



## 江苏公证天业会计师事务所(特殊普通合伙)

Jiangsu Gongzheng Tianye Certified Public Accountants, SGP

中国·江苏·无锡

总机：86 (510) 68798988

传真：86 (510) 68567788

电子信箱：mail@jsgztycpa.com

Wuxi . Jiangsu . China

Tel: 86 (510) 68798988

Fax: 86 (510) 68567788

E-mail: mail@jsgztycpa.com

# 关于第十七届发审委对维格娜丝时装股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件审核意见的函的回复

中国证券监督管理委员会：

按照贵会于2018年9月20日出具的证发反馈函【2018】73号《关于第十七届发审委对维格娜丝时装股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件审核意见的函》（以下简称《审核意见函》）的要求，我们就《审核意见函》中提出的问题进行落实。现将《审核意见函》有关问题的落实情况回复如下：

1、请发行人结合收购前已经存在卖方备货及投入资金较少等因素，从而可能导致标的资产盈利水平下滑等情况，以及标的资产 2017 年度实现净利润低于收购时评估预测值的实际情况，进一步说明并披露：（1）2016 年 6 月 30 日为评估基准日的评估结果的相关依据和参数情况，使用该等依据、参数的科学性、合理性；（2）收购定价的相关依据，及其科学性、合理性；（3）该项收购时与出售方之间，保护发行人相关利益的重要约定事项、后续实际实施情况，原有约定与实际实施之间是否存在重大偏差，重大偏差的具体解决措施。请保荐机构、发行人律师和申报会计师发表核查意见。

### 【回复说明】

（一）2016 年 6 月 30 日为评估基准日的评估结果的相关依据和参数情况，使用该等依据、参数的科学性、合理性。

公司购买标的资产时，上海东洲资产评估有限公司对标的资产进行评估，并出具了《维格娜丝时装股份有限公司拟收购衣念时装香港有限公司及其关联方持

有的 Teenie Weenie 品牌及该品牌相关资产和业务评估报告》（沪东洲资评报字【2016】第 0975242 号）（以下简称“重组评估报告”）。根据重组评估报告，标的资产在评估基准日 2016 年 6 月 30 日收益法评估结果为 53.10 亿元。

公司收购标的资产时，经过两轮竞标、尽职调查、竞争性谈判等环节，参照重组评估报告、同行业上市公司估值水平及同类交易定价等因素，最终按照标的资产收购前一年净利润的 11.25 倍，确定标的资产的估值为 49.32 亿元。

### **1、收购前卖方对标的资产投入减少，重组评估预测值较高的原因**

Teenie Weenie 品牌是韩国衣恋集团旗下收入、利润最好的品牌之一，具有强大的品牌号召力。最近几年，由于衣恋集团战略转移，卖方对 Teenie Weenie 品牌投入较少，对新业态、流行趋势和客户需求等关注不足，产品和销售渠道无法跟上市场变化，导致其经营业绩下降。

2016 年，韩国衣恋集团确定出售 Teenie Weenie 品牌和业务，并在与公司签订《资产和业务转让协议》后，减少了 2017 年备货水平，进一步影响了标的资产 2017 年实现的业绩。

重组评估时，标的资产管理层进行的盈利预测是建立在保持标的资产原有的经营模式并修正前期战略失衡的假设基础之上，标的资产将在已有门店的基础上进行快速扩张，依靠销售渠道的快速扩张拉动销售增长，未考虑以下短期和资产交割因素：（1）股东出现的债务危机对标的资产经营的持续负面影响；（2）交易对方与公司达成收购协议后，标的资产交割期间减少备货等不利影响；（3）标的资产完成交割后，公司对其进行整合提升，调整了原有的发展战略。

上述评估假设是导致重组评估报告盈利预测与历史业绩及 2017 年实现业绩存在差异的主要原因。

### **2、2017 年标的资产实现净利润未达预测值的原因**

一方面，2017 年标的资产尚处于交割和整合期，收购前卖方备货及投入资金较少，导致标的资产实现净利润低于收购时评估预测值；另一方面，收购完成后，公司对 Teenie Weenie 品牌定位和渠道策略进行了重新梳理和调整，减少了新开店计划，提升单店的管理水平和经营效益，调整后营运资金投入相应减少，2017 年实现企业自由现金流高于收购时评估预测值。

