



坤元资产评估有限公司

Canwin Appraisal Co., Ltd

地址：杭州市西溪路128号
邮编：310013
电话：(0571) 87559001
传真：(0571) 87178826

关于中国证券监督管理委员会 170620 号

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

有关问题的回复

中国证券监督管理委员会：

贵委员会下发的 170620 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(以下简称反馈意见)奉悉。按照反馈意见的要求，浙江健盛集团股份有限公司(以下简称健盛集团)已会同浙江俏尔婷婷服饰有限公司(以下简称俏尔婷婷)、各中介机构就反馈意见所提问题逐条进行了认真核查及落实。本公司承办资产评估师已经认真复核，现将反馈意见中涉及资产评估方面的问题核查情况汇报如下：

反馈意见第 9 条：申请材料显示，收益法评估中预测俏尔婷婷 2017 年实现收入 37,254.17 万元，息前税后利润 6,469.99 万元。请你公司结合俏尔婷婷的实际经营情况，补充披露俏尔婷婷预测收入和净利润的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、俏尔婷婷 2017 年 1-4 月的实际经营情况

2017 年 1-4 月，俏尔婷婷已实现的营业收入、息前税后利润、净利润如下表所示：

单位：万元

项 目	2017 年预测数	2017 年 1-4 月实现数	占比
营业收入	37,254.17	13,899.52	37.31%
息前税后利润	6,469.99	1,991.00	30.77%
净利润	6,469.99	1,991.00	30.77%

注：上表中 2017 年 1-4 月实现数未经审计。

俏尔婷婷 2017 年 1-4 月已实现营业收入、息前税后利润、净利润占 2017 年全年预测数的比例分别为 37.31%、30.77%和 30.77%，其中营业收入实现数占比高于全年预测数的 1/3，息前税后利润、净利润实现数与全年预测数的 1/3 较为接近，总体上完成率较高。

2017 年 1-4 月，由于俏尔婷婷春节放假时间较长，对生产经营产生了一定的影响。虽然大多数无缝服装消费贯穿一年四季，季节性特征不明显，但从国际贸易实务分析，无缝服装订单的生产和交货更加集中于每年的三、四季度。

在受春节假期等季节性因素的影响下，俏尔婷婷 2017 年 1-4 月业绩实现率依然较高，由此预计 2017 年全年俏尔婷婷业绩的可实现性会更高。

二、俏尔婷婷所在行业持续发展及其在行业内竞争优势明显

1. 无缝内衣行业未来市场前景广阔

全世界无缝内衣的市场规模庞大，而随着人们生活水平的提高，消费者对于塑身和运动内衣的需求呈井喷式增长，这两年无缝内衣在这两个市场的快速增长得到了印证，预计到 2020 年全球无缝内衣的市场规模将达到每月 300 亿美元的规模。

无缝产品的主要好处有以下几个方面：

- (1) 减少了缝纫，使得衣服跟皮肤的摩擦大大减少，提高内衣的舒适性；
- (2) 3D 立体针织，可以根据人体曲线设计产品；
- (3) 强大的提花功能，根据产品的功能要求，同一件产品在不同区域做出不同的弹性和花型，可以大大丰富塑身产品、运动产品的设计和穿着需求。

目前几乎所有的内衣品牌都拥有无缝产品，包括基础内衣品牌如维多利亚的秘密、CK、黛安芬、华歌尔、安莉芳、JOCKEY、爱慕等，塑身内衣品牌如 SPANX、MAIDENFORM、婷美等，运动品牌更是火热，如 NIKE、ADIDAS、UA、LULULEMON、PUMA，以及国内

的安踏、李宁、361 等，无不在扩大无缝产品的研发和销售。同时像 UNIQLO、HM、GAP、ZARA、FOREVER21 等服装零售巨头都早已布局无缝产品。可以预见在不远的将来，无缝产品占内衣的比例会从现在的不到 10%上升到 15%甚至 20%，市场前景非常广阔。

