

北京中同华资产评估有限公司

关于青岛金王应用化学股份有限公司发行股份及支付现金购买

资产并募集配套资金行政许可项目审查一次反馈意见回复

之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据 2016 年 12 月 1 日贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（163359 号）的要求，北京中同华资产评估有限公司（以下简称“中同华”或“评估师”）会同青岛金王应用化学股份有限公司对贵会反馈意见逐项进行了认真学习、研究和落实，并分别对有关问题进行了书面说明和解释。现将有关情况回复如下。

（非经特别说明，本专项核查意见中各项词语和简称与《青岛金王应用化学股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》中各项词语和简称的含义相同）

问题 6、申请材料显示，2013 年 12 月，青岛金王收购杭州悠可 37%的股权，确定杭州悠可的价值为 28,150 万元。本次收购杭州悠可的股权价值确定为 108,000 万元。上述两次收购，交易对方均出具业绩补偿承诺，但承诺金额和补偿方式存在差异。请你公司补充披露：1）前后两次交易杭州悠可定价差异的原因及合理性。2）前后两次交易中，业绩补偿金额、补偿方式差异的原因及合理性，业绩补偿是否能够明确区分并有效执行。3）本次交易业绩承诺金额较报告期净利润增长较大的合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、前后两次交易杭州悠可定价差异的原因及合理性

杭州悠可前后两次交易是在其股权评估价值的基础上进行定价的，因两次评估价值不同，故两次交易定价有所差异。2013年12月，青岛金王与杭州悠可、杭州悠飞、马可孛罗、杭州悠聚、Alibaba、Ludatrade、Snow Ball、Top Scholar、张子恒、黄冰欢、何志勇、吴进财、林炳春签署《投资协议》，青岛金王以增资及受让股权的方式取得杭州悠可37%的股权。交易各方以评估值为参考，经充分协商，确定杭州悠可增资前的估价为28,150.60万元，增资后的估价为41,000万元（28,150.60万元加上青岛金王用以增资的12,849.40万元，合计为41,000万元，据此确定青岛金王投资后的股权比例）。

本次交易中，杭州悠可100%股权评估价值为10.80亿元，较前次交易增资后估价增长幅度较大，本次交易与前次交易估值差异的主要原因如下：

2013年12月上市公司收购杭州悠可时，杭州悠可尚处于业务发展的初步阶段，合作品牌数量较少，盈利能力也未完全显现。本次收购时，杭州悠可业务规模、合作品牌数量、合作的线上购物平台数量均大幅提升。

2013年1-11月，标的公司经审计的营业收入和净利润分别为24,490.69万元和1,196.74万元；2015年度，标的公司经审计的营业收入和净利润分别为73,609.93万元和3,719.81万元，盈利能力显著增强。

2013年底，标的公司合作的化妆品品牌数量仅10余个，分销模式合作的线上购物平台主要为唯品会。截至目前，标的公司合作化妆品品牌数量已近30个，分销模式合作的线上购物平台则涵盖了包括唯品会、京东和聚美优品在内的主流电商平台。

2013年底收购时，国内化妆品线上销售渠道发展仍不完善，终端客户的消费习惯尚未养成，商场专柜等线下渠道仍然占据中高档化妆品销售的主流地位。基于上述考虑，上市公司当时采取参股杭州悠可的方式对线上渠道进行试探性布局。

经过两年多的经营，杭州悠可已经成为国内化妆品电商运营领域的领先者之一。杭州悠可与雅诗兰黛、欧莱雅、娇韵诗、欧舒丹、韩国LG集团等多家国际大型化妆品集团结成稳定合作关系，为多个国际知名品牌提供品牌代运营及线上

分销服务；杭州悠可深耕化妆品线上渠道，已建立起以代运营天猫品牌旗舰店、品牌官网为主，向主流电商平台等经销商分销为辅的经营模式，在线上渠道领域优势明显；杭州悠可领先的 IT 技术为实现大规模业务拓展，整体营销策略的落地，营销、运营、客服等方面的全方位创新提供了可靠保障。杭州悠可已成为具有良好盈利能力的优质企业，受到了上市公司及市场的认可。行业方面，化妆品销售领域线上渠道渗透率逐步提高，终端客户的消费习惯已经养成，中高端化妆品电商发展前景广阔。

