

银信资产评估有限公司关于《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预案信息披露的问询函》的回复

银信资产评估有限公司
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预案信息披露的问询函》的回复

上海证券交易所：

根据中路股份有限公司（以下简称“中路股份”）转来的贵所关于《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预案信息披露的问询函》（以下简称“问询函”）的要求，我司作为中路股份本次重大资产重组评估的评估师，就问询函中涉及的问题回复如下：

问询函问题“二、关于标的资产财务信息及估值中 8、预案披露，标的资产的收益法预估值约为 56.39 亿元，增值率 1,482%。请补充披露：（1）可比公司选择上海家化、青岛金王、广州浪奇、两面针、索芙特、南风化工、赞宇科技 7 家日用化学品行业上市公司的原因及其合理性；（2）进一步结合线上销售为主或以面膜单一产品为主的公司分析标的资产估值的合理性；（3）结合业绩承诺的预测依据、关键假设，进一步分析可能导致业绩承诺不达预期的原因及风险。请财务顾问和评估师发表意见。”

答复：

（1）可比公司选择上海家化、青岛金王、广州浪奇、两面针、索芙特、南风化工、赞宇科技 7 家日用化学品行业上市公司的原因及其合理性。

标的资产主营产品为面膜，所处行业为日化行业-化妆品-面膜，由于目前 A 股上市公司中，尚无与标的公司属于面膜这一细分行业完全一致的可比上市公

司，同时考虑到该产品同化妆品及日化用品有一定的相关性，因此本次交易选用了相似性较高的化妆品及日化行业的类似公司作为可比公司进行公允性分析。同时本次交易梳理了原选用 7 家公司的主营产品，其中索芙特公司因收购了相关系统集成资产，主营产品从“日用化妆品、药品等”变更为“日用化妆品、药品、系统集成等”，公司名称从“索芙特”变更为“天夏智慧”，同标的公司可比性变弱，因此予以剔除，同时增加“珀莱雅”和“拉芳家化”两家日化行业的公司进行公允性分析，以增加分析的合理性，调整后分析结果如下：

证券代码	证券名称	主营产品	行业分类	市盈率
600315.SH	上海家化	护肤类、洗护类、家居护理类等	日化行业	60.2
002094.SZ	青岛金王	化妆品、新材料蜡烛及工艺品等、油品贸易等	日化行业	13.9
000523.SZ	广州浪奇	洗涤产品	日化行业	227.7
600249.SH	两面针	牙膏等	日化行业	NM
000737.SZ	南风化工	日化产品、元明粉等	日化行业	NM
002637.SZ	赞宇科技	表面活性剂、油化产品等	日化行业	64.8
603605.SH	珀莱雅	化妆品	日化行业	34.4
603630.SH	拉芳家化	洗发护发用品、沐浴露等	日化行业	36.6
平均值				42.0
上海悦目（静态）				21.1

数据来源：Wind资讯

注1：同行业上市公司市盈率 = 2018年1月2日市值 / 2017年度净利润，其中2017年度净利润 = 2017年1-9月实际净利润/9×12；上海悦目市盈率（静态）= 本次交易上海悦目100%股权的交易对价 / 上海悦目2017年度净利润，其中2017年度净利润 = 2017年1-10月实际净利润（未经审计）/ 10×12

注2：“NM”表示上市公司亏损

注3：广州浪奇的市盈率为227.7倍，在计算平均市盈率时作为异常值予以剔除

综上所述，本次交易通过对上述公司主营产品和行业分类进行分析，可比公司的选取较为合理。

（2）进一步结合线上销售为主或以面膜单一产品为主的公司分析标的资产估值的合理性。

标的公司作为以面膜为单一产品的公司，目前尚不存在与其相仿的可比上市公司，截至本回复出具日，同以面膜为单一产品的御家汇也尚未上市，经上述日化行业的 8 家上市公司，其中近期上市的珀莱雅公司，主营产品为护肤品，目前正积极拓展线上销售渠道，与标的公司最为接近。根据其公开披露信息，2017 年上半年，珀莱雅的销售收入较上年同期增长 9,287.61 万元，增幅为 12.54%，主要系受益于电子商务渠道的快速发展，报告期内，该渠道实现销售收入 2.60 亿元，较上年同期增长 6,593.18 万元，增幅为 33.92%。随着近几年以电子商务为基础，B2B、B2C 等电商渠道发展势头迅猛，该公司迅速抓住机遇，积极拓宽线上销售渠道。2017 年 1-6 月，该公司电子商务销售额占主营收入比例的 31.25%。基于目前的消费趋势，预计未来几年，该公司线上销售仍有很大增长潜力。

对比珀莱雅公司目前的静态市盈率为 34.4 倍，标的公司静态市盈率为 21.1 倍，低于珀莱雅的估值水平。除珀莱雅外，拥有较高线上销售收入比例的可比公司还包括上海家化，该公司目前的静态市盈率约为 60.2 倍，高于标的公司的静态市盈率水平。

