

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二次反馈意见回复

之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据 2017 年 1 月 22 日贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》（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 10、反馈回复材料显示，评估报告中预测杭州悠可 2016 年营业收入为 104,327.22 万元，交易对方承诺的 2016 年净利润为 6,700 万元。2016 年 1-9 月，杭州悠可已实现的营业收入为 51,136.24 万元，净利润为 3,982.34 万元，分别占全年预测数的 49.02%和 59.44%。请你公司：1) 补充披露杭州悠可 2016 年营业收入和净利润实现情况，与评估报告预测数是否存在差异，上述差异对本次交易评估值和交易作价的影响。2) 补充披露杭州悠可预计 2016 年第四季度营业收入、净利润占比较大的原因，与历史期间季度业绩是否一致。3) 结合截至目前的经营业绩与业务拓展情况，补充披露杭州悠可 2017 年、2018 年业绩预测的可实现性。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、2016 年度营业收入和净利润实现情况

经初步核算，杭州悠可 2016 年度未经审计的营业收入和净利润情况如下：

单位：万元

营业收入	84,717.80	净利润	7,046.55/6,731.32
评估报告预测收入	104,327.22	承诺净利润	6,700.00
差异金额	-19,609.42	差异金额	31.32
差异率	-18.80%	差异率	0.47%

注：杭州悠可 2016 年度未经审计的净利润为 7,046.55 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 6,731.32 万元。

如上表所示，杭州悠可 2016 年度实现净利润达到承诺金额及评估报告预测金额，实现营业收入较评估报告预测金额有所减少。

二、2016 年度营业收入与评估报告预测收入的差异情况

（一）2016 年度营业收入与预测收入有所差异的原因

经初步核算，2016 年度杭州悠可未经审计的营业收入为 84,717.80 万元，较原评估报告预测数少 19,609.42 万元，该等差异主要体现在线上品牌代运营业务买断销售模式及线上分销业务，具体原因如下：

1、线上品牌代运营业务模式转变的进度有所加快

从优化业务模式的角度考虑，杭州悠可近两年来积极寻求线上品牌代运营业务由买断销售模式逐步向服务费模式进行转变。2016 年内，上述业务模式转变的进度较预期有所加快。与买断销售模式相比较，服务费模式下相同毛利对应的收入大幅较少，毛利率大幅增加，因此在不考虑其他因素的情况下，业务模式转变会造成公司营业收入的减少。

（1）杭州悠可原先计划 2016 年度与菲诗小铺的合作形式将沿用买断销售模式，由于后续合作双方的积极有效沟通，2016 年内杭州悠可与菲诗小铺的合作形式转变为服务费模式。2016 年度由于杭州悠可代运营上述品牌的业务模式较预测发生改变，代运营该品牌实现的营业收入较评估报告预测数减少 4,644.82 万元。

(2) 2016 年下半年，杭州悠可分别开展新合作品牌苏秘 37°和朗仕的代运营业务。评估报告中预测该两项品牌均采用买断销售模式，由于后续合作双方的积极有效沟通，业务实际开展过程中最终采用了服务费模式。由于该两项品牌的代运营模式较预测有所不同，杭州悠可代运营上述两个品牌实现的营业收入较评估报告预测数减少 5,461.50 万元。

2、杭州悠可适当控制部分分销业务的规模

出于提高资金使用效率、防范流动性风险等因素的考虑，杭州悠可在 2016 年下半年主动选择控制部分利润率较低、资金回收账期较长的分销业务规模。因此，杭州悠可 2016 年度分销业务的实际增速较评估报告中预测的增速有所减小，以致 2016 年度分销业务实现的营业收入较评估报告预测数减少 7,451.57 万元。

3、部分合作业务进度较预期有所延迟

杭州悠可合作的品牌方均为国际大型化妆品集团，由于国际大型化妆品集团的决策、谈判和内部流程时间较长，因此杭州悠可在拓展新合作品牌时存在实际进度较预测有所延迟的情况。由于拟合作的新品牌开设天猫官方旗舰店的进度较评估预测有所延迟，以致杭州悠可 2016 年度买断销售模式营业收入较评估报告预测数减少 4,273.50 万元。

(二) 2016 年度净利润实现情况

经初步核算，杭州悠可 2016 年度实现的净利润为 7,046.55 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 6,731.32 万元，高于承诺金额及评估报告预测金额。虽然杭州悠可 2016 年度营业收入较预测数有所减少，但未影响其承诺净利润的实现，主要原因如下：

