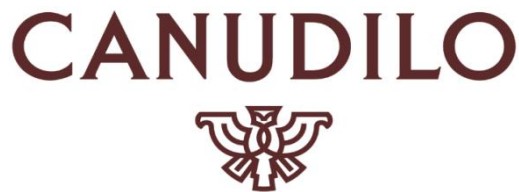


证券简称：卡奴迪路

证券代码：002656



广州卡奴迪路服饰股份有限公司
关于非公开发行股票申请文件
二次反馈意见的回复

二零一六年一月

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

2015年12月17日，广州卡奴迪路服饰股份有限公司（以下简称“本公司”、“公司”、“发行人”或“卡奴迪路”）收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》（151798号）及所附的《广州卡奴迪路服饰股份有限公司非公开发行股票申请文件的二次反馈意见》（以下简称“二次反馈意见”）。公司会同恒泰长财证券有限责任公司（以下简称“恒泰长财”或“保荐机构”）、北京市金杜律师事务所（以下简称“发行人律师”）、广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“正中珠江”或“发行人会计师”）、广东联信资产评估土地房地产估价有限公司（以下简称“联信评估”或“评估机构”）等中介机构，对二次反馈意见中提出的问题进行了认真研究，并对有关问题进行了说明、论证分析和补充披露。

根据二次反馈意见要求，本公司现就二次反馈意见中提出的问题详细回复如下。如无特别说明，本回复中的简称或名词的释义与预案中的相同。

一、重点问题

问题 1、公司本次拟用募集资金投入“时尚电子商务平台建设项目”投资总额 13,282.74 万元，其中铺底流动资金 9,386.64 万元，铺底流动资金占项目总投资比例 70.67%。根据反馈意见回复，铺底流动资金主要用于采购商品、支付职工薪酬和其他相关费用。

请申请人：说明将采购商品、支付职工薪酬和其他相关费用作为建设项目投资构成的原因及合理性；项目投资金额是否超过项目需求量，是否符合《上市公司证券发行管理办法》第十条的相关规定。

请保荐机构进行核查并发表核查意见。

回复：

（一）说明将采购商品、支付职工薪酬和其他相关费用作为建设项目投资

构成的原因及合理性

2016年1月8日，公司第三届董事会第八次会议分别审议通过了《关于调整公司本次非公开发行股票方案的议案》和《关于修订公司本次非公开发行股票预案的议案》。本次非公开发行股票方案调整为：本次非公开发行股票募集资金总额不超过86,620万元，发行数量不超过5,680万股（含5,680万股），扣除发行费用后的募集资金净额将全部用于以下项目：

单位：万元

序号	项目	项目总投资额	本次方案调整前拟使用募集资金	本次方案调整后拟使用募集资金
1	时尚买手店 O2O 项目	44,391	42,386	37,506
2	意大利 LEVITAS S.P.A.51%股权收购及 Dirk Bikkembergs 品牌营销网络建设项目	34,114	34,114	34,114
3	偿还银行贷款	30,000	15,000	15,000
合计		108,505	91,500	86,620

本次调整是公司根据资本市场整体情况及自身实际情况而实施的，对于项目总投资缺口部分，公司拟通过自筹资金解决，以保障上述募投项目的顺利实施。

时尚买手店 O2O 项目主要包括线上时尚电子商务平台和线下时尚买手店两部分，总投资额为 44,391 万元，拟使用本次募集资金额 37,506 万元。其中，线下时尚买手店投资总额为 29,103.05 万元，拟全部使用本次募集资金进行投资；时尚电子商务平台建设项目投资总额为 15,287.74 万元，拟使用本次募集资金金额为 8,402.74 万元，差额部分 6,885 万元将由公司自筹解决。时尚电子商务平台建设项目的投资额具体情况如下：

单位：万元

项 目	预计投资额		其中拟使用募集 资金金额
	金额	占比（%）	金额
建设投资	10,781.10	70.52	3,896.10
工程费用	3,500.00	22.89	3,500.00
工程建设其他费用	107.50	0.70	107.50
预备费	288.60	1.89	288.60
品牌渠道推广及备货费用	6,885.00	45.04	-
铺底流动资金	4,506.64	29.48	4,506.64
合 计	15,287.74	100.00	8,402.74

由上表所示，根据公司战略转型规划，时尚电子商务平台建设项目的核心内容是充分运用移动互联网技术及消费者体验、流量、数据、互动、社交等实现线上订单，通过第三方物流及后台支持人员完成配送和售后服务。可以看出，上述经营模式具有典型的“轻资产”O2O经营特征。为了达到项目预计盈利目标，对线上存货的备货、运营后台人员薪酬、品牌渠道推广及其他管理和销售费用等建设期内投资需求相对较大，因此将采购商品、支付职工薪酬和其他相关费用作为建设项目投资构成。本次实施方案调整“品牌渠道推广及备货费用”，将由公司通过自筹资金进行投资。

（二）项目投资金额是否超过项目需求量，是否符合《上市公司证券发行管理办法》第十条的相关规定

时尚电子商务平台建设项目投资总额为 15,287.74 万元，公司拟使用本次非公开发行募集资金中的 8,402.74 万元投资该项目是必要与合理的，与公司现有资产、业务规模相匹配，该项目募集资金数额并没有超过实际需要量；本次募集资金用途信息披露充分合规，符合《上市公司证券发行管理办法》（证监会令第 30 号）第十条有关规定。

（三）保荐机构的核查情况及核查意见

保荐机构查阅了发行人第三届董事会第八次会议中有关调整本次非公开发

行方案的议案、本次非公开发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告、《上市公司证券发行管理办法》第十条的相关规定及发行人近期发布的公告等文件，履行了相应的核查程序。

经核查，保荐机构认为：

经发行人第三届董事会第八次会议审议通过了调整公司本次非公开发行股票方案的议案，调整后的时尚电子商务平台建设项目的铺底流动资金未超过该项目总投资额的 30%。根据发行人战略转型规划，时尚电子商务平台建设项目经营模式具有典型的“轻资产”O2O 经营特征，为达到项目预计盈利目标，对线上存货的备货、运营后台人员薪酬、品牌渠道推广及其他管理和销售费用等建设期内投资需求相对较大。发行人拟使用本次非公开发行募集资金中的 8,402.74 万元投资该项目是必要与合理的，与发行人现有资产、业务规模相匹配，该项目募集资金数额并没有超过实际需要量；本次募集资金用途信息披露充分合规，符合《上市公司证券发行管理办法》第十条有关规定。

