行股份购买资产的新股登记完成后即可启动，如因为市场或其他因素导致募集资金的启动时间延后，则可能导致标的资产在过户到上市公司后，在配套募集资金到账前即支付现金对价。

三、结合公司现金情况，说明前述支付方式的可行性及可能对公司造成的影响。

截至 2018 年 9 月 30 日，上市公司账面余额为 7,995.59 万元，远少于本次交易现金对价的金额。如本次募集配套资金的到账时间晚于现金对价支付的时间，上市公司将通过借款的方式筹措资金进行支付，包括但不限于抵押贷款、并购贷款及大股东借款，虽然上市公司将尽最大可能提高募集资金的速度和效率，但如果因支付对价导致上市公司以借款方式筹措资金，短时间内将提高上市公司的资产负债率及财务费用，具有可行性。本次重组草案中，已经就配套融资未能实施或低于预期的风险提示如下：

“（一）配套融资未能实施或融资金额低于预期的风险

本次交易方案中，上市公司拟配套融资不超过 148,215.00 万元，拟用于支付本次交易现金对价部分与本次交易中介机构费用以及用于标的公司的直营门店建设项目、信息化与自有商城建设项目、无人售卖终端机铺设项目，另外还有部分拟用于补充上市公司流动资金。

如本次募集配套资金事项未获中国证监会核准或者虽获中国证监会核准但未能实施，或融资金额低于预期，上市公司需以自有或自筹资金实施前述项目以及支付本次交易的中介机构费用。如上市公司以借款方式实施项目及支付交易对价，将提高上市公司资产负债率及财务费用，可能给上市公司带来偿债风险并降低上市公司的净利润水平，提请投资者注意相关风险。”

四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：1.本次现金对价支付时间，是充分考虑到交易各方利益诉求，交易各方平等协商的结果，具有合理性；2.如因为市场或其他因素导致募集资金的启动时间延后，则可能导致上市公司在配套募集资金到账前即

支付现金对价；3.虽然上市公司将尽最大可能提高募集资金的速度和效率，但如果因支付对价导致上市公司以借款方式筹措资金，短时间内将提高上市公司的资产负债率及财务费用。

5. 草案披露，标的资产 2018 年 1-6 月份实现营业收入 4.61 亿元，实现净利润 0.93 亿元，应收账款为 1.07 亿元，存货为 2.03 亿元，经营活动现金流量净额为 0.39 亿元。2017 年公司实现营业收入 9.39 亿元，净利润 2.7 亿元，应收账款 0.58 亿元，存货为 1.06 亿元，经营活动现金流量净额为 1.9 亿元。公司应收账款占营业收入比重由 2017 年的 6.18% 上升为 23.10%，经营活动现金流也明显下滑。请补充披露：（1）分平台分销售模式披露报告期的营业收入，如果数据变动较大请予以解释；（2）结合公司销售模式、行业可比公司情况等，分析公司 2018 年应收账款上升、经营活动现金流量净额下降的原因，公司是否存在销售模式的重大变化；（3）请公司结合目前季节波动、产品市场占有率的变化、同行业可比公司数据等分析存货大幅上升的原因，相关存货跌价准备是否计提充分。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、分平台分销售模式披露报告期的营业收入，如果数据变动较大请予以解释

上海悦目通过线上和线下两种渠道对外销售，以线上销售为主。报告期内，标的公司线上渠道销售收入占当期主营业务收入的比重分别为 84.93%、86.96%、82.85%，其中标的公司线上主要平台各年度的销售情况如下：

（一）线上自营模式的主要平台

单位：万元、%

线上自营平台	2018 年 1-6 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
天猫商城	17,255.02	37.78	38,969.15	41.64	20,574.28	36.42
淘宝集市	176.90	0.39	745.32	0.80	1,082.76	1.92
京东商场 POP 店	922.84	2.02	716.57	0.77	-	-