综上所述，杭州悠可本次交易与前次交易价格存在差异主要原因为两次交易时杭州悠可的发展阶段、盈利能力、品牌资源、服务水平及行业发展情况等均有所不同，其存在差异是合理的。

二、前后两次交易中，业绩补偿金额、补偿方式差异的原因及合理性，业绩补偿能够明确区分并有效执行

（一）前次交易 37%股权部分业绩承诺

根据 2013 年青岛金王与杭州悠可等签署的《投资协议》，张子恒、黄冰欢、何志勇、吴进财、林炳春承诺杭州悠可 2014 年至 2017 年的净利润分别不低于 1,500 万元、3,000 万元、6,000 万元以及 10,000 万元。每两个会计年度为一个结算期间，如杭州悠可在每个结算期间的盈利实现数据之和低于当期的盈利承诺数据之和，则由张子恒、黄冰欢、何志勇、吴进财、林炳春以现金方式将该结算期间的盈利差额（盈利承诺数据与实际盈利数据之差）与上市公司持有股权比例（37%）之乘积于专项审计报告出具后的十个工作日内向上市公司一次性补足。上述两个结算期间的盈利实现数据可累计计算，即如某结算期间的实际盈利数据超过盈利承诺数据，且另一结算期间的实际盈利数据低于盈利承诺数据时，则上述两个结算期间的实际盈利与盈利承诺数据的相关差额可用以抵扣。

（二）本次交易 63%股权部分业绩承诺

本次交易的《盈利预测补偿协议》中，杭州悠飞、马可孛罗承诺杭州悠可 2016 年度、2017 年度、2018 年度经审计的净利润分别不低于 6,700 万元、10,000 万元、12,300 万元。如标的公司在 2016 年、2017 年、2018 年的任何年度未能完

成上述盈利目标，则杭州悠飞与马可孛罗将以退回本次发行股票的方式对青岛金王进行股份补偿。

补偿金额和补偿股份数量为：

当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数－截至当期期末累积实际净利润数）÷承诺期限内各年的预测净利润数总和×本次交易标的资产作价－累积已补偿金额

当期应补偿股份数量=当期补偿金额/本次交易发行股份价格

从本次交易完成当年起，如果杭州悠飞与马可孛罗须向青岛金王进行股份补偿的，青岛金王在关于标的公司《专项审计报告》出具日起 30 日内计算应补偿股份数，并由青岛金王发出召开上市公司董事会和股东大会的通知，如经股东大会审议通过，将由青岛金王按照 1 元人民币的总价回购股份补偿义务人持有的该等应补偿股份并按照有关法律规定予以注销，若杭州悠飞与马可孛罗应进行股份补偿但该等股份尚在承诺的锁定期内，则青岛金王应于锁定期届满后 10 个工作日内完成注销手续；如经股东大会审议未能通过，将由杭州悠飞与马可孛罗将应补偿股份赠送给上市公司该次股东大会股权登记日登记在册的除杭州悠飞与马可孛罗外的其他股东，除杭州悠飞与马可孛罗外的青岛金王其他股东按其持有的股份数量占股份登记日青岛金王总股份数（扣除杭州悠飞与马可孛罗所持青岛金王股份数）的比例获赠股份。

在各年计算的当期应补偿股份数量小于 0 时，按 0 取值，即已经补偿的股份不冲回。

补偿义务人以其认购股份总数不足补偿的，应以现金补偿。补偿金额=（当期应补偿股份数-当期已补偿股份数）×本次交易发行股份价格，并在青岛金王发出书面补偿通知之日起 30 日内支付，每逾期一日应当承担未支付金额每日万分之五的滞纳金。

如标的公司在 2016 年、2017 年、2018 年的任何年度未能完成上述盈利目标，不论按照何种补偿方式，也不论在补偿责任发生时杭州悠飞与马可孛罗各方是否持有本次发行的股份，杭州悠飞与马可孛罗分别按照 60%、40% 比例对补偿责任

负有股份及现金补偿义务。

张子恒就且仅就《盈利预测补偿协议》项下马可孛罗自身的补偿义务，向青岛金王承担无限连带责任，黄冰欢、何志勇、吴进财、林炳春分别按照 42.19%、30.86%、17.15%、9.80% 比例就且仅就《盈利预测补偿协议》项下杭州悠飞自身的补偿义务，向青岛金王承担连带责任。