综上，标的公司估值的处于较为合理的范围之内。

（3）结合业绩承诺的预测依据、关键假设，进一步分析可能导致业绩承诺不达预期的原因及风险。

本次业绩承诺的预测依据和关键假设主要参考了化妆品电子商务市场的发展速度、其自身的发展水平以及企业未来经营规划等因素。根据艾瑞咨询的数据，我国网购化妆品交易额从 2011 年的 375.6 亿元上升到 2015 年的 1,180.0 亿元，年均复合增长率高达 33.1%。网络购物市场的兴起，为化妆品行业提供了相对于线下实体店的竞争优势，如购买便利性、选择多样性、价格优势等，对消费者产

生了较高的吸引力。未来随着各线下专营店积极发展线上渠道，各大电商平台通过与品牌方深入合作，为用户提供更优质的产品和消费体验，化妆品电子商务市场的规模将继续快速增长。

另根据 Euromonitor 的统计数据，2016 年我国面膜行业的市场容量约为 180.7 亿元，较 2015 年增长 14.1%，增速较快。2012-2016 年的年均复合增长率达到 16.0%，显著高于同期化妆品行业的整体增长水平。此外，标的公司在行业内具有较高的美誉度，先后被授予“中国质量检验协会打假扶优重点保护企业”、“全国质量信得过产品”、“全国质量服务消费者满意企业”等多项荣誉。上海悦目主要通过互联网销售产品，与淘宝、天猫、京东、唯品会等大型电商平台建立了良好的合作关系，同时，积极布局线下渠道，通过直营体验馆和经销商已初步形成遍布全国大、中、小城市的销售网络。因此，本次交易的业绩承诺预测符合标的公司目前所处行业的特征以及其良好的业务发展态势。

本次预估关键假设之一为标的公司所处的化妆品电子商务市场及面膜行业未来能持续保持增长势头，如该假设发生重大变化，可能产生业绩承诺不达预期的风险。因此，本次预案进行了相应的风险提示：

“市场需求波动风险：

上海悦目主营业务为护肤品的研发、生产和销售，其发展前景有赖于我国经济的稳定发展和护肤品市场规模的增长。若在未来我国经济出现增速放缓、人均收入下降、消费者购买力减退等情形，将导致护肤品市场的需求减少，进而对上海悦目的经营产生不利影响。”

此外，本次预估另一关键假设为标的公司未来年度能同淘宝、天猫、京东、唯品会等大型电商平台继续保持良好的合作关系，如该假设发生重大变化，可能产生业绩承诺不达预期的风险。因此，本次预案进行了相应的风险提示：

“线上销售平台集中的风险

经过多年在护肤品行业与电子商务领域的深耕，标的公司已成为国内知名的线上护肤品品牌，并围绕已经建立的品牌优势逐步开展线下销售体验业务，报告期内，标的公司营业收入仍主要来自线上销售。2015 年、2016 年和 2017 年 1-10 月，标的公司通过包括天猫、唯品会、京东等主流平台在内的线上渠道产生的营业收入占其当期主营业务收入比重分别为 96.98%、83.51%、87.65%，占比较高。尽管上海悦目积极开拓电子商务平台，产品已进驻国内各大主流平台，并与各大平台保持着稳定的合作关系，但上海悦目的销售收入主要来自天猫和唯品会平台，相对集中，对上述平台具有一定依赖性。如未来上海悦目与上述平台的良好合作关系发生变化、上述平台收费政策发生不利变化或上述平台运营不利，销售能力下降、客户发生流失，且上海悦目没能有效拓展新的销售渠道，则标的公司将面临经营业绩下滑的风险。”

综上，本次预案业绩承诺的预测依据、关键假设包括：化妆品电子商务市场及面膜行业未来能持续保持增长势头、标的公司未来与主要电商平台保持良好合作，若上述重要假设发生重大变化，可能产生业绩承诺不达预期的风险，对此本次预案已做相应的风险提示。

上述内容已于重组预案“第五章 标的资产预估值情况/三、预估值结论/（三）公允性分析”中补充披露。

（4）中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问及评估师认为：重组预案所参考的 7 家可比公司中，由于索芙特变更主营业务，应予以剔除，并加入两家可比公司，分别为“珀莱雅”和“拉芳家化”，变更后的 8 家可比公司从行业分类和业务性质上与标的公司较为接近。根据线上销售比例较高的可比公司珀莱雅的 2017 年上半年财务数据，受益于电商行业的发展，该公司的电子商务业务取得了较好的增长，目前公司静

态市盈率大幅高于标的公司交易对价对应的静态市盈率，从该角度分析，标的公司估值较为合理。标的公司所在行业是否能保持增长，标的公司是否能维持与各大电商平台的良好合作是潜在影响标的公司承诺利润是否达到预期的重要因素，本次预案就此已进行了较为充分的风险提示。

银信资产评估有限公司
二〇一八年二月六日