

立信会计师事务所（特殊普通合伙）

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》

相关问题

之

专项核查意见

 立信会计师事务所(特殊普通合伙)
BDO CHINA SHU LUN PAN CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS LLP

签署日期：二〇一八年二月

立信会计师事务所（特殊普通合伙）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》相关问题之专项核查意见

上海证券交易所：

根据上海证券交易所《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》（上证公函【2018】0107号，以下简称“《问询函》”）的要求，立信会计师事务所（特殊普通合伙）作为中路股份有限公司本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易的会计师，对有关问题进行了认真分析，现就《问询函》中相关问题的核查回复如下，请予审核。

如无特殊说明，本核查意见中所采用的释义与《中路股份发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》一致。

本核查意见中部分合计数与各明细数之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

一、关于标的资产的行业信息及经营情况

3、预案披露，标的资产 2016、2017 年线下门店数量扩张迅速，请补充披露：（1）线下经销模式中经销商、客户与标的资产股东、董监高及其关联方是否存在关联关系，有无交易、资金往来；（2）线下不同经销模式下 2016 年、2017 年单店收入及增速、单店毛利贡献及增速等情况；（3）结合单店销售收入、毛利进一步分析说明标的资产线下体验店扩张较快可能产生的经营性风险。请财务顾问和会计师发表意见。

答复：

（1）关联关系核查

① 通过在全国企业信用信息公示系统查询线下经销商及主要平台客户的工商资料，查看其股东及出资信息、主要人员、经营状态等信息，核查上海悦目与报告期内主要经销商及平台客户在股权结构、董事、监事、高级管理人员等方面是否存在关联关系。

经核查，线下主要经销商及平台客户与标的公司股东、董监高及其关联方不存在关联关系。

② 通过查看标的公司财务资料及记账凭证，并访谈部分线下经销商，核查主要经销商及平台客户与标的公司股东及董监高之间是否存在交易或资金往来。

经核查，线下经销商及平台客户与标的公司股东、董监高及其关联方不存在交易、资金往来的情况。

（2）线下直营店收入及毛利情况

2016 年、2017 年 1-10 月标的公司线下直营体验店收入及毛利情况如下：

单位：万元

销售区域	2017 年 1-10 月	2016 年度
------	---------------	---------

	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率
东北区	647.46	554.14	85.59%	624.24	504.94	80.89%
华北区	77.63	68.52	88.25%	41.65	32.87	78.91%
华东区	1.07	0.85	79.44%			
华南区	2,231.49	1,941.89	87.02%	2,566.85	2,106.37	82.06%
华中区	155.65	134.07	86.14%	194.48	160.51	82.53%
西南区	764.74	653.68	85.48%	637.03	512.90	80.51%
合计	3,878.04	3,353.14	86.46%	4,064.25	3,317.58	81.63%

注：以上数据未经审计

2017 年 1-10 月标的公司线下直营收入较 2016 年下降 186.21 万元，下降占比 4.58%，变化幅度较小。其中，华南、华中收入略有下降，西南、东北和华北地区收入略有上升。

2016 年标的公司各大区线下直营体验店毛利率贡献差异较小，均在 81 %左右，2017 年 1-10 月毛利率有所上升，平均达到 86%，主要系标的公司直营体验店在 2017 年减少了促销活动，使得产品实际销售价格高于 2016 年。报告期内，由于线下直营体验店还为顾客提供免费涂抹和皮肤护理等附加服务，且线下销售水乳膏霜等单价较高的产品比例也相对较大，故导致线下直营毛利率高于公司整体销售毛利率水平。

（3）线下直营体验店扩张扩能产生的经营性风险

报告期内，标的公司逐步开拓线下业务，通过在线下铺设体验店为潜在客户提供体验服务以及为购买店内产品的客户提供相应的护理服务，截至 2017 年 10 月 31 日，标的公司共有线下体验店 158 家。在线上业务不断发展壮大的过程中，标的公司已经逐步建立起品牌优势，依托较强的品牌影响力，标的公司在报告期内开启线下业务，并通过线上线下联动，实现对线上产品销售以及线下服务提供与产品销售的多重促进。但大量线下体验店的建设将为标的公司带来更高的成本与费用，若未来标的公司线下业务发展不如预期，则可能导致标的公司出现盈利能力下滑的风险。

（4）中介机构核查意见

经核查，会计师认为，线下主要经销商及平台客户与标的公司股东、董监高及其关联方不存在关联关系，标的公司在线下直营体验店扩张扩能中，若未来标的公司线下业务发展不如预期，则可能导致标的公司出现盈利能力下滑的风险。

4、预案披露，标的资产采取自主生产和委托加工相结合的方式生产自有品牌产品。请补充披露：（1）报告期内自主生产和委托加工的业务量、金额及比例情况；（2）委托加工是否涉及关键工序或关键技术，并披露外协生产中的技术保密措施及执行情况，是否存在泄密的风险；（3）委托加工的成本结算模式；（4）委托加工环节生产质量管理体系及执行情况；（5）外协方与标的资产董监高是否存在关联关系及输送利益的情形。请财务顾问和会计师发表意见。

答复：

（1）报告期内自主生产和委托加工的业务量、金额及比例情况

根据标的公司业务数据及未审财务数据，2015 年度、2016 年度及 2017 年度标的资产的自主生产及委托加工的数量、金额及比例情况如下：

单位：万片、万元、万瓶

时间	自主生产 产量	自主生产 金额	委托加工 产量	委外加工 金额	自主生产 比例	委外加工 比例
2017 年	9,403.95	44,179.91	23,726.09	68,934.65	28.38%	71.62%
2016 年	7,579.77	32,167.14	14,546.81	36,595.24	34.26%	65.74%
2015 年	5,701.64	35,201.41	3,415.45	10,110.66	62.54%	37.46%