（三）前后两次交易中，业绩补偿金额、补偿方式差异的原因及合理性

本次收购具有换股行为，因此涉及用上市公司股份进行业绩补偿的条款，相对前次收购而言，本次收购的业绩补偿覆盖金额较大，有利于保护上市公司及其股东的利益。

两次业绩承诺金额和补偿方式虽存在差异，但均是基于公平、合理的原则以及交易双方市场化协商的结果，是对双方交易诉求的妥善安排，符合《重组管理办法》的相关规定，不存在违法违规情形，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形，是合理的。

（四）业绩补偿能够明确区分并有效执行

相关业绩补偿义务人针对杭州悠可 37% 与 63% 的股权分别就不同协议约定执行两项业绩承诺。在分别执行两项业绩承诺时，业绩补偿义务人明确，业绩补偿金额的计算方法明确，无权责模糊或者两项业绩承诺存在冲突等影响具体实施的情形。由于两次协议所约定的业绩补偿措施分别针对 37% 股权及 63% 股权制定，分别执行两项业绩承诺有利于保障上市公司及中小股东利益。

综上所述，相关业绩补偿义务人针对杭州悠可 37% 与 63% 的股权分别执行两项业绩承诺具有合理性。

三、本次交易业绩承诺金额较报告期净利润增长较大的合理性和可实现性

本次交易中，杭州悠可股东杭州悠飞、马可孛罗作为补偿义务人承诺，杭州悠可 2016 年度、2017 年度、2018 年度经审计的净利润分别不低于 6,700 万元、10,000 万元、12,300 万元，增长率分别为 80.12%、49.25% 和 23.00%，交易业绩承诺金额增长源于对杭州悠可未来经营业绩的预测，增长原因具体如下：

（一）化妆品电商行业的发展

国内化妆品市场增长稳定且空间广阔，电商渠道是最近几年来成长最为迅速的化妆品销售渠道之一。2010 年以来，我国化妆品电商市场增速均保持在 20% 以上，占化妆品市场总销售量的比例也在不断提升。2010 年，中国化妆品电商渠道的销售额占全化妆品市场销售比例不到 3%，经过五年的快速发展，2015 年我国化妆品电商销售额已接近整个化妆品行业销售额的 20%。化妆品电商渠道的高速发展得益于我国居民收入提升、互联网技术的普及和线上消费习惯的养成；同时，随着物流服务体系、电子商务生态系统日趋完善，预计化妆品电商市场将继续保持较快的增长态势。

国内化妆品电商市场增长较快，但是化妆品品牌方由于缺乏线上销售运营的专业性，较难搭建、管理线上销售渠道。为了拓展线上业务且保持品牌美誉度，寻求专业化妆品代运营服务已经成为化妆品品牌方的主要选择。因此，化妆品品牌代运营企业有较好的发展前景。

（二）杭州悠可历史经营业绩较好

杭州悠可近年来所服务的国际中高档化妆品品牌客户数量大幅增加。同时，杭州悠可大力拓展线上分销业务，合作电商平台等线上经销商数量亦进一步拓展。基于合作品牌方、合作电商销售渠道数量的增加，以及合作品牌营收增长，杭州悠可报告期内经营业绩增长情况良好。

根据审计报告，2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-9 月，杭州悠可净利润分别为 1,573.54 万元、3,719.81 万元及 3,982.34 万元。2015 年度杭州悠可净利润较 2014 年度增加 2,146.27 万元，同比增长 136.40%。杭州悠可历史经营业绩发展情况较好，相比本次交易承诺金额的增速，历史净利润增速更快。

（三）杭州悠可预计承诺期内经营业绩持续增长

具有一定规模的化妆品线上品牌代运营商数量相对较少，杭州悠可市场地位较为突出，在市场上具有一定的先发优势。目前杭州悠可除了与欧莱雅、雅诗兰黛、娇韵诗等国际知名中高档品牌客户的合作保持稳定之外，其服务的品牌数量亦持续增加；杭州悠可未来亦可依托青岛金王的完整化妆品产业链资源，寻求与