问题 2、公司本次取得 **LEVITAS 51%**股权的交易对价为 **27,714** 万元，本次评估对象和范围包括两部分：**(1) LEVITAS 51%**股东权益价值 **12,892** 万元；**(2) DB** 品牌在大中华地区（包括中国大陆、香港、澳门、台湾）的品牌运营授权的商业价值 **14,500** 万元。

请申请人：**(1)** 说明公司将购买 **LEVITAS 51%**股权与取得 **DB** 品牌在大中华地区品牌运营授权价值作为一揽子交易的原因；**(2)** 结合 **DB** 品牌的所有人说明将取得 **DB** 品牌在大中华地区运营授权的商业价值体现在收购交易对价的原因及合理性。

请保荐机构进行核查。

回复：

(一)说明公司将购买**LEVITAS 51%**股权与取得**DB**品牌在大中华地区品牌运营授权价值作为一揽子交易的原因

公司本次将购买 LEVITAS 51%股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌在大中华地区品牌运营授权价值作为一揽子交易（以下简称“本次一揽子交易”），是各方当事人基于其商业诉求，在完全的市场竞争基础上，经过充分的市场博弈及商业谈判达成的交易方案。根据谈判达成的整体交易条件，公司在支付其认为合理的交易对价后，可一并获得 LEVITAS 51%股权带来的收益以及 Dirk Bikkembergs 品牌在大中华地区品牌运营授权的商业利益。本次一揽子交易中的股权收购和大中华区品牌运营授权，二者互为前提，不可分割。而公司聘请的评估机构针对上述交易所出具的独立评估报告，就本次跨境交易而言，虽然并非相关当事人确定交易对价的依据，但客观上可视为公司对其整体交易对价之合理性进行验证的重要手段。

1、公司获得 LEVITAS 控股权并不必然可持续、稳定地取得 Dirk Bikkembergs 品牌运营授权，因而控股权与品牌运营授权相辅相成、不可分割，需作一揽子交易安排

根据行业惯例，国际品牌的经营权一般以 3-5 年为一个授权周期，期限届满后的续约事项再行协商。因此，市场上不乏经营良好的品牌授权在期满后被品牌授权方收回的先例。上述情形，对于被授权方而言处于不利的地位，也不利于被授权方对品牌作出长久的经营规划。公司通过本次一揽子交易，收购 LEVITAS 51% 股权获得控股权并对其经营管理实施有效控制，某种程度上可为公司持续、稳定获得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌经营权创造有利条件，从而有助于公司对 Dirk Bikkembergs 品牌作出长久的经营规划以获取预期收益，推动公司的利润增长。因此，获得控股权是持续、稳定取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权的重要前提。

然而，由于公司通过本次交易只收购 LEVITAS 51%股权，LEVITAS 尚存在 49%的少数股权，根据国际惯例，在公平市场环境下，公司尚不足以在 LEVITAS 中对所有重大事项实施有效控制，少数股东在 LEVITAS 的经营决策中仍具有相对较大的影响力。在历次洽谈中，少数股东多次提出 Dirk Bikkembergs 品牌运营权是 LEVITAS 的核心价值，对其的处置（包括对第三方授权经营）需要取得少数股东同意。正是基于确保公司未来持续、稳定持有 Dirk Bikkembergs

品牌大中华区品牌经营权的前瞻性考虑，在商业谈判中，公司始终强调将收购 LEVITAS 51%股权与获得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权作为整体交易一并考虑，即公司在支付原控股股东同意的交易对价后，并购交易完成后的少数股东将无权针对 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区运营事项行使否决权；经过多次博弈和谈判，最终该交易方案获得了 LEVITAS 控股权出售方、其余少数股东及 LEVITAS 的认可。若双方未将 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区运营权与控股权收购作为一揽子交易谈判达成共识，公司仍需就上述品牌运营权事项与少数股东协商，则有可能影响公司持续、稳定取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权，损害公司股东利益。

综上，为了公司能够持续、稳定取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权，公司与交易对方协商交易时必须考虑 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区的经营权价值，将收购 LEVITAS 51%股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权作为一揽子交易，二者互为前提，不可分割，上述原则贯穿于整个商业谈判过程中。

2、收购 LEVITAS 51%股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权作为一揽子交易，公司在支付其认为合理的、且令股权出售方接受的股权交易对价的同时获得了包含但未限于 LEVITAS 51%股权在内的符合其商业预期的收益，若缺少其中一方面，则会影响整个交易所带来的整体最大收益

经公司与交易对方进行反复谈判及协商，双方达成将 LEVITAS 控股权收购与 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区运营授权作为一揽子交易的安排。公司在支付股权交易对价的同时，可主要获得两方面的收益：（1）公司通过收购 LEVITAS 51%股权将其纳入公司合并报表，可分享 LEVITAS 未来通过全球范围内品牌授权获得持续增长的投资收益；（2）公司在支付股权交易对价外，无需另行支付费用取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权，可做更为长久的品牌运营规划，分享大中华地区带来的额外增值收益。此外，公司还可以获得 LEVITAS 控股权溢价及业务发展带来的协同效应。

公司通过本次交易所获取的上述收益是基于收购 LEVITAS 51%股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权作为不可分割的整体交易而产生

生的，若缺少其中一方面，则会影响整个交易所带来的整体最大收益。因此，公司为维护股东特别是中小股东的长远利益，将收购 LEVITAS 51%股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权作为一揽子交易，以实现回报的最大化。

3、本次一揽子交易履行了严格的尽职调查、评估、审计等程序，公司与交易对方不存在任何关联关系，公司履行了严格的决策程序和信息披露，维护了中小股东的利益，也符合公司转型升级的发展战略

在与交易对方就关键的商业条款基本达成共识后，公司根据国内上市公司的规范运作要求，聘请相关中介进行了尽职调查，履行审计、评估、法律风险排查等程序，对本次一揽子交易的交易对价、支付安排、公司治理等方面作进一步验证和分析。本次一揽子交易是公司国际化战略的重大布局，有助于公司占领国内发展空间巨大的时尚运动品牌市场，在实现国际化经营布局的同时为后续的全球范围内兼并收购积累宝贵经验。这符合包括中小股东在内的全体股东的利益。

