关于上海证券交易所《关于对太原狮头水泥股份有限公司重大资产重组报告书的审核意见函》（上证公函[2020]0742 号）有关资产评估问题回复的专项说明

天源函报字[2020]第30003号

TIANYUAN

天源资产评估有限公司

二〇二〇年六月二十三日

关于上海证券交易所《关于对太原狮头水泥股份有限公司重大资产重组报告书的审核意见函》（上证公函[2020]0742 号）有关资产评估问题回复的专项说明

天源函报字[2020]第 30003 号

上海证券交易所：

2020 年 6 月 18 日，太原狮头水泥股份有限公司（以下简称“公司”或“狮头股份”、“ST 狮头”）及各方中介机构收到贵所下发的《关于对太原狮头水泥股份有限公司重大资产重组报告书的审核意见函》（上证公函[2020]0742 号）（以下简称“《审核意见函》”），天源资产评估有限公司经办资产评估师（以下简称“资产评估师”）对审核意见函所涉及的问题进行了认真的核查，并回复如下，敬请审核。

除特别说明外，本核查意见中所述简称与《重组报告书》中释义所定义的词语或简称具有相同的含义。本核查意见中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，主要系四舍五入导致。

问题 4.报告书显示,本次采用收益法作为定价依据，标的公司 100%股权估值 3.21 亿元，评估值增值率为 211.32%。2020-2024 年度收入预计在 2019 年的基础上增长 27.19%、27.33%、18.66%、6.81%、4.82%。标的公司 2017-2019 年历史收入波动较大，2018 年收入大幅下降。请公司补充披露说明：（1）近 3 年行业增长率的相关数据，标的公司的增长趋势与行业是否存在较大差异；（2）收益法评估中收入增长率的测算依据、测算过程及合理性，对未来收入的预测是否谨慎；（3）结合标的公司报告期各年度收入、业务情况、在手合同或订单，说明 2020 年至 2022 年业绩预测的可实现性，以及 2024 及以后年度保持 4.82%增长率的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、近 3 年行业增长率的相关数据，标的公司的增长趋势与行业是否存在较大差异

（一）昆汀科技历史收入增长情况

金额单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	复合增长率
主营业务收入	17,595.70	13,694.77	26,485.04	22.69%

昆汀科技最近三年复合增长率为 22.69%。2018 年昆汀科技收入较 2017 年有所下降，主要原因系昆汀科技优化经销业务，停止合作部分运营效率和毛利率相对较低的经销项目所致。2019 年收入较 2018 年大幅提升的主要原因为昆汀科技调整了业务结构，引入优质品牌 ZIWI、DPC，大力发展电商零售业务的结果。

（二）近年行业相关数据情况

根据《中国电子商务发展报告（2018）》、国家统计局相关数据，近年行业相关数据增长率情况如下：

单位：万亿元

项目	2017	2018
中国网上零售交易规模	7.18	9.01
中国网上零售交易规模增长率	**32.2%**	**23.9%**
中国电子商务服务业市场规模	2.92	3.52
中国电子商务服务业市场规模增长率	**20.3%**	**19.3%**
中国电子商务代运营市场规模	0.78	0.96
中国电子商务代运营市场规模增长率	**30.1%**	**23.0%**

根据艾瑞咨询《2019 年中国品牌电商服务行业研究报告》相关数据，近年行业相关数据及预测情况如下：

单位：万亿元

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国网络购物市场交易规模	6.2	8.0	9.7	11.3	12.8
中国网络购物市场交易规模增长率	**33.3%**	**28.2%**	**21.0%**	**16.2%**	**13.4%**
中国网络购物 B2C 市场交易规模	3.5	4.4	5.3	6.2	7.1
中国网络购物 **B2C** 市场交易规模增长率	**36.9%**	**26.1%**	**19.7%**	**16.6%**	**14.1%**
中国品牌电商服务市场交易规模	0.11	0.16	0.22	0.28	0.35
中国品牌电商服务市场交易规模增长率	**55.9%**	**45.7%**	**33.3%**	**28.6%**	**25.6%**

