

---

北京市天元律师事务所  
关于广东万里马实业股份有限公司  
创业板公开发行可转换公司债券的  
补充法律意见（四）

---



北京市天元律师事务所  
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 10 层  
邮编：100032

**北京市天元律师事务所**  
**关于广东万里马实业股份有限公司**  
**创业板公开发行可转换公司债券的**  
**补充法律意见（四）**

**京天公司债字（2018）第 019-5 号**

**致：广东万里马实业股份有限公司**

北京市天元律师事务所（以下简称“本所”）受广东万里马实业股份有限公司（以下简称“发行人”、“公司”、或“万里马”）委托，担任公司公开发行可转换公司债券事宜（以下简称“本次发行”）的专项中国法律顾问并出具补充法律意见。

本所已依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《律师事务所从事证券法律业务管理办法》、《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》等相关法律法规、规章及其他规范性文件的规定为公司本次发行出具了《北京市天元律师事务所关于广东万里马实业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券的法律意见》（京天公司债字（2018）第 019 号）（以下简称“《法律意见》”）、《北京市天元律师事务所关于广东万里马实业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券的律师工作报告》（京天公司债字（2018）第 019 号-1）（以下简称“《律师工作报告》”）、《北京市天元律师事务所关于广东万里马实业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券的补充法律意见（一）》（京天公司债字（2018）第 019-2 号）（以下简称“《补充法律意见（一）》”）、《北京市天元律师事务所关于广东万里马实业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券的补充法律意见（二）》（京天公司债字（2018）第 019-3 号）（以下简称“《补充法律意见（二）》”）、《北京市天元律师事务所关于广东万里马实业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券的补充法律意见（三）》（京天公司债字（2018）第 019-4 号）（以下简称“《补充法律意见（三）》”）《法

律意见》、《律师工作报告》、《补充法律意见（一）》、《补充法律意见（二）》、《补充法律意见（三）》（以下合称“原律师文件”）已作为法定文件随发行人本次发行的其他申请材料一并上报至中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）。

根据中国证监会出具的《关于请做好广东万里马实业股份有限公司公开发行可转债发审委会议准备工作的函》（以下简称“《准备工作函》”）提及的相关法律事项，本所律师对上述有关事项进行全面核查，出具本补充法律意见。

本补充法律意见系对原律师文件的补充，并构成前述文件不可分割的组成部分。本所在原律师文件中发表法律意见的前提以及声明事项适用于本补充法律意见。如无特别说明，本补充法律意见中有关用语释义与原律师文件中有关用语释义的含义相同；原律师文件与本补充法律意见不一致的，以本补充法律意见为准。

本补充法律意见仅供公司本次发行之目的使用，未经本所书面同意，不得用作任何其他目的。本所同意将本补充法律意见作为本次发行申请所必备的法定文件，随其他申报材料一起上报，并依法承担相应的法律责任。

基于上述，本所及经办律师依据相关法律法规规定，按照律师行业公认的业务标准、道德规范和勤勉尽责精神，出具本补充法律意见如下：

一、关于前次募集资金投资项目变更。申请人前次募集资金为 2017 年首发。2018 年 1 季度，申请人变更营销网络拓展以及电商渠道升级项目的实施方式，将尚未投入使用的“直营旗舰店建设”和“电子商务投入”的资金 7,262.75 万元用于收购超琦电商 34.62%的股权并对其增资，交易完成后，申请人持有超琦电商 51%的股权，形成商誉 6,320.61 万元。超琦电商 2018 至 2020 年承诺业绩不低于 800 万元、1,200 万元、1,600 万元。申请人于 2018 年 5 月起，将其 13 家电商门店交由超琦电商负责运营，并预计向超琦电商支付佣金 308.69 万元。超琦电商 2018 年度实现扣非净利润金额为 857.12 万元，代运营收入 2,979.27 万元，比 2017 年大幅增长，代运营收入即为毛利润，销售费用和管理费用合计较上年度下降 17.53%。请申请人：（1）说明变更募集资金投资项目实施方式的原因及合理性，以及本次发行是否符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第十一条第（一）项有关“前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致”的规定；（2）说明超琦电商 2018 年营业总收入比 2017 年大幅下降的原因，以及在实现营业收入与预测收入存在较大差异的情况下，完后业绩承诺的原因及合理性；（3）代运营收入的具体品牌及收入情况，相关业务获取方式，2018 年大幅增长的原因及合理性；（4）超琦电商对 13 家电商门店的具体运营模式、佣金收取比例及成本、费用分摊约定，与其他运营品牌是否存在差异及其合理性，是否存在申请人代其分担成本或代垫费用情形；（5）按照销售费用和管理费用明细项目可比口径说明费用下降的原因及合理性，是否存在母公司及其子公司通过费用承担等方式使超琦电商达到承诺效益的情形；（6）结合上述情况，详细说明超琦电商 2018 年前三季度仅实现净利润 290.72 万元，而 2018 年第四季度实现净利润 566.40 万元从而精准完成业绩承诺的原因及合理性，详细说明超琦电商 2018 年毛利率大幅高于 2017 年度且 2018 年各季度之间毛利率变动较大的原因及合理性，提供 2018 年第四季度毛利率及净利润大幅增长的证据，与同行业公司及第三方数据是否匹配；（7）申请人收购时点评估涉及参数与 2018 年末商誉减值测试时的主要参数对比中，预测收入和净利润率以及折现率出现较大变化，请说明原因及合理性，以及申请人收购超琦电商产生的商誉是否面临减值风险；（8）说明并披露超琦电商的收入及支出构成及明细，结合成本、费用及毛利率并对比同行业可比公司的情况，以及与申请人资金、业务、人员

等往来情况，进一步说明申请人是否存在对超琦电商的利益输送或财务操纵的情形。请保荐机构、律师及申报会计师发表明确核查意见。

答：

一、说明变更募集资金投资项目实施方式的原因及合理性，以及本次发行是否符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第十一条第（一）项有关“前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致”的规定

发行人变更募集资金实施方式是基于公司战略和商业效益综合考虑结果，具有较强的商业合理性，符合公司的实际情况；前次募集资金实施方式的变更并未改变募投项目的商业实质；本次发行符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第十一条第（一）项有关“前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致”的规定。

#### （一）前次募集资金投资项目变更实施方式的原因及合理性

##### 1、前次募集资金投资项目变更实施方式的情况

经中国证监会《关于核准广东万里马实业股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2016]3049号）核准，公司于2017年1月10日首次公开发行人民币普通股（A股）数量6,000万股，发行价为每股3.07元。本次发行股票，共募集股款184,200,000.00元，扣除与发行有关的费用33,111,500.00元后，实际可使用募集资金为人民币151,088,500.00元。前次募集资金拟投资项目如下表所示：

序号	投资项目	募集资金拟投入金额（万元）	占比（%）
1	营销网络拓展及电商渠道升级建设项目	12,923.48	85.54
2	补充流动资金	2,185.37	14.46
	合计	15,108.85	100.00

2018年1月26日，公司召开第二届董事会第三次会议、第二届监事会第三次会议，审议通过了变更部分募集资金实施方式用于现金收购广州超琦电子商务有限公司（以下简称“超琦电商”）部分股权并增资的相关议案。公司将募集资金投资项目“营销网络拓展及电商渠道升级建设项目”中的7,262.75万元以及使用并购贷款资金1,582.89万

元，合计 8,845.64 万元，用于收购超琦电商 34.62% 股权并对其增资，本次交易完成后，公司将持有超琦电商 51% 股权，超琦电商将成为公司的控股子公司。2018 年 2 月 12 日，公司召开 2018 年第一次临时股东大会审议通过了上述相关议案。本次变更募集资金实施方式涉及金额为 7,262.75 万元，占前次募集资金总额的比例为 48.07%。本次募集资金投资项目调整的具体内容如下：

单位：万元

项目名称	调整前			调整后		
	募集资金拟投入金额	投资子项目	实施方式	募集资金拟投入金额	投资子项目	实施方式
营销网络拓展及电商渠道升级建设项目	12,923.48	1、直营标准店扩建； 2、直营旗舰店建设； 3、电子商务投入	公司直接资金投入	5,660.73	1、直营标准店扩建； 2、电子商务投入	公司直接资金投入
	-	-	-	7,262.75	收购超琦电商 51% 股权	现金收购及增资
<b>合计</b>	<b>12,923.48</b>	-	-	<b>12,923.48</b>	-	-

发行人现金收购及增资超琦电商 51% 股权，系在原有的募集资金投资项目投向范围内，将营销网络拓展及电商渠道升级建设项目的具体实施方式由“公司直接资金投入”部分调整为“现金收购及增资”，上述实施方式的调整并未改变募集资金投资项目的商业实质。

## 2、前次募集资金投资项目变更实施方式的原因及合理性

根据发行人的确认及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，对募集资金投资项目进行上述调整，系发行人综合考虑宏观经济形势、消费市场需求，并结合自身经营实际情况，经过审慎考虑后作出的商业决策，具备较强的商业合理性，具体如下：

### (1) 调整募集资金投资项目实施方式未改变募集资金投资项目的商业实质

发行人调整后的募集资金投资项目实施方式实质上仍属于“营销网络拓展及电商渠道升级建设项目”投资内容的一部分，仍然是以拓展、升级发行人自身的营销渠道为主要目的，并未改变募集资金投资项目的商业实质，符合行业经营情况的变化趋势，符

合成本效益原则，有利于公司更好地实现募投项目的投资目的，是保障公司及投资者利益的重要举措。

#### (2) 调整募集资金投资项目实施方式系应对宏观经济形势变化的合理措施

近年来，随着我国宏观经济增速逐渐放缓，社会消费品零售总额增速也有所下降，发行人所处的皮具行业也逐步从粗放式的扩张向精细化经营、精准化营销的方向发展。与此同时，我国各大城市的商业物业价格呈现出逐步上升且居高不下的情形。在上述背景下，消费品零售行业企业通过迅速扩张门店抢占渠道的方式来提高市场占有率的效果有所下降，尤其是通过自行购置门店进行扩张的方式的经济效益明显降低，行业内企业纷纷转变经营战略。一方面，“重质量、轻数量”，逐步放缓门店建设速度，增优汰劣，更加重视新建门店的质量，结合大数据等新兴技术，从选址、辐射范围、人流群体及其消费习惯等各方面综合考虑，确定自身线下实体门店的发展战略；另一方面，大力建设和拓展线上渠道，通过自建、收购及合作等方式促成自身线上业务的迅速发展。

2017 年末，同行业上市公司星期六、奥康国际、红蜻蜓均一定程度的减少了实体门店，红蜻蜓亦对首发募集资金项目中的“营销网络建设项目”进行了延期，均在一定程度上反映出企业受上述宏观经济形势的影响所作出的战略调整。

#### (3) 调整募集资金投资项目实施方式系企业成本效益原则的内在诉求

外部商业环境的变化需要企业及管理作出科学、及时的反应及判断，并据此适时调整自身经营策略。公司募集资金投资项目立项时间较早，近年来，随着国内商业地产快速发展，拟建设直营旗舰店所在区域（广州、成都及西安）房产的价格均呈现了较大幅度增长，一方面，若要达到募集资金投资项目所预期的店铺面积将大幅增加购买固定资产成本支出，不符合公司的战略定位；另一方面，若拟投资商圈客流发生转移、商圈整体定位发生调整，以购置方式建设旗舰店的重资产模式不适宜对市场作出快速反应，同时也会加大固定资产的折旧费用摊销，抵减公司利润，不符合经济效益原则。

#### (4) 调整募集资金投资项目实施方式系实现投资目的的必然要求

发行人募集资金投资项目的投资目的及商业实质在于通过线上线下多渠道布局，优化和完善公司营销网络，进而提升公司的盈利能力和综合竞争力。一方面，如前所述，

目前的商业环境已不适宜采用自行购置物业的方式来拓展线下门店，因此，发行人在保留直营标准店的建设方案不变的前提下，不再继续推进购置直营旗舰店的方案；另一方面，近年来，伴随电子商务快速发展，实体零售和网络零售逐步融合发展的趋势将日益明显。在互联网线上零售模式的带动下，皮具产品企业纷纷涉足电商渠道，网购市场的交易规模不断扩大。