1、杭州悠可 2016 年度营业收入较预测数的差异主要体现在线上品牌代运营业务买断销售模式及线上分销业务，该两项业务的毛利率水平较低，因此对利润影响相对较小。

2、由于线上品牌代运营业务由买断销售模式逐步向服务费模式进行转变，且该等转变进度较预期有所加快，因此杭州悠可的业务结构总体得到一定的优化，毛利率水平较高的线上品牌代运营业务服务费模式产生的收入占杭州悠可营

业收入的比例要高于原评估预测，因此杭州悠可 2016 年度整体毛利率高于原评估预测。

3、线上品牌代运营业务买断销售模式中，杭州悠可主要通过采购及销售价差赚取利润，业务过程中的相关费用主要由杭州悠可自行承担；而服务费模式中，较多品牌方采用分别向杭州悠可支付销售佣金、其他服务费的方式，业务过程中的相关费用主要由品牌方承担。随着服务费模式产生的收入占杭州悠可营业收入的比例超过原评估预测，以及 2016 年度实际营业收入少于原评估预测，杭州悠可 2016 年度实际的期间费用金额较原评估预测有所减少。

4、原评估预测中对于毛利率、费用率、运营资金的选值本身较为谨慎，据此由营业收入推导出的净利润结果较为严格，因此存在被评估企业实际业绩较评估预测有所差异的合理空间。

三、2016 年度营业收入、净利润实现情况未对本次交易评估值产生影响

（一）2016 年度营业收入、净利润实现情况未影响评估值的计算

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。

按照收益法评估企业价值的思路，被评估企业股权价值=经营性资产价值+非经营性资产价值-负息负债价值。

其中，经营性资产价值的计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

上式中：P：被评估企业的经营性资产价值；R_i：被评估企业未来第 i 年的预期收益（净现金流）；r：折现率（WACC，加权平均资本成本）；P_n：终值；n：未来预测期。

其中，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。

杭州悠可系轻资产企业，从上述公式中可以看出，收益法评估中对杭州悠可的评估值的影响因素主要是预测期内的净现金流，而影响净现金流金额的主要因素系净利润金额，营业收入的降低不构成直接影响。杭州悠可 2016 年度

的净利润实现数与评估预测数基本相同，目前对未来的预测净利润数也基本与评估预测一致，因此 2016 年度营业收入实现数与评估预测数差异对本次交易评估值基本没有影响。

（二）评估师的评估复核情况

虽然杭州悠可 2016 年度营业收入实现数与评估预测数存在差异未影响杭州悠可的净现金流及评估值的计算，但考虑到杭州悠可 2016 年度实际的业务结构及经营策略较原评估预测稍有调整，该等调整对杭州悠可未来的业务结构可能存在后续影响。因此，为进一步验证杭州悠可的评估值是否存在影响，评估师另行选取了 2016 年 9 月 30 日作为评估基准日，根据杭州悠可最新的经营策略、新品牌的拓展情况等因素对杭州悠可 100% 股权进行评估复核，评估所采用方法与前次评估保持一致。

经评估复核，以 2016 年 9 月 30 日为评估基准日，杭州悠可 100% 股权价值评估值为 110,000 万元，前次评估杭州悠可 100% 股权价值评估值为 108,000 万元。两次评估结果不存在重大差异。

本次评估复核与前次评估的主要评估指标差异及变化原因具体如下：

1、营业收入

前次评估与本次评估中的2016年-2021年营业收入情况对比如下：

单位：万元

前次评估	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	营业收入	104,327.22	153,808.55	195,607.17	227,769.21	253,488.22	272,125.05
	增长率	41.73%	47.43%	27.18%	16.44%	11.29%	7.35%
本次评估	项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	营业收入	84,717.80	105,387.32	126,967.67	145,151.82	160,984.72	172,840.18
	增长率	15.09%	24.40%	20.48%	14.32%	10.91%	7.36%

如前文所述，因杭州悠可部分品牌合作模式转变，部分分销业务控制增速和新品牌进展有延迟等多因素导致2016年度杭州悠可实现的收入低于评估预测收入。经杭州悠可初步核算，2016年度杭州悠可实际营业收入增长率与前次评估预计的2016年营业收入增长率有一定的差异。结合杭州悠可目前的经营策略、新品牌的拓展情况，谨慎起见，本次评估预计未来年度的营业收入将低于前次评估的