(二)结合DB品牌的所有人说明将取得DB品牌在大中华地区运营授权的商业价值体现在收购交易对价的原因及合理性

1、Dirk Bikkembergs 品牌所有人 LEVITAS 的经营模式为 Dirk Bikkembergs 品牌的运营授权，其按照一级分销商的销售额以授权费及广告费的形式提取品牌运营授权费，而非在授权时一次性收取品牌运营授权费。公司作为 Dirk Bikkembergs 品牌的二级分销商，其通过向 Dirk Bikkembergs 品牌一级分销商的采购，相应的业务增长收益已体现在 LEVITAS 向一级分销商收取的销售额提成中

LEVITAS 主要从事 Dirk Bikkembergs 品牌的设计、品牌推广及授权，业务主要涉及 Dirk Bikkembergs 品牌运营，自身并不直接涉及生产和销售业务。其授权对象包括一级分销商和二级分销商，其中，一级分销商负责生产和全球分销，二级分销商通过向一级分销商采购实现区域分销或单店零售。LEVITAS 的收入来源于按一定比例向一级分销商销售额提取的授权费和广告费，LEVITAS 并不直接向二级分销商收取任何形式的授权费或广告费。

目前，行业内以品牌运营授权为主要业务的授权方，其向被授权方收取授权费的主要形式包括：（1）一次性收取品牌运营授权费或按年度收取品牌运营授权费；（2）按照被授权方销售额提取品牌运营授权费；（3）上述两种方式的结合。具体到 LEVITAS 而言，LEVITAS 采取上述第（2）种收取方式，即按照被授权方销售额以授权费及广告费的形式提取 Dirk Bikkembergs 品牌运营授权费，而非在授权时一次性收取品牌运营授权费。该模式构成了 LEVITAS 收入的持续稳定来源，是符合国际惯例的商业经营模式。

在上述经营模式下，LEVITAS 只对一级分销商的销售额进行提成收取 Dirk Bikkembergs 品牌运营授权费，而公司作为二级分销商，不直接与 LEVITAS 发生业务往来。在本次交易完成后，LEVITAS 对一级分销商收取授权费而获得的经济利益最终由公司及其余股东共享，不存在损害公司股东利益的情形。

2、交易价格是在有其他方提出竞争报价的情况下，双方经过充分的市场博弈，进行商业谈判的结果，评估结果主要用于验证交易价格的合理性

LEVITAS 原大股东 ZEIS 由于自身原因有意对外出售 LEVITAS 控股权及 Dirk Bikkembergs 品牌。因 Dirk Bikkembergs 品牌系国际知名品牌，在公司介入之前，已有包含中国投资者在内的全球知名私募投资基金表示了对 Dirk Bikkembergs 品牌的浓厚兴趣并对收购 LEVITAS 控股权给出了相应的意向性报价，从而使得 ZEIS 形成了对该控股权出售的价格预期。最后经公司多方努力，交易对方在其基本实现对股权出售价格预期的前提下，基于对公司在高级男装服饰行业多年运作的丰富管理经验及收购完成后对 LEVITAS 的未来发展规划的充分认可，最终选择与公司进行 LEVITAS 51%股权交易，同时双方就公司取得大中华区品牌运营授权是交易不可分割的一部分达成共识，并确定交易价格由双方进行商业谈判而定，不以评估结果作为定价依据。

在商业谈判的基础上，公司参考国内相关规定，聘请了评估机构对该一揽子交易所包含的 LEVITAS 股东权益价值及 Dirk Bikkembergs 品牌大中华地区品牌运营授权价值进行评估并出具评估报告，该评估结果主要用于验证交易价格的合理性。

经过充分沟通和商业谈判，双方在充分理解 LEVITAS 51%股权及 Dirk

Bikkembergs 品牌大中华区运营授权均具有商业价值的背景下，就 LEVITAS 控股权收购与 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区运营授权作为一揽子交易按照国际交易惯例达成最终交易价格及相关交易安排，定价亦充分体现了市场博弈的结果，即不仅满足了 LEVITAS 51%股权出售方的商业预期，且该股权交易报价已充分考虑 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区经营权的价值，除股权转让款外公司无需再就大中华区经营权单独支付其他额外的费用。因此，Dirk Bikkembergs 品牌大中华地区运营授权的商业价值体现在收购交易对价中，该交易价格是双方进行商业谈判的结果。

3、Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权进行单独评估符合评估准则的要求和商业交易的实质判断，可完整反映品牌运营授权的商业价值

LEVITAS的主要经营模式是通过对一级分销商销售额以授权费及广告费的形式提取Dirk Bikkembergs品牌运营授权费，而非在授权时一次性收取品牌运营授权费。同时，对于Dirk Bikkembergs品牌等知名国际品牌，其品牌授权、商标使用权等具有较大的商业价值。因此，仅以LEVITAS账面资产或股权价值来评估本次一揽子交易的对应价值是不完整、不全面的。

以知名服饰品牌皮尔·卡丹为例，根据《每日经济新闻》2010年1月报道，温州诚隆股份有限公司于2009年9月与皮尔·卡丹签署合同，约定以3,700万欧元的价格正式取得皮尔·卡丹大中国区皮具、针织服装、皮鞋等部分商标的使用权。这进一步表明品牌运营权是具有商业价值的，若只通过其自身收入、利润结构对LEVITAS股权价值进行评估，并未能完整反映Dirk Bikkembergs品牌的运营授权的商业价值。

具体到本交易而言，该交易方案具体包括公司收购LEVITAS 51%股权与取得Dirk Bikkembergs品牌大中华区品牌运营授权等一揽子交易，分别体现为股权转让合同及Dirk Bikkembergs品牌授权合同等法律文件。基于双方商业交易安排及该品牌自身的商业价值，从评估角度来说，上述两部分是较为独立的两个评估对象，评估方法、评估依据亦有所不同，根据评估准则的相关要求需要分别进行评估。若仅对LEVITAS股权价值进行评估，而忽视了Dirk Bikkembergs品牌大中华区品牌运营授权的商业价值，对交易方案安排、交易对价、法律文件等一揽子

交易安排来说是不完整的，也不符合商业交易的实质判断。

综上，鉴于交易各方均一致认为 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权是具有商业价值的，因此与 LEVITAS 51%股权收购一道始终贯穿于整个商业谈判过程，最终交易价格亦已充分考虑了上述经营权的价值。交易价格是双方进行商业谈判的结果，评估机构出具的评估报告的评估值并未作为双方定价的依据，主要是验证定价的合理性。公司最终将交易价款全部支付给 ZEIS 是一揽子交易整体商业安排的结果，亦是 LEVITAS 当时所有股东均同意的交易安排，且 ZEIS 与公司不存在关联关系。因此，Dirk Bikkembergs 品牌大中华区运营授权的商业价值体现在收购交易对价具有合理的商业逻辑。