#### (5) 调整募集资金投资项目实施方式系实现资源整合、优势互补的有效路径

从运营情况看，公司的电商渠道的销售额与同行业相比仍存在一定差距，2016 年度及 2017 年度，同行业上市公司红蜻蜓、奥康国际平均实现线上销售额约 47,443.72 万元和 49,771.98 万元，平均销售占比约为 15.79%和 15.67%；相比之下，公司线上销售金额仅为 3,438.88 万元和 3,989.24 万元，占比相对较小，分别为 5.73%和 6.64%。

在上述背景下，发行人近年来将加大线上渠道的投入与建设确定为重点发展方向，相比于公司自己建设电商渠道，收购优质电商运营公司能够更快速有效地实现公司线上渠道发展目标。超琦电商在电商领域具有多年的运营、管理经验，其在多年经营实践中积累的客户资源及流量、用户消费习惯等数据信息具有较高的市场价值，使得其获客成本远低于传统渠道和传统推广方式，一旦其能够匹配适合的自有品牌及相应产能，将产生较好的协同效应；此外，超琦电商管理层及市场人员对电商销售具备丰富的经验和独到的见解。超琦电商自成立之初便以精细化运营为宗旨，在精细化方面深耕细作，其主要聚焦母婴、运动户外、精品生活国际知名品牌，具有将国际知名品牌成功引入国内并迅速打开国内市场的丰富经验，其出众的品牌策划及形象重塑能力得到品牌方的高度认可，能够有效帮助公司提升线上渠道的流量指标（浏览量、访客数、人均停留时间及店铺收藏数等数据）及复购率，从而提高公司整体的盈利能力及品牌影响力。

因此，发行人调整募集资金投资项目实施方式系综合考虑商业环境变化及自身经营实际情况作出的决策，其商业实质未发生变化，仍然是通过线上线下多渠道布局，优化和完善公司营销网络，进而提升公司的盈利能力和综合竞争力，有利于公司更好地实现募投项目的投资目的。

#### (二) 前次募集资金已累计使用 87.02%，基本使用完毕



2017年1月，公司发行股票6,000万股，发行价格3.07元/股，扣除与发行有关的费用3,111.15万元，实际可使用募集资金为15,108.85万元。截至2019年3月31日，公司前次募集资金投资项目累计投入资金13,147.46万元，使用募集资金比例达到87.02%，已基本使用完毕。

### (三) 前次募集资金使用进度和效果与披露情况基本一致

截至2019年3月31日，发行人前次募集资金投资项目的投资进度和效果与披露情况基本一致。

#### 1、截至2019年3月31日，发行人前次募集投资项目的投资进度与披露的情况基本一致

单位：万元

投资项目				使用进度分析					
序号	承诺投资项目	预计投资额	实际投资子项目	预计完成时间	实际完成时间	募集资金使用额	募集资金使用进度	是否存在差异	备注
1	营销网络拓展及电商渠道升级建设项目	12,923.48	1、直营标准店扩建；	2019年12月	建设期	3,699.34	65.35%	是	电子商务项目变更募集资金实施方式
			2、电子商务投入						
			收购超琦电商	-	2018年3月	7,262.75	100%	否	-
		12,923.48	小计	-	-	10,962.09	84.82%	-	-
2	补充流动资金	2,185.37	补充流动资金	-	-	2,185.37	100%	否	-
合计		13,147.46				13,147.46	87.02%		

注：根据公司IPO时项目建设规划，自建自营店以及电子商务项目建设期为36个月，以项目开始建设时点起算，预计完成时间为2019年4月；2019年4月召开第二届董事会第十三次会议，第二届监事会第十一次会议决议，审议通过了《关于部分募集资金投资项目延期的公告》，同意将“营销网络拓展及电商渠道升级建设项目”完成日期延长至2019年12月31日，独立董事对此发表了同意意见。

#### (1) 营销网络拓展及电商渠道升级建设项目投资进度分析

截至2019年3月31日，营销网络拓展及电商渠道升级建设项目累计使用募集资金10,962.09万元，投资进度为84.82%。

### ①直营标准店扩建以及电子商务项目投资进度分析

截止 2019 年 3 月 31 日，直营标准店扩建及电子商务项目资金使用进度为 65.35%，投资进度略微缓于 IPO 时披露的投资进度，主要系公司经营策略所决定。公司基于保持公司盈利能力以及提高资金使用效率角度考虑，适当推迟或调整了原募集资金投资项目具体的实施计划，具体原因如下：首先，随着近年来商业物业市场不断升温 and 零售品牌在终端销售渠道中的竞争加剧，实体门店的购置成本和租赁成本显著上升；其次，伴随城市化进程和城市新商圈的不断崛起，公司原募集资金投资项目计划中的部分商圈已经有所衰落或客流转移；再次，原募集资金投资项目计划中涉及的店铺建设计划在店铺资源稀缺性提高、商圈发生迁移和商服成本不断上升的情况下已较难全部达成。2019 年 4 月公司召开第二届董事会第十三次会议，第二届监事会第十一次会议决议，审议通过了《关于部分募集资金投资项目延期的公告》，同意将“营销网络拓展及电商渠道升级建设项目”完成日期延长至 2019 年 12 月 31 日。

### ②收购超琦电商项目投资进度分析

收购超琦电商 51% 股权项目计划使用募集资金 7,262.75 万元，2018 年 3 月发行人已完成了股权变更程序，将其纳入公司合并报表，该项目资金已全部使用完毕。

#### (2) 补充流动资金项目投资进度分析

补充流动资金项目资金已全部使用完毕。

## 2、截至 2019 年 3 月 31 日，发行人前次募集投资项目的效果与披露的情况基本一致

### (1) 营销网络拓展及电商渠道升级建设项目效益分析

根据立信会计师事务所出具的“信会师报字[2019]第 ZI10039 号”《广东万里马实业股份有限公司前次募集资金使用情况鉴证报告》，截止 2018 年 12 月 31 日，营销网络拓展及电商渠道升级建设项目实现效益 514.37 万元。

### ①直营标准店扩建项目以及电子商务项目

发行人直营标准店扩建项目以及电子商务目前尚处于建设期，尚未产生预计效益，与公司信息披露一致。

## ②收购超琦电商 51%股权项目

根据发行人收购超琦电商股权时与超琦电商原股东签署的相关协议，超琦电商原股东钟奇志、陈玉丹承诺超琦电商 2018 年度、2019 年度和 2020 年度实现的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准，且以公司指定的具有中国证券业务资格的会计师事务所按中国企业会计准则出具的审计报告审计的数据为准）数不低于 800.00 万元、1,200.00 万元、1,600.00 万元或 2018 年-2020 年合计实现不低于 3,600.00 万元税后净利润（扣除非经常性损益后）。

超琦电商 2018 年度实现营业收入 5,119.12 万元，实现扣除非经常性损益后的净利润金额为 857.12 万元，高于业绩承诺金额；归属于母公司股东的净利润 514.37 万元高于预计效益，与信息披露一致。超琦电商 2019 年第一季度实现营业收入 1,132.08 万元，实现净利润 159.05 万元，较上年同期分别增长了 260.16 万元和 272.45 万元。

### （2）补充流动资金项目无法单独核算效益，与公司信息披露一致

补充流动资金项目主要是满足公司日常生产经营，进一步确保公司的财务安全、增强公司市场竞争力，因此无法单独核算效益。

综上所述，经核查，本所律师认为，发行人前次募集资金变更符合公司战略需求，具有商业合理性；公司前次募集资金已基本使用完毕，且使用进度与效果与信息披露情况基本一致。本次发行符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第十一条第（一）项有关“前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致”的规定。

## 二、说明超琦电商 2018 年营业总收入比 2017 年大幅下降的原因，以及在实现营业收入与预测收入存在较大差异的情况下，完后业绩承诺的原因及合理性

超琦电商 2018 年调整业务结构，由之前年度的毛利率相对较低的自营业务为主转变为以毛利率相对较高的代运营业务为主，业务结构的调整使得超琦电商 2018 年营业

总收入比 2017 年有较大幅度下降，但整体毛利率和盈利能力均得到大幅提升，进而完成了业绩承诺。

### （一）业务结构调整使得超琦电商 2018 年营业总收入比 2017 年下降

超琦电商 2017 年度与 2018 年度收入构成情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度			2017 年度	
	金额	占比	增长额	金额	占比
代运营业务	2,979.27	58.20%	1,148.96	1,830.31	15.19%
自营业务等	2,139.85	41.80%	-8,082.89	10,222.74	84.81%
合计	<b>5,119.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>-6,933.93</b>	<b>12,053.05</b>	<b>100.00%</b>

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，由于代运营业务毛利率更高，无存货占用资金以及仓储成本，在提高公司盈利能力的同时也提高了资金周转率。因此，超琦电商在 2018 年进行了业务结构调整，加大了对毛利率高的代运营业务投入，减少对毛利率较低的自营业务投入。超琦电商 2018 年营业收入 5,119.12 万元较 2017 年度的 12,053.05 万元同比减少了 6,933.93 万元。其中代运营业务同比增加了 1,148.96 万元，但是自营业务等同比减少了 8,082.89 万元，业务结构也发生了较大变化，代运营业务销售占比由 2017 年度 15.19% 增加至 58.20%。

### （二）业务结构调整使得超琦电商 2018 年实际收入与预测收入存在差异

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，虽然超琦电商 2018 年实际收入低于预测收入，但是实现效益达到预期，说明超琦电商的经营策略调整得当。2018 年度实际收入与预测收入存在差异，主要系根据公司实际经营情况改善经营策略，实际收入结构与预测时的业务收入结构存在差异。

单位：万元

项目	2018 年度			2018 年度	
	实际收入	占比	差异额	预测收入	占比
代运营业务	2,979.27	58.20%	676.21	2,303.06	19.63%
自营业务	2,139.85	41.80%	-7,290.09	9,429.94	80.37%

项目	2018 年度			2018 年度	
	实际收入	占比	差异额	预测收入	占比
合计	5,119.12	100.00%	-6,613.88	11,733.00	100.00%

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，发行人 2018 年 3 月收购超琦电商时，对 2018 年度业绩预测数据系根据超琦电商 2015 年至 2017 年的收入结构及利润率为基础进行预测，2018 年度预测自营业务收入占比为 80.37%，与 2017 年度实际自营业务等收入占比 84.81% 基本一致。2018 年超琦电商改善了经营策略，减少盈利能力较低自营业务投入，加大了盈利能力的代理运营业务投入，代运营业务占比上升至 58.20%。代运营业务实际收入高于预测收入 676.21 万元，自营业务实际收入少于预测收入 7,309.43 万元。因此，超琦电商 2018 年度实际收入与预测收入存在差异，主要系经营策略调整，符合其实际经营情况。

### （三）超琦电商 2018 年业务结构调整必然性和商业合理性

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，超琦电商代运营业务主要为中高端运动户外品牌、母婴品牌提供品牌定位、店铺运营、售前/后服务等，根据代运营品牌运营成果收取服务费；自营业务主要向品牌商买断商品所有权后，以赚取经销差价方式盈利。超琦电商基于以下原因减少了自营业务规模，增加了代运营业务规模：

#### 1、低毛利率自营业务不符合超琦电商未来战略定位

2017 年及以前年度超琦电商以自营业务为主，自营业务毛利率相对较低，2017 年自营业务毛利率仅为 13.05%，同时自营业务需要超琦电商完成产品采购并租赁仓库储存，对超琦电商运营资金要求较高；相比之下，代运营业务毛利率显著高于自营业务，且无存货占用资金以及仓储成本。超琦电商 2018 年 3 月被发行人收购后，将其战略发展方向转为以高毛利率、高附加值的代运营业务为主，因此原有的低毛利率自营业务不符合此战略定位。