预测值。

2、营业成本及毛利率

前次评估与本次评估中的2016年-2021年营业成本及毛利率情况对比如下：

单位：万元

前次评估	项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
	营业成本	76,596.66	114,499.04	146,052.93	170,319.09	190,099.53	204,199.89
毛利率	26.58%	25.56%	25.33%	25.22%	25.01%	24.96%	
本次评估	项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
	营业成本	60,145.91	73,059.30	88,558.42	101,925.04	113,696.87	122,628.80
毛利率	29.00%	30.68%	30.25%	29.78%	29.37%	29.05%	

由上表可见，本次评估对杭州悠可的毛利率预测相较前次评估略高，主要原因系根据杭州悠可目前的经营策略，杭州悠可部分品牌的经营模式由买断销售模式转为毛利率较高的服务费模式，代运营服务费模式收入占比提升，且预计2017年度服务费模式占比将较2016年度进一步提升。

3、营运资金

前次评估与本次评估的2016年-2021年营运资金情况对比如下：

单位：万元

前次评估	项目	2016年 6-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
	营运资金占用	19,822.17	29,223.63	37,165.36	43,276.15	48,162.76	51,703.76
	营运资金变动	4,047.9	9,401.5	7,941.7	6,110.8	4,886.6	3,541.0
	营运资金占用/ 主营业务收入	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%	19.00%
本次评估	项目	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
	营运资金占用	24,568.16	25,292.96	30,472.24	34,836.44	38,636.33	41,481.64
	营运资金变动	3,974.3	724.8	5,179.3	4,364.2	3,799.9	2,845.3
	营运资金占用/ 主营业务收入	29.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%

本次评估中2016年10-12月营运资金占用/主营业务收入较前次评估中2016年6-12月营运资金占用/主营业务收入有所上升，主要原因系受“双十一”、“双

十二”等电商节日的影响，每年四季度系化妆品电商销售旺季，杭州悠可为销售旺季准备的存货较多，导致账面存货金额较大，占用的营运资金提高。

由于本次评估较前次评估对营业收入的预测有所下降，基于谨慎性原则，本次评估2017年-2021年的营运资金占用/主营业务收入比例较前次评估有所上升。

4、费用率

前次评估与本次评估的2016年-2021年费用率情况对比如下：

单位：万元

前次评估	项目	2016年 6-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
	销售费用	10,009.93	19,307.09	24,630.75	28,657.62	31,486.48	33,800.10
	销售费用率	13.43%	12.55%	12.59%	12.58%	12.42%	12.42%
	管理费用	2,955.30	5,699.70	6,966.46	7,932.75	8,760.24	9,423.82
	管理费用率	3.97%	3.71%	3.56%	3.48%	3.46%	3.46%
	财务费用	7.45	15.38	19.56	22.78	25.35	27.21
	财务费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
	期间费用率	17.41%	16.27%	16.16%	16.07%	15.89%	15.89%
本次评估	项目	2016年 10-12月	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
	销售费用	4,062.40	13,996.81	16,549.16	18,829.24	20,887.10	22,348.22
	销售费用率	12.10%	13.28%	13.03%	12.97%	12.97%	12.93%
	管理费用	981.82	4,492.28	5,319.82	6,110.45	6,725.08	7,251.70
	管理费用率	2.92%	4.26%	4.19%	4.21%	4.18%	4.20%
	财务费用	26.86	110.55	112.71	114.52	116.11	117.29
	财务费用率	0.08%	0.10%	0.09%	0.08%	0.07%	0.07%
	期间费用率	15.10%	17.65%	17.31%	17.26%	17.22%	17.19%

本次评估中2016年10-12月的期间费用率较2016年6-12月有所上升，主要原因系第四季度系杭州悠可的销售旺季，营业收入规模较大所导致。

考虑到本次评估较前次评估对营业收入的预测数有所下降，基于谨慎性原则，本次评估对2017年-2021年的销售费用率、管理费用率占营业收入比例均有所提高；同时杭州悠可增加了银行贷款的利息支出，从而导致本次评估对期间费

用率的预测有所提高。

5、折现率

由于评估基准日不同，本次评估报告对计算折现率的各项参数进行了更新，本次评估对折现率的计算方法及参数选取的依据与前次评估保持一致。本次评估折现率较前次评估的折现率略低的原因仅因评估基准日不同，非受评估人员主观判断影响。具体情况如下：