（三）保荐机构的核查情况及核查意见

保荐机构查阅了发行人公告的《非公开发行股票预案（二次修订稿）》、《2015 年非公开发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告（二次修订稿）》、评估机构出具的 LEVITAS 股东部分权益价值评估报告及 Dirk Bikkembergs 品牌运营授权价值评估报告等文件，并访谈发行人相关负责人。同时，保荐机构查阅了双方签署的相关交易文件、LEVITAS 相关会计报表资料、《资产评估准则——评估报告》的相关规定、发行人自 2015 年 3 月 16 日上午开市起停牌以来的相关公告文件以及 LEVITAS 股东 ZEIS、SINV 及原股东 LIMA 的相关董事会、股东会议文件等，了解本次一揽子交易所履行的相关程序。

此外，保荐机构通过查阅 LEVITAS 相关会计报表资料、评估机构出具的 LEVITAS 股东部分权益价值评估报告及 Dirk Bikkembergs 品牌运营授权价值评估报告等文件，并访谈发行人相关负责人，了解 LEVITAS 近年来的经营模式及主要业务收入来源情况。同时，保荐机构查阅了发行人发布的《关于完成意大利 LEVITAS S.P.A.51%股权收购和 Dirk Bikkembergs 品牌授权协议生效的公告》及发行人编制的合并报表，了解交易对价款项支付情况及该交易安排的原因及对 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权的会计处理情况，并查阅了 LEVITAS 股东 ZEIS、SINV 及原股东 LIMA 的相关董事会、股东会议文件以及发行人出具的不存在关联关系的确认函、各方往来邮件等。

经核查，保荐机构认为：

1、发行人本次将购买 LEVITAS 51%股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌在大中华地区品牌运营授权价值作为一揽子交易，是各方当事人基于其商业诉求，在完全的市场竞争基础上，经过充分的市场博弈及商业谈判达成的交易方案。首先，发行人获得 LEVITAS 控股权并不必然可持续、稳定地取得 Dirk Bikkembergs 品牌运营授权，因而控股权与品牌运营授权相辅相成、不可分割，需作一揽子交易安排；其次，收购 LEVITAS 51%股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权作为一揽子交易，发行人在支付其认为合理的、且令股权出售方接受的股权交易对价的同时获得了包含但未限于 LEVITAS 51%股权在内的符合其商业预期的收益，若缺少其中一方面，则会影响到整个交易所带来的整体最大收益；最后，本次一揽子交易履行了严格的尽职调查、评估、审计等程序，发行人与交易对方不存在任何关联关系，发行人履行了严格的决策程序和信息披露，维护了中小股东的利益，也符合公司转型升级的发展战略。而发行人聘请的评估机构对上述交易所出具的独立评估报告，就本次跨境交易而言，虽然并非相关当事人确定交易对价的依据，但客观上可视为发行人对其整体交易对价之合理性进行验证的重要手段。

2、首先，Dirk Bikkembergs 品牌所有人 LEVITAS 的经营模式为 Dirk Bikkembergs 品牌的运营授权，其按照一级分销商的销售额以授权费及广告费的形式提取品牌运营授权费，而非在授权时一次性收取品牌运营授权费。发行人作为 Dirk Bikkembergs 品牌的二级分销商，其通过向 Dirk Bikkembergs 品牌一级分销商的采购，相应的业务增长收益已体现在 LEVITAS 向一级分销商收取的销售额提成中；其次，交易价格是在有其他方提出竞争报价的情况下，双方经过充分的市场博弈，进行商业谈判的结果，评估结果主要用于验证交易价格的合理性；最后，Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权进行单独评估符合评估准则的要求和商业交易的实质判断，可完整反映品牌运营授权的商业价值。因此，Dirk Bikkembergs 品牌大中华区运营授权的商业价值体现在收购交易对价具有合理的商业逻辑。

问题 3、本次对 LEVITAS 股东权益价值进行评估过程中净现金流量为当期

实现净利润和固定资产折旧、无形资产摊销额的合计数，未考虑预测期间的资本性支出、营运资本变化及付息债务利息等对净现金流量金额的影响，造成净现金流量预测金额远高于净利润额。

请评估机构：

(1) 提供申请人拟收购资产的完整评估说明资料。(2) 说明收益法评估未来预测过程是否符合企业实际的资产构成及未来运营情况，净现金流量的测算是否符合《企业价值评估》准则的相关规定，说明未来预测期至永续期净现金流量金额远高于净利润额的合理性。(3) 请说明在对 DB 品牌运营授权价值的评估过程中，未来评估预测现金流量计算中资本性支出与折旧摊销额测算的匹配性，营运资本变化预测的合理性。

请保荐机构说明本次收购定价公允性的核查意见。

回复：

(一) 提供申请人拟收购资产的完整评估说明资料

公司已提供拟收购资产的完整评估说明资料，包括“广州卡奴迪路服饰股份有限公司拟投资 Dirk Bikkembergs 品牌所涉及 LEVITAS S.P.A. 股东部分权益价值评估说明”及“广州卡奴迪路服饰股份有限公司拟投资 Dirk Bikkembergs 品牌所涉及大中华地区品牌运营授权价值评估说明”。

(二) 说明收益法评估未来预测过程是否符合企业实际的资产构成及未来运营情况，净现金流量的测算是否符合《企业价值评估》准则的相关规定，说明未来预测期至永续期净现金流量金额远高于净利润额的合理性

根据LEVITAS实际的资产构成及未来运营情况，其净现金流量预测金额与净利润额的差额主要是由于无形资产和长期待摊费用合计摊销额较大造成的，即在预测净利润时对无形资产和长期待摊费用合计摊销额进行了扣除，同时在预测现金流量时进行了加回。由于LEVITAS是典型的“轻资产”企业，其自身并不直接涉及生产和销售业务，收入来源于按一定比例向一级分销商销售额提取的授权费和广告费，使得其收入和利润规模相对较小。同时，LEVITAS资产主要是无形资产和长期待摊费用，其相应摊销额较高，导致净现金流量金额远高于净利润额，