2017 年末公司对标的资产商誉进行减值测试，并聘请独立评估师对标的资

产的公允价值进行评估，减值测试评估结果为 53.84 亿元，与重组评估结果基本一致，标的资产不存在减值。

### 3、重组评估报告采用的相关依据和参数情况及其合理性

2016 年 6 月 30 日为评估基准日的评估结果依据公司提供的历史财务数据、未来收益预测资料、同花顺证券投资分析系统 A 股上市公司有关资料、基准日近期国债收益率、贷款利率等相关资料。重组评估报告依据的标的资产历史数据、管理层预测的现金流及主要参数如下：

单位：万元

项目/年份	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
一、净利润	51,711.96	43,840.06	41,653.05	43,784.30	51,187.11	62,734.04	75,282.87	87,132.00	87,132.00
二、企业自由现金流	-	-	13,680.75	27,796.31	31,362.58	40,515.01	51,379.03	61,811.51	87,132.00
三、折现率	-	-	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%

#### (1) 净利润

标的资产主营业务为 Teenie Weenie 品牌服装及相关延伸产品的设计、品牌运营和销售。Teenie Weenie 品牌拥有包括中高端女装、男装、童装、配饰、家居和餐饮的完整品牌组合，其服装品牌深受年轻人的喜爱，通过顽皮多样的卡通形象造型、轻松自然的设计风格 and 舒适柔和的质地使其深受广大消费者的青睐，拥有约 400 万名忠诚顾客。

Teenie Weenie 品牌是韩国衣恋集团旗下收入、利润最好的品牌之一，具有强大的品牌号召力，但由于衣恋集团战略转移，其服装业务仅作为“现金奶牛”业务，主要为衣恋集团的零售、酒店、餐饮等业务板块提供现金支持。因此，最近几年标的资产原管理层对 Teenie Weenie 品牌投入较少，对新业态、流行趋势和客户需求等关注不足，产品和销售渠道无法跟上市场变化，导致其经营业绩下降。

随着 Teenie Weenie 品牌销售渠道逐步转型，标的资产管理层预计 Teenie Weenie 女装将重回增长趋势。Teenie Weenie 品牌的男装和童装均于 2012 年创立，累计销售占比从 2014 年 13.58% 上升至 2016 年上半年的 20.05%。其中，凭借活泼可爱的小熊造型，Teenie Weenie 品牌的童装推出市场后大受好评，2014 年至 2016 年童装销售收入的复合增长率达到 27.78%。预计男装、童装销售收入将保持上升并成为 Teenie Weenie 品牌业务新的利润增长点。

## （2）企业自由现金流

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益（企业自由现金流）资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。其中，企业自由现金流计算过程如下：

企业自由现金流 = 净利润 + 税后的付息债务利息 + 折旧和摊销 - 资本性支出 - 营运资本增加

标的资产管理层参考历史数据预计未来每家店铺装修成本为 15 万元，以此预测资本性支出。根据标的资产管理层预测，标的资产管理层主要依靠新开店铺拉动销售增长。Teenie Weenie 品牌净开店（净增加）计划如下：

单位：家

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	合计
新开店铺数量	169	197	201	184	167	918
期末店铺数量	1,671	1,868	2,069	2,253	2,420	-

标的资产管理层依据历史数据预测未来各期末营运资本占营业收入比例如下：

年度	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
重组评估	37.51%	37.87%	37.97%	38.05%	38.14%	38.14%	38.14%

2017 年末标的资产实际营运资本占营业收入的比例为 37.72%，与重组评估预测基本一致。2017 年，标的资产实际实现企业自由现金流为 35,437.66 万元，较重组评估预测值 27,796.31 万元提升 27.49%。

公司收购标的资产之前，标的资产原管理层主要依靠新开店铺拉动销售增长，对应的店铺装修费、铺货及周转资金等资本性支出和营运资本需求较大，导致重组评估时标的资产管理层预测的企业自由现金流较差。