根据已上市的第三方电商平台公司公开披露财务数据，相关第三方电商平台公司近年收入增长率情况如下：

单位：亿元

电商平台/收入	2017	2018	2019	复合增长率
阿里巴巴	2,502.66	3,768.44	5,097.11	42.71%
拼多多	17.44	131.20	301.42	315.73%
京东	3,623.32	4,620.20	5,768.88	26.18%
唯品会	729.12	845.24	929.94	12.93%
合计收入	**6,872.54**	**9,365.08**	**12,097.35**	**32.67%**

根据已上市或拟上市的同行业电商企业公开披露财务数据，相关可比公司近年来的营业收入增长情况如下：

单位：亿元

可比公司/收入	2017	2018	2019	复合增长率
壹网壹创	7.04	10.13	14.51	43.56%
若羽臣	6.71	9.31	未披露	38.75%
丽人丽妆	34.2	36.15	未披露	5.70%
宝尊电商	41.49	53.93	72.78	32.44%
平均值				**30.11%**

根据行业相关数据及可比公司相关数据，近年来可比电商企业的营业收入均有较快的增长，近三年整体行业增长率约为 20%-30%。标的公司增长情况与整体行业发展情况一致。

二、收益法评估中收入增长率的合理性分析

（一）收入增长率测算情况

昆汀科技收入按照业务类型分别预测，具体收入增长率预测如下：

金额单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	稳定期
品牌代运营及营销业务	4,086.45	4,413.37	4,722.31	4,958.42	5,107.17	5,107.17
品牌代运营及营销业务收入增长率	**10.00%**	**8.00%**	**7.00%**	**5.00%**	**3.00%**	**0.00%**
经销业务收入	29,601.11	38,481.44	46,177.73	49,410.17	51,880.68	51,880.68
经销业务收入增长率	**30.00%**	**30.00%**	**20.00%**	**7.00%**	**5.00%**	**0.00%**
主营业务收入	33,687.56	42,894.81	50,900.04	54,368.59	56,987.86	56,987.86
主营业务收入增长率	**27.19%**	**27.33%**	**18.66%**	**6.81%**	**4.82%**	**0.00%**

（二）收入增长率测算依据

1、代运营及营销业务收入增长率测算依据

对于代运营及营销业务，根据行业特性，协议一般为一年一签。昆汀科技依据历史经营情况及已签订的 2020 年代运营服务合同和营销合同，结合已实现收

入，对 2020 年代运营及营销业务收入进行预测。昆汀科技主要合作的代运营及营销业务品牌为片仔癀、桂发祥等，2019 年至 2020 年新增 APDC、Monge、麦高臣、丝精、柏氏、匹克等。昆汀科技 2020 年各品类代运营及营销收入具体预测情况如下：

金额单位：万元

项目	2020 年预测收入	品牌	与品牌方合同签署情况
美妆	1,464.58	片仔癀、柏氏、万宁等	已签署
食品	1,283.96	桂发祥、亿滋食品、妙语、果树袋袋等	已签署
宠物	658.49	麦高臣、Monge、APDC 等	已签署
运动	566.04	匹克	已签署
日化	391.77	丝精	已签署
总计	**4,364.85**	-	-

根据品牌合作情况及预计代运营店铺销售情况，预测 2020 年代运营及营销服务收入为 4,364.84 万元，相比 2019 年增长 17.49%。本次评估出于谨慎性考虑，按照 10%确定 2020 年的收入增长率，预测收入为 4,086.45 万元。2020 年后续年度基于昆汀科技在代运营业务积累的知名度与获客能力及整体行业发展情况较好，预测 2021 年-2024 年代运营及营销收入增长率分别为 8.00%、7.00%、5.00%、3.00%，进入稳定期后收入不再增长。

2、经销业务收入增长率测算依据

对于经销业务，根据行业特性，协议一般为一年一签。昆汀科技依据历史完成情况及已签订的 2020 年品牌经销授权合同，结合已实现收入，对 2020 年经销业务收入进行预测。昆汀科技主要合作的经销业务品牌为 ZIWI、ABC、片仔癀、美斯蒂克等，2020 年新增妙语、艺星、Happidoggy 和 BPC 等品牌。