2. 俏尔婷婷在行业内竞争优势明显

俏尔婷婷在无缝内衣行业享有良好的信誉，不仅在国内，在日本和欧美也有很高的知名度。国内无缝内衣行业总体上竞争比较激烈，但大多数是低端市场的同质竞争，俏尔婷婷从 2001 年开始走差别化高端道路，经过这十几年的发展，已经成为行业标杆性企业，在品质、管理、技术、开发等方面均有明显的优势，具有较强的综合竞争力。

三、俏尔婷婷的在手订单有力地保障了全年业绩的实现

经统计俏尔婷婷 2017 年 1-4 月已实现的销售额、2017 年 4 月底在手订单金额及其占全年预测数的比例，如下表所示：

单位：万元

项目	2017 年预测数	2017 年 1-4 月实现数	4 月底在手订单金额	小计	占比
营业收入	37,254.17	13,899.52	10,630.55	24,530.07	65.85%

注：上表中 2017 年 1-4 月实现数未经审计。

从上表可以看出，俏尔婷婷 2017 年 1-4 月已实现销售额与截至 4 月底在手订单金额的合计数占 2017 年全年预测数的比例为 65.85%。俏尔婷婷与主要客户均维持长期合作关系，除 DELTA 下单时间提前数月以外，其他主要客户一般提前 1 到 2 个月下单，故在未来各月还会陆续有新的订单产生。总的来看，俏尔婷婷 2017 年全年预测数的订单覆盖率较高，业绩实现有保障。

经核查俏尔婷婷 2017 年 1-4 月未经审计的财务报表、在手订单情况，并与俏尔婷婷销售负责人访谈，评估师认为，俏尔婷婷预测收入和净利润的可实现性较强。

反馈意见第 10 条：申请材料显示，2017 年俏尔婷婷预测销售收入下降的原因主要系第一大客户优衣库产品结构调整，使得常规内衣等成熟产品销售量下降，而运动内衣、文胸等产品的市场需求虽然增长迅速，但考虑到产品调整对设计开发、技术参数、生产工艺、产线配合甚至员工培训等方面均提出了新的要求，需要一定时间的适应过程。请你公司：1) 补充披露截至目前俏尔婷婷 2017 年销售收入的产品构成情况。2) 结合报告期各期间来自优衣库的常规内衣销售收入情况，补充披露“第一大客户优衣库产品结构调整”对俏尔婷婷收入的影响，来自优衣库常规内衣订单减少的原因，是否影响未来收入的可持续性。3) 结合报告期运动内衣、文胸的客户、销售额、目前在手订单（框架协议）情况，补充披露运动内衣、文胸未来年度预测收入增长较快的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、截至目前俏尔婷婷 2017 年销售收入的产品构成情况

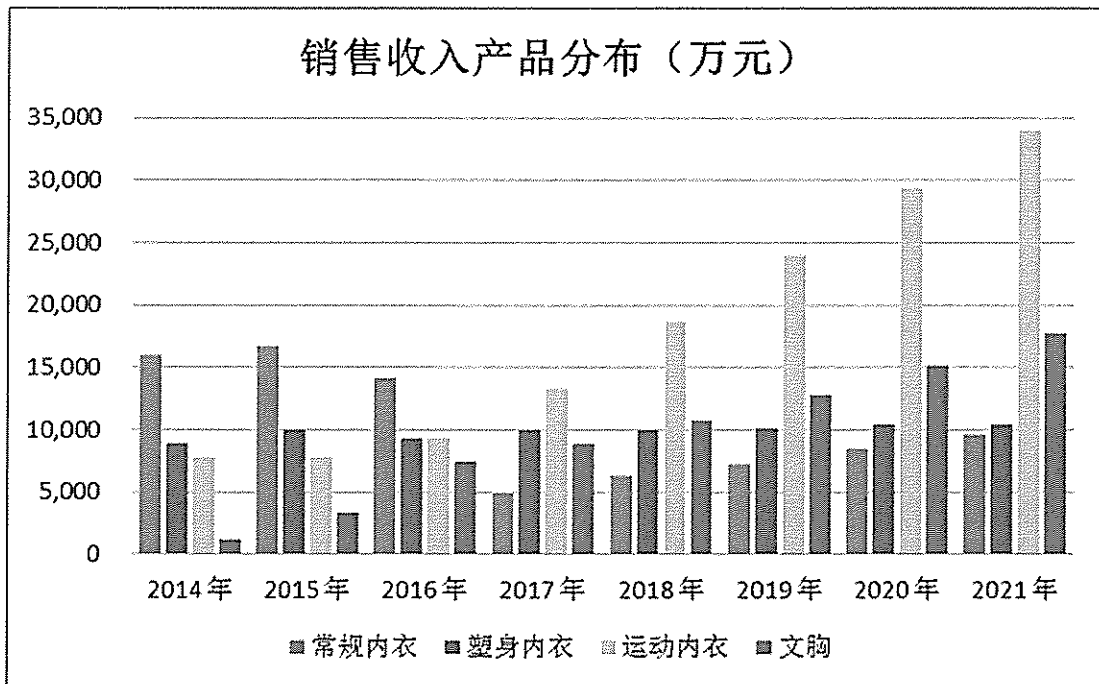
俏尔婷婷 2017 年 1-4 月实际实现的销售收入中，常规内衣、塑身内衣的产品结构占比略低于全年预测数，运动内衣和文胸的产品结构占比略高于全年预测数。俏尔婷婷 2017 年 1-4 月销售收入的产品构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	产品类型	2017 年预测数	产品比重	2017 年 1-4 月实现数	产品比重
收入	常规内衣	4,948.42	13.28%	1,040.44	7.49%
	塑身内衣	10,051.85	26.98%	2,751.64	19.80%
	运动内衣	13,298.95	35.70%	6,175.53	44.43%
	文胸	8,954.95	24.04%	3,931.91	28.28%
主营业务收入小计		37,254.17	100.00%	13,899.52	100.00%