注：以上数据未经审计

（2）委托加工是否涉及关键工序或关键技术，并披露外协生产中的技术保密措施及执行情况，是否存在泄密的风险

① 标的公司委托加工生产的主要流程

报告期内，标的公司根据实际生产需要，采用委托加工及自主生产相结合的方式进行生产。委托加工的主要流程为：标的公司为委托加工厂商提供生产所需

原物料、半成品和包装材料，同时对委托加工工厂进行辅导，协助其改善制程。委托加工厂商提供合格的生产场地、生产设备及必要的生产人员为上海悦目批量生产和包装提供委托加工服务。

② 委托加工模式不会对标的公司的关键技术产生泄密风险

首先，委外加工模式下，产品的核心配方是由上海悦目研发中心自主研发，在委外加工时，标的公司会将所有配方的原料名称转换为原料代码的形式交由加工厂，即委外加工的供应商在取得标的公司提供的原材料时仅能看到配方中对应的原料代码，而未得知原料的具体内容，有效确保标的公司核心配方的保密状态。

其次，在委外加工过程中，涉及到的关键加工环节包括乳化、质检，均由标的公司派遣的工艺工程师及质检员全程现场指导，协助委外加工厂进行生产、检验。

最后，为了保障标的公司的技术保密工作，标的公司与所有委外的加工厂均已签订了保密协议，保密协议约定：委托加工方取得的与标的公司合作相关的所有商业、技术、配方、运营数据或其他性质的资料，委托加工方均负有保密义务，如违反保密协议，委托加工方将承担相应的违约责任及赔偿。

综上，委外加工模式不会对标的公司的关键技术产生泄密风险。

（3）委托加工的成本结算模式

报告期内，标的公司主要委托加工供应商的成本结算模式如下：

① 定价方法

标的公司向具有化妆品生产资质的委托加工商进行询价，根据产品品类、工艺难度、质量控制水平、原材料及各地劳动力成本等进行比价，在保证产品质量、供货及时性等前提下确定最优价格。

② 成本核算流程和方法

标的公司根据需求为委托加工厂商提供生产所需产品原料和包装材料，并派驻质量工程师指导监督委托加工厂按规范流程完成产品加工。委托加工厂商提供合格的生产场地、生产设备及必要的生产人员为标的公司产品批量生产和包装提供委托加工服务。

a. 材料出库

标的公司向委托加工厂商下达订单，订单中包含单位产品的加工费以及相应需要投入的 BOM，标的公司在发给委托加工厂商需加工的原材料时，对应生成材料出库单，月末根据一次加权平均法计算材料出库单价，计入“委托加工物资”。

b. 委外生产成品完工入库

委外生产成品完工入库时，成品仓库收货人员在财务信息系统录入成品入库数量和品种，生成到货单并审核通过后，生成委托加工入库单；

标的公司根据合同及加工量确认加工费用、原材料等，确认“委托加工物资”，“应交税金—应交增值税（进项税额）”，及相应的“应付账款”等。

期末，标的公司按加工完成产品的材料成本以及加工费，转入库存商品，未完工产品在委托加工物资核算。

（4）委托加工环节生产质量管理体系及执行情况

标的公司建立了《委托加工产品作业指导制度》、《委托加工产品检验标准》等制度标准，对于合格供应商的供应商产品生产及质量的管理控制做出了明确规定并严格执行。委托加工过程中，涉及到关键环节例如乳化部分等，标的公司会派遣工艺工程师到现场指导生产，要求加工企业严格按照作业指导书操作执行。同时，标的公司的质量管控部门将所有批次产品的质量标准和检验标准提供给委外加工厂，在产品生产完成后，标的公司将按照质量标准规定的各项指标进行检验，检验合格以后再完成委外加工产品的采供工作。

（5）外协方与标的资产董监高是否存在关联关系及输送利益的情形

报告期内，标的公司主要的委托加工供应商的成立时间、注册资本及股权结构情况如下：

序号	供应商名称	成立时间	注册资本	股权结构
1	诺斯贝尔化妆品股份有限公司	2004 年 02 月 18 日	17,650.00 万人民币	诺斯贝尔（香港）无纺布制品有限公司持股 32.86%，中山市腾逸投资管理有限公司-腾逸源远一号私募基金持股 15.01%，中山维雅投资管理咨询有限公司持股 14.60%，中山合富盈泰投资管理咨询有限公司持股 7.30%，中山中科南头创业投资有限公司持股 6.77%，广东中科白云新兴产业创业投资基金有限公司持股 4.88%，中山协诚通投资管理咨询有限公司持股 4.87%，中山中科鸿业创业投资有限公司持股 4.68%，中山瑞兰投资管理咨询有限公司持股 3.65%，佛山中科金蝉智慧产业股权投资合伙企业（有限合伙）持股 1.39%
2	广州市卓多姿化妆品有限公司	2005 年 05 月 10 日	1,000 万人民币	广州沣芝生物科技有限公司持股 51.00%，朱嘉诺持股 49.00%
3	广州市柏姿生物科技有限公司	2013 年 02 月 28 日	108 万人民币	由自然人股东徐育满、张树坤、姚秀兰、王永久、赵晓燕持股
4	广州市优粹生物科技有限公司	2014 年 08 月 25 日	200 万人民币	何文发持股 50.00%，刘鑫持股 50.00%
5	广州珈纳生物科技有限公司	2002 年 04 月 15 日	508 万人民币	谭建晖持股 45.00%，潘永宽持股 40.00%，孔丽持股 15.00%
6	广州市合众无纺化工技术有限公司	2016 年 9 月 20 日	1,000 万人民币	肖军持股 99.00%，陈灯持股 1.00%