依据合作品牌在手经销授权合同和各品牌预计销售额，昆汀科技 2020 年各品类经销收入具体预测情况如下：

金额单位：万元

项目	2020 年预测收入	品牌	与品牌方合同/授权书签署情况
美妆	12,534.53	片仔癀、DPC、美斯蒂克、艺星、JM、吉尔玛、BPC 等	已签署
宠物	11,247.65	ZIWI、Happidoggy 等	已签署
日化	6,188.89	ABC 等	已签署
其他	884.96	妙语等	已签署
总计	**30,856.03**	-	-

根据品牌合作情况及预计销售情况，2020 年经销收入预计为 30,856.03 万元，相比 2019 年增长 35.51%。最近三年昆汀科技经销业务复合增长率为 33.17%。本次评估出于谨慎性考虑，按照 30%确定 2020 年的收入增长率，预测收入为 29,601.11 万元。根据昆汀科技未来发展战略，昆汀科技未来将以经销业务为发展重点，着重发展电商零售业务和平台经销业务。昆汀科技经销业务尚处于快速发展期，预期未来两年增长较快，以后增长渐缓。综合昆汀科技经销业务历史增长情况、未来发展战略及整体行业发展情况，预测 2021 年-2024 年经销收入增长率分别为 30.00%、20.00%、7.00%、5.00%，进入稳定期后收入不再增长。

（三）收入增长率预测合理性

1、标的公司 2020 年收入预测可实现性较高

本次评估中，2020 年预测收入为 33,687.56 万元。2020 年 1-4 月，昆汀科技未经审计的营业收入为 7,584.60 万元，占 2020 年预测收入的 22.51%。昆汀科技收入具有季节性特点，受“双十一”、“双十二”等电商节日性促销影响，第四季度收入占比一般最高，第一季度相对较低。2019 年 1-4 月昆汀科技实现营业收入 4,239.56 万元，占 2019 全年收入比重为 15.96%。2020 年 1-4 月已实现收入占全年比例高于同期水平，2020 年预测收入可实现性较高。

2、未来年度及稳定期收入增长合理性

本次收益法预测中，2021 年-2024 年代运营及营销收入增长率分别为 8.00%、7.00%、5.00%、3.00%，2021 年-2024 年经销收入增长率分别为 30.00%、20.00%、7.00%、5.00%。2021 年-2024 年整体收入增长率为 27.33%、18.66%、6.81%、

4.82%。自 2025 年开始进入稳定期，保持 2024 年收入不变，稳定期收入增长率预测为 0%。

根据行业相关数据及可比公司相关数据，近年来整体电子商务行业数据及可比电商企业的营业收入均有较快的增长，2017 年至 2019 年整体行业增长率约为 20%-30%，可比已上市或拟上市电商企业近年复合增长率平均为 30%。根据艾瑞咨询《中国品牌电商服务行业研究报告（2019 年）》，品牌电商服务市场规模增长稳健，2020 年和 2021 年预计增速分别为 28.6%和 25.6%。

昆汀科技相较于同行业上市或拟上市电商企业，收入规模相对较小，处于快速发展期。同时昆汀科技的美妆、宠物等优势类目具备较大的发展空间。本次评估出于谨慎性考虑，未来年度预测收入增长率逐年下降，2024 年以后达到稳定不再增长。

综上所述，本次昆汀科技未来年度收入增长根据昆汀科技历史收入增长情况、在手的品牌合作合同、未来业务发展规划及电子商务行业发展情况进行预测，结合 2020 年 1-4 月收入已实现情况及可比电商企业近年收入增长情况、行业分析报告预测情况，本次收益法评估中昆汀科技未来年度营业收入增长率预测是合理的。

三、**2020** 年至 **2022** 年业绩预测的可实现性

（一）**2020** 年至 **2022** 年业绩预测情况

金额单位：万元

项目	**2020**年	**2021**年	**2022**年
营业收入	33,687.56	42,894.81	50,900.04
收入增长率	27.19%	27.33%	18.66%
净利润	3,787.36	4,978.08	5,735.98
净利润增长率	29.87%	31.44%	15.22%

2018 年、2019 年昆汀科技净利润为 2,204.31 万元、2,916.20 万元，净利润增长率分别为 27.45%、32.30%，整体业绩情况较为良好。昆汀科技电商零售业务处于快速发展期，预计未来两年仍将保持较快速的增长。