更多优质品牌合作，进一步扩大业务规模。预计杭州悠可未来承诺期内经营业绩将持续增长。

综上所述，杭州悠可历史业绩增速较快，所处行业发展前景较好，未来利润水平预计将继续保持增长，本次交易业绩承诺金额较报告期净利润增长较大具有合理性，业绩承诺具有较强可实现性。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为：杭州悠可本次交易与前次交易价格存在差异主要因为两次交易时标的公司的发展阶段、盈利能力、品牌资源、服务水平及行业发展情况等均有所不同，其存在差异是合理的。两次业绩承诺金额和补偿方式遵循公平合理原则，是对双方交易诉求的妥善安排，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形，存在差异是合理的。在行业需求持续增长的背景下，杭州悠可依托其自身竞争优势，具备业绩持续增长并实现相应业绩承诺的能力。

问题 12、申请材料显示，预测期内，杭州悠可 2016-2018 年营业收入增长率分别为 41.73%、47.43%和 27.18%。申请材料同时显示，2010 年以来我国化妆品电商市场增速均保持在 20%。请你公司：1) 补充披露杭州悠可预测期营业收入增长高于行业水平的依据及合理性。2) 结合 2016 年已实现收入情况，补充披露杭州悠可未来年度营业收入预测依据及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、杭州悠可预测期营业收入增长高于化妆品电商市场平均水平的依据及合理性

(一) 电商代运营行业增速较快，远高于化妆品电商市场平均水平

2010 年以来，我国化妆品电商市场增速保持在 20% 以上，占化妆品市场总销售量的比例不断提升，2010 年化妆品电商渠道销售额占全化妆品市场销售比例尚不到 3%，经过五年的快速发展，2015 年我国化妆品电商销售额已接近整个化妆品行业销售额的 20%。

近年来，电商代运营模式在电商行业发展中增速更快，根据中国电子商务研究中心数据，2014年我国电商代运营行业交易规模达到2,684.8亿元，较2009年增长54倍，复合年均增长率达到122%。其中，化妆品电商品牌线上代运营业务应化妆品品牌方的需求而生，拓展线上业务且保持品牌美誉度，寻求专业化化妆品代运营服务已经成为化妆品品牌方的主要选择。

（二）化妆品电商代运营企业业务发展迅猛

根据公开信息，主要化妆品电商代运营企业近年来的营业收入增长情况如下：

单位：万元

公司	营业收入/增长率	2014年度	2015年度
丽人丽妆	营业收入	71,563.63	121,724.76
	增长率	87.40%	70.09%
网创科技	营业收入	2,397.66	26,156.66
	增长率	-	990.78%
若羽臣	营业收入	11,223.00	19,004.69
	增长率	222.56%	69.34%
杭州悠可	营业收入	46,003.99	73,609.93
	增长率	69.96%	60.01%

如上表所示，近年来以杭州悠可、丽人丽妆、网创科技、若羽臣等为代表的化妆品电商代运营企业的营业收入均具有较快的增长速度，其增速大幅超过化妆品电商行业的平均增速。

（三）杭州悠可历史业务指标增长较快

随着行业的不断发展，以及杭州悠可不断拓展合作品牌方、合作电商平台分销渠道，杭州悠可在报告期内营业收入总体增长较快，2014年度、2015年度及2016年1-9月，杭州悠可营业收入分别为46,003.99万元、73,609.93万元及51,136.24万元，其中2015年度较2014年度增长60.01%。

杭州悠可业务模式分为线上品牌代运营业务及线上分销业务。其中，线上品牌代运营业务系杭州悠可最主要的经营业务，杭州悠可主要通过天猫官方旗舰店直接对终端消费者销售化妆品开展线上品牌代运营业务。2014年度、2015年度及2016年1-9月，杭州悠可线上品牌代运营业务商品交易总额（GMV）分

别为 42,925.42 万元、77,167.88 万元及 55,305.21 元，其中 2015 年度较 2014 年度增长 77.86%。

综上所述，2010 年以来，我国化妆品电商市场增速保持在 20% 以上，而其中化妆品电商代运营行业具有更快的发展水平，化妆品电商代运营可比公司营业收入增速及杭州悠可报告期内代运营业务经营数据增速均大幅超过化妆品电商行业平均增速。因此，杭州悠可 2016 年-2018 年营业收入增长幅度高于我国化妆品电商行业平均增速具备合理性。

二、杭州悠可未来年度营业收入预测依据及合理性

（一）杭州悠可 2016 年 1-9 月的营业收入、净利润情况

评估报告中预测杭州悠可 2016 年营业收入为 104,327.22 万元，本次交易中交易对方承诺的 2016 年净利润为 6,700 万元。2016 年 1-9 月，杭州悠可已实现营业收入为 51,136.24 万元，净利润为 3,982.34 万元。