蘑菇街	223.11	0.49	560.99	0.60	454.58	0.80
楚楚街	69.09	0.15	165.76	0.18	318.69	0.56
以上平台小计	18,646.96	40.83	41,157.79	43.98	22,430.31	39.70
线上自营平台合计	18,821.57	41.21	41,263.47	44.09	22,867.95	40.49

(二) 线上代销模式的全部平台

单位：万元、%

线上代销平台	2018年1-6月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
唯品会平台	11,605.36	25.41	24,844.78	26.55	17,320.96	30.67
天猫超市平台	3,223.83	7.06	3,796.12	4.06	1,015.17	1.80
京东平台	1,587.16	3.48	5,544.91	5.92	2,600.81	4.60
合计	16,416.36	35.95	34,185.81	36.53	20,936.94	37.07

(三) 线上经销模式的主要平台

单位：万元、%

线上经销平台	2018年1-6月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
聚美优品	1,172.20	2.57	2,770.22	2.96	2,570.39	4.55
天猫商城（膜法世家1908日照店）	537.97	1.18	971.01	1.04	560.08	0.99
天猫商城（膜法世家1908弗莱格专卖店）	229.80	0.50	922.27	0.99	357.05	0.63
以上平台小计	1,939.97	4.25	4,663.50	4.98	3,487.52	6.17
线上经销平台合计	2,600.06	5.69	5,934.49	6.34	4,169.42	7.38

报告期内，标的公司线上自营模式销售收入分别为 22,867.95 万元、41,263.47 万元及 18,821.57 万元，占比分别为 40.49%、44.09%、41.21%；线上代销模式销售收入分别为 20,936.94 万元、34,185.81 万元、16,416.36 万元，占比分别为 37.07%、36.53%、35.95%，线上经销模式占比较低，且逐年略有下降。标的公司自营与代销模式比较稳定，并未发生较为明显变化，而各模式下主要销售平台由于标的公司经营策略、销售平台自身调整以及市场竞争等原因而导致销售略有

波动。主要线上平台的具体波动原因如下：

1.线上自营-天猫商城

报告期内，标的公司天猫商城销售收入分别为 20,574.28 万元、38,969.15 万元及 17,255.02 万元，占比分别为 36.42%、41.64%、37.78%，其中 2017 年收入增长及占比较高的主要原因为 2016 年标的公司品牌推广模式开始由单纯的购买线上流量模式向社交化、内容化的品牌推广模式转型。经过 2016 年的几次大型的品牌公关活动，在 2017 年形成了品牌的爆发式增长，品牌的知名度迅速在网络上扩张起来，对于天猫商城而言，直接拉动了品牌关键字的搜索量，从而为天猫旗舰店带来了大量的免费流量。

2.线上自营-淘宝集市店

报告期内，标的公司淘宝集市店销售收入逐年走低，主要由淘宝平台的商业模式决定。淘宝是免费平台，为了不断提升平台的运营效率，2014 年起平台加大了对天猫在流量上的支持，使得集市店铺的免费流量日趋收紧，这一结果直接导致集市店流量大幅下滑，从而影响了标的公司淘宝集市店的销量。

3.线上自营-京东 POP 店

报告期内，标的公司于京东平台上新设自营销售店京东 POP 店，主要原因为京东 POP 店基本上是由品牌方即标的公司自行运营，通过品牌方开店可以获取消费者的相关信息，对品牌营销提供数据支持。

4.线上自营-楚楚街

报告期内，标的公司楚楚街店销售收入逐年走低，主要原因为楚楚街是一个独立的移动购物平台，2017 年由于拼多多等新一代移动电商平台的高速崛起，楚楚街平台流量受到极大的冲击，导致该平台上的商家销售逐年都呈下滑态势。

5.线上代销-唯品会平台

标的公司通过唯品会销售的收入分别为 17,320.96 万元、24,844.78 万元及

11,605.36 万元，占比分别为 30.67%、26.55%、25.41%。其中 2016 年占比较高，随着 2017 年通过天猫商城、天猫超市等平台的销量上涨，通过唯品会的销售占比开始下降，但是从收入增幅来看，2017 年通过唯品会的收入增加依然较为明显，增长原因与天猫商城相同。