（二）2020 年 1-4 月业绩情况

昆汀科技 2020 年预测净利润为 3,787.36 万元。2020 年 1-4 月，昆汀科技未经审计的净利润 747.13 万元，2020 年 1-4 月净利润占全年预测净利润比重为 19.73%，2019 年 1-4 月净利润占当期全年净利润的比重为 18.38%。2020 年 1-4 月净利润占 2020 年预测净利润比重高于同期占比，整体业绩情况良好，预计全年业绩实现的可能性较高。

（三）在手合同情况

由于电子商务行业特性，代运营服务协议和经销授权协议等一般为一年一签。截至本回复出具日，昆汀科技与片仔癀、柏氏、桂发祥、妙语、麦高臣、Monge、APDC、匹克、丝精、果树袋袋等品牌代运营或营销服务合同，与片仔癀、ZIWI、Happidoggy、美斯蒂克、艺星、JM、吉尔玛、BPC、妙语、ABC 等经销授权合同或店铺授权书均在有效期内。

同时昆汀科技已与京东、苏宁、唯品会、波奇网等电商平台签署经销合同，就片仔癀、ABC、ZIWI 等品牌产品销售进行了约定。

（四）行业情况

根据《中国电子商务发展报告（2018）》、国家统计局、艾瑞咨询《2019 年中国品牌电商服务行业研究报告》相关中国电子商务行业数据及第三方电商平台收入情况、行业可比电商企业收入情况，电子商务行业处于增长期，预计近年仍可保持 20%-30%的增长率。昆汀科技整体业绩预测情况与行业发展趋势相符。

综上，结合昆汀科技报告期业绩情况，2020 年 1-4 月业绩已实现情况及在手合同、整体电子商务行业发展趋势，本次昆汀科技的 2020-2022 年业绩预测具备可实现性。

四、中介机构核查意见

经核查，天源评估认为，标的公司所在电子商务业务发展趋势较好，标的公司收入增长趋势与行业不存在较大差异。本次昆汀科技未来年度收入增长根据昆汀科技历史收入增长情况、在手合同、未来业务发展规划及电子商务行业发展情

况进行预测，结合 2020 年 1-4 月收入已实现情况及可比电商企业近年收入增长情况、行业分析报告预测情况，本次收益法评估中昆汀科技未来年度营业收入增长率预测是合理的。结合昆汀科技报告期业绩情况，2020 年 1-4 月业绩已实现情况及在手合同、整体电子商务行业发展趋势，本次昆汀科技的 2020-2022 年业绩预测具备可实现性。

问题 **5.**报告书显示，本次收益法对主营业务成本进行预测时，标的公司经销业务毛利率维持在 **35%**以上，处于报告期的相对高位；代运营和营销服务毛利率维持在 **47.89%**，该业务报告期毛利率持续下滑。请公司补充披露说明：（**1**）结合同行业公司数据，补充披露各项业务预测毛利率是否合理、谨慎；（**2**）结合报告期各年度收入、成本数据，说明预测毛利率的合理性；（**3**）补充披露毛利率变动对标的公司评估结果的敏感性分析情况，并充分揭示风险。请财务顾问和评估师发表明确意见。

回复：

一、结合同行业公司数据对预测毛利率合理性分析

（一）标的公司毛利率预测情况

昆汀科技业务可分为代运营及营销业务、经销业务，业务类型的不同导致毛利率有一定差异，本次评估分业务类型对毛利率分别进行预测。未来年度毛利率预测情况如下：

项目	2020	2021	2022	2023	2024	稳定年度
代运营及营销服务毛利率	47.89%	47.89%	47.89%	47.89%	47.89%	47.89%
经销业务毛利率	36.02%	35.82%	35.72%	35.62%	35.52%	35.52%
主营业务毛利率	**37.46%**	**37.06%**	**36.85%**	**36.74%**	**36.63%**	**36.63%**