标的公司的主要委外加工供应商与标的公司及其董事、监事、高级管理人员之间不存在关联关系及利益输送关系。

（6）中介机构核查意见

经核查，会计师认为，标的公司委外加工模式不会对标的公司的关键技术产生泄密风险，外协方与标的资产董监高不存在关联关系及输送利益的情形。

二、关于标的资产财务信息及估值

6、预案披露，标的资产以线上销售为主。请补充披露：（1）报告期内销售费用的具体金额及变化情况；（2）报告期内主要产品的线上线下具体推广方式和投入金额及各自占比；（3）线上广告宣传、渠道推广的形式、费用支出以及占收入的比例等；（4）结合前述情况分析标的资产单客获得成本金额及变动趋势；（5）报告期内快递物流费的金额及增速变化，并进一步结合订单数量、运费价格变动等因素量化分析快递物流费的变动对标的资产业绩的影响。请财务顾问和会计师发表意见。

答复：

（1）销售费用构成情况

报告期内，标的公司销售费用构成情况如下：

单位：万元

项目	2017 年 1-10 月	2016 年度	2015 年度
广告费	5,716.64	9,470.69	3,972.92
运输费	3,557.49	2,696.23	2,225.22
服务费	2,951.61	1,744.99	1,031.79
工资及社保	1,764.17	2,700.10	1,164.70
业务宣传费	1,269.40	2,311.84	1,292.57
租赁费及物业管理费	1,175.80	1,175.24	402.78
物料及易耗品摊销	602.21	681.04	94.50
其他	422.72	331.08	172.44
办公及差旅费	195.68	164.67	76.54
合计	17,655.71	21,275.87	10,433.47

注：以上数据未经审计

报告期内，标的公司销售费用主要由广告费、运输费、服务费、业务宣传费、职工薪酬与租赁费及物业管理费构成，上述费用合计占比 90%左右。

随着标的公司业务规模逐步扩大，2016 年销售费用较 2015 年增加 10,842.40 万元，主要系广告费、服务费、职工薪酬和业务宣传费等增加所致。2017 年 1-10

月标的公司销售费用较 2016 年减少 3,620.16 万元，主要原因为双十一的宣传推广费用及员工奖金尚未计入。2017 年以来，标的公司顺应市场潮流，将推广模式逐步转移到内容渠道，减少了电视植入等广告费和业务宣传费的支出。

2016 年、2017 年 1-10 月，标的公司运输费用分别比上年增长 471.00 万元和 861.26 万元，一方面系标的公司线上自营收入增长，快递费用增加。另一方面，随着标的公司经营规模扩大，从工厂运输至各仓库的物流费用随之增加。

标的公司服务费包括线上平台服务费和线下服务费。其中线上平台服务费主要指电商平台或渠道商支付的佣金、技术服务费或软件服务费、返利等；线下服务费主要为直营店铺的委托经营管理费。报告期内服务费上升一方面由于线上平台服务费与销量呈正比例关系，2017 年业绩爆发使得佣金及技术服务费等相应增加，另一方面，2017 年标的公司将直营体验店业务委托给第三方经营，委托经营管理费计入到服务费中，使得线下服务费增加。

2016 年标的公司职工薪酬较 2015 年增加 1,535.40 万元，2017 年 1-10 月较 2016 年下降 935.94 万元，主要系销售人员工资大部分为年底业绩提成和双十一奖金，该部分金额尚未在 2017 年 1-10 月中体现。

（2）具体推广方式和投入金额情况

报告期内，标的公司各种模式下宣传推广服务费的情况如下：

单位：万元

推广方式	2017 年 1-10 月		2016 年		2015 年	
	金额	占收入比例	金额	占收入比例	金额	占收入比例
电视广告	291.39	0.42%	3,671.90	6.44%	1,622.64	6.27%
钻石展位	922.37	1.32%	1,064.70	1.87%	1,479.30	5.72%
站外推广	4,182.46	5.97%	4,172.30	7.32%	1,411.80	5.46%
折页开样宣传品	297.83	0.43%	561.79	0.99%	0.85	0.00%

推广方式	2017 年 1-10 月		2016 年		2015 年	
	金额	占收入比例	金额	占收入比例	金额	占收入比例
广告拍摄制作费	204.64	0.29%	250.38	0.44%	29.08	0.11%
报刊杂志	-	-	132.08	0.23%	2.83	0.01%
商家推广	170.41	0.24%	1,103.57	1.94%	1.67	0.01%
邮件短信发送费	50.99	0.07%	110.32	0.19%	105.01	0.41%
直通车	865.95	1.24%	715.48	1.26%	612.32	2.37%
合计	6,986.04	9.97%	11,782.53	20.68%	5,265.50	20.36%

注：以上数据未经审计

标的公司主要推广方式为电视广告、钻石展位及站外推广，上述三种推广模式占全部推广费用比例达到 75%以上。其中直通车、钻石展位主要针对线上渠道，商家推广主要针对线下渠道，站外推广则包括线上的互联网流量推广和线下的明星代言等。报告期内，推广费用总额占收入比重较低，2017 年 1-10 月、2016 年和 2015 年分别为 1.55%、3.39%和 2.78%。

标的公司 2017 年 1-10 月推广费用较 2016 年下降 4,796.5 万元，占销售收入比重也由 2016 年的 20.68%下降到 9.97%，主要是电视广告费下降所致，2017 年以来标的公司顺应市场潮流，将推广模式逐步转移到内容渠道，放弃成本较高的传统影视赞助方式，利用明星代言带来的粉丝效应、微博等新媒体推广加强品牌宣传力度，扩大品牌影响力，同时提高直通车、钻石展位等线上渠道推广力度，利用电商平台和互联网流量向目标客户定向投递产品信息，对提高销售业绩起到了较好的效果。

（3）线上广告宣传、渠道推广情况

报告期内，标的公司线上广告宣传、渠道推广的形式主要是站外推广、钻石展位和直通车，其中，钻石展位和直通车主要针对天猫和淘宝平台，是面向全网精准流量实时竞价的展示推广平台，支持按展现收费和按点击收费，以精准定向

为核心，向终端客户提供精准定向、创意策略、效果监测、数据分析等一站式全网推广投放解决方案，帮助客户实现更高效、更精准的全网数字营销；线上站外推广主要是通过网页等平台上投放产品推广页面等来取得更多关注度。随着公司品牌影响力逐步提升，消费者基于朋友推荐和品牌知名度等因素主动选择膜法世家产品的趋势初步形成，2016 年及 2017 年 1-10 月线上推广费用占收入的比重相应下降，稳定在 6%-7% 区间范围，较 2015 年有较大幅度的下降。