项目	前次评估	本次评估
无风险收益率(Rf)	3.98	3.91
风险系数 β 值	0.78	0.75
市场超额风险收益率 (ERP)	8.08%	8.08%
公司特有风险超额收益率 (Rs)	3.5%	3.5%
股权收益率(Re)	13.80%	13.47%
债权收益率(Rd)	4.35%	4.35%

6、负息负债

单位：万元

项目	前次评估	本次评估
负息负债净值	0.00	2,299.05

由上表可见，本次评估负息负债净值较前次评估增加，主要原因系前次评估基准日杭州悠可账面无负息负债，而本次评估基准日杭州悠可账面存在负息负债即短期借款2,299.05万元。

7、非经营性资产

单位：万元

项目	前次评估	本次评估
应收利息	103.53	24.08
可供出售金融资产	450.00	450.00

长期股权投资—杭州那吒广告有限公司	76.40	55.26
其他应收款—应收北京话梅乐享科技有限公司投资意向金	400.00	300.00
其他应收款—职工借款	52.55	55.53
非经营性资产小计	1,082.48	884.88
非经营性资产净值	1,082.48	884.88

由上表可见，本次评估非经营性资产较前次评估减少主要原因系本次评估基准日的的应收利息和其他应收款减少。

四、2016 年营业收入、净利润实现数与评估预测数差异情况对本次交易作价不构成影响

根据中同华出具的资产评估报告，截至评估基准日 2016 年 5 月 31 日，杭州悠可 100% 股权的评估值为 108,000.00 万元。根据《购买资产协议》的约定，在上述评估值的基础上，经交易各方友好协商，杭州悠可 63% 股权的交易价格为 68,014.68 万元。根据上文分析，2016 年度杭州悠可营业收入、净利润实现数与评估预测数存在差异的情况未影响本次评估值，因此不会对本次交易作价构成影响。

五、2016 年第四季度营业收入、净利润占比情况

杭州悠可 2014 年、2015 年和 2016 年第四季度营业收入和净利润占全年比重情况如下：

项目	2016 年第四季度		2015 年第四季度		2014 年第四季度	
	营业收入 (万元)	占全年比 例	营业收入 (万元)	占全年比 例	营业收入 (万元)	占全年比 例
营业收入	33,581.56	39.64%	32,523.39	44.18%	18,493.60	40.20%
净利润	3,064.21	43.49%	1,902.72	51.15%	761.32	48.38%

注：上表中各年度第四季度净利润数均未扣除非经常性损益；各年度第四季度净利润数未经审计，2016 年度营业收入数未经审计。

由上表可见，杭州悠可 2016 年第四季度实现的营业收入、净利润占全年的比重与杭州悠可报告期内各年度的情况相符，第四季度营业收入、净利润占比较高符合消费品电商行业的季节性特征，具备合理性。

六、杭州悠可 2017 年、2018 年业绩预测的可实现性

根据杭州悠可 2016 年度的业绩实现情况、经营发展情况及业务结构调整情况，评估师在评估复核过程中相应调低了 2017 年度、2018 年度的营业收入预测数，但业绩预测数不受影响。杭州悠可 2017 年度、2018 年度的业绩预测具有合理性及可实现性，主要原因如下：

（一）化妆品电商行业的发展趋势良好

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）杭州悠可业务发展稳定，历史经营业绩较好

杭州悠可报告期内与主要品牌方、电商平台的合作情况良好。近年来，杭州悠可所服务的国际中高档化妆品品牌数量大幅增加；同时，杭州悠可通过拓展线上分销业务，合作的电商平台等线上分销渠道数量亦进一步增加。基于合作品牌方、合作电商平台数量的增加，以及合作品牌的销售增长，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，杭州悠可净利润分别为 1,573.54 万元、3,719.81 万元，2016 年度未经审计的净利润为 7,046.55 万元，历史业绩增长情况良好，增速较快，而杭州悠可 2017 年度、2018 年度预测净利润增长率均远低于历史净利润增长率，预测净利润比较谨慎。

七、评估师核查意见

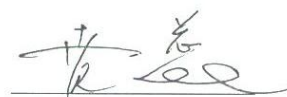
经核查，评估师认为：杭州悠可 2016 年度未经审计的营业收入与评估报告预测数有所差异，未经审计的净利润略高于评估报告预测数，上述差异不影响本次交易评估值，对交易作价不构成影响。杭州悠可 2016 年第四季度未经审计的营业收入和净利润占全年比重具备合理性。结合截至目前的经营业绩和业务拓展情况，预计杭州悠可 2017 年、2018 年的业绩承诺可以实现。

（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二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