（二）销售毛利率整体比较情况

根据已上市或拟上市可比电商企业的公开披露数据，报告期昆汀科技同行业可比公司毛利率如下：

可比公司/毛利率	2019	2018
壹网壹创	43.04%	42.59%
若羽臣	32.43%	32.79%
丽人丽妆	36.73%	36.63%
平均值	**37.40%**	**37.34%**
昆汀科技	**38.98%**	**37.26%**

注：若羽臣、丽人丽妆尚未披露 2019 年年度财务数据，上表所列若羽臣毛利率为根据 2019 年 1-9 月数据计算，所列丽人丽妆毛利率为根据 2019 年 1-6 月数据计算。

同行业可比公司毛利率近两年均较为稳定，昆汀科技报告期及预测期毛利率与行业平均水平不存在重大差异。

（三）各业务类型毛利率比较情况

1、代运营及营销业务毛利率比较情况

昆汀科技可比公司的业务分类具体有所不同，涉及代运营及营销业务可比业务的毛利率情况如下：

可比公司	可比业务分类	简要定义	2019年	2018年
壹网壹创	品牌线上管理服务	为品牌方量身定制线上运营服务并执行，并以实现的产品销售金额，向品牌方收取服务费	70.84%	65.28%
若羽臣	线上代运营-运营服务	面向B端品牌方提供店铺运营服务，收入体现为店铺运营服务费	70.45%	79.82%
	品牌策划	基于品牌方的营销需求，提供的综合性营销服务	35.43%	39.01%
丽人丽妆	品牌营销运营服务	品牌营销服务：接受品牌方的委托，负责建设、运营其线上品牌官方旗舰店；品牌运营服务：为品牌方就某项产品或活动提供营销推广服务	43.36%	48.39%
代运营及营销服务可比业务平均毛利率			**55.02%**	**58.13%**
昆汀科技代运营及营销服务毛利率			**47.89%**	**61.31%**

数据统计来源：Wind

与同行业可比公司相比，2018 年、2019 年同行业公司可比业务平均毛利率达到 58.13%、55.02%，2019 年壹网壹创、若羽臣的代运营业务毛利率达到 70%左右。昆汀科技未来预测毛利率低于行业水平，且昆汀科技代运营及营销业务主要以代运营业务为主，昆汀科技的代运营及营销业务毛利率预测较为谨慎、合理。

2、经销业务毛利率比较情况

昆汀科技 2018 年和 2019 年经销业务毛利率分别为 25.14%、37.52%，与同行业公司可比业务的毛利率情况如下：

可比公司	可比业务名称	简要定义	2019年	2018年
壹网壹创	品牌线上营销服务及线上分销业务	向品牌方采购产品销售给终端消费者，以此赚取服务差价；基于品牌方分销业务授权，面向在天猫或淘宝的卖家或其他第三方B2C平台分销产品	34.61%	35.96%
若羽臣	线上代运营-零售及渠道分销	基于品牌方授权运营自营店铺并面向 C 端消费者销售商品；基于品牌方的分销授权，向其采购商品后销售至分销商	26.29%	26.23%
丽人丽妆	电商零售业务	买断方式向品牌方采购商品，通过网络零售形式把产品销售给终端消费者	37.02%	36.14%
可比业务平均毛利率			**32.64%**	**32.78%**
昆汀科技经销业务毛利率			**37.52%**	**25.14%**

数据统计来源：Wind

注：壹网壹创毛利率根据其品牌线上营销服务和线上分销业务合计收入及成本计算；若羽臣毛利率根据其买断销售及渠道分销业务合计收入及成本计算。

昆汀科技 2019 年度经销业务毛利率较高主要原因系昆汀科技电商零售业务毛利率较高且收入占比上升。

报告期内同行业公司可比业务毛利率均较为稳定。2019 年昆汀科技经销毛利率略高于壹网壹创、丽人丽妆。品牌经销业务毛利率主要受品类构成、品牌成熟度、线上销售渠道、品牌方支持力度等多方面影响。

昆汀科技经销品类中，美妆、宠物品类收入占比较高，品牌主要以国货品牌和新兴品牌为主，整体毛利率较高。

可比公司丽人丽妆、壹网壹创以美妆、日化等品类为主，若羽臣以母婴品类为主。昆汀科技以 ZIWI 为代表的高端宠物品牌消费者价格敏感性较低，国内市场增长情况良好，毛利率较高。