6.线上代销-天猫超市平台

报告期内，标的公司天猫超市销售收入逐年走高，主要原因为随着天猫平台对天猫超市的不断支持，天猫超市的流量在近几年呈现高速发展态势，标的公司在此期间充分利用流量优势，不断推出猫超定制产品，配合平台大力推广，出现了近几年较为迅猛的增长势头。

7.线上代销-京东平台

报告期内，标的公司在京东平台的销售收入分别为 2,600.81 万元、5,544.91 万元及 1,587.16 万元，2017 年较 2016 年的收入增幅较高，增长原因与天猫商城相同；占比分别为 4.60%、5.92%、3.48%，其中 2018 年 1-6 月销售占比有所下降的主要原因是标的公司品牌与该平台配合度不高，使得销售出现一定瓶颈，2018 年 7 月经协商京东调整了其代销标的公司产品的运营人员，标的公司品牌的产品开始逐步恢复到以前年度的销售量水平。

二、结合公司销售模式、行业可比公司情况等，分析公司 2018 年应收账款上升、经营活动现金流量净额下降的原因，公司是否存在销售模式的重大变化。

报告期内，标的公司经营活动现金流量净额与应收款项变动情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
经营活动产生的现金流量净额	3,869.39	19,022.43	15,498.19
经营性应收项目的减少（减:增加）	-3,434.74	-5,732.43	-1,661.17

（一）结合标的公司销售模式，分析标的公司 2018 年应收账款上升、经营活动现金流量净额下降的原因，公司是否存在销售模式的重大变化

报告期内，标的公司各项销售模式占比较为稳定，其中代销模式与经销模式约占比 50%左右。标的公司各项销售模式如下：

单位：万元

项目	2018年1-6月		2017年度		2016年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自营	21,901.72	47.95%	46,176.60	49.34%	26,896.20	47.62%
代销	16,416.36	35.95%	34,185.81	36.53%	20,936.94	37.07%
经销	7,351.68	16.09%	13,225.81	14.13%	8,650.97	15.31%
合计	45,669.76	100.00%	93,588.22	100.00%	56,484.11	100.00%

标的公司的应收账款主要由代销模式产生，代销平台如唯品会于 2018 年第二季度销售增长较快，而标的公司与代销电商平台的结算存在一定账期、如京东平台会在 60 天后按照订单扣除退换货后金额与标的公司进行对账结算，因此导致标的公司 2018 年应收账款上升，进而影响公司 2018 年 1-6 月的经营活动现金流量净额。

（二）分析公司 2018 年应收账款上升、经营活动现金流量净额下降的原因

2018 年 1-6 月，标的公司经营活动现金流量净额主要影响因素如下：

单位：万元

项目	2018年1-6月
经营活动产生的现金流量净额	3,869.39
主要影响因素：	
存货的减少（减：增加）	-10,056.34
经营性应收项目的减少（减：增加）	-3,434.74
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,741.07

报告期内，标的公司经营活动现金流量净额分别为 15,498.19 万元、19,022.43 万元、3,869.39 万元，其中 2018 年 1-6 月经营活动现金流量净额有所下降，主要受代销平台如唯品会于 2018 年第二季度销售增长较快、标的公司品牌十一周年庆大促备货等影响，导致 6 月底应收货款余额上升以及存货库存额较高，进而影响公司 2018 年 1-6 月的经营活动现金流。

（三）结合行业可比公司情况，分析公司 2018 年应收账款上升、经营活动现金流量净额下降的原因，公司是否存在销售模式的重大变化

2018年1-6月，公司与同行业可比公司应收账款变动及经营活动现金流量净额情况如下：

单位：万元

项目	标的公司	御家汇	珀莱雅	拉芳家化	上海家化
经营活动产生的现金流量净额	3,869.39	11,902.16	22,163.07	-307.60	50,462.88
存货的减少（减：增加）	-10,056.34	-17,939.54	-7,186.40	-4,869.20	-26,246.22
经营性应收项目的减少（减：增加）	-3,434.74	1,100.53	-3,220.16	-2,626.06	-17,611.17
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,741.07	21,547.61	16,136.12	-348.14	49,787.74