报告期内标的公司线上渠道推广具体金额如下：

单位：万元

线上主要推广方式	2017 年 1-10 月		2016 年		2015 年	
	金额	占收入比例	金额	占收入比例	金额	占收入比例
钻展	922.37	1.32%	1,064.70	1.87%	1,479.30	5.72%
直通车	865.95	1.24%	715.48	1.26%	612.32	2.37%
线上站外推广	2,946.55	4.21%	1,794.94	3.15%	1,117.99	4.32%
合计	4,734.87	6.77%	3,575.12	6.28%	3,209.61	12.41%

注：以上数据未经审计

（4）结合前述情况分析标的资产单客获得成本金额及变动趋势

报告期内，以天猫自营平台为例，以标的公司天猫平台推广费用除以买家数量，计算得到 2015 年、2016 年和 2017 年 1-10 月的单客获得成本分别为 22.20 元、15.06 元、11.49 元，随着标的公司天猫等平台销售规模的扩大，推广的规模效应逐步体现，单客获得成本有所降低。

（5）快递物流费分析

报告期内，标的公司快递物流费包括快递费、物流费。其中快递费系标的公司线上自营模式下发货给消费者的快递费，标的公司为费用承担主体；物流费系标的公司发货给各仓库、电商平台和线下渠道的运输费用。具体情况如下：

单位：万元

线上主要推广方式	2017 年 1-10 月		2016 年		2015 年	
	金额	占收入比例	金额	占收入比例	金额	占收入比例
快递费	3,077.15	4.39%	2,333.01	4.09%	2,046.36	7.91%
物流费	480.34	0.69%	363.22	0.64%	178.87	0.69%
合计	3,557.49	5.08%	2,696.23	4.73%	2,225.22	8.60%

注：以上数据未经审计

2017 年 1-10 月、2016 年快递费分别较上年增加 744.14 万元和 286.65 万元，物流费分别较上年增加 117.12 万元和 184.35 万元，快递物流费的整体增加系标的公司报告期内销售量大幅上升所致。但快递物流费用整体占收入比例较低，2017 年 1-10 月、2016 年和 2015 年分别为 5.08%、4.73%和 8.60%，对标的资产业绩影响较小。

报告期内，标的公司物流费占收入比重较为稳定，快递费 2016 年和 2017 年 1-10 月占收入比重较 2015 年有所下降，一方面由于标的公司线上自营模式收入占比有所下降，导致 B2C 快递费相应下降，另一方面系标的公司加大了与邮政 EMS 的合作力度，随着快递量的增大，议价能力增强，享受到较低的快递费报价。

报告期内，以天猫自营平台的费用金额和订单量情况为例，每单快递费用较 2015 年有所下降，具体金额如下：

项目	2017 年 1-10 月	2016 年度	2015 年度
天猫旗舰店快递费（万元）	2,842.25	2,058.13	1,737.59
快递单数（万个）	300.13	244.02	165.96
平均快递费用（元）	9.47	8.43	10.47

注：以上数据未经审计

（6）中介机构核查意见

经核查，会计师认为，报告期内，标的公司销售费用主要由广告费、运输费、服务费、业务宣传费、职工薪酬构成；报告期内，随着标的公司天猫等平台销售规模的扩大，推广的规模效应逐步体现，单客获得成本有所降低；报告期内，标的公司物流费占收入比重较为稳定，基于标的公司线上自营模式收入占比有所下降，导致 B2C 快递费相应下降，以及标的公司加大了与邮政 EMS 的合作力度，随着快递量的增大，议价能力增强，享受到较低的快递费报价等原因快递费 2016 年和 2017 年 1-10 月占收入比重较 2015 年有所下降。

7、预案披露，标的资产报告期的销售收入、净利润大幅增长。请结合线上销售为主或以面膜单一产品为主同类可比公司，补充披露：（1）标的资产的产销情况，收入、利润增长的原因及其合理性；（2）销售净利率持续大幅增长的原因及其合理性。请财务顾问和会计师发表意见。

答复：

（1）标的资产及御家汇的产销情况

① 标的资产的产销情况

单位：万瓶、万片

产品分类		时间	自有产量	委托加工产量	销量	产销率
面膜	贴式面膜	2017 年	8,024.83	22,881.37	28,103.31	90.93%
		2016 年	6,041.11	14,212.27	15,085.12	74.48%
		2015 年	3,743.70	3,254.90	4,591.77	65.61%
	非贴式面膜	2017 年	640.07	311.25	866.77	91.11%
		2016 年	616.78	49.79	672.49	100.89%
		2015 年	930.35	25.85	655.78	68.58%
水乳膏霜		2017 年	590.57	459.24	957.78	91.23%
		2016 年	685.62	166.51	869.91	102.09%
		2015 年	660.26	34.83	387.29	55.72%
其他		2017 年	148.48	74.23	209.27	93.96%
		2016 年	236.26	118.24	380.27	107.27%
		2015 年	367.32	99.86	298.97	63.99%

注1：其他指手膜、眼膜、体膜、颈膜、鼻膜、发膜、唇膜

注2：贴式面膜以万片计量，非贴式面膜、水乳膏霜以万瓶计量

注3：以上数据未经审计

② 御家汇产销情况

单位：万瓶、万片

产品分类		时间	自有产量	委托加工产量	销量
面膜类	贴式面膜	2017 年 1-6 月	2,665.15	10,516.52	16,956.05
		2016 年度	4,819.02	30,600.01	33,096.49
		2015 年度	2,975.65	21,594.89	18,800.19
		2014 年度	0.00	9,715.76	7,251.56
	非贴式面膜	2017 年 1-6 月	30.52	160.01	243.00
		2016 年度	56.62	412.94	378.59
		2015 年度	23.04	269.72	264.07
		2014 年度	0.00	316.84	286.78
水乳膏霜		2017 年 1-6 月	64.91	596.15	851.35
		2016 年度	202.10	1,440.86	1,531.68
		2015 年度	141.25	1,138.89	971.20
		2014 年度	0.00	690.29	529.97