符合企业的经营模式和经营特点，具有合理性。具体说明如下：

1、说明收益法评估未来预测过程是否符合企业实际的资产构成及未来运营情况

关于 LEVITAS 股权评估过程如下：评估机构通过现场调查，查阅了 LEVITAS 的财务报表，交易双方拟签署的股权转让协议关键条款、品牌授权合同关键条款等文件，取得 LEVITAS 未来商业计划，访谈了公司及 LEVITAS 相关负责人，查看了 LEVITAS 提供的商标注册资料等，对 LEVITAS 的资产构成、业务经营模式、未来的收益发展趋势等，进行了全面尽职调查。根据 LEVITAS 的资产构成、经营模式特点和本次评估目的，选择了资产基础法和收益法（具体采用企业自由现金流折现模型）进行评估，最终选择收益法评估值作为评估结论。

收益法预测过程和结果如下：

单位：千欧元

年度 项目	2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年后 永续
一、营业收入	5,334.22	7,656.55	9,100.23	9,947.78	10,981.46	11,402.13	
二、营业总成本	5,302.81	6,286.92	6,705.03	7,076.64	7,325.53	7,535.48	
三、营业利润	31.41	1,369.63	2,395.19	2,871.14	3,655.93	3,866.65	
四、利润总额	31.41	1,369.63	2,395.19	2,871.14	3,655.93	3,866.65	
减：所得税	10.12	441.43	771.97	925.37	1,178.31	1,246.22	
五、净利润	21.29	928.20	1,623.22	1,945.77	2,477.63	2,620.43	
加：固定资产折旧、 无形资产摊销（注）	2,230.09	2,230.09	2,230.09	2,230.09	2,230.09	2,230.09	
净现金流量	2,251.38	3,158.28	3,853.31	4,175.86	4,707.71	4,850.52	4,850.52
折现年期	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	5.75	
折现系数	0.9387	0.8628	0.7930	0.7289	0.6699	0.6157	6.9968
净现值	2,113.37	2,724.90	3,055.66	3,043.60	3,153.72	2,986.56	33,938.23
经营性资产价值	51,016.00						

付息债务	12,821.54
股东全部权益价值	38,194.00

注：根据 LEVITAS 资产构成情况，LEVITAS 无固定资产，因此上表中“固定资产折旧、无形资产摊销”为无形资产和长期待摊费用的合计摊销额，固定资产折旧为零。

2、净现金流量的测算是否符合《企业价值评估》准则的相关规定

(1) 采用企业自由现金流折现模型的选择理由说明

①相关准则要求

《资产评估准则—企业价值》关于折现模型的相关规定如下：

第二十四条 收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

第二十五条 股利折现法是将预期股利进行折现以确定评估对象价值的具体方法，通常适用于缺乏控制权的股东部分权益价值的评估。

第二十六条 现金流量折现法通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。注册资产评估师应当根据企业未来经营模式、资本结构、资产使用状况以及未来收益的发展趋势等，恰当选择现金流折现模型。

②本次评估选用的现金流折现模型为企业自由现金流模型

根据《资产评估准则—企业价值》第二十四条、第二十五条的规定要求，本次交易标的是 51%股权价值，涉及到企业控制权的转移，故本次收益法具体方法应选用现金流量折现法。

根据《资产评估准则—企业价值》第二十六条的规定要求，评估机构考察了 LEVITAS 未来经营模式、资本结构、资产使用状况以及未来收益的发展趋势等，认为企业自由现金流折现模型能清晰反映企业未来运营状况，并且不会受到付息债务还本付息计划变动的的影响，故选取此模型进行评估操作。

(2) LEVITAS 经营模式、资产构成及未来运营情况

①LEVITAS 为“轻资产”经营模式，自身并不直接涉及生产和销售业务，其收入来源于向一级分销商按销售额收取一定比例的授权费和广告费

按照公司、LEVITAS 提供的资料，评估机构理解 LEVITAS 主要从事 Dirk Bikkembergs 品牌的设计、品牌推广及授权，通过授权第三方从事生产和销售业务，自身并不直接涉及生产和销售业务。其具体经营模式为：

首先，LEVITAS 分别授权各品类的一级分销商，一级分销商可以通过组织生产和全球销售 Dirk Bikkembergs 品牌产品获利，LEVITAS 按销售额的一定比例收取授权费和广告费；

其次，LEVITAS 对外授权二级分销商，包括区域分销商和单店零售商，二级分销商只负责市场运营和销售，获得授权后需与一级分销商签订 Dirk Bikkembergs 品牌产品的购销协议，与 LEVITAS 没有直接业务往来。

通过上述经营模式，Dirk Bikkembergs 品牌所有者、一级分销商和二级分销商分别在各自的经营领域范围内获利，且在可预期的未来 LEVITAS 经营模式将保持不变。

②LEVITAS 资本结构情况

LEVITAS 基准日时的资产负债率为 53.50%。由于 LEVITAS 面临的股权交易过程中涉及债务重整，本次评估假设企业没有即时的偿债风险，LEVITAS 能以欧洲央行公布的贷款利率筹措资金，资本结构可调整至行业平均的资产负债率水平（约 30%）。

③LEVITAS 资产主要由无形资产和长期待摊费用构成

评估基准日时，LEVITAS 的资产构成情况如下：

单位：千欧元

项 目	账面值	占比
流动资产	5,531.80	16.77%
非流动资产	27,452.90	83.23%
无形资产	21,948.07	66.54%
长期待摊费用	5,412.22	16.41%
递延所得税资产	92.61	0.28%

资产总计	32,984.70	100.00%
------	-----------	---------

由上表所示，基准日时 LEVITAS 无固定资产，根据 LEVITAS 的经营特点，将来也不需要增加固定资产，是典型的“轻资产”公司。LEVITAS 的主要资产是“无形资产—Dirk Bikkembergs 品牌商标权”，基准日时账面无形资产为 21,948.07 千欧元，长期待摊费用为 5,412.22 千欧元，分别占总资产的 66.54% 和 16.41%。

④LEVITAS 的未来运营与资本性支出情况

根据 LEVITAS 所提供的文件资料，评估基准日时 LEVITAS 与各一级分销商签订的授权合同，已经约定了按照销售收入的一定比例缴纳授权费和广告费。基于持续经营假设，在可预见的未来 LEVITAS 可从一级分销商的销售收入增长中获得相应收益。假设 LEVITAS 将在未来保持目前的经营模式不变，没有增加固定资产和无形资产投资的需求和计划，资本性支出预计为零。

(3) 企业自由现金流折现模型的参数选取说明

通过上述分析，评估机构通过了解 LEVITAS 未来经营模式、资本结构、资产使用状况以及未来收益的发展趋势等，认为企业自由现金流折现模型能清晰反映企业未来运营状况。在计算取值的过程中，评估机构已经充分考虑到未来可能增加的付现成本支出。同时综合考虑评估模型本身的局限性及税务处理的灵活性，对相关事项的简化处理不影响整体评估结论。