通过上表可见，除了御家汇经营性应收项目减少外，标的公司与其他可比公司的经营性应收项目均为增加，趋势一致。而标的公司经营活动现金流量净额表现下降，而其他可比公司并没呈现下降情况，具体原因是因为受销售季节波动影响，各公司于年中基本处于应收增加、存货备货状态，但是相比其他可比公司，标的公司2018年1-6月购买商品、接受劳务支付的现金较多，公司的经营性应付项目增加速度缓于存货的增加速度，从而影响标的公司经营活动现金流量净额。

综上，报告期内，标的公司各项销售模式较为稳定，主要受代销平台如唯品会于2018年第二季度销售增长较快、标的公司品牌十一周年庆大促备货等影响，导致6月底应收货款余额上升以及存活库存额较高，导致公司2018年1-6月的经营活动现金流量净额下降。

三、请公司结合目前季节波动、产品市场占有率的变化、同行业可比公司数据等分析存货大幅上升的原因，相关存货跌价准备是否计提充分。

（一）结合目前季节波动、产品市场占有率的变化、同行业可比公司数据等分析标的公司存货大幅上升的原因，

1. 存货明细情况

报告期内，标的公司的存货主要包括原材料、周转材料、委托加工物资和库存商品，存货明细如下：

单位：万元、%

项目	2018年6月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
----	------------	-------------	-------------

	账面余额	账面余额 占比	账面余额	账面余额 占比	账面余额	账面余额 占比
原材料	14.83	0.07	10.62	0.09	2.70	0.03
周转材料	255.24	1.23	350.15	3.13	200.46	2.09
委托加工物资	8,711.73	41.91	4,390.16	39.22	3,501.42	36.44
在产品	-	-	-	-	12.72	0.13
库存商品	11,803.25	56.79	6,443.72	57.56	5,892.64	61.32
合计	20,785.05	100.00	11,194.66	100.00	9,609.94	100.00

标的公司存货余额 2017 年末较 2016 年末增长 16.49%，主要是由于销售规模增长所致；2018 年 6 月末较 2017 年末增长 85.67%，主要是受电商行业的销售季节性波动、公司品牌十一周年庆大促备货等影响。

2.销售季节性情况

标的公司报告期各期各季度销售如下：

单位：万元、%

项目	2018 年 1-6 月		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
第一季度	20,130.20	43.67	17,403.21	18.53	7,753.02	13.65
第二季度	25,962.63	56.33	23,454.91	24.97	12,945.95	22.79
第三季度	-	-	23,066.97	24.56	14,254.12	25.09
第四季度	-	-	30,014.76	31.95	21,860.45	38.48
合计	46,092.83	100.00	93,939.84	100.00	56,813.54	100.00

近年来，伴随电子商务的飞速发展，以电商节日为载体的天猫年货节、双十一、双十二以及各大电商网站的店庆日、年中大促已明显引导和影响到消费者的日常消费习惯。虽然电商节日作为行业常态在全年均普遍存在，但受双十一、双十二等超大规模电商节日的影响，电子商务行业的整体业绩呈现下半年高于上半年的态势，尤其第四季度的营业收入占全年营业收入比重较高。2016 年和 2017 年，标的公司下半年营业收入占年度营业收入的比例分别为 63.57% 和 56.51%，第四季度营业收入占年度营业收入的比例分别为 38.48% 和 31.95%。因此，标的公司经营活动呈现季节性波动。