## （3）折现率

重组评估报告根据标的资产加权平均资本成本（WACC）确定折现率。由于标的资产无债务，折现率采用资本资产定价模型（CAPM）确定的权益资本成本  $K_e$  作为折现率。即：

$$K_e = R_f + \beta \times MRP + Q$$

式中： $R_f$ ：无风险报酬率；

$\beta$ ：权益的系统风险系数；

MRP：市场风险溢价；

Q：企业特定风险调整系数。

重组评估中所使用的折现率为 12.20%，具体情况如下表所示：

参数	重组评估
R <sub>f</sub> ：无风险报酬率	2.82%
β：权益的系统风险系数	1.0203
MRP：市场风险溢价	7.23%
Q：企业特定风险调整系数	2.0%
折现率	12.20%

重组评估报告折现率选取的无风险报酬率、市场风险溢价率、贝塔值等参数的选取方法具体情况如下：

项目	重组评估
R <sub>f</sub> ：无风险报酬率	采用国际上企业价值评估中最常选用的年限为 10 年期债券利率作为无风险利率，经查中国债券信息网最新 10 年期的、可以市场交易的国债的平均到期实际收益率为 2.82%（截止评估基准日 2016 年 6 月 30 日），故无风险报酬率确定为 2.82%。
β：权益的系统风险系数	参照标的资产可比上市公司于评估基准日的 β 系数指标平均值测算标的资产的 β 值。
MRP：市场风险溢价	通过在成熟股票市场风险溢价的基础上进行信用违约风险息差调整得到中国的风险溢价（市场风险溢价=成熟股票市场的风险溢价+国家风险溢价），其中：①成熟股票市场风险溢价采用 1928 年至今美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率的算术平均收益率差 6.00%；②中国的国家风险溢价采用中国 10 年期 CDS 利率 1.62%和美国 10 年期 CDS 利率 0.39%的息差 1.23%。最终市场风险溢价取 7.23%，即成熟股票市场风险溢价 6.00%与中国的国家风险溢价 1.23%之和。

2016 年以来，同行业公司收购评估或商誉减值测试所使用的折现率平均为 11.03%，公司重组评估报告所使用的折现率均高于行业平均水平，具体情况如下：

序号	上市公司	评估对象	主要业务	类型	基准日	折现率
1	商赢环球	环球星光	女性服装设计、生产和销售	减值测试	2017-12-31	11.70%
2	商赢环球	ASLUSA 和 ARS 经营性资产包	滑板、滑冰、滑雪、冲浪器械、运动时尚服装、鞋袜、配饰和其他生活运动品的零售	收购	2017-9-30	12.14%
3	贵人鸟	杰之行	运动服装、鞋帽、配件、运动器材等零售	减值测试	2017-12-31	9.78%
4	贵人鸟	名鞋库	运动休闲服装网络零售	减值测试	2017-12-31	13.80%
5	歌力思	唐利国际	运营高端休闲装轻奢品牌 Ed Hardy 在中国大陆地区以外的销售	收购	2017-3-31	9.17%

序号	上市公司	评估对象	主要业务	类型	基准日	折现率
6	歌力思	唐利商贸	运营高端休闲装轻奢品牌 Ed Hardy 在中国大陆地区的销售	收购	2017-3-31	12.95%
7	歌力思	IRO 公司	设计和销售时尚女装	减值测试	2016-9-30	8.70%
8	凯撒文化	服装业务	-	减值测试	2016-12-31	10.00%
<b>行业平均折现率</b>						<b>11.03%</b>
<b>重组评估报告折现率</b>						<b>12.20%</b>