使用企业自由现金流量作为经营性资产的收益指标，其基本定义为：

企业自由现金流量 = 净利润 + 折旧和摊销 + 付息债务利息（扣税后） - 追加资本

①折旧和摊销的说明

基准日时，LEVITAS 无固定资产，根据 LEVITAS 的经营特点，将来也不需要增加固定资产，故固定资产折旧为零。

基准日时，LEVITAS 账面无形资产为 21,948.07 千欧元，长期待摊费用为 5,412.22 千欧元，分别占总资产的 66.54%和 16.41%，相应历史年度的摊销额占营业总成本的比例也较高：

单位：千欧元

项目 \ 年度	2013 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比
折旧和摊销	2,209.15	63.92%	2,230.09	58.99%
财务费用	429.85	12.44%	653.20	17.28%
其他成本费用	816.93	23.64%	896.92	23.73%
营业总成本	3,455.92	100.00%	3,780.21	100.00%

注：根据 LEVITAS 资产构成情况，LEVITAS 无固定资产，因此上表中“折旧和摊销”为无形资产和长期待摊费用的合计摊销额，固定资产折旧为零。

根据 LEVITAS 现有的资产状况和提取标准，结合资产的可能发展情况，预测年度的摊销数据及营业总成本构成如下：

单位：千欧元

项目 \ 年度	2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
	折旧和摊销	2,230.09	2,230.09	2,230.09	2,230.09	2,230.09
财务费用	-	-	-	-	-	-
其他成本费用	3,072.72	4,056.83	4,474.94	4,846.55	5,095.44	5,305.39
营业总成本	5,302.81	6,286.92	6,705.03	7,076.64	7,325.53	7,535.48

注：根据 LEVITAS 资产构成情况，LEVITAS 无固定资产，因此上表中“折旧和摊销”为无形资产和长期待摊费用的合计摊销额，固定资产折旧为零。

由上表所示，预测表中计算现金流时加回的折旧和摊销数额，与营业总成本中计算的折旧和摊销数额一致，同时在未来可能增加的其他付现成本已经足额计算。

②财务费用和付息债务利息的说明

本次评估采用企业自由现金流，现金流不受债务利息的影响，按照计算公式，如果计算净利润时有“财务费用—利息支出”，则需要将付息债务利息（扣税后）的金额加回。本次评估具体操作是，营业总成本中“财务费用—利息支出”为零，计算现金流时也不用加回付息债务利息。

③追加投资的说明

追加投资包括追加资本性支出和追加营运资金。根据评估机构所了解的 LEVITAS 实际运营状况和未来发展规划，LEVITAS 将在未来保持目前的经营模式不变，没有增加固定资产和无形资产投资的需求和计划，资本性支出为零。

按照目前的经营模式，LEVITAS 经营过程中不涉及具体产品的生产和销售业务，未来营业收入将随着一级分销商销售额的增加而相应提高，LEVITAS 自身的正常运营无需垫付相关营运资金，故不需追加营运资金。

3、说明未来预测期至永续期净现金流量金额远高于净利润额的合理性

根据上述，根据自由现金流折现模型，LEVITAS 净现金流量预测金额与净利润额的差额主要是由于无形资产和长期待摊费用合计摊销额较大造成的，即在预测净利润时对无形资产和长期待摊费用合计摊销额进行了扣除，同时在预测现金流量时进行了加回。由于 LEVITAS 是典型的“轻资产”企业，其自身并不直接涉及生产和销售业务，收入来源于按一定比例向一级分销商销售额提取的授权费和广告费，使得其收入和利润规模相对较小。同时，LEVITAS 无形资产和长期待摊费用占总资产的比重较大，导致其摊销额较高，历史年度摊销额接近营业总成本的 60%，预测年度也占总成本费用的 30%-40%，所以导致净现金流量金额远高于净利润额，符合企业的经营模式和经营特点，具有合理性。

综上，评估机构认为本项目采用收益法评估未来预测过程符合企业实际的资产构成及未来运营情况，净现金流量的测算符合《企业价值评估》准则的相关规定，净现金流量金额高于净利润额是由 LEVITAS 的经营模式和资产构成情况决定的，符合企业的实际经营情况。

（三）说明在对DB品牌运营授权价值的评估过程中，未来评估预测现金流量计算中资本性支出与折旧摊销额测算的匹配性，营运资本变化预测的合理性

的核查程序

关于 Dirk Bikkembergs 品牌运营授权价值的收益法预测过程和结果如下：

单位：万元

项目 \ 年度	2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年至 收益期满
一、营业收入		4,200.00	11,602.50	14,013.00	16,439.93	16,787.92	
二、营业总成本		5,450.49	11,162.71	10,980.43	11,875.21	12,022.66	
其中：营业成本		1,340.25	3,545.52	4,337.92	5,126.47	5,259.08	
营业税金及附加		58.34	164.36	197.37	230.79	235.19	
销售（营业）费用		4,051.90	7,452.83	6,445.14	6,517.95	6,528.39	
三、营业利润		-1,250.49	439.79	3,032.57	4,564.72	4,765.26	
四、利润总额		-1,250.49	439.79	3,032.57	4,564.72	4,765.26	
减：所得税				555.47	1,141.18	1,191.32	
五、净利润		-1,250.49	439.79	2,477.10	3,423.54	3,573.95	
加：固定资产折旧、无形资产摊销		1,385.90	1,689.75	609.75	609.75	609.75	
减：资本性支出	2,123.55	2,104.11			1,050.00	1,050.00	
追加营运资金		739.10	1,297.45	187.58	43.56	47.04	
净现金流量	-2,123.55	-2,707.80	832.09	2,899.27	2,939.73	3,086.66	3,611.66
折现年期	0.75	1.75	2.75	3.75	4.75	5.75	后 14.5 年
折现系数	0.9191	0.8214	0.7340	0.6560	0.5862	0.5239	
净现值	-1,951.82	-2,224.15	610.79	1,901.85	1,723.32	1,617.02	12,790.60
经营权价值							14,500.00

1、资本性支出的参数选取说明

评估机构审阅了申请人提供的 Dirk Bikkembergs 品牌营销网络建设的经营规划和投资计划，考虑相关资本性支出的内容主要包括：（1）店铺的建设期租赁费；（2）店铺的装修工程费，包括基础装修、地板、灯具、货柜和电子设备