#### 2、代运营业务具有更高的附加值和毛利率

超琦电商代运营的品牌知名度较强，主要客户为上市公司等国内外知名品牌商，品牌附加值较高，超琦电商充分发挥其运营电子商务平台经验与其合作，盈利能力较强。

超琦电商的代运营业务主要为品牌商提供品牌定位、店铺运营、订单管理、售前/售后服务、大数据分析等综合运营管理服务，品牌商仅需根据订单发货即可，该业务更多依赖于超琦电商对电商业务的深刻理解能力和丰富的品牌运营经验。超琦电商管理层及市场人员对电商销售具备丰富的经验和独到的见解，主要聚焦中高端的母婴、运动户外、精品生活国际知名品牌，致力于为中产阶级家庭精选全球知名中高端品质生活方式品牌，具有将国际知名品牌成功引入国内并迅速打开国内市场的丰富经验，其出众的品牌策划及形象重塑能力得到品牌方的高度认可。

相比于自营业务，超琦电商的代运营业务具有更高的附加值和毛利率。

### **3、代运营业务有助于公司减少资金占用**

自营经销模式中，超琦电商全程参与货物交易、货款支付、提货、开票等环节。线上代运营模式则减少了超琦电商采购环节，消费者购买商品后，收到由品牌方开具的发票；此外，自营经销模式中超琦电商与电商平台进行资金结算，而代运营模式中超琦电商与品牌方进行服务费结算。

通过两种业务模式流程对比，在线上自营经销模式中超琦电商需要先行向品牌方采购货品、支付货款、储备存货、租赁仓库，对营运资金要求较高，而在代运营模式中减少了存货采购、仓储和运输环节，有利于超琦电商提高资金使用效率，减轻运营压力，也有助于超琦电商更加专注于提供专业性服务。

### **4、代运营业务模式符合行业发展趋势**

我国电子商务服务平台主要是以天猫、京东、淘宝、唯品会等为代表的第三方大型电商平台。上述平台巨量的用户流量和完善的配套宣传、交易和支付体系会吸引越来越多的品牌方开展品牌线上服务。由于电商运营需要大量有经验的专业人才提供策划、推广、运营等配套服务，为推动自身品牌线上业务的快速开展，品牌方通常会选择具有丰富行业经验，良好口碑和高品牌认可度的电子商务服务合作商，为线上品牌提供管理服务或营销服务，允许其代为开展电子商务相关工作。近年来，国内主要同行业公司中壹

网壹创、若羽臣、杭州悠可和丽人丽妆的代运营业务规模均呈现快速上升趋势。2016年和2017年代运营业务收入的行业平均增长率分别为113.43%和96.63%。

#### （四）超琦电商 2018 年完成业绩承诺的原因及合理性

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，超琦电商 2018 年完成业绩承诺的原因在于以下方面：超琦电商创始人具有多年的运营经验，具备较强电商管理运营能力；超琦电商拥有成熟完善的业务模式与盈利模式；超琦电商 2018 年度改善了经营策略，盈利能力增强；超琦电商 2018 年度加大了市场开拓力度，运营品牌数量增加。综上，超琦电商 2018 年度完成业绩承诺系超琦电商管理层经营管理得当的结果，也是超琦电商多年经营积累的必然，符合超琦电商实际经营情况。

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，本所律师认为，基于经营策略选择，超琦电商 2018 年调整业务结构，由之前年度的毛利率相对较低的自营业务为主转变为以毛利率相对较高的代运营业务为主，业务结构的调整使得超琦电商 2018 年营业总收入比 2017 年有较大幅度下降，但整体毛利率和盈利能力均得到大幅提升，进而完成了业绩承诺。

### 三、代运营收入的具体品牌及收入情况，相关业务获取方式，2018 年大幅增长的原因及合理性

#### （一）超琦电商代运营收入的具体品牌及收入情况，相关业务获取方式

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，2017 年度及 2018 年度，超琦电商代运营的具体品牌及收入情况如下：

单位：万元

代运营品牌	业务获取方式	2018 年度	增长额	2017 年度
Arcteryx（始祖鸟）	市场开拓、商务洽谈	770.55	64.19	706.36
Salomon（萨洛蒙）	市场开拓、商务洽谈	595.00	189.05	405.95
万里马	收购整合	376.49	376.49	-
Wilson（威尔胜）	市场开拓、商务洽谈	300.63	162.54	138.09
Micro	市场开拓、商务洽谈	235.97	78.89	157.08
杜芬	市场开拓、商务洽谈	231.13	231.13	-

代运营品牌	业务获取方式	2018 年度	增长额	2017 年度
Victorinox（维氏）	市场开拓、商务洽谈	192.36	-62.60	254.96
Suunto（颂拓）	市场开拓、商务洽谈	188.94	33.19	155.76
ON	市场开拓、商务洽谈	28.30	28.30	-
Marchon	市场开拓、商务洽谈	23.83	21.00	2.83
凯乐石	市场开拓、商务洽谈	0.94	0.94	-
其他	市场开拓、商务洽谈	35.12	25.84	9.29
合计		<b>2,979.27</b>	<b>1,148.96</b>	<b>1,830.31</b>

## （二）超琦电商 2018 年代运营业务增长合理性分析

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，超琦电商 2018 年代运营业务增长合理性主要在于以下方面：

### 1、网购市场持续增长，代运营业务成为发展趋势

近年来，随着互联网技术的不断发展和信息化服务在国民生活中的逐渐渗透，消费者的购物习惯发生很大变化，网络购物方式成为越来越多人的共同选择。但另一方面，传统企业由于缺乏电商运营和线上营销经验，往往倾向于与专业的电子商务服务提供商进行深度合作，由服务提供商代其开展电商平台搭建、网络营销、运营管理等相关工作。同时，专业的电商服务提供商具有更为专业的电商运营人才、丰富的电商运营经验，对于网络数据挖掘、公司产品定位、消费者需求分析、线上营销方案整合更有专业而独到的见解，能更有效的帮助企业明确产品定位，实施一揽子综合的电商服务，进而提高产品的知名度和影响力，更多的企业主动选择加深和电商服务提供商的战略合作以推动企业业务延伸和转型升级。

### 2、得益于超琦电商良好经营策略，2018 年代运营的新老品牌共同发力

得益于超琦电商 2018 年采取了引入更多专业代运营人才，提高自身专业运营能力、扩大已有合作伙伴的合作范围，接入新的代运营项目等经营措施，超琦电商 2018 年代运营业务收入较上年增长了 1,148.96 万元，增长幅度 62.77%。

超琦电商代运营业务增长，既有原有品牌持续增长也有新增品牌的收入带动，其中 Arcteryx（始祖鸟）、Salomon（萨洛蒙）、Wilson（威尔胜）等传统优质代运营品牌经



过多年的运营，已经形成了良好的增长趋势，2018 年度在超琦电商持续加大投入的情况下收入较上年同比增长了 512.10 万元，贡献了 44.57% 的增长额度；新增的万里马、杜芬等 4 个新增代运营品牌则贡献了 636.86 万元的增长额。万里马品牌之前由发行人运营，拥有 13 家线上门店，交由超琦电商运营具有一定的门店基础，杜芬、ON、凯乐石品牌之前未有线上运营门店，且 ON 和凯乐石签订合同在 2018 年下半年，运营时间较短，因此收入增长相对较慢。

单位：万元

项目	增长额	增长贡献率
原有品牌收入增长	512.10	44.57%
新品牌增长	636.86	55.43%
合计	<b>1,148.96</b>	<b>100.00%</b>

### （三）超琦电商 2019 年及未来代运营业务将持续向好

超琦电商 2019 年第一季度实现运营收入 1,132.08 万元，实现净利润 159.05 万元，较上年同期分别增长了 260.16 万元和 272.45 万元；其中，代运营业务实现了营业收入 773.38 万元，较上年同期增长了 405.73 万元，是超琦电商 2019 年一季度营业收入和利润增长的主要贡献因素。

截至本补充法律意见出具日，超琦电商 2019 年新增了 7 个代运营品牌，将代运营品牌数量增加至 19 个，其中包括为 2020 年北京冬奥会提前签约的中高端滑雪品牌 NORTHLAND、HATLI、LOWA、LEKI，儿童平衡车、滑板车等品牌 Radio Flyer，以及 FREITAG、VAUDE 等，上述新增品牌一方面是超琦电商近年来成功运营中高端品牌的市场认可；另一方面上述新增品牌将进一步拓展超琦电商代运营品牌范围，贡献新的收入和利润增长点。未来超琦电商将持续基于自身庞大用户消费数据，不断优化运营战略和技术，并将消费者购买偏好和消费行为特征向品牌方反馈，帮助品牌方改进产品开发策略、优化产品组合，促进品牌客户的产品销售。

经核查，本所律师认为，超琦电商 2018 年代运营的品牌主要包括始祖鸟、萨洛蒙、万里马等 12 个品牌；除万里马品牌是发行人收购整合方式外，超琦电商其他代运营品牌主要通过市场拓展，商务洽谈的方式获得业务合作机会。2018 年代运营业务增长一

方面得益于始祖鸟、萨洛蒙等长期合作优质品牌业务持续增长；另一方面得益于本年度新增品牌在第四季度的销售旺季带来业绩增长。

#### **四、超琦电商对 13 家电商门店的具体运营模式、佣金收取比例及成本、费用分摊约定，与其他运营品牌是否存在差异及其合理性，是否存在发行人代其分担成本或代垫费用的情形**

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，超琦电商对发行人自有品牌 13 家电商门店运营模式与其他品牌基本一致，收取的佣金比例与其他品牌的平均佣金比例也基本一致。超琦电商按照品牌组织运营团队，各运营团队支出可直接归集至各品牌；费用则一般按照各运营品牌的销售业绩比例分摊。超琦电商对发行人自有品牌 13 家电商门店运营原则以及成本、费用的分摊方式与其他运营品牌不存在重大差异，也不存在发行人代其分摊成本或代垫费用的情形。

##### **1、超琦电商对 13 家电商门店的具体运营模式与其他代运营品牌基本一致**

自发行人收购超琦电商后，发行人将原有的电子商务业务 3 个品牌共计约 13 家电商门店由超琦电商负责运营，发行人不再设立单独的电商部门。代运营模式下由超琦电商为发行人提供相关电商门店的运营、维护、美工、售后服务，并承担相关的工资及相关费用支出；发行人根据线上订单信息，由仓库直接向消费者发货；每月超琦电商根据发行人电商销售到账金额，经双方对账确认无误后，超琦电商按照合同约定计算应收取的佣金并确认收入。

##### **2、超琦电商对万里马的佣金收取比例与其他代运营品牌基本一致**

2018 年超琦电商因代运营万里马品牌的电商业务，获得佣金按照万里马品牌销售额的一定比例抽取佣金，根据对账单确认的计算佣金的品牌商业绩基数为 2,217.12 万元，2018 年代运营业务收取整体佣金比例为 18.00%，税前佣金为 399.08 万元，2018 年度超琦电商运营万里马外主要品牌的佣金比例平均值为 17.36%，与超琦电商收取万里马品牌代运营业务佣金比例基本一致。

##### **3、超琦电商与万里马品牌运营的成本、费用分摊原则与其他代运营品牌基本一致**

超琦电商的代运营成本、费用以职工薪酬为主，超琦电商按照运营品牌组织运营团队，各运营团队可单独核算职工薪酬，超琦电商运营万里马品牌的团队人员直接发生的职工薪酬为 283.73 万元；对于各品牌共同产生的支出，按照各品牌的销售业绩所占比例进行分摊，万里马等发行人自有品牌 13 家电商门店承担的销售费用和管理费用等共同支出分摊额合计 70.10 万元，超琦电商与万里马品牌运营的成本、费用分摊原则与其他代运营品牌基本一致，不存在重大差异。

#### 4、超琦电商 2018 年运营万里马等发行人自有品牌对单体报表和合并报表业绩影响极小

超琦电商代运营万里马等发行人自有品牌的佣金收入扣除上述人员成本、分摊的费用后，税后利润额为 17.00 万元。对超琦电商单体报表而言，不论是佣金收入还是利润规模影响均较小，占比分别为 7.35%和 1.98%，对超琦电商 2018 年经营业绩影响小。对万里马合并报表而言，佣金收入需内部抵消，税后利润 17.00 万元在考虑少数股东权益后，归母的净利润仅有 8.67 万元，占万里马合并口径归母净利润的比重为 0.23%，对合并口径净利润的影响极小。