注 1：唐利商贸为唐利国际全资子公司，负责运营高端休闲装轻奢品牌 Ed Hardy 在中国大陆地区的销售；

注 2：前海上林通过法国子公司 ADON WORLD 控股 IRO 公司，除控制 IRO 公司外，并无实际经营业务，IRO 公司的主营业务为设计和销售时尚女装。

#### 4、收购的评估报告与标的实际经营差距较大，不会对此次收购作价和上市公司股东权益造成不利影响

重组评估报告盈利预测基于标的资产原管理层既定经营战略，收入、开店数量、净利润预测与收购后标的资产实际经营情况存在一定差异，但不会对此次收购作价和上市公司股东权益造成不利影响，主要原因如下：（1）公司收购标的资产时，经过两轮竞标、尽职调查、竞争性谈判等环节，参照重组评估报告、同行业上市公司估值水平及同类交易定价等因素，最终按照标的资产收购前一年净利润的 11.25 倍确定交易对价，重组评估报告仅是其中一个参考依据；（2）重组评估报告的盈利预测由标的资产原管理层主导，基于其既定经营战略，在收购前期，公司尚未深度介入对标的资产发展战略的规划，但已经确认评估结果符合公司的预期；（3）收购完成后，公司管理层对 Teenie Weenie 品牌发展战略及经营策略进行了重新定位，实际净开店数、实现收入及净利润与重组评估报告预测存在一定差异，但企业自由现金流高于重组评估报告预测；2017 年末公司对标的资产商誉进行减值测试，并聘请独立评估师对标的资产的公允价值进行评估，减值测试评估结果为 53.84 亿元，与重组评估结果基本一致，标的资产不存在减值；（4）对于交割期交易对方减少投入标的资产的部分，公司已依据协议从交易对价中扣减交割时净资产的差异。

#### （二）收购定价的相关依据，及其科学性、合理性

##### 1、收购交易的定价是买卖双方公平谈判的结果

衣恋集团是韩国著名的零售企业，业务范围涵盖时装、餐饮、百货、酒店休

闲、娱乐等领域，覆盖韩国、中国、日本、美国等 9 个国家。

此次并购交易为竞标式交易，经过两轮竞标、尽职调查、竞争性谈判等环节。公司的报价参考了以下几个因素：（1）服装行业 A 股上市公司整体估值情况；（2）同类交易的估值情况；（3）东洲评估对标的资产的评估情况；（4）Teenie Weenie 品牌的影响力；（5）标的资产 2016 年的经营业绩及未来发展趋势、盈利预测；（6）交易标的的资产质量，会计政策、会计估计等的影响等。交易双方通过市场化谈判签署《资产与业务转让协议》。此次交易标的资产的定价由交易双方基于市场化、纯商业性谈判确定。

## 2、收购交易定价的科学性和合理性分析

### （1）从相对估值角度分析交易标的定价合理性

根据交易双方签订的《资产与业务转让协议》，买卖双方同意此次标的资产（包括全球范围内的知识产权）的转让价格为标的资产在中国范围内业务的经审计的 2015 年估值净利润×11.25 倍，即相应的市盈率为 11.25 倍。

根据此次交易停牌最后一个交易日（2016 年 8 月 29 日）可比 A 股上市公司各自收盘价计算，剔除负值、超过 100 倍的异常值之后，A 股可比公司对应市盈率均值与中值分别为 47.58 和 42.74 倍。

标的资产与国内同行业主要 A 股可比上市公司市盈率指标比较如下：

证券代码	证券简称	市盈率
603808.SH	歌力思	45.22
603555.SH	贵人鸟	47.66
603518.SH	维格娜丝	40.79
601718.SH	际华集团	27.64
601566.SH	九牧王	23.14
600398.SH	海澜之家	17.13
300005.SZ	探路者	36.32
002763.SZ	汇洁股份	42.74
002762.SZ	金发拉比	95.44
002740.SZ	爱迪尔	67.41
002687.SZ	乔治白	67.44
002563.SZ	森马服饰	23.07
002503.SZ	搜于特	88.32

证券代码	证券简称	市盈率
002404.SZ	嘉欣丝绸	72.99
002154.SZ	报喜鸟	56.60
002029.SZ	七匹狼	30.50
002003.SZ	伟星股份	26.51
平均		<b>47.58</b>
中值		<b>42.74</b>
此次交易		<b>11.25</b>

数据来源：Wind资讯

标的资产主要业务是 Teenie Weenie 品牌服装及相关产品的设计、品牌运营和销售。因此，上述可比公司主要选取自证监会行业分类中制造业子分类下的纺织服装、服饰业。