由于化妆品属于消费品，其受节假日分布影响较大，全年的第四季度由于涵盖了“十一黄金周”、圣诞节等传统节假日，本身就属于化妆品的销售旺季。加之“双十一”、“双十二”等电商消费节，使得化妆品电商企业第四季度业绩较其他季度更为突出。

以杭州悠可 2016 年天猫“双十一”的销售情况为例，根据阿里巴巴生意参谋提供的数据，2016 年 11 月 11 日，杭州悠可所代运营的品牌天猫官方旗舰店当天的商品交易总额（GMV）为 35,737.51 万元，并较 2015 年天猫“双十一”提升了约 64%。该等情况可以印证杭州悠可 2016 年第四季度的营业收入、净利润预计将较其他季度有大幅增长。

此外，根据杭州悠可报告期内的历史业绩，其前三季度净利润占全年净利润均相对较低，具体情况如下：

单位：万元

项目	2016 年度	2015 年度	2014 年度
1-9 月净利润	3,982.34	1,817.09	812.22
全年净利润	6,700.00	3,521.42	1,446.22
占比	59.44%	51.60%	56.16%

注：上表中 2016 年度全年净利润为本次交易中交易对方承诺的杭州悠可 2016 年净利润，为保持计算口径一致，2014 年度与 2015 年度全年净利润为扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润。

上表中 2014 年 1-9 月、2015 年 1-9 月净利润未扣除非经常性损益，为保持计算口径一致，2016 年 1-9 月净利润亦未扣除非经常性损益。

由上表可见，若以本次交易中交易对方承诺的杭州悠可 2016 年净利润作为全年净利润参考，杭州悠可 2016 年 1-9 月的净利润占比已高于报告期内其他年度。

综上所述，预计杭州悠可完成 2016 年度的预测业绩不存在障碍。

（二）未来年度营业收入预测依据

杭州悠可未来营业收入预测主要基于以下方面：

1、品牌数量和单个品牌销售规模增长

2013 年底，杭州悠可合作的化妆品品牌数量仅 10 余个，截至目前，杭州悠可合作化妆品品牌数量已近 30 个。

杭州悠可一方面深耕现有品牌，精心进行线上化妆品品牌的运营和服务，现有品牌的销售规模逐步增加。由于杭州悠可良好的品牌运营能力，报告期内不存在主要合作的大型化妆品集团流失的情况；另一方面，杭州悠可不断积极开拓新的品牌合作方，如雅诗兰黛旗下的朗仕品牌、LG 集团旗下的苏秘 37° 品牌等均为近期新增的合作品牌。

受益于化妆品电商尤其是化妆品电商代运营行业的发展和杭州悠可业内领先的化妆品电商代运营能力，预计现有品牌销售规模和未来合作品牌数量将进一步增长。

2、线上分销业务增长

2013 年底，杭州悠可线上分销业务合作的线上购物平台主要为唯品会，截至目前，分销模式合作的大型线上购物平台涵盖了包括唯品会、京东和聚美优品在内的众多主流电商分销平台。报告期内，杭州悠可对分销渠道的销售额呈现快速增长。

凭借业内领先的国际中高端品牌资源和良好稳定的分销渠道合作关系，预计杭州悠可分销业务在未来将进一步提升。

(三) 未来年度营业收入预测具备合理性

1、国内化妆品消费增长需求稳定，线上销售比重不断提升，杭州悠可所处的化妆品电商行业前景广阔

我国经济持续稳定发展是化妆品电商行业快速增长的有力保证。化妆品消费与居民收入水平直接相关，国民经济的持续健康发展将带来居民收入水平的显著提升，加之国家鼓励消费、拉动内需的经济政策，以及城市化进程加快等因素，促使国民消费升级，为化妆品电商行业的快速发展提供了良好的环境和较大的市场空间。同时，随着消费理念转变，社会消费结构逐渐向发展型、享受型升级，消费者对商品和品牌附加价值的认知程度逐渐提高，消费心理和需求逐渐呈现出多样化和个性化的特点，从而为化妆品向细分领域发展和差异化定位提供了进一步发展的空间。

2、预测期收入增速低于杭州悠可及可比公司历史年度增长率

本次收益评估预测期为2016年6-12月至2021年，其中，预测2016年的收入增长率为41.73%，全部预测期内复合增长率为21.14%。2015年杭州悠可及同类可比化妆品电商代运营企业营业收入的增长率均超过60%，远高于杭州悠可预测期收入增速。