注：上表中 2017 年 1-4 月实现数未经审计。

前三年及未来五年，俏尔婷婷销售收入按产品分布如下图所示：



从上图数据来看，未来年度俏尔婷婷运动内衣、文胸增长速度快于常规内衣、塑身内衣；同时，常规内衣、塑身内衣的销售收入占比有所下降，而运动内衣和文胸的销售收入占比增长较快。

因此，根据俏尔婷婷 2017 年 1-4 月实际销售的情况，产品结构变化与预测趋势一致。

二、结合报告期各期间来自优衣库的常规内衣销售收入情况，补充披露“第一大客户优衣库产品结构调整”对俏尔婷婷收入的影响，来自优衣库常规内衣订单减少的原因，是否影响未来收入的可持续性。

1. 前三年及未来五年，优衣库各类产品销售收入统计及预测情况如下：

单位：万元

产品/年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
常规内衣	12,688.70	12,622.82	10,844.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
塑身内衣	5,829.78	3,079.23	2,727.61	2,451.85	2,402.80	2,354.76	2,331.20	2,307.89
运动内衣	0.00	919.68	634.97	3,604.57	4,996.41	6,306.30	7,491.88	8,571.23
文胸	309.71	2,281.02	4,796.52	4,501.68	5,293.97	6,225.71	7,396.15	8,786.62
合计	18,828.20	18,902.75	19,003.79	10,558.10	12,693.18	14,886.77	17,219.23	19,665.74

优衣库的常规内衣在 2017 年销量有较大幅度的下降，主要原因是优衣库根据终端市场需求情况，预测常规内衣和塑身内衣销量将有所下降，因而对产品结构进行了调整，较大幅度地减少了常规内衣的订单。截至 2016 年底，此类产品无待完工的优衣库订单，预测从 2017 年开始不再为优衣库生产该类产品。

优衣库的塑身内衣在过去三年销量有所下降，主要原因是优衣库根据终端市场需求情况，预测常规内衣和塑身内衣销量将有所下降，因而对产品结构进行了调整，考虑到未来塑身内衣市场的需求，预测 2017 年起为优衣库生产的该类产品销量总体上保持目前水平不变。

优衣库的运动内衣与文胸类产品在过去三年中销售量较小，但优衣库在调整产品结构后，未来的无缝内衣订单将从原来的常规内衣转向附加值更高的运动内衣和文胸类产品。因此，预测未来年度销往优衣库的运动内衣与文胸类产品增长较快。