标的公司存货 2018 年 6 月末较 2017 年末增长 85.67%，主要受销售季节波

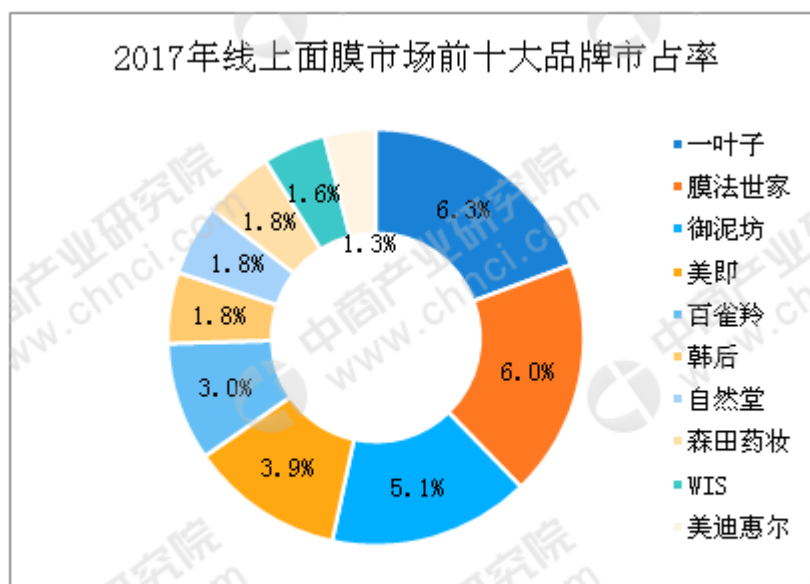
动影响，以及标的公司备战 7 月品牌十一周年庆所致。标的公司销售渠道以线上销售为主，线上销售主要通过天猫商城、唯品会等电商平台销售。化妆品电商市场受促销活动影响大，“双十一”、“双十二”等年终大型促销活动结束，且春节前逐步减少生产，年末存货处于较低水平，而年中为应对 6 月时间跨度较长的年中促销活动以及 7 月的周年庆，标的公司根据预估的业务增长相应增加存货储备。

3.市场占有率情况

标的公司 2016 年与 2017 年市场占有率如下：

排名	品牌名称	市场份额	平均成交价（元）
1	一叶子	7.1%	68
2	膜法世家	6.8%	88
3	御泥坊	5.4%	69
4	美迪惠尔	3.2%	94
5	韩后	2.8%	69
6	丽得姿	2.6%	71
7	百雀羚	2.3%	70
8	美即	2.1%	69
9	佰草集	1.4%	201
10	温碧泉	1.4%	63

图片来源：中商产业研究院



数据来源：中商产业研究院整理

标的公司的存货 2017 年末较 2016 年末相比，存货期末余额增长 16.49%，主要是由于销售规模增长所致，虽然 2017 年较 2016 年市场占有率有所下降，但是因为市场的规模扩大，所以并不影响标的公司的销售规模的增长。2017 年标的公司在线上面膜市场占比为 6.0%，位列第二，标的公司根据业务体量增加了各类存货储备。

4. 同行业存货余额比较情况

单位：万元、%

可比公司	2018 年 6 月 30 日		2017 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日
	存货余额	变动幅度	存货余额	变动幅度	存货余额
御家汇	46,384.43	63.07	28,444.89	-11.47	32,130.83
珀莱雅	27,156.88	33.05	20,411.12	-12.16	23,236.83
拉芳家化	31,471.83	18.30	26,602.63	11.59	23,840.68
上海家化	104,435.05	31.60	79,359.24	0.93	78,631.82
上海悦目	20,785.05	85.67	11,194.66	16.49	9,609.94

如上表所示，同行业公司存货余额水平受销售季节性影响，年中存货余额较大。2016 年至 2018 年 6 月，标的公司存货余额增幅分别为 16.49%、85.67%，标的公司的销售模式以线上销售为主，与御家汇的品牌定位、销售模式较为接近，年中存货余额较年末余额的变动与御家汇相近。

综上，标的公司存货余额 2017 年末较 2016 年末增长 16.49%，主要是由于

销售规模增长所致；2018年6月末较2017年末增长85.67%，主要是受电商销售季节性波动、标的公司品牌十一周年庆大促备货等影响。其中，标的公司年中存货余额较大，与同行业可比公司比较，存货的变化趋势较为一致。