3、杭州悠可实行多品牌、多渠道的经营策略，为持续发展提供了有力支撑

杭州悠可为品牌客户提供多平台、多渠道、全链路的电子商务服务。目前杭州悠可服务的国际知名品牌包括欧莱雅旗下薇姿、理肤泉和修丽可；雅诗兰黛旗下倩碧和雅诗兰黛；法国品牌娇韵诗；韩国品牌菲诗小铺、谜尚等近30个品牌；除了与天猫的长期合作外，凭借业内领先的品牌资源，杭州悠可已与唯品会、京东、聚美优品等主流电商平台建立了良好稳定的合作关系。

线上销售网络多渠道覆盖能够满足品牌客户的多样化需求，实现全网整体营销策划，提高营销及销售力度，促进全方位品牌塑造。多品牌、多渠道的经

营策略形成互相促进作用。未来，杭州悠可将继续巩固、扩展与天猫及其他线上分销平台的合作，增强自身渠道控制能力与引流能力，为持续发展提供了有力支撑。

4、杭州悠可在中高档化妆品品牌合作方面具有先发优势

杭州悠可与欧莱雅、雅诗兰黛、娇韵诗等国际知名中高档品牌建立了长期良好的合作关系，与其他化妆品电商企业相比，杭州悠可在中高档化妆品品牌代运营方面具有先发优势。基于国际知名中高档品牌良好的品牌形象、广泛的客户基础、稳定的市场需求，杭州悠可的业务发展具备稳健性。

综上所述，根据杭州悠可 2016 年已完成的业绩情况以及行业季节性特点、杭州悠可历史业绩情况，预计杭州悠可完成 2016 年度预测业绩不存在障碍。根据电商代运营行业的发展情况、杭州悠可业务发展情况、可比同行业企业近年来的营业收入增长情况，本次收益法评估中杭州悠可未来年度营业收入预测增长率较为合理

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：对比其他从事化妆品代运营企业的营业收入增长率以及结合杭州悠可竞争优势，其预测期营业收入增长率高于化妆品电商市场增速具有合理性。杭州悠可未来年度营业收入预测依据充分，具有合理性。

问题 13、申请材料显示，本次收益法评估杭州悠可折现率为 12.85%。请你公司：1）补充披露杭州悠可折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）取值依据及合理性。2）结合市场可比交易折现率情况，补充披露杭州悠可折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、折现率相关参数取值及其合理性

本次交易中，评估师采用收益法和市场法对杭州悠可 100% 股权进行了评估，

并最终采用了收益法评估结果。本次评估中，杭州悠可折现率为 12.85%，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、 β_e 值、特定风险系数。其取值与合理性如下：

（一）折现率相关参数取值及其计算方法

1、无风险收益率

本次评估以评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债的到期收益率的平均值 3.98% 作为无风险收益率取值。采用期限超过 10 年期的中长期国债作为衡量无风险收益率是评估方法中较为合理且普遍的做法。

2、市场期望报酬率 R_m

一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对沪深 300 指数 2006 年至 2015 年十年期收益率求取剔除最大、最小值后的几何平均值，得出市场期望报酬率的近似值 12.15%。

3、 β_e 值

为计算评估对象的权益资本市场风险系数，评估人员计算了同行业上市公司剔除资本结构因素的 β 值，求取平均值后，参照对比公司资本结构确定其含资本结构因素的 β 值，即 β_e 为 0.78。计算公式如下：

$$\beta_e = \text{Unlevered}\beta \times [1 + (1 - T) \times D/E]$$

公式中： $\text{Unlevered}\beta$ 为同行业上市公司剔除资本结构因素的 β 值的平均值； D 为债权价值； E 为股权价值； T 为适用所得税率。

4、特定风险系数

企业特定风险系数表示非系统性风险，是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。与同行业上市公司相比，综合考虑被评估单位的企业经营规模、市场知名度、竞争优势、资产负债情况等，分析确定企业特定风险调整系数为 3.5%。

（二）折现率相关参数的合理性

为验证折现率相关参数的合理性，评估人员选取了近年来中国 A 股市场中并购标的为电子商务企业且标的公司同时具有 B2B、B2C 业务的并购案例。杭州悠可与可比案例中折现率相关重要参数取值情况对比如下：