综上，报告期各期优衣库常规内衣产量较大。但在优衣库依据自身对市场趋势的判断，调整产品结构后，俏尔婷婷预测自 2017 年起不再为优衣库生产常规内衣。由于优衣库其他类型产品订单的增加还不能弥补常规内衣订单的减少，因此短期内优衣库的产品结构调整会对俏尔婷婷的收入产生不利影响。

2. 随着人们生活水平的不断提高，消费者对具有运动功能的内衣产品需求日益增大，因此优衣库主动对产品结构进行了调整，较大幅度地减少常规内衣的订单，同时增加运动内衣和文胸类产品的订单。预测到 2021 年，优衣库的销售额将恢复到 2016 年的水平。

通过对比 2017 年 1-4 月及上年同期销往优衣库的各类产品销售收入，可以看出常规内衣销售收入下降的同时，运动内衣和文胸收入大幅增长，具体详见下表：

单位：万元

优衣库	产品类型	2017 年 1-4 月	产品比重	2016 年 1-4 月	产品比重
销售收入	常规内衣	0.00	0.00%	6,225.84	94.99%
	塑身内衣	528.87	9.96%	27.15	0.41%
	运动内衣	3,258.67	61.36%	217.91	3.32%
	文胸	1,523.51	28.68%	83.56	1.28%
合计		5,311.05	100.00%	6,554.46	100.00%

注：上表中销售数据均未经审计。

3. 经过十余年的积累和发展，俏尔婷婷在技术、质量、管理、服务等方面拥有非常好的声誉，得到客户的信任与依赖，预测未来迪卡侬、DELTA、CHORI 等客户的订单将持续增长。同时，俏尔婷婷已与 GILDAN、UNDER ARMOUR、PUMA、NIKE 等国际知名品牌达成合作意向甚至开始打样、试制，预计未来上述新增收入将能弥补因优衣库产品结构调整而产生的不利影响。

因此，俏尔婷婷不会因为优衣库常规内衣订单的下降而影响其未来收入的可持续性。

三、结合报告期运动内衣、文胸的客户、销售额、目前在手订单（框架协议）情况，补充披露运动内衣、文胸未来年度预测收入增长较快的合理性。

1. 前三年各主要客户运动内衣、文胸的销售额情况

从前三年各主要客户运动内衣、文胸的销售额来看，运动内衣和文胸均呈现增长态势，其中，2016 年运动内衣销售额增长逾 20%，2015 年、2016 年文胸销售收入爆发式增长。具体如下表所示：

单位：万元

客户类别	产品类型	2014 年	2015 年	2016 年
优衣库	运动内衣	0.00	919.68	634.97
优衣库	文胸	309.71	2,281.02	4,796.52
迪卡侬	运动内衣	7,797.81	6,594.03	8,256.75
迪卡侬	文胸	335.67	258.03	1,275.48
DELTA	运动内衣	0.00	30.96	133.21
DELTA	文胸	361.47	680.44	1,351.08
蝶理	运动内衣	6.62	0.00	0.00
蝶理	文胸	188.44	89.31	71.82
其他	运动内衣	0.00	184.19	329.89
其他	文胸	0.00	0.03	0.00
运动内衣小计		7,804.43	7,728.86	9,354.81
文胸小计		1,195.29	3,308.82	7,494.90

2. 2017 年 1-4 月各主要客户运动内衣、文胸的销售额以及目前在手订单情况

俏尔婷婷对各主要客户运动内衣和文胸 2017 年 1-4 月已实现的销售额和截至 2017 年 4 月 30 日在手订单金额进行了统计，各主要客户 2017 年 1-4 月已实现销售额与截至 4 月底在手订单金额的合计数占 2017 年全年预测数的比例分别为 51.53% 至 167.47%不等，具体如下表所示：