（二）相关存货跌价准备是否计提充分

报告期内，公司的存货构成及跌价准备计提情况如下：

单位：万元、%

项目	2018年6月30日		2017年12月31日		2016年12月31日	
	账面余额	跌价准备	账面余额	跌价准备	账面余额	跌价准备
原材料	14.83	1.42	10.62	1.25	2.70	-
周转材料	255.24	8.64	350.15	7.91	200.46	7.05
委托加工物资	8,711.73	247.58	4,390.16	152.53	3,501.42	129.36
在产品	-	-	-	-	12.72	-
库存商品	11,803.25	222.79	6,443.72	388.90	5,892.64	346.17
合计	20,785.05	480.43	11,194.66	550.58	9,609.94	482.57

报告期内，标的公司存货跌价准备计提金额分别为482.57万元、550.58万元、480.43万元，其中2018年6月末存货跌价准备计提较低，原因为标的公司近年对库龄较长产品进行适时促销，产品库龄整体保持较短所致。报告期各期末，标的公司在对存货进行全面盘点情况下，对存货按以下方式计提存货跌价准备：

标的公司以账面价值和可变现净值孰低为原则，依据各类存货呆滞、损毁及库龄等具体情形，对各类存货分别计提跌价准备。

标的公司根据以前年度不同剩余有效期产品采取的促销策略和生产（委托加工）等经验数据，采用相对谨慎的计提方法，对成品剩余有效期大于1年半小于2年的计提10%跌价准备，大于1年小于1年半的计提30%跌价准备，小于1年的计提100%跌价准备；对部分包装材料和原料入库后一年未使用的部分计提100%跌价准备。

报告各期，标的公司与同行业公司的存货跌价计提情况进行比较：

公司名称	2018年6月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
御家汇	1.42%	2.73%	2.17%

珀莱雅	7.69%	8.09%	8.74%
拉芳家化	0.56%	0.61%	0.00%
上海家化	4.78%	5.44%	2.80%
平均值	3.61%	4.22%	3.43%
上海悦目	2.31%	4.92%	5.02%

如上表所示，标的公司各期末的计提比例分别为 5.02%、4.92%、2.31%。同行业公司之间存货跌价计提比例比较分散，与同行业公司的存货跌价计提比例平均值比较，报告期内标的公司存货跌价准备计提比例与同行业公司平均值整体上较为接近，不存在较大差异。

综上，标的公司存货跌价准备的政策符合会计准则相关规定，计提方法符合行业惯例及其实际情况，存货依据企业会计准则的要求进行了减值测试，且与同行业公司计提平均值比较也相对谨慎，标的公司计提的存货跌价准备充分。

四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：1.标的公司报告期内各主要销售平台的收入波动主要受公司经营策略、销售平台自身调整以及市场竞争等原因而导致销售略有波动；2.标的公司报告期内各项销售模式较为稳定，主要受代销平台如唯品会于 2018 年第二季度销售增长较快、标的公司品牌十一周年庆大促备货等影响，导致 6 月底应收货款余额上升以及存货库存额较高，导致公司 2018 年 1-6 月的经营活动现金流量净额下降；3.标的公司存货余额 2017 年末较 2016 年末增长 16.49%，主要是由于销售规模增长所致；2018 年 6 月末较 2017 年末增长 85.67%，主要是受电商销售的季节性波动、标的公司品牌十一周年庆大促备货等影响。其中，标的公司年中存货余额较大，与同行业可比公司比较，变化趋势较为一致。标的公司存货跌价准备的政策符合会计准则相关规定，存货依据企业会计准则的要求进行了减值测试，且与同行业公司计提平均值比较也相对谨慎，标的公司计提的存货跌价准备充分。

6. 草案披露，标的资产评估中预测 2018 年营业费用为 4.42 亿元，前次评估预测为 3.46 亿元，截止 2018 年 6 月标的资产营业费用为 1.58 亿元，公司营业费用主要集中于广告推广、服务费、运费等。此外，公司本次评估调减了营业收