从品牌成熟度和品牌方支持力度来看，昆汀科技的美妆品牌主要为国货品牌片仔癀和新引入国内的境外美妆品牌 DPC、美斯蒂克等，品牌方对中国市场的拓展需求较大，支持力度较高，销售毛利率较高，而可比公司壹网壹创、丽人丽妆主要服务国内外知名美妆品牌，品牌和市场均较为成熟，毛利率相对较低。

从整体业务规模来看，较同行业上市及拟上市电商企业，昆汀科技的业务规模相对较小，处于快速发展期，新品牌的不断引入也有利于昆汀科技保持自身毛利率水平。

本次评估基于历史毛利率情况预测未来经销业务毛利率，并保持稳定水平。结合昆汀科技品类构成、品牌情况及同行业可比公司毛利率稳定性，经销业务毛利率预测具备合理性。

综上，本次评估毛利率基于昆汀科技的业务类型、经销业务品类构成及历史毛利率进行预测，并经与同行业可比公司各业务类型毛利率比较，毛利率预测是合理的。

二、结合报告期收入、成本数据对预测毛利率合理性分析

（一）代运营及营销业务预测毛利率合理性

昆汀科技代运营及营销业务以代运营业务为主，预测未来毛利率为 47.89%即 2019 年代运营及营销业务毛利率不变。

昆汀科技 2018 年、2019 年代运营及营销业务收入分别为 4,589.74 万元、3,714.96 万元，毛利率分别为 61.31%、47.89%。昆汀科技的代运营及营销业务成本主要受人力成本影响，2018 年、2019 年昆汀科技保持了稳定的运营团队规模，代运营及营销业务人力成本分别为 1,191.67 万元、1,151.14 万元，人力成本较为稳定而 2019 年代运营收入下降，导致毛利率下滑。昆汀科技 2020 年新增 APDC、麦高臣、Monge、丝精、柏氏等多家代运营客户，预计代运营收入较 2019 年将有所增长。2020 年、2021 年代运营及营销业务收入预测为 4,086.45 万元、4,413.37 万元，收入水平与 2018 年相当，预计现有人员能够满足相应业务增长需求，不会导致人力成本大幅增加。2018 年昆汀科技代运营及营销业务毛利率处于较高水平，基于谨慎性原则，本次评估按照 2019 年毛利率水平预测未来年度毛利率，并保持不变，预测具备合理性。

（二）经销业务毛利率预测合理性

昆汀科技经销业务预计以电商零售业务及向第三方电商平台销售为主，预测 2020 年毛利率为 36.02%，未来年度略有下降，稳定在 35.52%。

2018 年昆汀科技优化了经销业务，对部分运营效率及毛利率相对较低的经销业务进行了削减，并发展电商零售业务。2019 年昆汀科技电商零售业务收入占比有较大提升，整体经销业务结构较 2018 年发生较大变化。故本次评估预测时以 2019 年毛利率为基础进行预测。

2019 年昆汀科技经销业务各品类产品收入及成本、毛利率构成情况如下：

金额单位：万元

项目	收入	成本	收入占比	毛利率
美妆	9,917.40	5,992.42	43.55%	39.58%
宠物	7,499.23	4,229.37	32.93%	43.60%
日化	3,993.03	2,911.41	17.54%	27.09%
家居家电	1,139.59	899.73	5.00%	21.05%
其他	220.83	192.98	0.97%	12.61%
总计	**22,770.09**	**14,225.92**	**100.00%**	**37.52%**

根据昆汀科技整体战略规划方向，未来昆汀科技将以 2019 年经销业务结构为基础，重点发展线上电商零售业务、第三方电商平台分销业务。报告期内昆汀科技 ZIWI、片仔癀、ABC 等品牌销售情况良好，并持续引入新品牌，保持自身经销品牌的多样性和毛利率水平。本次 2020 年预测时基于合作品牌及在手合同预测收入及毛利率如下：