注：数据来源于《御家汇股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》

从上述数据对比可以初步看出，标的公司的贴式面膜销量上升较快，同时，价格更高的非贴式面膜产量及销量较高。

(2) 收入、利润增长的原因及其合理性

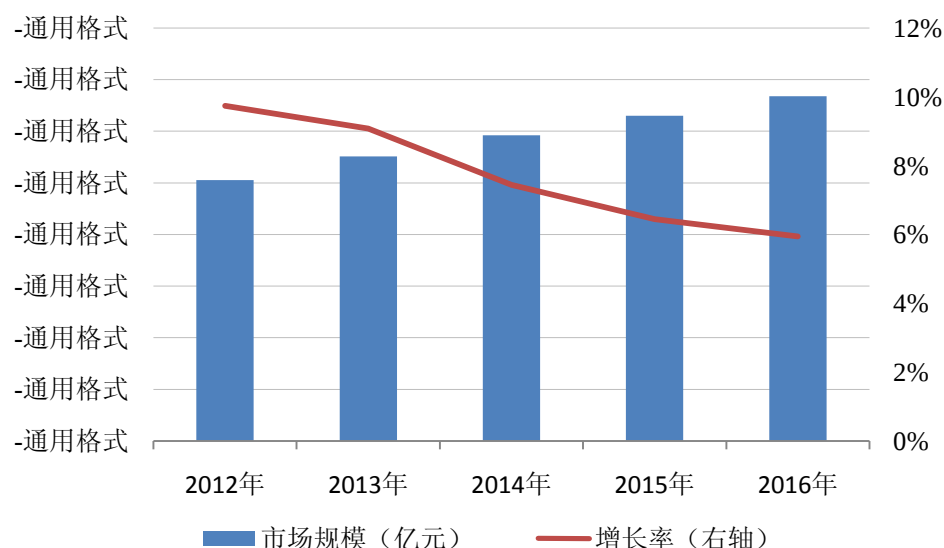
标的公司深耕“互联网+护肤品”行业，通过提升品牌美誉度、发展渠道优势、提高技术研发水平、以及建立高效的供应链体系等方式不断提升竞争力，同时，借助护肤品市场及电商平台的高速增长，实现了收入及利润水平的高速增长。

① 标的公司所处行业高速增长

a. 化妆品市场高速增长

根据 Euromonitor 的统计数据，2016 年我国化妆品行业市场容量约为 3,338.57 亿元，较 2015 年增长 5.9%，增速有所放缓。2012-2016 年的年均复合增长率达到 7.2%，高于同期我国 GDP 的增长水平。

2012-2016 年我国化妆品行业市场规模及增速

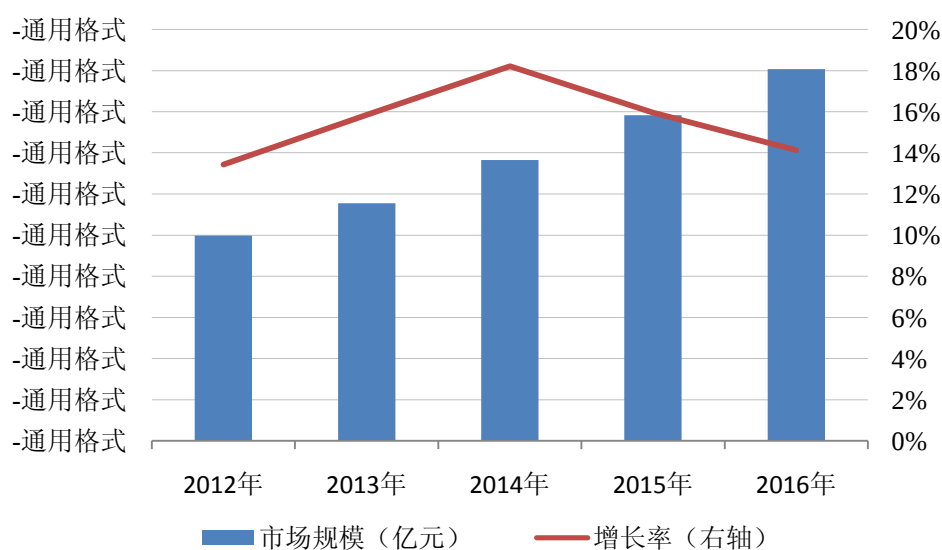


数据来源: Euromonitor

b. 面膜市场高速增长

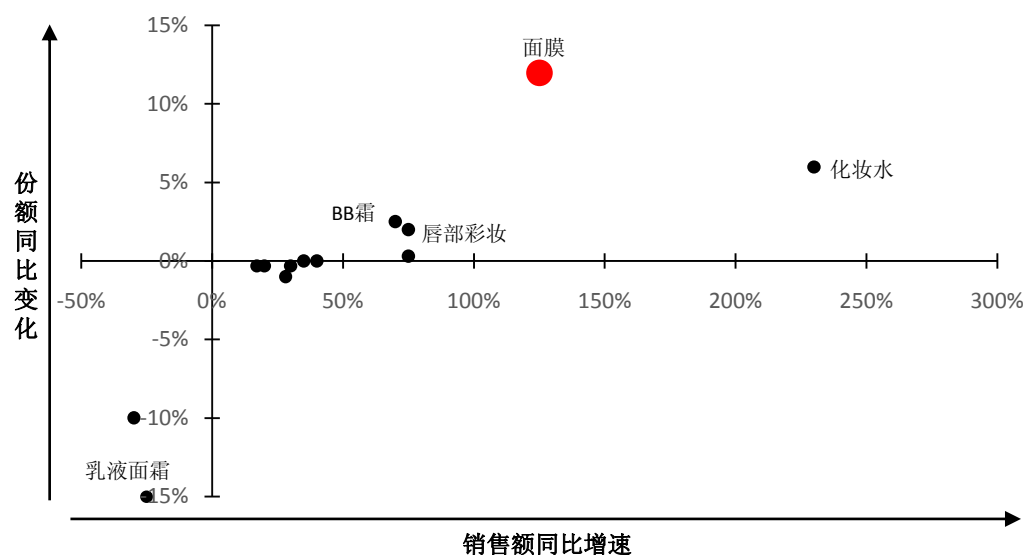
面膜是化妆品中的子类，具有清洁及保护皮肤等功能。根据 Euromonitor 的统计数据，2016年我国面膜行业的市场容量约为180.7亿元，较2015年增长14.1%，增速较快。2012-2016年的年均复合增长率达到16.0%，显著高于同期化妆品行业的整体增长水平。