上市公司	并购标的	无风险收益率 (%)	市场期望报酬率 (%)	β 值	特定风险系数 (%)
好想你	杭州郝姆斯食品有限公司 100% 股权	4.16	12.18	0.87	2
兔宝宝	杭州多赢网络科技有限公司 100% 股权	4.19	12.02	0.62	4
新华都	久爱 (天津) 科技发展有限公司 100% 股权	4.08	11.24	0.76	3
新华都	泸州聚酒致和电子商务有限公司 100% 股权	4.08	11.24	0.76	3
平均值		4.13	11.67	0.75	3
青岛金王	杭州悠可 63% 股权	3.98	12.15	0.78	3.5

根据统计及对比，本次评估中，杭州悠可的折现率相关系数取值与同行业并购案例中标的公司评估过程中相关系数的均值不存在重大差异，参数计算方法均为评估常用方法，折现率相关参数取值具有合理性。

二、杭州悠可折现率取值的合理性

为验证折现率计算结果的合理性，评估人员选取了近年来中国 A 股市场中并购标的为电子商务企业且标的公司同时具有 B2B、B2C 业务的并购案例，相关评估数据如下表所示：

上市公司	并购标的	评估基准日	标的股权交易价格 (万元)	折现率 (%)
好想你	杭州郝姆斯食品有限公司 100% 股权	2015.9.30	96,000.00	12.30
兔宝宝	杭州多赢网络科技有限公司 100% 股权	2015.6.30	50,000.00	13.03
新华都	久爱 (天津) 科技发展有限公司 100% 股权	2015.3.31	22,295.00	12.52
新华都	泸州聚酒致和电子商务有限公司 100% 股权	2015.3.31	39,033.00	12.52

平均值				12.59
最大值				13.03
最小值				12.30
中位数				12.52
青岛金王	杭州悠可	2016.5.31	68,014.68	12.85
	63%股权			

根据统计及对比，本次交易被评估企业折现率为 12.85%，高于可比交易案例折现率平均值 12.59%和中位数 12.52%，本次交易标的资产估值折现率较为谨慎合理。

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：结合同行业重组可比案例对比分析，杭州悠可收益法评估中折现率及相关参数选取具有合理性。

问题 16、请你公司补充披露杭州悠可收益法评估中：1）营运资金预测依据及合理性，与收入预测是否匹配。2）现金流量预测与净利润差异较大的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、营运资金预测依据、合理性及与收入预测匹配情况

（一）营运资金预测依据及与收入预测匹配情况

本次评估根据杭州悠可最近几年营运资金占营业收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合杭州悠可目前及未来发展加以调整，预测未来营运资金占营业收入的比例，配合营业收入预测计算得到营运资金的预测值。

杭州悠可 2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-5 月营运资金占营业收入的比例计算如下表所示：

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年 1-5 月
营运资金（万元）	14,059.3	17,162.8	15,774.3
项目	2014 年度	2015 年度	2016 年预测值

主营业务收入（万元）	46,003.99	73,609.93	104,327.22
营运资金占主营业务收入比例（%）	30.56	23.32	15.12

杭州悠可 2014 年度、2015 年度及 2016 年 1-5 月营运资金占营业收入的比例平均值为 23%，2016 年以来杭州悠可采用品牌代运营模式下服务费模式的合作比例增多，服务费模式下，杭州悠可不买断产品所有权，实际销售行为在品牌方与终端消费者之间完成。服务费模式下，杭州悠可主要通过向品牌方收取店铺运营的服务费获得收入。服务费模式合作比例增加的情况下，杭州悠可占用的营运资金占营业收入的比例会相对减少，故本次评估参照 2015 年至 2016 年 1-5 月营运资金占营业收入的比例的平均值即 19% 做为预测值，匹配收入预测数据，以此作为营运资金预测的依据。

（二）本次评估中营运资金预测的合理性

除上述营运资金的预测方法外，本次评估人员采用另一种方法对营运资金进行了预测，主要步骤如下：

首先，对 2014 年度、2015 年度杭州悠可应收账款、存货、应付账款、预收账款的周转率进行测算；其次，按照杭州悠可预测期内各业务模式下收款期限及杭州悠可采购存货的付款期限计算上述各科目预测期内周转率，综合分析历史经营数据及预测期内数据确定各科目预测期内周转率，如下：