单位：万元

项目	2018 年度
超琦电商的佣金总额（不含税）	376.49
超琦电商支付的相关人员成本（工资、五险一金等）	283.73
分摊的费用（销售费用、管理费用、财务费用等）	70.10
扣除费用后的利润额	22.66
扣除所得税后的净利润（所得税率 25%）	17.00
佣金收入占超琦电商 2018 年收入总额比重	7.35%
税后利润额占超琦电商 2018 年净利润比重	1.98%
税后利润占万里马 2018 年归母净利润比重	0.23%

综上，超琦电商运营万里马等发行人自有品牌收取的佣金比例与运营其他品牌平均佣金比例基本一致；运营模式、成本、费用的分摊原则不存在重大差异。在 2018 年度，超琦电商对万里马等发行人自有品牌的经营策略进行调整与整合，处于磨合期，利润规模相对较低，符合发行人实际经营情况，不存在发行人代其分摊成本或代垫费用的情形。

经核查，本所律师认为，超琦电商对发行人 13 家电商门店采用的是与其他运营品牌一致的代运营模式，超琦电商负责电商门店的代运营服务，万里马等品牌商负责发货，每月根据品牌商到账金额计算佣金收入；超琦电商与发行人的佣金比例、成本、费用分摊与其他品牌基本一致，不存在明显差异，不存在发行人代超琦电商分担成本或代垫费用的情形。

#### 五、按照销售费用和管理费用明细项目可比口径说明费用下降的原因及合理性，是否存在母公司及其子公司通过费用承担等方式使超琦电商达到承诺效益的情形

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，超琦电商销售费用和管理费用明细项目可比口径说明费用下降的基本情况如下：

##### （一）超琦电商销售费用和管理费用变化原因分析

超琦电商 2018 年销售费用和管理费用合计为 2,328.05 万元，较 2017 年度 2,823.03 万元减少 494.98 万元，主要原因是 2018 年度减少自营贝亲业务，相关费用支出减少。2018 年度销售费用和管理费用明细项目具体下降情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	变动额
职工薪酬	1,542.98	1,493.38	49.60
商场费用	216.69	436.51	-219.82
运输费	149.46	367.49	-218.03
租赁费	179.38	224.72	-45.34
折旧与摊销	54.73	46.81	7.92
其他	184.80	254.12	-69.32
<b>合计</b>	<b>2,328.05</b>	<b>2,823.03</b>	<b>-494.98</b>

根据上表，职工薪酬是超琦电商销售费用和管理费用的主要内容，2018 年度及 2017 年度占比分别为 66.28%、52.90%。2018 年度超琦电商超琦电商因接收了发行人万里马品牌门店的运营人员，抵消了自营唯品会贝亲业务减少的人员支出，职工薪酬较上年基本持平。商场费用、运输费用及租赁费三项费用合计下降 483.19 万元，是导致销售费用和管理费用整体下降的主要项目。

超琦电商的商场费用、运输费用以及租赁费主要产生于自营业务，商场费用是根据自营业务销售额支付给天猫等电商平台的信息服务费，运输费用主要是自营业务的发货物流费，代运营业务的运输费由品牌商承担。同时，租赁费主要是办公场所和仓储租赁费用，也与自营业务规模息息相关。

2018 年度商场费用和运输费较 2017 年度分别减少了 219.82 万元和 218.03 万元，主要系超琦电商 2017 年度终止了贝亲品牌在唯品会平台的自营销销售，自营业务规模由 2017 年度的 10,222.74 万元降低至 2018 年度的 2,120.51 万元，对应的商场费用以及运输费用随之减少。2018 年度自营业务规模下降后，仓储租赁面积减少，仓储租赁费用相应下降。

综上，超琦电商 2018 年度销售费用和管理费用下降主要系当期减少了自营业务规模，对应的商场费用、运输费用及租赁费随之减少，与超琦电商 2018 年度实际经营情况一致。同时，2018 年度整体毛利率较 2017 年度明显提升，毛利额增长 334.23 万元，顺利完成业绩承诺。

## **（二）发行人不存在母公司及其子公司通过费用承担等方式使超琦电商达到承诺效益的情形**

发行人不存在母公司及其子公司通过费用承担等方式使超琦电商达到承诺效益的情形，主要原因如下：

1、超琦电商 2018 年度的各项费用的构成以及变动系超琦电商密切相关的支出，不存在异常情形

从本补充法律意见正文部分“五/（一）超琦电商销售费用和管理费用变化原因分析”可知，超琦电商的费用构成以及变动符合其实际经营情况。由于自营业务销售额降低，与其有关的商场费用、运输费用以及租赁费用有所降低，其余费用基本上涨。

2、发行人剔除超琦电商后的费用基本合理，不存在异常情形

2018 年度，发行人合并口径的销售费用、管理费用以及研发费用合计为 15,839.79 万元，剔除超琦电商相关费用后，前述费用的合计为 14,305.13 万元，占剔除超琦电商后发行人合并收入比为 21.97%。2017 年度，销售费用、管理费用以及研发费用合计为

12,469.07 万元，占当期发行人合并收入比为 20.64%。2018 年度剔除超琦电商影响后的发行人的销售费用、管理费用以及研发费用占收入比与 2017 年度基本一致。因此，除超琦电商外，母公司以及其他子公司的费用基本合理，不存在异常的情形。

### 3、超琦电商运营万里马等 13 个电商门店利润较低，对超琦电商经营成果影响小

超琦电商接管万里马等 13 个电商门店后，对原有经营策略进行了调整与整合，处于磨合期，利润规模相对较低。2018 年度，超琦电商运营万里马等 13 个电商门店产生的收入占超琦电商收入为 7.35%，产生净利润占超琦电商净利润比为 1.98%，对超琦电商经营成果影响较小。

### 4、发行人与超琦电商的资金、业务以及人员往来较为正常，不存在母公司以及其他公司代垫成本、费用情形

发行人完成对超琦电商收购后，基于资源整合和充分发挥超琦电商的丰富电商运营经验的考虑，发行人将原有的电商业务交于超琦电商整体运营，并按照同类业务市场定价与超琦电商进行结算。2018 年度超琦电商运营万里马外主要品牌的佣金比例平均值为 17.36%，运营万里马品牌的佣金比例为 18.00%，二者差异较小，不存在通过向超琦电商通过多支付佣金的方式为其承担费用的情形。

发行人支付给超琦电商的资金主要为增资款以及含税佣金；除母公司支付收购增资款以及佣金外，不存在其他对超琦电商资金支付情形；除母公司与超琦电商正常的业务、人员整合外，不存在其他的业务、人员往来。具体详见本补充法律意见正文部分“八、说明并披露超琦电商的收入及支出构成及明细，结合成本、费用及毛利率并对比同行业可比公司的情况，以及与发行人资金、业务、人员等往来情况，进一步说明发行人是否存在对超琦电商的利益输送或财务操纵的情形”相关部分。

综上，母公司、超琦电商以及其他子公司均独立运营，各核算主体的成本、费用如实发生，不存在异常情形，也不存在母公司以及其他子公司代超琦电商代垫成本、费用情形。

经核查，本所律师认为，超琦电商 2018 年销售费用和管理费用合计减少 494.98 万元，主要原因是 2018 年度减少自营贝亲业务，相关费用支出减少；发行人不存在母公司及其子公司通过费用承担等方式使超琦电商达到承诺效益的情形。

**六、结合上述情况，详细说明超琦电商 2018 年前三季度仅实现净利润 290.72 万元，而 2018 年第四季度实现净利润 566.40 万元从而精准完成业绩承诺的原因及合理性，详细说明超琦电商 2018 年毛利率大幅高于 2017 年度且 2018 年各季度之间毛利率变动较大的原因及合理性，提供 2018 年第四季度毛利率及净利润大幅增长的证据，与同行业公司及第三方数据是否匹配**

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，超琦电商完成业绩承诺的原因及合理性等相关事项基本情况如下：

**（一）超琦电商 2018 年前三季度仅实现净利润 290.72 万元，而 2018 年第四季度实现净利润 566.40 万元从而精准完成业绩承诺的原因及合理性**

### **1、超琦电商 2018 年超额完成业绩承诺**

#### **（1）超琦电商业绩承诺情况**

根据发行人与超琦电商股东陈玉丹、钟奇志签订的业绩补偿协议，超琦电商的业绩将满足以下指标之一：①2018 年度、2019 年度和 2020 年度实现的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低的数据为准，且以万里马指定的具有中国证券业务资格的会计师事务所按中国企业会计准则出具的审计报告审计的数据为准）数不低于 800 万元、1,200 万元、1,600 万元。②2018 年度、2019 年度、2020 年度合计实现不低于 3,600 万元税后净利润（扣除非经常性损益后）。

#### **（2）超琦电商 2018 年超额完成业绩承诺**

##### **①超琦电商业绩承诺完成情况**

超琦电商 2018 年实现的净利润和扣非后净利润较业绩承诺数据完成率分别为 107.14% 和 107.18%，实现超额完成。

经立信会计师事务所审计的超琦电商 2018 年实现营业收入 5,119.12 万元，实现净利润 857.12 万元，扣除非经常性损益后的净利润金额为 857.47 万元，高于业绩承诺的 2018 年净利润 800 万元。立信会计师事务所出具了信会师报字[2019]第 ZI10040 号《广东万里马实业股份有限公司业绩承诺实现情况审核报告》，发行人编制的业绩承诺实现情况的专项说明，在所有重大方面公允反映了标的公司业绩承诺期间承诺的实现情况。

## ②超琦电商资产评估报告净利润预测值完成情况

2018 年度，超琦电商实际经营情况与收购时评估报告预测值比较情况如下：

单位：万元

项目	审计数据	评估预测数	差额	完成率
净利润	857.12	473.27	383.85	181.11%
扣非后净利润	857.47	473.27	384.20	181.18%

超琦电商 2018 年实现的净利润和扣非后净利润较评估预测数完成率分别为 181.11%和 181.18%，超额完成幅度较大，主要基于以下两方面原因：其一，2018 年发行人收购超琦电商时，主要基于其既往的业务结构和销售净利率等指标进行预测，超琦电商过去主要以低毛利率的自营业务为主；其二、2018 年超琦电商按照预定计划完成业务结构调整后，代运营业务收入金额和占比均大幅提升，从而提高了整体的毛利率和净利率水平，因此实际完成的业绩较预测评估数大幅提升。

## 2、超琦电商第四季度业绩改善的合理性分析

### (1) 第四季度为电商业务销售旺季

相比于三季度，第四季度集中了“国庆节”、“双十一”、“双十二”等大型电商促销活动，品牌商及电商平台往往在促销期间提供更多优势资源和更大的优惠力度，消费者也已经形成了消费习惯，因此四季度的电商业绩往往是年内的高峰期。

### (2) 新老品牌共同发力使得超琦电商代第四季度业务规模较大幅度增长

超琦电商 2018 年前三季度和第四季度各业务营业收入和毛利额情况：



单位：万元

项目	2018年前三季度		2018年第四季度	
	营业收入	毛利额	营业收入	毛利额
代运营业务	1,761.18	1,761.18	1,218.09	1,218.09
自营业务等	1,539.89	336.64	599.96	173.31
合计	<b>3,301.07</b>	<b>2,097.82</b>	<b>1,818.05</b>	<b>1,391.40</b>

超琦电商 2018 年度以代运营业务为主，在原有签约的代运营 ARCTERYX/始祖鸟、Salomon/萨洛蒙、WILSON/威尔胜等户外运动品牌和代运营 MICRO/米高、葛莱等母婴品牌之外，本期陆续新签约了 KAILAS 凯乐石、万里马、ON 等代运营品牌，这些新增品牌业务经过前期的试运营后，在第四季度的大型促销活动推动下销售规模有较大幅度增长。