入和业绩承诺。在营业收入较前次评估下降的背景下，请公司结合业务推广的形式变化、公司相关费用管控、现金支出内控手段等分析造成差异的原因，说明公司针对费用端控制或者销售策略是否存在明显变化，预计营业费用增长情况下，预计营业收入下降的原因。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、标的公司业务推广形式变化

报告期内，标的公司线上的主要推广形式分为站内站外两部分，站内即电商平台上的推广，包括钻展（展示付费为主），直通车推广（点击付费），以及淘宝客(分成结算)等形式，站外推广包括各种搜索引擎（百度，360 搜索等）推广，各大新闻媒体（今日头条，腾讯新闻等），以及微博微信等社交平台推广。线下推广的模式主要包括户外广告及线下活动两部分，其中户外广告包括地铁、公交、飞机、高铁、商场、楼宇等广告位的投放，线下活动包括快闪店、明星见面会、产品发布会等方式。

报告期内，标的公司销售费用及占比情况如下：

单位：万元、%

项目	2018年1-6月		2017年度		2016年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
广告及业务宣传费	7,133.25	45.04	10,012.25	40.82	10,956.19	54.23
服务费	2,628.98	16.60	3,567.52	14.55	1,501.01	7.43
运输费	2,246.30	14.18	5,055.42	20.61	2,696.23	13.35
工资、奖金及社保费	1,719.12	10.85	2,780.11	11.34	2,813.60	13.93
租赁费	890.39	5.62	1,199.18	4.89	985.57	4.88
易耗品摊销	392.32	2.48	718.28	2.93	319.96	1.58
其他零星费用	232.37	1.47	267.37	1.09	157.49	0.78
装修、装饰费	227.61	1.44	217.75	0.89	60.09	0.30
物业管理费	158.40	1.00	248.85	1.01	189.67	0.94
办公及差旅费	145.68	0.92	249.93	1.02	164.67	0.82
物料费	64.34	0.41	209.86	0.86	357.17	1.77

项目	2018年1-6月		2017年度		2016年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
合计	15,838.77	100.00	24,526.52	100.00	20,201.65	100.00
销售费用占营业收入比重	34.36		26.11		35.56	

从上表可以看出，2018年上半年标的公司的销售费用仍然集中在广告及业务宣传、服务费及运输费方面，销售推广形式并未发生大幅变化。2018年上半年广告及业务宣传费用占比较2017年明显提高的原因是为了应对电商流量红利消退，包括新增代言人的费用及站外推广投入增长所致。

二、标的公司相关费用管控及现金支出内控手段

标的公司的销售费用管控的标准主要是每个月的资金预算。首先，标的公司在财务管理中心设立预算管理团队，对标的公司的各项收入、费用进行全面的预算管理，形成对公司各项费用的全面管控。其次，对于每一笔费用都通过OA进行层层审批控制，确定费用发生标准的审批权限。

标的公司已经建立了现金管理制度，财务管理中心每月对现金进行盘点，制定现金盘点表，日常现金的支出严格按照现金管理制度执行。因标的公司主要业务的资金流转都是通过银行转账完成，所以报告期内几乎没有现金收支业务。

三、预计营业费用增长情况下，预计营业收入下降的原因

本次评估，综合考虑了电商行业发展放缓、流量红利增速趋缓并且未来将保持该趋势的因素对标的公司未来销量的影响，谨慎下调了未来预测的营业收入。销售费用方面，根据标的公司未来的经营规划，考虑到消费者呈现从线上向线下实体店回归的趋势，在保持线上有效活跃用户体量的同时，将大力拓展线下渠道的发展，线下销售占收入比重将持续上升，因此，线下实体门店的增加也导致相关资本性支出及销售费用的增加，销售费用（主要为广宣费及服务费等）较前次评估有不同程度的调增。前次评估预测中，标的公司2018年销售费用率为25.54%，此次评估销售费用调增后，销售费用率为33.94%，增幅为8.4%；前次评估预测期2018年至2023年累计发生销售费用338,504.00万元，此次评估预测期累计发