2012-2016年我国面膜行业市场规模及增速



数据来源：Euromonitor

随着面膜行业在个护化妆领域内的快速增长，市场份额也逐步扩大，成为细分行业中的龙头和黑马。



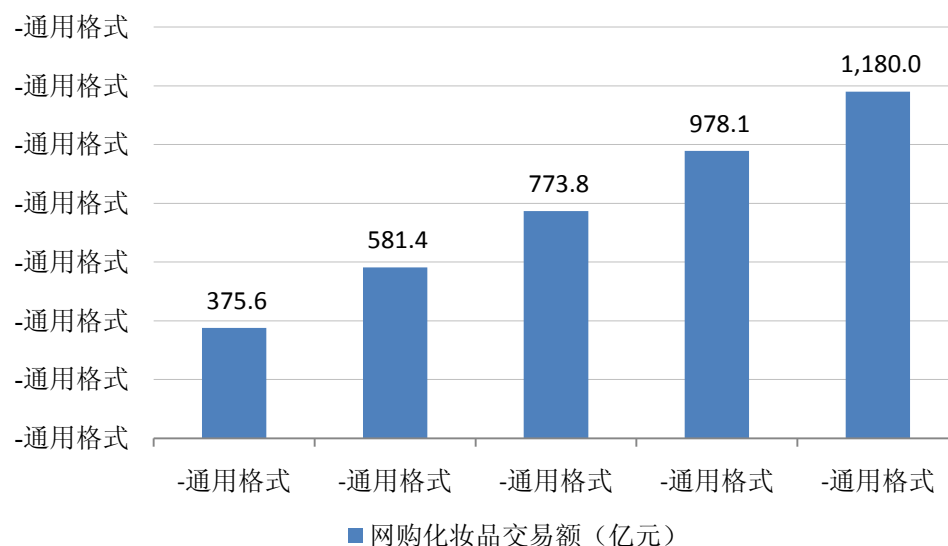
数据来源：星图数据2017Q1报告

c. 化妆品电子商务行业迎来黄金发展期

我国化妆品行业的电子商务线上销售渠道在过去几年经历了迅猛的增长，并在发展过程中形成了较为完整的产业链。

根据艾瑞咨询的统计数据，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，较 2014 年增长 20.6%，2011-2015 年的年均复合增长率高达 33.1%。

2011-2015 我国网购化妆品交易额

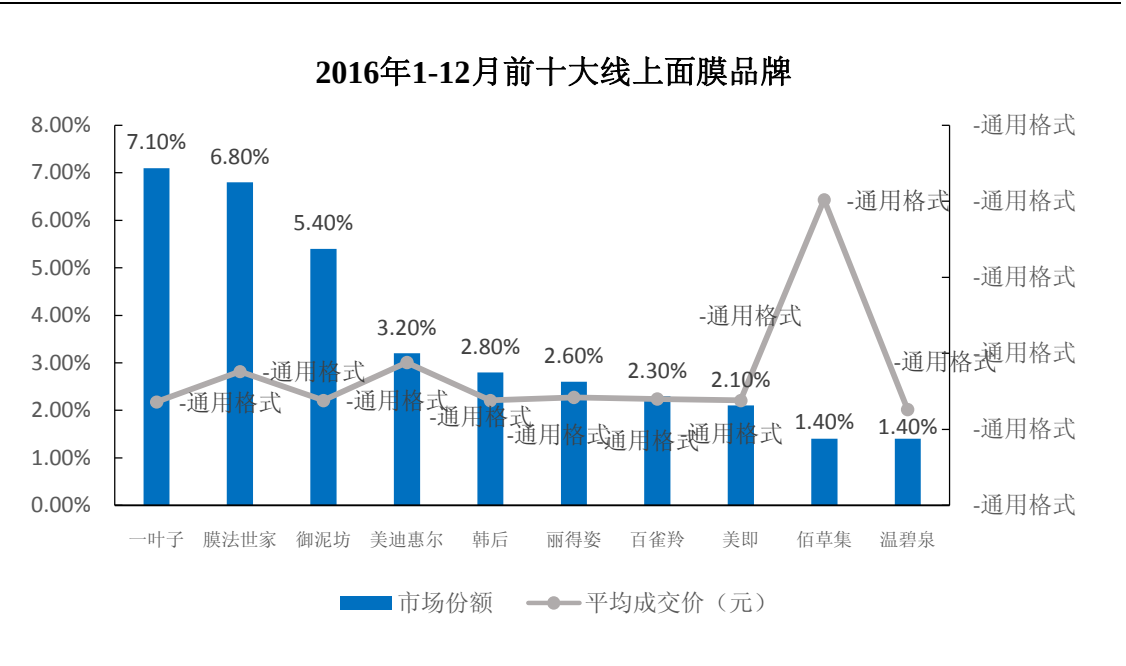


数据来源：艾瑞咨询

② 标的公司具有较强竞争力

a. 品牌优势

标的公司目标用户主要为年轻消费者，成立以来始终坚持将品牌建设融入到业务发展的整个过程中，经过多年的品牌培育，标的公司在水洗式面膜领域深得市场好评，并在消费者心中树立起天然、健康、纯美的品牌形象。旗下“膜法世家”品牌已拥有一批忠实用户群体，成为标的公司最核心品牌。同时，标的公司逐渐实行多品牌战略，旗下产品覆盖护肤品、彩妆、清洁洗护、香氛等多个领域，品牌优势已初步建成。2016 年，膜法世家品牌的市场占有率在线上面膜品牌中名列第二。