除代运营业务外，超琦电商自营业务通过向品牌商买断商品的所有权后自己经营，通过赚取经销差价实现盈利。第四季度一般为销售旺季，超琦电商在第四季度加大促销力度，该部分业务在第四季度销售额也较前三季度平均销售额实现了 18.37% 的增长。同时，第四季度新增了爱多康品牌的自营业务，该部分新增品牌毛利率较高，从而将超琦电商自营业务第四季度的毛利率从前第三季度的 22.22% 提升至 28.89%。

### (3) 第四季度期间费用增幅低于收入的增幅

超琦电商第四季度销售费用率和管理费用率低于前三季度，主要原因系超琦电商以代运营为主，店铺的相关运营费和流量推广费均由品牌方承担；超琦电商的主要销售费用中的销售人员薪酬支出等成本相对固定，与代运营收入不存在线性关系，不随营业收入增长而增长，因此在第四季度销售旺季营业收入大幅增长情况下，费用水平增长幅度低于收入增长幅度。

综合上述因素，超琦电商 2018 第四季度业绩增长符合电商行业的季节性规律，也符合公司实际情况；2018 年通过新签代运营品牌、提升毛利率、保持合理费用率水平等方式，在第四季度实现业绩较大幅度增长，业绩增长具有合理性。

## (二) 超琦电商 2018 年毛利率大幅高于 2017 年度且 2018 年各季度之间毛利率变动较大的原因及合理性

超琦电商 2018 年实现营业收入 5,119.12 万元，实现净利润 857.12 万元，具体分析如下：

### 1、2018 年度高盈利的代运营业务规模上升

超琦电商近两年自营贝亲业务波动较大，营业收入从 2017 年的 8,942.52 万元减少至 2018 年的 938.88 万元，一方面原因系 2017 年超琦电商的唯品会平台自营贝亲业务销售规模较大，销售金额为 7,078.22 万元，唯品会平台的自营贝亲业务在 2018 年不再运营；另一方面，鉴于其他平台的自营贝亲业务毛利率也相对较低，2018 年超琦电商将更多资源投入毛利率较高的代运营业务而逐步减少对这部分业务的投入。剔除自营贝亲业务后，超琦电商 2017 年的营业收入为 3,110.53 万元，2018 年营业收入为 4,180.24 万元，较 2017 年增长了 1,069.71 万元，增幅为 34.39%。剔除自营贝亲业务后，2018 年营业收入同比增长，一方面原因系本期原有的始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜等中高端运动品牌销售规模有所上升，另一方面系超琦电商本年新增了爱多康、KAILAS 凯乐石、万里马等新品牌的代运营或自营销售。

### 2、毛利额及毛利率分析

超琦电商毛利额、毛利率情况如下表所示：

单位：万元

项目	2017 年度	2018 年度		
		前三季度	第四季度	合计
毛利额	3,154.99	2,097.82	1,391.40	3,489.22
其中：自营业务	1,324.68	336.64	173.31	509.95
代运营业务	1,830.31	1,761.18	1,218.09	2,979.27
毛利率	26.18%	63.55%	76.53%	68.16%
其中：自营业务	13.05%	21.86%	28.89%	24.10%
代运营业务	100%	100%	100%	100.00%

根据上表，超琦电商毛利额以代运营业务为主，2017 年受自营贝亲品牌影响，自营业务毛利额占比 41.99%，收购前终止该项业务后，2018 年自营业务毛利额占比仅为 14.62%；超琦电商的代运营业务的营业收入即为毛利额，2018 年代运营业务的毛利额增长至 2,979.27 万元，占比上升至 85.38%。

超琦电商 2018 年毛利率较 2017 年大幅增长,主要系毛利率较高的代运营业务占比大幅提升所致。2018 年超琦电商第四季度毛利率 76.53%较前三季度的 63.55%有所增长,一方面原因系第四季度因双十一等大型促销活动带动的代运营业务规模大幅增长;另一方面,第四季度新增的自营爱多康品牌毛利率较高,销售规模提升拉动整体自营毛利率提高,自营业业务第四季度毛利率 28.89%高于前三季度毛利率 21.86%。

### 3、2018 年实际业绩情况与盈利预测对比

超琦电商 2018 年实际业绩情况与盈利预测对比情况如下:

单位: 万元

项目	2018 年审计数	2018 年盈利预测数	差异额	差异率
营业收入	5,119.12	5,051.55	67.57	1.34%
营业成本	1,629.90	1,614.06	15.84	0.98%
销售费用	1,811.58	1,787.02	24.56	1.37%
管理费用	516.47	540.70	-24.23	-4.48%
所得税费用	287.86	274.64	13.22	4.81%
净利润	857.12	823.91	33.21	4.03%

超琦电商 2018 年经审计的业绩情况与盈利预测情况基本一致,差异率较小,一方面,立信会计师事务所于 2018 年 12 月 4 日出具了经审阅的盈利预测报告,其预测报告出具时间已经接近 2018 年的财务报表截止日,在 12 月经营环境未出现大幅波动情况下,盈利预测报告出具时超琦电商的全年经营结果已经基本确定;另一方面,发行人具有良好的财务管理体系,财务日常工作扎实,为本次盈利预测报告出具提供了有力保障。

### (三) 提供 2018 年第四季度毛利率及净利润大幅增长的证据,与同行业公司及第三方数据是否匹配

#### 1、超琦电商第四季度营业收入与同行业对比分析

选取同行业公司杭州壹网壹创科技股份有限公司、广州若羽臣科技股份有限公司、杭州悠可进行对比,由于同行业公司未披露 2018 年相关数据,以 2015 年至 2017 年三年的平均数进行对比分析。同行业公司第四季度的销售收入均较高,平均销售占比为 45.80%;超琦电商 2018 年第四季度销售占比 35.51%,低于同行业公司第四季度平均水

平，主要系超琦电商在 2018 年进行了业务调整，对于毛利率相对较低的自营业务调减了投入力度，其销售额同比前三季度有所减少。

项目	2017 年第四季度	2016 年第四季度	2015 年第四季度
壹网壹创	47.55%	45.39%	67.17%
若羽臣	39.76%	43.93%	40.96%
杭州悠可	-	39.64%	44.18%
行业平均值	<b>43.66%</b>	<b>42.99%</b>	<b>50.77%</b>
同行业公司 2015-2017 年第四季度平均销售占比			<b>45.80%</b>
超琦电商			<b>35.51%</b>

注：杭州悠可披露了 2015 年第四季度以及 2016 年第四季度销售占比情况，但未披露 2017 年相关数据。

## 2、超琦电商毛利率与同行业公司对比分析

基于与同行业可比口径，超琦电商 2018 年主综合毛利率 48.56%，高于同行业公司 2015 年—2017 年的行业平均综合毛利率 37.90%，主要系超琦电商 2018 年以毛利率较高的代运营业务为主，毛利率较低的自营业务占比相对较低。具体分析详见本补充法律意见正文部分“八/（二）/1、超琦电商毛利率与同行业公司对比分析”的相关内容。

项目	2017 年毛利率	2016 年毛利率	2015 年毛利率
壹网壹创	46.83%	40.92%	35.66%
若羽臣	33.29%	42.57%	47.44%
杭州悠可	-	29.75%	24.55%
行业平均值	<b>40.06%</b>	<b>37.75%</b>	<b>37.90%</b>
2015 年至 2017 年的行业平均综合毛利率			<b>37.90%</b>
超琦电商			<b>48.56%</b>

注：杭州悠可 2016 年数据为 2016 年 1-9 月数据，未披露 2017 年相关数据。

## 3、超琦电商销售外部证据核查情况

### （1）超琦电商确认销售收入的依据客观

超琦电商的天猫、淘宝代运营业务，需代运营客户支付宝账号资金到账后才能确认收入。超琦电商的代运营业务具有客观、可验证性，销售数据真实可靠主要依据以下几

点：首先，支付宝资金到账是以终端消费者点击“确认收入”或系统达到默认确认时点，该时点不受超琦电商控制；其次，超琦电商代运营店铺后台与支付宝账号、京东钱包进行绑定，资金支出部分的功能有限，不能进行转账操作，只能进行提现和正常退单情况下的退款，并只能提现至绑定的品牌商名下银行账号，因此支付宝、京东钱包账户是在第三方平台和品牌商的控制下，超琦电商对这些账户到账情况仅能查看和验证，无法生成或修改。再次，对于京东和唯品会等电商平台客户，由商务平台在商品交付予顾客时统一向顾客收取全部款项，代运营品牌方收到商务平台结算单后，才跟超琦电商进行对账，超琦电商根据双方确认无误的对账结果确认收入。上述业务的发货、收取货款均由第三方平台和代运营品牌方控制，超琦电商根据销售明细与品牌方对账，根据对账结果确认收入。

## （2）对超琦电商主要代运营客户进行走访、函证

本所律师对超琦电商主要代运营客户进行实地走访，对代运营客户是否真实存在以及与发行人业务往来是否真实进行核查，取得代运营客户的销售合同、营业执照复印件、现场访谈问卷、被访谈人员名片、与被访谈人员合影等凭证；同时，本所律师取得发行人出具的书面说明并经本所律师访谈发行人高级管理人员、会计师，确认超琦电商代运营业务收入真实。

经核查，本所律师认为，由于第四季度为电商销售旺季，且超琦电商业务调整后代运营业务持续增长，整体盈利能力提升，超琦电商实现业绩承诺及毛利率变动符合公司客观经营情况，且第四季度业绩增长与同行业公司及第三方数据相匹配，具有合理性。

**七、发行人收购时点评估涉及参数与 2018 年末商誉减值测试时的主要参数对比中，预测收入和净利润率以及折现率出现较大变化，请说明原因及合理性，以及发行人收购超琦电商产生的商誉是否面临减值风险**

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，预测收入和净利润率以及折现率出现较大变化等相关事项基本情况如下：

### （一）发行人收购时点评估参数与 2018 年末商誉减值测试差异具有合理性

2018年3月，为进一步完善公司营销网络渠道，公司收购出众的成熟电商公司超琦电商，收购时超琦电商合并成本为8,845.64万元，对应的经审计的公允价值为2,509.44万元，根据企业会计准则相关规定，非同一控制下企业合并中合并成本大于对应的公允价值部分的差额6,336.20万元计入商誉。

2018年进行商誉减值测试时，银信资产评估有限公司根据超琦电商管理层批准的财务预算预计未来5年内现金流量，其后年度采用的现金流量增长率预计为零，考虑超琦电商债务成本、无风险报酬率、市场预期报酬率等因素后确定税前折现率，采用预计未来现金流现值的方法计算资产组的可收回金额。银信资产评估有限公司出具了银信财报字[2019]沪第080号《广州超琦电子商务有限公司含有商誉的资产组之可回收价值项目评估报告》，超琦电商含有商誉资产组2018年末的可收回金额为21,466.30万元，收购时以及2018年进行商誉减值测试时的主要参数对比如下：

单位：万元

项目		2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E
收购时 点评估 参数	预测营业收入	11,768.13	17,716.33	23,417.66	26,914.64	28,874.94
	预测净利润	473.27	1,181.21	1,599.39	1,860.89	1,960.55
	折现率	12.72%	12.72%	12.72%	12.72%	12.72%
2018年 减值测 算参数	预测营业收入 (实现数)	5,119.12	8,378.90	11,829.81	13,499.32	14,318.52
	预测净利润 (实现数)	857.12	1,765.59	2,529.37	2,612.45	2,413.10
	折现率	-	14.30%	14.30%	14.30%	14.30%

### 1、超琦电商 2018 年业务结构调整使得收入和净利润率与预测数据产生差异

发行人2018年3月收购超琦电商时，聘请银信资产评估有限公司对超琦电商股权价值进行评估，评估师基于超琦电商过往的收入结构和经营成果进行收入预测并采用收益法评估公司价值，2015年至2017年超琦电商以自营业务为主，三年自营业务收入平均占比93.21%，平均毛利率为16.74%。由于超琦电商2018年进行了业务结构调整，使得实际收入与预测收入存在差异，代运营业务收入占比由预测的19.63%提升至58.20%，自营业务收入占比由预测80.37%下降至41.42%。上述业务结构的调整，使得