等；（3）工程建设其他费用：包括建设管理费、前期工作费、物业管理费和人员培训费；（4）经营期内大约每四年更新店铺装修，2020年后的年现金流测算则按照平均每年投入 1/4 的店铺装修投资测算永续现金流。

该项目前两年建设期投资明细如下：

单位：万元

项 目	2015 年	2016 年
第一部分 工程费用	1,770.00	1,770.00
店铺租赁	720.00	720.00
店铺装修	1,050.00	1,050.00
第二部分 工程建设其他费用	196.25	178.25
第三部分 预备费	157.30	155.86
合 计	2,123.55	2,104.11

经营期内大约每四年更新店铺装修，到 2019-2020 年度开始需要对装修进行更新维护，每年的资本性支出为预计一半店铺的装修费用额，具体计算结果如下：

单位：万元

项 目	2015 年 4-12 月	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出	2,123.55	2,104.11	-	-	1,050.00	1,050.00

2020 年后永续现金流中考虑预计 1/4 数量的店铺装修费用额，由于最末一年的现金流中已经扣除了 1/2 数量的店铺装修费用额 1,050 万元，则在最末一年的现金流中加回 525 万元得到后续现金流数额。

2、折旧与摊销测算说明

上述资本性支出投入，部分形成了固定资产和长期待摊费用。

店铺建设投资于前两年完成，后续是对原投资的更新，故前两年由于开办期间费用摊销导致折旧摊销额较大外，后续年度的折旧摊销额基本稳定，评估机构认为折旧摊销与资本性支出的变化匹配。具体情况如下：

单位：万元

项 目	2015年 4-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
折旧费	-	43.40	84.75	84.75	84.75	84.75
摊销费	-	1,342.50	1,605.00	525.00	525.00	525.00
合 计	-	1,385.90	1,689.75	609.75	609.75	609.75

3、营运资金测算说明

营运资金增加额指为保持企业持续经营能力所需的新增资金，包括正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。具体测算结果如下：

单位：万元

项 目	2015年 4-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
营运资金	-	739.10	2,036.55	2,224.13	2,267.69	2,314.73
营运资金增加额	-	739.10	1,297.45	187.58	43.56	47.04
营业收入	-	4,200.00	11,602.50	14,013.00	16,439.93	16,787.92

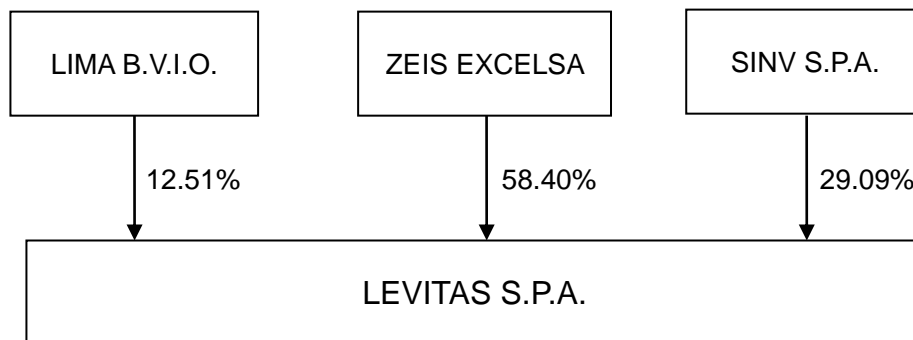
由上表可知，营运资金与营业收入的变化趋势一致，并且随着营业收入趋于稳定，需要的营运资金增加额减少。

（四）本次收购定价公允性的核查意见

1、LEVITAS 与公司不存在关联关系

（1）LEVITAS的股东结构情况

股权收购交割前，根据意大利商会股份登记文件，LEVITAS 的股权结构如下：



(2) LEVITAS 股东与发行人不存在关联关系

公司出具了与 LEVITAS 的股东 ZEIS、SINV、LIMA 不存在关联关系的确认函，LEVITAS 原董事会主席暨 LEVITAS 股东 ZEIS 的董事会主席 PIZZUTI MAURIZIO 在往来邮件也确认，LEVITAS 股东与公司实际控制人、控股股东、董事、监事、高级管理人员均不存在关联关系。

2、本次收购价格确定

公司收购 LEVITAS 51% 股权及获得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权等一揽子交易的价格主要考虑了以下方面的因素：

(1) 以市场报价为基础，是双方商业谈判、体现市场博弈的结果

自公司制定了稳步实施转型升级、积极推进国际化时尚集团发展战略以来，2014 年下半年，经市场调研，公司了解到 LEVITAS 原大股东 ZEIS 由于自身原因有意对外出售该公司控股权及该公司持有、运营的主要资产 Dirk Bikkembergs 品牌，该品牌经过多年的深耕、运营，已经在全球市场上形成了一定的品牌效应及商业价值。同时根据 LEVITAS 股东 ZEIS、SINV 随后出具的说明，已有包含中国投资者在内的全球知名私募投资基金表示了对 Dirk Bikkembergs 品牌的浓厚兴趣并对收购 LEVITAS 控股权给出了相应的意向性报价。股权转让方 ZEIS 亦非常看重 LEVITAS 控股权及控股权背后蕴含的 Dirk Bikkembergs 品牌发展话语权之巨大商业价值，对于出售 LEVITAS 控股权亦有自己的意向售价。

经接洽后，公司表达了收购 LEVITAS 控股权的意向及收购后在大中华区运营 Dirk Bikkembergs 品牌的规划设想，双方随后通过当面沟通、邮件、电话会议等方式就收购方式、定价、交易方案、Dirk Bikkembergs 品牌大中华区运营授

权、交割方式、收购后的运作规划安排等具体细节进行沟通，最终以市场报价为基础，向公司提出交易报价。双方就上述事实按照国际交易惯例达成了商业默契和交易安排，定价亦充分体现了市场博弈的结果。

（2）评估值验证了定价的合理性

根据联信评估对 LEVITAS 股东权益价值及 Dirk Bikkembergs 品牌大中华地区品牌运营授权价值等一揽子交易出具的评估报告，确认 LEVITAS 51% 股东权益评估值为 1,947.89 万欧元，Dirk Bikkembergs 品牌大中华地区品牌运营授权价值 14,500 万元按照评估基准日 2015 年 3 月 31 日汇率折算为 2,177.18 万欧元，上述一揽子交易评估值为 4,125.07 万欧元，相较于最终交易对价 4,068 万欧元，验证交易价格合理。结合上述评估结果，公司认为交易对价是合理的。评估结果作为公司商谈最终定价的单方参考，验证了最终交易对价的合理性。