数据来源：星图数据2016年《线上化妆品消费大数据白皮书》

b. 研发优势

标的公司研发部门汇集了不同学科的各类专业人才，使公司在配方乳化技术、包装设计和产品开发评估技术方面具备一定的竞争优势，核心技术人员在化妆品研发领域经验丰富，曾参与多项国家发明专利及授权实用新型专利的申报，截至报告期末，标的公司拥有“金桂花有效组分的制备方法与用途”等 2 项发明专利、2 项外观设计和 14 项实用新型专利，旗下产品绿豆泥浆面膜曾获“中国美妆产业最佳人气热销单品”、“《女友》年度百万读者最佳口碑奖”，旗下产品吸黑焕采弹润幼滑黑面膜套装多次蝉联电商平台热卖单品前 3 名。标的公司具有较强的研发实力。

排名	品牌	热销单品
1	膜法世家	吸黑焕采弹润幼滑黑面膜
2	WIS	水润面膜套装 25g*24
3	半亩花田	小颗粒海藻面膜
4	百雀羚	小雀幸静润补水保湿面膜 30ml*20
5	一叶子	樱花粉嫩修护面膜 25ml*10
6	阿芙	深层补水保湿精油面膜

排名	品牌	热销单品
7	Hilook	撕拉面膜 60g
8	膜法世家	水光黑面膜补水亮肤礼盒 21 片
9	Sckiquen	玻尿酸补水面膜 28ml*20
10	美迪惠尔	MMF 水润保湿针剂面膜 25ml*10

数据来源：星图数据2017年《双十一全网网购大数据分析报告》

c. 渠道优势

标的公司深耕线上业务领域多年，已建立起良好的品牌形象及突出的品牌优势，在此基础上，借助线上品牌影响力积极开展线下业务，于 2015 年逐步开设直营体验馆，为购买产品的用户免费提供面膜涂抹服务以提升用户体验，增强对品牌的认同感。截至 2017 年年底，标的公司线下销售收入累积已经达到 1.2 亿元左右。标的公司通过线上业务打造的品牌优势及知名度为线下业务导流，解决客源问题，并通过线下业务的优质服务和更为丰富的水乳膏霜产品，进一步促进提高品牌知名度、美誉度，二者达到相辅相成，相互促进的效果。很多线上用户在看到品牌的实体店后，对品牌的信赖感还是购买力都得到了提升。目前，标的公司已基本形成“线上支撑、线下促进”的业务发展模式。

d. 供应链优势

标的公司经过多年在行业内的沉淀和积累，建立了敏捷的供应链管理体系，通过紧抓产品研发、原料采购、组织生产到销售等各关键环节，实现对市场的快速反应和持续的高效率运行。在供应链流程质控方面，标的公司严格执行供应商管理制度，目前已拥有一批合作稳定的供应商和外协工厂，保证产品质量和货源稳定，也为标的公司收入的可持续性提供了强有力的保证。

（3）销售净利率持续大幅增长的原因及其合理性

① 标的公司净利率与可比公司比较情况

可比公司	2017 年 1-10 月 净利率	2016 年 净利率	2015 年 净利率
------	----------------------	---------------	---------------

可比公司	2017 年 1-10 月 净利率	2016 年 净利率	2015 年 净利率
御家汇	8.79%	6.20%	6.89%
珀莱雅	10.67%	9.46%	8.74%
丸美股份	-	18.29%	22.46%
毛戈平	17.74%	15.53%	17.02%
拉芳家化	12.30%	13.37%	14.45%
上海家化	8.31%	7.96%	13.99%
均值	11.56%	11.80%	13.93%
上海悦目	31.52%	12.50%	9.08%

注：2017年御家汇、珀莱雅、欧莱雅、毛戈平均使用1-6月数据，2017年拉芳家化和上海家化使用1-9月数据，“-”表示财务数据未披露。

2015 年度、2016 年度以及 2017 年 1-10 月，标的公司销售净利率分别为 9.08%、12.50%以及 31.52%，呈现逐年上升趋势。标的公司 2015 年度与 2016 年度销售净利率与同行业可比公司平均水平较为接近，2017 年 1-10 月标的公司销售净利率相比同行业可比公司平均水平高出较多。

② 标的公司净利率大幅提升原因及合理性

标的公司 2016 年度净利率相比 2015 年度增长约 3%，有较大幅度增长，2017 年 1-10 月净利率相比 2016 年度增加 19%，增长幅度较大。报告期内，标的公司净利率的增长主要系毛利率增加且期间费用率降低所致。

项目	2017 年 1-10 月 相比 2016 年度	2016 年度相比 2015 年度
毛利率增加值	6%	3%
期间费用率减少值	13%	3%
合计	19%	6%
净利率增加值	19%	3%

近年来，标的公司发展较为迅速，随着生产规模的迅速扩大以及产品采购量与销售量的增加，标的公司对原材料提供商及委外加工工厂的价格谈判能力逐渐增强，采购成本降低，因此毛利率有所提升。此外，标的公司在销售推广过程中逐步采用内容推广作为主要推广方式，大幅减少了广告费支出，因此标的公司期间费用有所下降。具体分析如下：

a. 标的公司毛利率情况

报告期内标的公司的毛利率水平与可比公司毛利率水平对比情况如下：

可比公司	2017 年 1-10 月 毛利率	2016 年 毛利率	2015 年 毛利率
御家汇	53.60%	53.18%	55.11%
珀莱雅	62.54%	61.92%	63.83%
丸美股份	-	67.66%	68.63%
毛戈平	78.88%	78.22%	79.70%
拉芳家化	59.07%	59.19%	55.94%
上海家化	69.46%	61.26%	59.18%
均值	66.56%	65.18%	64.95%
上海悦目	68.63%	63.08%	60.20%