超琦电商的毛利率较预测值有较大幅度提升，因低毛利率的自营业务投入减少，实际净利润较预测数增加了 383.85 万元，从而将销售净利率提升至 16.74%。

单位：万元

项目	2018 年度实际收入		2018 年度预测收入	
	金额	占比	金额	占比
代运营业务	2,979.27	58.20%	2,303.06	19.63%
自营业务收入	2,120.51	41.42%	9,429.94	80.37%
其他	19.34	0.38%	-	-
合计	<b>5,119.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>11,733.00</b>	<b>100.00%</b>

## 2、折现率调整是根据证监会《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》的要求调整

2018 年 3 月发行人收购超琦电商时，评估师根据加权平均资本模型确定，税后折现率为 12.72%。证监会于 2018 年 11 月 16 日发布了《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》，其中在“（三）商誉减值测试过程和会计处理”要求：对折现率预测时，是否与相应的宏观、行业、地域、特定市场、特定市场主体的风险因素相匹配，是否与未来现金净流量均一致采用税前口径。评估师在对超琦电商 2018 年末商誉减值测试时，根据加权平均资本模型，2018 市场风险溢价指数与可比公司的无财务杠杆的 Beta 低于 2017 年的值，2018 年确定的税后折现率为 10.73%，税前折现率为 14.30%。评估师基于谨慎原则将折现率调整为税前折现率，2018 年减值测试与 2017 年收购采取的可比公司及特定风险系数保持一致，与相应的宏观、行业、特定市场、特定市场主体的风险因素相匹配，且与未来现金净流量均一致采用税前口径，具有合理性。

### （二）发行人收购超琦电商产生的商誉未发生减值迹象

超琦电商 2018 年实现营业收入 5,119.12 万元，实现净利润 857.12 万元，扣除非经常性损益后的净利润金额为 857.47 万元，高于业绩承诺的 2018 年净利润 800 万元；2018 年进行商誉减值测试时，银信资产评估有限公司根据超琦电商管理层批准的财务预算预计未来 5 年内现金流量，其后年度采用的现金流量增长率预计为零，考虑超琦电商债务成本、无风险报酬率、市场预期报酬率等因素后确定税前折现率，采用预计未来现金流现值的方法计算资产组的可收回金额。银信资产评估有限公司出具了银信财报字[2019]

沪第 080 号《广州超琦电子商务有限公司含有商誉的资产组之可回收价值项目评估报告》，超琦电商含有商誉资产组 2018 年末的可收回金额为 21,466.30 万元。

综上所述，超琦电商超额完成 2018 年的业绩承诺；经过减值测试，含有商誉资产组 2018 年末的可收回金额大于包含商誉的资产组账面价值，无需计提商誉减值准备。

经核查，本所律师认为，发行人收购时点评估涉及参数与 2018 年末商誉减值测试时的主要参数预测收入和净利润率以及折现率出现差异，一方面是因为业务结构调整使得代运营业务收入和占比提升，盈利能力提升；另一方面折现率是根据相关规则进行调整，符合发行人实际经营情况，具有合理性。经减值测试，发行人收购超琦电商产生的商誉未发生减值。

**八、说明并披露超琦电商的收入及支出构成及明细，结合成本、费用及毛利率并对比同行业可比公司的情况，以及与发行人资金、业务、人员等往来情况，进一步说明发行人是否存在对超琦电商的利益输送或财务操纵的情形**

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，超琦电商成本、费用、毛利率以及与发行人资金、业务、人员等往来等相关事项基本情况如下：

#### **（一）超琦电商收入及支出构成及明细**

由于超琦电商存在多个运营品牌，且存在多个不同渠道，超琦电商为简化计算，在不影响净利润的前提下将包括代运营业务在内的所有销售人员工资均计入销售费用；根据公开披露信息，同行业公司会将代运营业务的人员工资计入主营业务成本。基于与同行业公司数据同口径可比，将超琦电商代运营业务对应的人工支出 1,003.35 万元计入代运营业务的主营业务成本，调整后营业成本为 2,633.25 万元，销售费用为 808.23 万元。具体调整情况及超琦电商收入及支出构成如下：

单位：万元

项目	调整前	调整后	差异额
一、营业总收入	5,119.12	5,119.12	-
二、营业总成本	3,973.67	3,973.67	-



项目	调整前	调整后	差异额
其中：营业成本	1,629.90	2,633.25	-1,003.35
税金及附加	28.92	28.92	-
销售费用	1,811.58	808.23	1,003.35
管理费用	516.47	516.47	-
财务费用	-24.89	-24.89	-
资产减值损失	11.68	11.68	-
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	1,145.45	1,145.45	-
加：营业外收入	0.18	0.18	-
减：营业外支出	0.65	0.65	-
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	1,144.98	1,144.98	-
减：所得税费用	287.86	287.86	-
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	857.12	857.12	-

## （二）超琦电商主要财务指标与同行业对比分析

### 1、超琦电商毛利率与同行业公司对比分析

（1）业务结构差异使得超琦电商综合毛利率高于同行业平均水平

#### ①超琦电商综合毛利率与同行业公司对比分析

报告期内，超琦电商同行业公司毛利率情况如下：

项目	2017 年毛利率	2016 年毛利率	2015 年毛利率
壹网壹创	46.83%	40.92%	35.66%
若羽臣	33.29%	42.57%	47.44%
杭州悠可	-	29.75%	24.55%
行业平均值	40.06%	37.75%	35.88%
<b>2015 年至 2017 年的行业平均综合毛利率</b>			<b>37.90%</b>
<b>超琦电商</b>			<b>48.56%</b>

注：根据公开披露可查询信息杭州悠可 2016 年毛利率为 2016 年 1-9 月数据，未披露 2017 年相关数据。

基于可比口径，超琦电商 2018 年综合毛利率 48.56%，高于同行业公司 2015 年至 2017 年的行业平均综合毛利率 37.90%，主要系超琦电商 2018 年以毛利率较高的代运营业务为主，毛利率较低的自营业务占比相对较低。

### ②超琦电商毛利率主要来源于代运营业务

从收入结构看，超琦电商以代运营业务为主，同时代运营业务具有较高的毛利率水平，是形成超琦电商具有较高毛利率的主要因素。代运营业务的加权毛利率为 38.60%，占综合毛利率的比例为 79.49%，自营业务的加权毛利率为 9.98%，占综合业务毛利率为 20.56%。

项目	销售占比	毛利率	加权毛利率
代运营业务	58.20%	66.32%	38.60%
自营业务等	41.80%	23.83%	9.96%
合计	<b>100.00%</b>	-	<b>48.56%</b>

注：加权毛利率=各渠道销售毛利率\*各渠道销售收入占主营业务收入比重。

### ③超琦电商代运营业务收入占比与同行业公司对比分析

超琦电商 2018 年度代运营业务收入占比为 58.20%，高于同行业公司平均水平。2015-2017 年度同行业公司代运营业务收入平均占比为 14.44%，远低于超琦电商的代运营业务收入占比，具体情况如下：

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年
壹网壹创	28.24%	21.08%	9.51%
若羽臣	10.75%	12.05%	14.58%
杭州悠可	-	9.96%	4.28%
平均值	<b>19.50%</b>	<b>14.36%</b>	<b>9.46%</b>
同行业公司 2015 年—2017 年代运营业务平均占比			<b>14.44%</b>
超琦电商			<b>58.20%</b>

#### (2) 超琦电商代运营业务毛利率略低于同行业公司平均水平

同行业公司 2015 年至 2017 年代运营业务毛利率水平如下表所示：

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
壹网壹创	66.02%	58.44%	73.41%
若羽臣	75.71%	66.46%	70.41%
杭州悠可	-	71.62%	77.64%
平均值	<b>70.87%</b>	<b>65.51%</b>	<b>73.82%</b>
同行业公司 2015 年—2017 年代运营业务平均毛利率			<b>70.07%</b>
超琦电商			<b>66.32%</b>

基于与同行业数据同口径可比情况下，超琦电商 2018 年代运营业务毛利率为 66.32%，与同行业公司 2015 年至 2017 年代运营平均毛利率 70.07% 不存在明显差异。

### (3) 超琦电商自营业务毛利率低于行业平均值

同行业公司 2015 年至 2017 年自营业务毛利率水平如下表所示：

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
壹网壹创	39.92%	37.39%	32.32%
若羽臣	32.06%	41.71%	43.59%
杭州悠可	-	29.59%	27.92%
平均值	<b>35.99%</b>	<b>36.23%</b>	<b>34.61%</b>
同行业公司 2015 年至 2017 年自营业务平均毛利率			<b>35.61%</b>
超琦电商			<b>24.10%</b>

注：杭州悠可 2016 年数据为 2016 年 1-9 月数据，未披露 2017 年相关数据。

超琦电商 2018 年自营业务毛利率为 24.10%，低于同行业公司 2015 年至 2017 年自营业务平均毛利率 35.61%，主要与自营业务具体产品结构有关。超琦电商自营业务以贝亲品牌为主，该部分业务以低价走量为主，毛利率为 16.50%，低于其他品牌毛利率，从而拉低了自营业务整体毛利率。若剔除贝亲业务，公司其他品牌毛利率为 29.56%，与同行业公司平均值差异较小。

## 2、超琦电商费用率与同行业公司对比分析

期间费用中管理费用和销售费用与业务经营管理相关，而财务费用与借款筹资金额相关，因此主要对比超琦电商与同行业公司的管理费用和销售费用。同行业公司 2015 年至 2017 年费用率水平如下表所示：

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
壹网壹创	21.07%	25.01%	24.63%
若羽臣	22.53%	31.86%	43.13%
杭州悠可	18.29%	20.04%	17.43%
平均值	20.63%	25.64%	28.40%
同行业公司 2015 年至 2017 年平均费用率			<b>24.89%</b>
超琦电商			<b>25.88%</b>

注：杭州悠可 2017 年为 1-9 月的数据。

基于同口径可比原则，将超琦电商 2018 年度销售费用中代运营业务相关人员的薪酬成本 1,003.35 万元调整至代运营业务成本，调整后的销售费用为 808.23 万元；调整后的销售费用率为 15.79%，管理费用率未发生变化，为 10.09%，合计费用率 25.88%，与同行业公司 2015 年-2017 年平均费用率 24.89% 基本一致。

### 3、超琦电商销售净利率与同行业公司对比分析

同行业公司销售净利率情况如下：

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
壹网壹创	19.57%	11.08%	6.98%
若羽臣	9.35%	9.26%	2.79%
杭州悠可	11.47%	8.80%	5.05%
平均值	13.46%	9.71%	4.94%
同行业公司 2015 年至 2017 年平均销售净利率			<b>9.37%</b>
超琦电商			<b>16.74%</b>

注：杭州悠可 2016 年数据为 2016 年 1-9 月数据，未披露 2017 年相关数据。

由于代运营业务毛利率高于自营业务毛利率，因此代运营业务收入占比越高，综合毛利率越高，销售净利率也相对越高。超琦电商 2018 年业务结构调整后代运营业务收入占比大幅上升，拉动净利润较上年大幅增长，使得销售净利率由 2017 年的 3.08% 大幅提升至 2018 年的 16.74%。同行业公司 2015 年-2017 年的平均销售净利率也呈现快速增长趋势，从 2015 年的 4.94% 增长至 2017 年的 13.46%。超琦电商以及同行业销售净利率的增长趋势基本一致，同行业公司销售净利率为 3% 至 20% 区间范围，超琦电商的销售净利率处于行业合理范围内。

综合上述情况看，超琦电商 2018 年的代运营业务毛利率、费用率、销售净利率水平与同行业公司均不存在较大差异；自营业务毛利率略低于行业平均水平，主要与产品结构相关，与同行业相比不存在明显差异。

### **（三）超琦电商与发行人资金、业务、人员往来情况**

#### **1、超琦电商与发行人资金往来情况**

通过查询超琦电商与发行人 2018 年的银行流水，发行人支付给超琦电商的资金为增资款以及含税佣金。2018 年发行人收购超琦电商时的增资资金以及因超琦电商代运营万里马品牌支付的含税佣金分别为 4,345.64 万元和 399.08 万元。申请人不存在通过支付资金给超琦电商进行利益输送以及财务操纵的情形。