（3）控制权溢价因素

公司收购 LEVITAS 51% 股权后，根据收购完成后适用的 LEVITAS 新公司章程、LEVITAS 新股东协议，公司可通过其全资子公司香港卡奴迪路对 LEVITAS 实施有效控制，即公司获得了 LEVITAS 控股权，公司未来将会享受到控股股东地位所带来的收益。

（4）公司与 LEVITAS 实现优势互补和协同效应

本次收购完成后，一方面，公司可以借助 LEVITAS 的品牌影响力快速拓展国外高级时尚运动品牌市场的客户；另一方面，LEVITAS 亦能够借助公司在新兴市场特别是大中华地区市场完善的营销网络增加新的商业机会，从而实现优势互补和协同发展。

综上，鉴于 LEVITAS 与公司不存在关联关系，且最终协商确定公司收购 LEVITAS 51% 股权及获得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权等一揽子交易价格为 4,068 万欧元，综合考虑了商业谈判、市场博弈、市场报价、评估结果、控制权溢价、协同效应等各方面因素，经双方协商定价，交易价格公允，不会损害投资者利益。

（五）保荐机构、评估机构的核查情况及核查意见

保荐机构取得并查阅了评估机构出具的“广州卡奴迪路服饰股份有限公司拟投资 Dirk Bikkembergs 品牌所涉及 LEVITAS S.P.A. 股东部分权益价值评估说明”、“广州卡奴迪路服饰股份有限公司拟投资 Dirk Bikkembergs 品牌所涉及大中华地区品牌运营授权价值评估说明”。

保荐机构协同评估机构查阅了 LEVITAS 财务报表、发行人本次非公开发行 A 股股票募集资金使用的可行性分析报告、双方签署的相关交易文件等，并访谈发行人相关负责人，了解 LEVITAS 的实际资产构成和预计未来运营规划情况，以及双方对 LEVITAS 51% 股权转让及 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区经营授权的条款约定。同时，保荐机构查阅了评估机构出具的 LEVITAS 股东部分权益价值评估报告、Dirk Bikkembergs 品牌运营授权价值评估报告及《资产评估准则——企业价值》的有关规定，并协同评估机构访谈发行人相关负责人。

保荐机构协同评估机构查阅了发行人出具的不存在关联关系的确认函、各方往来邮件等文件。同时，保荐机构协同评估机构访谈发行人相关负责人，了解购买 LEVITAS 51% 股权与取得 Dirk Bikkembergs 品牌在大中华地区品牌运营授权价值作为一揽子交易的双方商业谈判及定价过程，并从其他方提出的意向报价及评估层面了解交易对价的合理性，以及了解发行人购买 LEVITAS 51% 股权取得控制权溢价情况及 Dirk Bikkembergs 品牌在大中华地区品牌运营授权未来可能带来的协同效应。

经核查，保荐机构认为：

1、根据 LEVITAS 的资产构成、经营模式特点和本次评估目的，本次评估选择了资产基础法和收益法（具体采用企业自由现金流折现模型）进行评估，最终选择收益法评估值作为评估结论符合企业实际的资产构成及未来运营情况。

鉴于 LEVITAS 为“轻资产”经营模式，自身并不直接涉及生产和销售业务，且在可预期的未来其经营模式将保持不变。同时，LEVITAS 非流动资产主要由无形资产和长期待摊费用构成，未来亦没有增加固定资产和无形资产投资的需求和计划，资本性支出预计为零。此外，本次评估采用企业自由现金流，现金流不受债务利息的影响。因此，企业自由现金流折现模型能清晰反映企业未来运营状

况，相关折旧和摊销、财务费用和付息债务利息及追加投资等参数涉及净现金流量的测算符合《企业价值评估》准则的相关规定。

根据LEVITAS实际的资产构成及未来运营情况，其净现金流量预测金额与净利润额的差额主要是由于无形资产和长期待摊费用合计摊销额较大造成的，即在预测净利润时对无形资产和长期待摊费用合计摊销额进行了扣除，同时在预测现金流量时进行了加回。由于LEVITAS是典型的“轻资产”企业，其自身并不直接涉及生产和销售业务，收入来源于按一定比例向一级分销商销售额提取的授权费和广告费，使得其收入和利润规模相对较小。同时，LEVITAS资产主要是无形资产和长期待摊费用，其相应摊销额较高，导致净现金流量金额远高于净利润额，符合企业的经营模式和经营特点，具有合理性。

2、Dirk Bikkembergs 品牌营销网络建设项目的相关资本性支出的内容主要包括：店铺的建设期租赁费和装修工程费、工程建设其他费用等，且经营期内大约每四年更新店铺装修，2020 年后的年现金流测算则按照平均每年投入 1/4 的店铺装修投资测算永续现金流。上述资本性支出投入，部分形成了固定资产和长期待摊费用，其中店铺建设投资于前两年完成，后续是对原投资的更新，故前两年由于开办期间费用摊销导致折旧摊销额较大外，后续年度的折旧摊销额基本稳定，认为折旧摊销与资本性支出的变化匹配。

营运资金增加额主要包括正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等，其与营业收入的变化趋势一致，并且随着营业收入趋于稳定，需要的营运资金增加额减少，营运资金变化预测符合该项目的实际运营情况。

3、鉴于 LEVITAS 与发行人不存在关联关系，且最终协商确定发行人收购 LEVITAS 51%股权及获得 Dirk Bikkembergs 品牌大中华区品牌运营授权等一揽子交易价格为 4,068 万欧元，综合考虑了商业谈判、市场博弈、市场报价、评估结果、控制权溢价、协同效应等各方面因素，经双方协商定价，交易价格公允，不会损害投资者利益。

经核查，评估机构认为：

1、本项目采用收益法评估未来预测过程符合企业实际的资产构成及未来运营情况，净现金流量的测算符合《企业价值评估》准则的相关规定，净现金流量金额高于净利润额是由 LEVITAS 的经营模式和资产构成情况决定的，符合企业的实际经营情况。

2、Dirk Bikkembergs 品牌营销网络建设项目的折旧摊销与资本性支出的变化匹配，营运资金变化预测符合该项目的实际运营情况。

(以下无正文)

（本页无正文，为《广州卡奴迪路服饰股份有限公司关于非公开发行股票申请文件二次反馈意见的回复》之盖章页）

广州卡奴迪路服饰股份有限公司

2016年1月8日