金额单位：万元

项目	品牌	2020 年收入	收入占比	预测毛利率	2019 年毛利率
美妆	片仔癀、DPC、美斯蒂克、艺星、JM、吉尔玛、BPC 等	12,534.53	40.62%	33.36%	39.58%
宠物	ZIWI、Happidoggy 等	11,247.65	36.45%	43.53%	43.60%
日化	ABC 等	6,188.89	20.06%	27.69%	27.09%
其他	妙语等	884.96	2.87%	40.00%	12.61%
总计		**30,856.03**	**100.00%**	**36.12%**	**37.52%**

宠物、日化类别预测毛利率与 2019 年历史毛利率不存在重大差异，美妆类结合现有合作品牌情况，谨慎预测，有所下降。其他业务主要系新引入的妙语品牌（保健品），基于其主要通过电商零售渠道销售且为新引入品牌，预测毛利率按照昆汀科技电商零售渠道历史毛利率进行预测，经测算，2020 年经销毛利率为 36.12%。由于本次评估营业收入适当谨慎预测，会对毛利率产生一定的影响，预测 2020 年经销业务毛利率为 36.02%，具备合理性。

根据行业可比公司及昆汀科技报告期毛利率水平情况分析，各公司毛利率保持相对的稳定性。结合昆汀科技的品类结构和销售方式，未来年度以 2019 年为基础，毛利率逐步稳定在 35.52%左右的水平较为合理。

综上，结合昆汀科技历史业务收入、成本构成情况及未来业务发展战略，本次评估毛利率预测具备合理性。

三、毛利率变动对评估结果敏感性分析

以本次评估值为基准，假设其他因素不变，标的资产估值对毛利率的敏感性分析如下：

金额单位：万元

毛利率变动幅度	评估值	评估值变动率
毛利率上浮 10%	45,337.00	41.38%
毛利率上浮 5%	38,686.00	20.64%
毛利率上浮 3%	36,052.00	12.43%
毛利率浮动 0%	32,067.00	0.00%
毛利率下浮 3%	28,076.00	-12.45%
毛利率下浮 5%	25,428.00	-20.70%
毛利率下浮 10%	18,821.00	-41.31%

由此可见，评估值对毛利率变动较为敏感。以本次评估值为基准，假设其他因素不变，毛利率变动率区间为-3%至 3%，昆汀科技股权价值的估值结果变动区间为-12.45%至 12.43%，毛利率变动率区间为-5%至 5%，昆汀科技股权价值的估值结果变动区间为-20.70%至 20.64%，毛利率变动区间为-10%至 10%，昆汀科技股权价值的估值结果变动区间为-41.31%至 41.38%。毛利率对昆汀科技股权价值的估值结果有较大影响。

四、中介机构核查意见

经核查，天源评估认为，结合标的公司报告期收入、成本情况及业务发展情况，经与同行业可比公司比较，昆汀科技毛利率预测是谨慎合理的。经敏感性分析，毛利率对昆汀科技股权价值的估值结果有较大的影响。

问题 **6.**报告书显示，截至 **2019** 年 **12** 月 **31** 日，标的公司未分配利润为 **5,036.55** 万元。本次交易中约定在履行必要程序后，交割日后将不低于 **50%**的截至 **2019** 年末的累计未分配利润以及不低于 **50%**的 **2020** 年实现的净利润，按交割日后标的公司股东各自持股比例进行分红。请公司补充披露说明：（**2**）分红对交易方案的影响，包括但不限于对评估值、参数选取的影响。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、分红对交易方案的影响

（一）对交易作价的影响

根据报告书披露，各方同意并确认，交割日后，在保证标的公司运营现金流充足且没有其它大额投资计划或偿债压力的情况下，经过必要的上市公司及标的公司治理机构审批同意后，将不低于 50%的截至 2019 年末的累计未分配利润以及不低于 50%的 2020 年实现的净利润，按交割日后标的公司股东各自持股比例进行分红，具体分红条款双方另行协商。

由于是按照交割日后标的公司股东各自持股比例进行分红，上市公司享有对应购买股权比例的分红，故该分红对该交易方案无实质性影响，分析如下：

假设考虑上述分红约定的影响，由于支付对价已经包含了按交割后持股比例享有的该部分未分配利润，故分配时会上市公司将等额收回该部分对价，即不会对标的资产的作价产生影响。