#### **2、超琦电商与发行人业务往来情况**

发行人收购超琦电商将原来发行人自己运营的品牌相关的电子商务业务交由超琦电商运营，发行人根据运营效果向超琦电商支付佣金，除上述业务外，不存在其他业务往来情况。

#### **3、超琦电商与发行人人员往来情况**

超琦电商与发行人人员往来情况，主要包括两方面：其一，发行人在将“万里马”等品牌电商业务移交给超琦电商运营时将原来发行人负责该部分业务的人员一起移交，移交后由超琦电商支付相关员工的工资和五险一金；其二，收购完成后，为进一步加强发行人与超琦电商的业务融合和财务规范，发行人派遣财务人员进驻超琦电商。除上述人员往来情况外，不存在其他发行人与超琦电商的人员往来情况。

### **（四）发行人不存在对超琦电商进行利益输送或财务操纵的情形**

综合上述分析，发行人完成对超琦电商收购后，基于资源整合和充分发挥超琦电商丰富电商运营经验的考虑，发行人将原有的电商业务交予超琦电商整体运营，并按照同类业务市场定价与超琦电商进行结算；超琦电商 2018 年毛利率、费用率与同行业公司基本一致，不存在明显异常；除因收购产生的正常资金、业务、人员往来情况外，不存在其他往来；2018 年产生的相关利润对超琦电商本身和合并口径的占比很小，不会对

超琦电商及合并口径利润产生重大影响。超琦电商基于代运营业务的增长带动，2018 年实现扣除非经常性损益后的净利润金额为 857.12 万元，超额完成业绩承诺，不需业绩补偿，经过测试商誉也未发生减值，不会对发行人报表产生不利影响。因此，发行人与超琦电商业务具有商业合理性，符合市场原则，发行人不存在对超琦电商进行利益输送和财务操纵的情形。

经核查，本所律师认为，超琦电商 2018 年的代运营业务毛利率、费用率、销售净利率水平与同行业公司均保持基本一致；自营业务毛利率略低于行业平均水平，主要与产品结构相关，与同行业相比不存在明显差异。发行人与超琦电商的资金、业务以及人员往来正常，不存在对超琦电商的利益输送或财务操纵的情形。

## 九、本所律师核查程序及结论

本所律师通过访谈发行人实际控制人以及发行人总经理、财务总监等高级管理人员、立信会计师事务所（特殊普通合伙）项目经办人员，查阅了超琦电商与主要客户签订的合同/协议，超琦电商与主要客户的对账单、超琦电商的银行流水及财务报表、超琦电商 2018 年员工花名册、劳动合同、超琦电商同行业公司公开披露的信息及数据，对部分超琦电商的主要客户进行函证，并取得发行人实际控制人、财务总监等高级管理人员和发行人收购超琦电商前超琦电商的原股东出具的确认函等方式对本问题涉及的相关事项进行了核查。经核查，本所律师认为，发行人与超琦电商业务具有商业合理性，符合市场原则，发行人不存在对超琦电商进行利益输送和财务操纵的情形。

**二、关于分红。发行人 2017 年度、2018 年度未进行现金分红。请发行人说明：（1）2017 年度、2018 年度不进行现金分红的原因，是否符合公司章程的规定；（2）发行人本次再融资是否符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第九条（三）的规定。请保荐机构、律师及申报会计师发表明确核查意见。**

**答：**

**一、2017 年度、2018 年度不进行现金分红的原因，是否符合公司章程的规定**

## （一）不进行现金分红的原因

根据发行人的说明及本所律师对发行人高级管理人员的访谈结果，发行人 2017 年度、2018 年度不进行现金分红的原因主要如下：

### 1、为公司正常的生产经营预留必要的营运资金

2017 年度以来，皮具行业竞争日益激烈，整体市场经济环境变化较快，人工成本、房租成本、财务费用等日益上涨，公司对营运资金的需求较高，尤其 2018 年受银行利率上调等因素影响，财务费用中利息支出较上年增加了 883.96 万元。

与此同时，受多方面因素影响，公司经营活动产生的现金流量净额不及预期。一方面，2018 年度和 2017 年度，公司第一大客户解放军总后勤部军需局订单推迟以及结算单位进行了调整变更，使得付款期限推迟，2017 年新增部分结算时间较长的团购客户等原因使得公司 2018 年末和 2017 年末应收账款分别增长了 12,887.46 万元和 20,241.00 万元；另一方面，公司 2018 年、2017 年新签订合同以及中标合同较上年度均有所增长，公司增加了材料采购和产品生产，由此带来存货占用资金增长，2018 年末在手需执行的订单金额为 26,062.16 万元。上述多方面因素影响下使得公司 2018 年度、2017 年度的经营活动现金流净额为负数，公司需为正常的生产经营预留必要的营运资金。

### 2、为公司产业自动化升级改造提供资金支持

为提升战略竞争力，同行业公司积极进行产业自动化、智能化的升级改造，为保持公司市场地位和行业竞争力，公司加大资金投入实施产业自动化升级改造显得尤为迫切和必要。

综上，为满足公司日常经营资金需求、实施产业自动化改造升级，从公司长远发展、维护股东长远利益出发等方面综合考虑，2018 年度、2017 年度公司未进行利润分配。

## （二）发行人《公司章程》关于现金分红的相关规定

发行人《公司章程》中关于现金分红的相关规定如下：

“第 179 条 公司实行持续、稳定的利润分配政策，公司的利润分配应重视对投资者的合理投资回报、兼顾公司的可持续发展，公司的利润分配政策为：

(一) 利润分配的原则

.....

2、公司董事会未作出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见；

.....

5、在满足现金分红条件时，公司原则上每年度进行一次现金分红，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 20%，且在连续三个年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。

(四) 现金分配的条件

公司该年度实现的可分配利润（即公司弥补亏损、提取公积金后所余的税后利润）为正值；审计机构对公司的该年度财务报告出具标准无保留意见的审计报告；最近一期审计基准日货币资金余额不低于拟用于现金分红的金额。

(五) 利润分配的比例及期间间隔

公司应保持利润分配政策的连续性和稳定性，在满足现金分红条件时，公司原则上每年度进行一次现金分红，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 20%，且在连续三个年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%。”

“第 180 条

.....

公司因特殊情况而不进行现金分红时，董事会应就不进行现金分红的具体原因、公司留存收益的确切用途及预计投资收益等事项进行专项说明，经独立董事发表意见后提交股东大会审议。”

“第 181 条 利润分配的决策程序和机制：

.....



(六) 公司当年盈利但未作出利润分配预案的，公司需对此向董事会提交详细的情况说明，包括未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途和使用计划，并由独立董事对利润分配预案发表独立意见并公开披露；董事会审议通过后提交股东大会通过现场及网络投票的方式审议批准。”

### (三) 不进行现金分红符合公司章程的规定

#### 1、发行人最近三年的现金分红情况

公司最近三年现金分红情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度	合计	最近三年年均 可分配利润
归属于母公司股东的净利润	3,779.73	3,733.24	3,700.23	11,213.20	3,737.73
现金分红金额（含税）	-	-	1,560.00	1,560.00	-
现金分红金额/归属于 母公司股东的净利润	-	-	42.16%	41.74%	

注：上述数据均系合并口径数据。

根据《公司章程》相关规定，公司原则上每年应当进行现金分红，2018 年度及 2017 年度公司为满足公司日常经营资金需求、实施产业自动化改造升级，减少财务费用，从公司长远发展、股东利益等方面综合考虑，公司未进行现金分红；同时，最近连续三年公司以现金方式累计分配的利润占该三年实现的年均可分配利润的 41.74%，超过《公司章程》要求的 30% 比例，并履行了相应的决策程序。因此，发行人符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第九条第三款“最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红”的规定。

#### 2、符合《公司章程》关于不进行现金分红的规定

发行人《公司章程》第 179 条规定的利润分配原则包括：公司董事会未作出现金利润分配预案的，应当在定期报告中披露原因，独立董事应当对此发表独立意见。第 180 条规定：公司因特殊情况而不进行现金分红时，董事会应就不进行现金分红的具体原因、公司留存收益的确切用途及预计投资收益等事项进行专项说明，经独立董事发表意见后提交股东大会审议。

### (1) 2017 年度不进行现金分红符合《公司章程》的规定

公司 2017 年度不进行现金分红，董事会已于 2018 年 4 月 25 日公告《关于 2017 年度不进行利润分配预案的专项说明》，就不进行利润分配相关事项进行了专项说明。独立董事对此在《独立董事关于第二届董事会第四次会议相关事项的独立意见》中发表了“关于公司 2017 年度不进行利润分配预案的独立意见”，同意董事会提出的 2017 年度不进行利润分配的预案，并同意董事会将该议案提交股东大会审议。公司在《2017 年年度报告》中披露了不进行利润分配的原因且股东大会审议通过了不进行利润分配的相关议案。

### (2) 2018 年度不进行现金分红符合《公司章程》的规定

公司 2018 年度不进行现金分红，董事会已于 2019 年 3 月 12 日公告《关于 2018 年度不进行利润分配预案的专项说明》，就不进行利润分配相关事项进行了专项说明。独立董事对此在《独立董事关于第二届董事会第十二次会议相关事项的独立意见》中发表了“关于公司 2018 年度不进行利润分配预案的独立意见”，同意董事会提出的 2018 年度不进行利润分配的预案，并同意董事会将该议案提交股东大会审议。公司在《2018 年年度报告》中披露了不进行利润分配的原因且股东大会审议通过了不进行利润分配的相关议案。

## 3、符合《公司章程》关于不进行现金分红的决策程序

发行人《公司章程》第 181 条规定：公司当年盈利但未作出利润分配预案的，公司需对此向董事会提交详细的情况说明，包括未分红的原因、未用于分红的资金留存公司的用途和使用计划，并由独立董事对利润分配预案发表独立意见并公开披露；董事会审议通过后提交股东大会通过现场及网络投票的方式审议批准。

### (1) 2017 年不进行现金分红的决策程序

2018 年 4 月 25 日，公司第二届董事会第四次会议审议通过《关于〈公司 2017 年度不进行利润分配预案〉的议案》，并针对 2017 年度不进行利润分配的原因、未分配利润的用途及计划出具专项说明。独立董事对此发表了同意意见并公开披露。

2018年5月17日，公司2017年度股东大会审议通过了《关于〈公司2017年度不进行利润分配预案〉的议案》，其中，中小投资者以网络投票方式进行了表决，同意8,050,480股，占出席会议中小股东所持股份的100%。

#### (2) 2018年不进行现金分红的决策程序

2019年3月11日，公司第二届董事会第十二次会议审议通过《关于〈公司2018年度不进行利润分配预案〉的议案》，并针对2018年度不进行利润分配的原因、未分配利润的用途及计划出具专项说明。独立董事对此发表了同意意见并公开披露。

2019年4月12日，公司2018年度股东大会审议通过了《关于〈公司2018年度不进行利润分配预案〉的议案》，其中，中小投资者以网络投票方式进行了表决，同意6,515,180股，占出席会议中小股东所持股份的99.9555%。

#### 4、公司上市以来年均分红比例超10%

公司于2017年1月实现在创业板上市，上市后就2016年度利润以现金方式进行了利润分配，由上市前后的全体新老股东共享，现金分红金额合计1,560.00万元，公司上市后年均以现金方式分配的利润不少于上市后实现的年均可分配利润的10%。

未来，公司将一如既往严格按照《公司章程》进行利润分配，维护公司股东依法享有的资产收益等权利。随着公司应收账款回收、经营活动产生的现金流量改善以及本次募集资金投资项目实施后经营效益提升，公司将适时以现金分红方式给予股东合理的投资回报，与股东分享公司增长的成果。

#### 二、发行人本次再融资是否符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第九条（三）的规定

根据《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第九条第（三）款，发行人本次发行需满足“最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红”的规定。根据上述分析，发行人2017年度、2018年度未进行现金分红符合《公司章程》的规定，满足“最近二年按照上市公司章程的规定实施现金分红”，因此，发行人本次再融资符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第九条第（三）款的规定。