注：2017年御家汇、珀莱雅、欧莱雅、毛戈平均使用1-6月数据，2017年拉芳家化和上海家化使用1-9月数据，“-”表示财务数据未披露。

报告期内，标的公司毛利率水平有所提高，其中，2017 年 1-10 月毛利率较 2016 年度增加 5.55%，主要系随着生产规模的迅速扩大，标的公司对原材料提供商及委外加工工厂的价格谈判能力逐渐增强。主要委外加工厂如诺斯贝尔等均调低了对标的公司 2017 年度的委托加工费，同时，依靠在面膜行业多年积攒的经验，标的公司在 2017 年年初对多款面膜产品的配方进行了优化，使得成本进一步下降。

2015 年度及 2016 年度，标的公司毛利率均略低于可比公司平均水平，2017 年 1-10 月，标的公司毛利率略高于可比公司平均值，低于毛戈平及上海家化，在可比公司中处于中位偏上水平。

b. 标的公司期间费用率情况

报告期内，标的公司期间费用率情况如下：

项目	2017 年 1-10 月	2016 年	2015 年
销售费用率	25.20%	35.95%	40.34%
管理费用率	4.65%	6.74%	5.77%
财务费用率	-0.31%	0.09%	0.14%
期间费用率	29.54%	42.78%	46.25%

报告期内，标的公司期间费用率呈现下降趋势，主要系销售费用率不断降低，同时标的公司2017年1-10月管理费用率较2016年度有所下降。报告期内，标的公司财务费用率占比均较低，对销售净利率影响较小。

标的公司报告期内的销售费用率与管理费用率同可比公司比较情况如下：

可比公司	销售费用率			管理费用率		
	2017 年 1-10 月	2016 年度	2015 年度	2017 年 1-10 月	2016 年度	2015 年度
御家汇	30.42%	35.03%	30.83%	8.79%	9.85%	12.97%
珀莱雅	35.98%	38.19%	42.33%	11.96%	11.09%	10.42%
丸美股份	-	39.09%	35.24%	-	6.73%	7.08%
毛戈平	37.98%	39.09%	36.67%	14.21%	15.44%	16.94%
拉芳家化	37.78%	36.65%	32.31%	7.08%	6.54%	6.52%
上海家化	48.15%	44.81%	34.81%	12.78%	12.16%	10.35%
均值	38.06%	38.81%	35.37%	10.96%	10.30%	10.71%
上海悦目	25.20%	35.95%	40.34%	4.65%	6.74%	5.77%

注：2017年御家汇、珀莱雅、欧莱雅、毛戈平均使用1-6月数据，2017年拉芳家化和上海家化使用1-9月数据，“-”表示财务数据未披露。

报告期内，标的公司销售费用率呈现下降趋势。2015 年度，标的公司销售费用率高于可比公司平均水平，2016 年度略低于可比公司平均水平，2017 年 1-10 月标的公司低于可比公司平均水平。标的公司销售费率在报告期内下降较多主要系标的公司在报告期内逐步采用内容推广作为主要推广方式，大幅减少了广告费支出，包括电视广告和广告拍摄制作费，而将更多精力投入到站外推广中，利用明星代言带来的粉丝效应、微博等新媒体推广方式加强品牌宣传力度，扩大品牌影响力，从而提升产品销量。根据星图数据 2017 年发布的线上面膜市场品类消费数据解读显示，朋友推荐、购物网站搜索、导购链接、圈子分享及社区讨论、网红明星推荐¹为消费者购买产品的主要刺激因素，标的公司减少电视广告和拍摄制作费虽大幅减少了销售费用，但通过加强其他推广方式，品牌宣传亦得到了较好效果。

报告期内，标的公司管理费用率有较大幅度波动，标的公司 2016 年度管理费用率较 2015 年度增加 0.97%，标的公司 2017 年 1-10 月管理费用率较 2016 年度减少 2.09%。报告期内，标的公司管理费用率均低于可比公司平均水平，主要系标的公司在日常经营管理中采用紧凑的管理架构、精简的人员构成并执行严格的费用管理制度，因此标的公司计入管理费用的工资及福利、折旧与摊销以及办公费、差旅费等费用较低。

标的公司期间费用率下降幅度较大主要系标的公司减少了电视广告植入、调整推广模式等原因所致，短期有助于标的公司业绩提升。但若未来标的公司采取的销售策略、推广方式效果不佳、无法完全适应市场环境、无法有效刺激消费者的购买需求，则后续可能会对客户群体的稳定性、产品或品牌市场占有率产生不利影响，进而影响公司的盈利能力，提请投资者关注相关风险。

（4）中介机构核查意见

经核查，会计师认为，结合可比公司相关情况，标的公司收入、利润增长主要系标的公司深耕“互联网+护肤品”行业，通过提升品牌美誉度、发展渠道优势、提高技术研发水平、以及建立高效的供应链体系等方式不断提升竞争力，同

¹标的公司将明星代言费计入到销售费用的站外推广费用明细中

时，借助护肤品市场及电商平台的高速增长，实现了收入及利润水平的高速增长，具有合理性；标的公司销售净利率在报告期内持续增长主要系标的公司近年来以“互联网+护肤品”为内核，通过品牌美誉度、渠道、研发和供应链等多维度打造了差异化竞争力，同时标的公司对上游供货商和加工企业的议价能力以及其自身费用控制和管理能力亦不断提升，标的公司毛利率水平逐渐提高，销售费用等期间费用逐渐下降，因此销售净利率得到增长，具有合理性。

（本页无正文，为《立信会计师事务所（特殊普通合伙）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>相关问题之专项核查意见》之签章页）

立信会计师事务所（特殊普通合伙）

2018年2月6日