金额单位：万元

客户	产品类型	2017 年 预测数	2017 年 1-4 月 实现数	4 月底 在手订单 金额	小计	占比
优衣库	运动内衣	3,604.57	3,258.67	182.17	3,440.84	95.46%
优衣库	文胸	4,501.68	1,523.51	1,127.06	2,650.57	58.88%
迪卡侬	运动内衣	7,924.70	2,864.31	1,219.40	4,083.71	51.53%
迪卡侬	文胸	2,400.00	1,411.58	108.72	1,520.30	63.35%
DELTA	运动内衣	1,769.68	37.75	2,101.08	2,138.83	120.86%
DELTA	文胸	1,968.26	959.44	2,336.85	3,296.29	167.47%
蝶理	运动内衣	0.00	0.00	0.00	0.00	
蝶理	文胸	85.01	0.00	80.00	80.00	94.11%
其他	运动内衣	0.00	14.80	95.00	109.80	
其他	文胸	0.00	37.38	124.51	161.89	
运动内衣合计		13,298.95	6,175.53	3,597.65	9,773.18	73.49%
文胸合计		8,954.95	3,931.91	3,777.14	7,709.05	86.09%

注：上表中 2017 年 1-4 月实现数未经审计。

按产品分类，2017 年 1-4 月已经实现的销售收入和截至 2017 年 4 月 30 日在手订单金额合计数中，运动内衣占比达到 73.49%，文胸占比达到 86.09%，对全年预测数的覆盖率较高，不仅是对当年收入的实现有所保障，还使得运动内衣、文胸的收入将在未来年度快速增长的预测更具合理性。

经核查俏尔婷婷 2017 年 1-4 月未经审计的财务报表、历史订单和在手订单情况，向俏尔婷婷销售负责人和优衣库采购负责人访谈，评估师认为，优衣库产品结构的调整长期来看对俏尔婷婷收入的可持续性无重大不利影响，截至到 2017 年 4 月 30 日俏尔婷婷实际销售的产品结构情况与预测趋势吻合，运动内衣、文胸未来的收入

增长较快且具有合理性。

反馈意见第 11 条：申请材料显示，俏尔婷婷本次交易作价 8.7 亿元，按交易价格测算，2016 年市盈率为 11.92 倍，2017 预测市盈率 13.38 倍。请你公司比对可比交易情况，补充披露本次交易作价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

近三年来，上市公司并购纺织服装行业标的公司的案例中，基准日当年市盈率介于 4.69 倍至 33.05 倍之间，中值为 12.75 倍；基准日后第 1 年市盈率介于 5.54 倍至 18.37 倍之间，中值为 11.30 倍。俏尔婷婷 2016 年市盈率为 11.92 倍，低于可比交易案例市盈率中值；俏尔婷婷 2017 预测市盈率 13.38 倍，虽然略高于可比案例中值，但介于可比交易案例的估值区间内。

各可比交易案例评估基准日当年、评估基准日后 1 年市盈率如下表所示：

上市公司	交易标的	评估基准日	100%股权评估值(万元)	基准日当年净利润	基准日当年市盈率	基准日后 1 年净利润	基准日后 1 年市盈率
维格娜丝	Teenie Weenie 服装品牌及相关的资产和业务	2016/6/30	531,000.00	41,653.05	12.75	43,784.30	12.13
中泰化学	新疆富丽达纤维有限公司	2015/9/30	341,264.13	25,353.30	13.46	48,407.15	7.05
中泰化学	巴州金富特种纱业有限公司	2015/9/30	40,736.73	8,678.49	4.69	7,348.56	5.54
华茂股份	大丰海聆梦家纺有限公司	2015/7/31	75,952.84	5,601.13	13.56	6,722.29	11.30
搜于特	广州市汇美服装有限公司	2014/12/31	128,572.52	3,890.77	33.05	7,000.00	18.37
中银绒业	北京卓文时尚纺织股份有限公司	2013/12/31	57,300.00	4,616.21	12.41	5,000.00	11.46
海澜之家	海澜之家服饰股份有限公司	2013/6/30	1,348,896.44	121,217.91	11.13	147,031.94	9.17
中 值					12.75		11.30
平均值					14.44		10.72

上市公司	交易标的	评估基准日	100%股权评估值(万元)	基准日当年净利润	基准日当年市盈率	基准日后1年净利润	基准日后1年市盈率
		俏尔婷婷			11.92		13.38

注：上表各数据系根据各上市公司公告材料统计。

因此，本次交易的作价具有合理性。

经核查可比交易案例，评估师认为，俏尔婷婷的市盈率在合理的估值区间内，交易定价合理公允。

坤元资产评估有限公司

2019年5月17日