### 三、本所律师核查程序及意见

本所律师查阅了发行人的《公司章程》以及 2017 年度、2018 年度不进行现金分红相关的董事会决议、专项说明、独立董事意见、年度股东大会决议、年度报告等文件；查阅《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》、《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》、《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》等相关规定；访谈发行人高级管理人员，核查不进行现金分红的原因及未分配利润的使用情况；取得发行人 2017 年、2018 年财务数据资料。经核查，本所律师认为，发行人为满足公司日常经营、实施产业自动化改造升级，减少财务费用，从公司长远发展、股东利益等方面综合考虑，2018 年度、2017 年度未进行现金分红，原因具有合理性；发行人已按照相关规定履行了必要的决策程序和信息披露，符合《公司章程》及《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第九条第三款的规定。

三、关于偿债风险。截至 2018 年末，发行人资产负债率为 52.91%，长短期融资借款为 35,490.83 万元，应收账款账面价值分别为 45,312.38 万元。近两年经营活动产生的现金流量净额为-25,938.67 万元和-8,772.61 万元。请发行人进一步说明：（1）分析并揭示发行人的短期及长期偿债能力。（2）本次可转债若到期全部兑付的资金来源计划合理性以及违约风险。请保荐机构、律师和会计师发表核查意见。

答：

#### 一、分析并揭示发行人的短期及长期偿债能力

##### （一）发行人具有较强的偿债能力

#### 1、发行人抗风险能力及偿债能力分析

报告期内，公司主要偿债能力指标情况如下：

项 目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
流动比率（倍）	1.53	1.45	1.35
速动比率（倍）	1.10	1.07	0.90
资产负债率（合并）	52.91%	55.21%	60.49%

项 目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
资产负债率（母公司）	54.09%	54.87%	60.06%
项 目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
息税前利润（万元）	6,690.76	5,547.75	5,677.84
利息保障倍数（倍）	4.35	8.48	7.06
经营活动现金净流量（万元）	-8,772.61	-25,938.67	6,766.55

报告期内，公司流动比率与速动比率均呈上升趋势，说明公司短期偿债能力不断提高。速动比率相对较低，一方面由于公司的经营特点导致存货余额较大；另一方面，公司负债结构中主要为流动负债，其占比较高。

公司通过上市获得了股权融资，资本结构得到改善，资产负债率呈下降趋势。公司息税前利润以及利息保障倍数均较高，表明公司盈利能力以及长期偿债能力较强，可足额偿还借款利息。公司在各金融机构拥有良好的资信，近年来未发生贷款逾期不还的情况，在各贷款银行中信誉度较高。

2017 年和 2018 年，公司经营活动现金流量净额为大额负数，主要系公司应收团购客户款项增加所致。2016 年末至 2018 年末，应收账款由 13,785.39 万元增加至 46,913.85 万元，增加 33,128.46 万元，其中应收团购客户增加 30,265.29 万元。发行人团购客户主要为解放军总后部军需局、武警后勤部、各省公安厅等高信用度客户，应收账款质量高，随着团购客户回款后，公司现金流将得到较大幅度改善。

综上，公司负债水平合理，资产流动性较高，银行资信状况良好，应收账款质量高，具有较强的抗风险能力和偿债能力。

## 2、发行人资产负债率较高系公司实际生产经营以及融资策略所决定

发行人团购业务稳步提升且成为主要收入构成，但团购客户回款较长以及对备货要求较高，应收账款以及存货占用营运资金较高。虽然发行人 2017 年上市获得股权融资，但相对于团购业务发展对资金的需求而言，仍存在一定的差距，主要通过银行借款解决资金需求。

在宏观经济增长整体放缓和市场竞争加剧的背景下，公司制订了以团购销售为主的经营策略。最近三年，公司对团购客户销售金额分别为 43,368.24 万元、43,472.90 万元以及 50,724.16 万元，占当期主营业务收入比分别为 72.22%、72.36%以及 73.61%，占

比稳步提高。由于公司与团购客户的结算周期一般较长，受团购业务规模的提升和部分团购客户回款延迟等因素影响，公司应收团购客户款项较大，需要公司配备较多营运资金用于日常周转。

基于发行人稳健的生产经营、历年与银行合作良好且在 2017 年度顺利上市，银行给予发行人信用额度较高。发行人为保证正常生产经营，提高公司盈利能力，充分利用银行借款补充营运资金。截至 2018 年末，公司负债总额中银行借款占比为 54.80%。报告期内，公司银行借款的利率维持在 4%至 5%左右，远低于公司 30%左右的毛利率水平，利用银行借款可有效提高公司盈利能力。

## （二）公司经营稳健，具有较强的短期以及长期偿债能力

### 1、公司生产经营良好，收入以及利润稳中有升

报告期内公司生产经营状况良好，收入及利润规模呈现稳中有升态势，具体如下：

单位：万元

项 目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
营业收入	69,339.96	60,414.39	60,188.58
营业利润	5,150.46	4,817.10	4,663.64
利润总额	5,152.38	4,893.33	4,873.37
净利润	4,273.92	3,733.24	3,700.23

### 2、公司信用度良好，按期偿还且具有较高的信用额度

发行人财务状况优良，信贷记录良好，拥有市场声誉，与多家大型金融机构建立了长期、稳定的合作关系，具有较强的间接融资能力。截至本补充法律意见出具日，发行人银行借款均按期还本付息，且尚有 10,600.00 万元的银行授信额度尚未使用。

### 3、公司应收账款客户信用度高，随着回款后现金流量将得到改善

公司应收账款主要为军方、警方、政府职能部门等高信用水平单位应收账款，回收风险较小，具体如下：首先，发行人应收账款单位客户信用较好，不能回收的风险较小。发行人应收账款主要对象为团购客户，团购客户以解放军总后勤部军需局以及武警后勤采购部物资采购站为主，其资金实力以及信誉度极高。其次，最近三年，公司应收账款

周转较好，回笼期较短，平均 95.42%的应收账款账龄在 1 年以内，质量较高。再次，公司报告期内应收账款基本能够回收，未发生大额坏账情形。综上，公司主要应收账款的账龄基本都在 1 年以内，且欠款客户信誉好，偿债能力较强，与公司签订的合同都在正常履行过程中，应收账款不能回收的风险较低。待主要团购客户应收账款收回后，公司现金流将得到明显改善。

#### 4、公司团购以及电子商务等销售渠道稳步提升

报告期内，公司主营业务收入按销售渠道划分如下：

单位：万元

销售渠道		2018 年度		2017 年度		2016 年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有渠道	团购	50,724.16	73.61%	43,472.90	72.36%	43,368.24	72.22%
	直营店	7,198.27	10.45%	8,145.33	13.56%	6,971.92	11.61%
	电子商务	7,187.62	10.43%	3,989.24	6.64%	3,438.88	5.73%
	批发商	262.89	0.38%	207.51	0.35%	388.61	0.65%
	ODM	1,021.30	1.48%	993.15	1.65%	2,455.10	4.09%
	小计	<b>66,394.24</b>	<b>96.35%</b>	<b>56,808.13</b>	<b>94.56%</b>	<b>56,622.74</b>	<b>94.29%</b>
代理商		2,512.70	3.65%	3,266.40	5.44%	3,429.90	5.71%
合计		<b>68,906.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>60,074.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>60,052.65</b>	<b>100.00%</b>

根据上表，在其他销售渠道销售增长放缓甚至下滑的情况下，公司团购销售规模不断增长，报告期内团购销售已成为公司主要收入构成和重要利润来源。

同时，公司不断加大对电子商务等新兴销售渠道的投入，2018 年随着完成收购超琦电商，超琦电商代运营及自营其他品牌业务成为公司新的利润增长点，电子商务渠道已成为公司 2018 年第二大利润来源。随着收购后公司与超琦电商在电子商务领域的协同能力不断增强，公司电子商务渠道将成为公司未来发展的重要力量之一。

#### 5、公司募集资金投资项目建设以及达产后，盈利能力将得到进一步提升

目前公司鞋品生产线基本处于产量饱和状态，随着市场需求不断增加，公司目前产能不能满足未来销售需要。公司本次募集资金投资的智能制造升级建设项目投产后，公司鞋品自产产能将大幅提高；本次募集资金投资项目实施达产后，预计智能制造升级项

目达产后实现年营业收入 54,148 万元，年均净利润 4,536 万元，募集资金投资项目发展前景和盈利能力较好，有利于进一步提升发行人盈利水平及核心竞争力，促进公司长远发展。

综上，公司盈利能力不断增强，银行资信状况良好，具有较强的抗风险能力和偿债能力。

## 二、本次可转债若到期全部兑付的资金来源计划合理性以及违约风险

### （一）公司已在募集说明书中充分披露了“本息兑付风险”

经核查，公司已在《募集说明书》之“重大事项提示”之“（八）与本次可转债发行相关的主要风险”中对可转债到期兑付风险披露如下：

#### “1、本期兑付风险

在可转债的存续期限内，公司需按本次发行条款对未转股部分的可转债偿付利息及到期兑付本金。此外，在可转债触发回售条件时，公司还需兑付投资者提出的债券回售要求。受国家政策、法规、行业和市场等不可控因素的影响，公司的经营活动可能出现未达到预期回报的情况，进而使公司不能从预期的还款来源获得足够的资金，可能影响公司对可转债本息的按时足额兑付，以及对投资者回售要求的承兑能力。”

### （二）公司具有充分合理兑付本息的计划与举措

公司本次可转债的发行总额不超过人民币 18,029.00 万元（含 18,029.00 万元），债券期限为 6 年，采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。由于可转债投资者一般会在转股期内完成转股，转股后将不存在还本付息的压力。若可转债到期后投资者全部未选择转股，以可转债每年 3% 的年利率测算，可转债 6 年后到期的本息兑付金额为 18,569.87 万元。未来，公司将可以通过以下方式解决可转债到期兑付资金：

#### 1、收回解放军总后勤部军需局应收账款

截至 2018 年末，公司对应收账款第一大客户解放军总后勤部军需局应收账款为 20,575.54 万元，待相应应收账款收回后，可为公司到期兑付本息提供充足的资金来源。



## 2、充分利用银行信用额度

公司信贷记录良好，拥有较好的市场声誉，与多家大型金融机构建立了长期、稳定的合作关系，截至本补充法律意见出具日，公司未启用的信用额度约 10,600.00 万元，可为公司可转债到期兑付提供资金保障。

## 3、持续盈利能力提供利润

在不考虑本次募集资金带来公司盈利能力提升的前提下，若公司未来继续保持与 2018 年度净利润相当的盈利水平，每年实现净利润约 3,800 万元，扣除现金分红支出后预计公司未来 6 年合计将产生净利润为 18,240.00 万元。

综上，公司未来可用于偿还可转债到期兑付的资金渠道较多，可覆盖本次发行可转债到期兑付的本息金额，因此，公司本次发行可转债到期兑付面临的违约风险较小。

## 三、本所律师核查程序及意见

本所律师访谈了公司总经理以及财务负责人，了解公司生产经营情况以及偿债能力情况，银行给予的信用额度；获得并查阅了发行人审计报告及财务报告，分析主要偿债能力指标情况和经营活动产生现金流量净额为负的原因；获得并查阅了发行人募集资金投资项目的可行性研究报告；函证了主要团购客户，了解发行人与主要团购客户交易的真实性以及应收账款余额的真实性。经核查，本所律师认为，报告期内发行人业务发展良好，经营稳健，盈利能力不断提升，具有较强的短期以及长期偿债能力。发行人已在《募集说明书》对“本息兑付风险”进行了充分披露，发行人对未来本息兑付有充分合理的计划和举措，可合理保护投资者利益，本次发行可转债到期兑付面临的违约风险较小。

本补充法律意见正本一式四份，无副本。

（此页无正文，为《北京市天元律师事务所关于广东万里马实业股份有限公司创业板公开发行人可转换公司债券的补充法律意见（四）》之签字盖章页）

北京市天元律师事务所（盖章）

负责人：

朱小辉

经办律师：

刘春城

杨 君

本所地址：中国北京市西城区丰盛胡同 28 号  
太平洋保险大厦 10 层，邮编：100032

2019 年 6 月 4 日