（二）对评估参数选取的影响

经分析，若该分红在评估基准日时发生，将会作为非经营性负债列示，使得非经营性负债金额增加，进而导致评估值降低，但是由于收购方获得了相应的分红权，是否扣除分红对交易定价没有实质影响。除此之外，扣除分红对其他评估参数没有影响。

（三）对评估值的影响

由于截至交割日的 2020 年实现的净利润无法确认，本次对截至 2019 年末的未分配利润，以假设分配 50%测算对评估值的影响。

截至 2019 年末，合并报表累计未分配利润 5,036.55 万元、合并报表归母净资产 10,300.48 万元，母公司累计未分配利润为 1,312.72 万元、母公司净资产 6,576.65 万元，母公司净资产与合并报表净资产差异主要是各子公司形成的未分配利润尚未向母公司分配所致。目前昆汀科技母公司账面累计未分配利润尚未全部反映下属子公司的可分配利润，假设子公司先向昆汀科技母公司分红，母公司净资产会相应提升，最终会与合并报表归母净资产趋于一致。

因此，下述评估值测算中，分红金额按照昆汀科技截至 2019 年末合并报表

累计未分配利润的 50%计算为 2,518.28 万元，计算评估增值率时选取合并报表归母净资产，具体如下：

金额单位：万元

项目	金额
昆汀科技合并报表归母净资产①	10,300.48
分红金额②	2,518.28
扣除分红影响后昆汀科技合并报表归母净资产③=①-②	7,782.20
昆汀科技 100%股权评估值④	32,067.00
昆汀科技 100%股权评估值扣除期后分红后金额⑤=④-②	29,548.72
评估增值率⑥=（④-①）/①	211.32%
扣除分红影响后的评估值增值率⑦=（⑤-③）/③	279.70%

从上表可以看出，扣除分红影响后，评估值降低，评估增值率提高。

二、中介机构核查意见

经核查，天源评估认为：昆汀科技交割日后分红不会对本次交易方案产生不利影响。

问题 7.报告书显示，本次收益法评估选择的折现率为 **12.79%**。请公司结合市场可比交易折现率情况，补充披露标的公司折现率取值的合理性。请财务顾问和评估师发表意见。

回复：

一、标的公司折现率取值合理性分析

本次评估中，昆汀科技折现率为 12.79%，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、βe 值、特定风险系数，参数计算方法均为常用评估方法。本次市场可比交易案例选取近年来中国 A 股市场中并购标的为电子商务企业的并购交易，标的公司折现率与市场可比交易案例折现率情况比较如下：

上市公司	并购标的	评估基准日	收益法估值结果（万元）	折现率（%）
新华都	久爱致和、久爱天津、泸州致和 100%股权	2015.3.31	76,000.00	12.52
兔宝宝	多赢网络 100%股权	2015.6.30	50,000.00	13.03
好想你	郝姆斯食品 100%股权	2015.9.30	96,000.00	12.30
青岛金王	杭州悠可 63%股权	2016.5.31	68,014.68	12.85
跨境通	优壹电商 100%股权	2016.12.31	179,141.82	12.99
黑芝麻	礼多多 100%股权	2016.12.31	71,000.00	12.50
华鼎股份	通拓科技 100%股权	2017.3.31	290,200.00	13.10
天泽信息	有棵树 99.9991%股权	2017.12.31	340,300.00	13.00
星徽精密	泽宝股份 100%股权	2017.12.31	153,000.00	13.18
平均值				**12.83**
狮头股份	昆汀科技股权	2019.12.31	32,063.00	12.79

根据市场可比交易案例折现率比较情况，本次交易被评估企业折现率为12.79%，与可比交易案例折现率平均值 12.83%不存在重大差异，本次交易标的资产估值折现率取值较为合理。

二、中介机构核查意见

经核查，天源评估认为：结合市场可比交易折现率情况，昆汀科技收益法评估中折现率取值是合理的。

（此页无正文，为《关于上海证券交易所《关于对太原狮头水泥股份有限公司重大资产重组报告书的审核意见函》（上证公函[2020]0742 号）有关资产评估问题回复的专项说明》签字盖章页）

签字资产评估师：

梁雪冰

签字资产评估师：

刘云霞

天源资产评估有限公司

2020 年 6 月 23 日