序号	项目	周转率
1	应收账款	19.02
2	预付账款	21.46
3	存货	5.72
4	应付账款	14.78
5	预收账款	498.14

利用计算出来的周转率和评估基准日报表数据，结合未来预测数据，测算未来年度各项流动资产和流动负债数额。考虑到业务规模的扩大，结合各业务模式的收款期限及各业务模式下收入预测情况综合确定最低现金保有量，且在评估基准日的基础上逐步增加。各项汇总计算后，测算营运资金占营业收入的比例，得出营运资金占营业收入比例的均值为 18.05%。相关预测数据如下：

单位：万元

项目	2016年 6-12月	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
营业收入	74,513.98	153,808.55	195,607.17	227,769.21	253,488.22	272,125.05
营业成本	54,764.03	114,499.04	146,052.93	170,319.09	190,099.53	204,199.89
最低现金保有量	3,663.18	7,389.06	9,312.65	10,881.50	12,180.68	13,085.37
应收账款	3,917.66	8,086.67	10,284.29	11,975.25	13,327.46	14,307.31
预付账款	2,552.13	5,335.91	6,806.40	7,937.25	8,859.07	9,516.17
存货	9,577.33	20,024.00	25,542.25	29,786.00	33,245.28	35,711.20
其他应收款	331.66	331.66	331.66	331.66	331.66	331.66
应付账款	3,704.86	7,746.01	9,880.68	11,522.32	12,860.49	13,814.40
预收账款	149.59	308.77	392.68	457.24	508.87	546.29
其他应付款	772.95	772.95	772.95	772.95	772.95	772.95
应交税费	1,154.97	2,384.03	3,031.91	3,530.42	3,929.07	4,217.94
应付职工薪酬	632.89	828.58	1,055.65	1,260.55	1,389.43	1,517.08
营运资金	13,626.71	29,126.96	37,143.38	43,368.18	48,483.33	52,083.07
营运资金增加额	-2,147.59	15,500.25	8,016.42	6,224.80	5,115.15	3,599.74
营运资金/营业收入	13.06%	18.94%	18.99%	19.04%	19.13%	19.14%
营运资金/营业收入均值	18.05%					

注：2016年6-12月营运资金/营业收入的计算中，营业收入采用2016年度的营业收入预测数据104,327.22万元。

根据以上分析测算，两种方式计算结果相近，基于谨慎性原则，本次评估参照2015年至2016年1-5月营运资金占营业收入的比例的平均值即19%作为未来年度营运资金占营业收入的比例预测估计，匹配标的公司收入预测来测算未来营运资金的方法具有合理性。

二、现金流量预测与净利润差异较大的原因及合理性。

本次评估中，标的公司净利润及净现金流预测值情况如下表所示：

单位：万元

项目	2016年 6-12月	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度
净利润	4,641.45	9,804.19	12,294.13	14,278.20	15,835.54	16,893.18

加：税后利息支出	-	-	-	-	-	-
折旧、摊销	291.95	514.42	546.92	587.92	630.92	674.92
减：资本性支出	330.00	640.00	740.00	760.00	770.00	770.00
营运资金增加 (减少)	4,047.87	9,401.45	7,941.74	6,110.79	4,886.61	3,541.00
小计	-4,085.91	-9,527.03	-8,134.81	-6,282.87	-5,025.69	-3,636.08
净现金流	555.54	277.16	4,159.32	7,995.33	10,809.85	13,257.10

净现金流=净利润+税后利息支出+折旧/摊销-资本性支出-营运资金增加。从预测数据看出，标的公司预测净利润与净现金流存在一定差距。

净利润与净现金流差异较大的原因主要是营运资金增加和资本性支出。由于杭州悠可业务扩张较快，主营业务收入增加迅速，故营运资金预测值增长较快，以致净利润与净现金流差距较大。净利润与净现金流差距较大反映了对未来现金流预测的谨慎性，现金流量预测与净利润差异较大具有合理性。

三、评估师核查意见

经核查，评估师认为：本次评估营运资金预测依据充分、合理，与收入预测匹配；现金流量预测与净利润差异较大的原因合理。

（本页无正文，为《北京中同华资产评估有限公司关于青岛金王应用化学股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金行政许可项目审查一次反馈意见回复之专项核查意见》之盖章页）

经办资产评估师：

李斌

贲蕊

北京中同华资产评估有限公司

年 月 日