生 361,636.00 万元，增幅比例为 6.83%，销售费用的上调符合行业发展趋势及标的公司未来发展规划。

四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司销售推广形式、费用管控及现金支出内控手段并未发生大幅变化；本次评估，综合考虑了电商行业发展放缓、流量红利增速趋缓并且未来将保持该趋势的因素对标的公司未来销量的影响，谨慎下调了未来预测的营业收入，同时，本次评估预测中销售费用的上调主要是考虑了符合行业发展趋势及标的公司未来发展规划。

7. 交易完成后，实际控制人的持股比例较第二大股东高约 7%。请补充披露未来保持上市公司控制权稳定的相关措施。请财务顾问发表意见。

回复：

一、未来保持上市公司控制权稳定的相关措施

本次交易完成后，如考虑配套募集资金，实际控制人与第二大股东的股比情况如下：

股东姓名 或名称	重组前		新增发行 股份数 (股)	重组后	
	股份数量(股)	股份 比例		股份数量(股)	股份 比例
中路集团	131,530,734	40.92%	-	131,530,734	19.98%
陈荣	340,318	0.11%	93,457,943	93,798,261	14.25%
实际控制人持股数	131,871,052	41.03%	-	225,328,995	34.22%
张目	-	-	70,927,570	70,927,570	10.77%
黄晓东	-	-	70,927,570	70,927,570	10.77%
上海携励	-	-	37,383,177	37,383,177	5.68%
第二大股东持股数	-	-	-	179,238,317	27.22%

从上述比例可以看出，若考虑募集配套资金，双方股比差控制在 7%，存在一定的股比差距。另外，除相关股份的锁定承诺外，为进一步保证上市公司在本

次交易后控制权的稳定性，陈荣作为中路股份实际控制人作出不可撤销或变更的声明及承诺如下：

“1、本承诺函签署之日起至本次交易完成后 60 个月内，本人不会主动放弃或促使本人控制的主体放弃在上市公司董事会的提名权和/或股东大会的表决权，也不会协助或促使本人控制的主体协助任何其他方谋求对上市公司的控股股东及实际控制人的地位；

2、本承诺函签署之日起至本次交易完成后 60 个月内，本人将在符合法律、法规及规范性文件的前提下，维持本人及一致行动人对上市公司的实际控制地位。”

中路集团作为中路股份控股股东，作出如下不可撤销或变更的声明及承诺：

1、本承诺函签署之日起至本次交易完成后 60 个月内，本企业不会主动放弃在上市公司董事会的提名权和/或股东大会的表决权，也不会协助任何其他方谋求对上市公司的控股股东及实际控制人的地位；

2、本承诺函签署之日起至本次交易完成后 60 个月内，本企业将在符合法律、法规及规范性文件的前提下，维持本企业及一致行动人对上市公司的控股地位。

本次交易对方黄晓东及其一致行动人张目、上海携励作出《关于不谋求上市公司控制权的承诺函》：

1、本次重大资产重组完成后 60 个月内，本人/本企业作为中路股份股东（以中国证券登记结算有限责任公司上海分公司登记为准）期间，不会通过任何方式（包括但不限于在二级市场上增持上市公司股份、协议受让上市公司股份、认购上市公司新增股份、与上市公司其他任何直接或间接股东形成一致行动关系等方式）谋求对上市公司的控制地位。

2、若本人违反前述承诺，给上市公司或者投资者造成损失的，本人将依法承担赔偿责任。

综上，实际控制人与交易完成后的第二大股东在保持 7% 的股比差以外，分别作出了 60 个月内不放弃并维持控股权，以及 60 个月内不谋求控制权的公开承诺，有利于进一步稳定上市公司的控制权。

二、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：本次交易完成后，考虑募集配套资金的情况下，实际控制人与交易完成后的第二大股东在保持 7% 的股比差以外，分别作出了 60 个月内不放弃并维持控制权，以及 60 个月内不谋求控制权的公开承诺，有利于进一步稳定上市公司的控制权。

（本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所〈关于中路股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）信息披露的问询函〉之核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

栾宏飞

左迪

华泰联合证券有限责任公司

年 月 日