交易标对应的市盈率为 11.25 倍，远低于同行业可比上市公司平均水平。

## (2) 从市场同类交易的角度分析标的资产定价合理性

国内 A 股市场近年来同行业上市公司收购交易具体情况如下：

股票名称	交易时间	交易内容	被投资单位主要业务	交易作价 (亿元)	静态 市盈率 (倍)
海澜之家	2013 年	凯诺科技收购海澜之家 100% 股权	“海澜之家”、“爱居兔”、“百衣百顺”等系列品牌服饰的经营	130.00	15.23
潮宏基	2014 年	收购菲安妮 62.97% 股权	中高档时尚女包的设计、研发、生产及销售	8.79	12.72
如意集团	2015 年	收购如意科技服装资产	毛纺织类服装的生产和销售，主要产品为西装	2.90	13.40
歌力思	2016 年	收购唐利国际 80% 股权	国际潮流轻奢品牌艾·哈帝 (Ed Hardy) 的服装、服饰、鞋帽、箱包、手表专卖及批发零售业务	2.96	8.42
商赢环球	2016 年	收购环球星光 95% 股权	女性服装设计、生产和销售	18.80	19.63
贵人鸟	2016 年	收购杰之行 50.01% 股权	运动服装、鞋帽、配件、运动器材等零售	3.83	19.15
贵人鸟	2016 年	收购名鞋库 51% 股权	运动休闲服装网络零售	3.83	30.32
歌力思	2017 年	收购前海上林 16% 股权	设计和销售时尚女装	0.79	17.34
商赢环球	2018 年	收购 ASLUSA 和 ARS 经营性资产包	滑板、滑冰、滑雪、冲浪器械、运动时尚服装、鞋袜、配饰和其他生活运动	700 万美元	7.88



股票名称	交易时间	交易内容	被投资单位主要业务	交易作价 (亿元)	静态 市盈率 (倍)
			品的零售		
<b>静态市盈率平均数</b>					<b>16.01</b>
<b>静态市盈率中位数</b>					<b>15.23</b>

近年来同行业收购交易静态市盈率的平均值和中位数分别为 16.01 倍和 15.23 倍，此次交易对应的市盈率仅为 11.25 倍，低于同行业收购交易的平均水平，交易标的定价处于合理范围内。

(3) 减值测试结果显示 Teenie Weenie 业务资产组不存在减值情况

自 2017 年 3 月起，Teenie Weenie 品牌业务正式纳入发行人合并财务报表体系。2017 年末，发行人对并购标的进行减值测试。根据江苏华信资产评估有限公司出具的《维格娜丝时装股份有限公司拟了解甜维你（上海）商贸有限公司 100% 股权项目资产评估报告》（苏华评报字[2018]第 037 号）（以下简称“减值测试评估报告”），截至评估基准日 2017 年 12 月 31 日，甜维你（上海）商贸有限公司全部权益价值收益法评估值为 538,354.16 万元，评估结果较标的资产期末账面价值高 4.74 亿元。根据该评估结果，包括商誉和无形资产在内的 Teenie Weenie 业务资产组不存在减值。减值测试评估结果略高于重组评估结果，两者不存在重大差异。减值测试评估结果印证了收购交易定价是合理的。

综上所述，公司收购 Teenie Weenie 品牌的价格是市场化、公平谈判确定的，定价具备合理性。

**(三) 该项收购时与出售方之间，保护发行人相关利益的重要约定事项、后续实际实施情况，原有约定与实际实施之间是否存在重大偏差，重大偏差的具体解决措施**

根据维格娜丝就收购 Teenie Weenie 品牌及该品牌相关资产与业务与出售方签订的《资产与业务转让协议》以及附属和补充协议，收购时与交易对方关于保护发行人利益的重要约定事项及后续实际实施情况如下：

序号	约定事项		履行情况
1	卖场交付	无论是合同主体变更的卖场还是续签合同卖场，卖方及其关联公司转让给甜维你的所有扣率卖场的扣率与变更前相比，平均上涨不超过0.3个百分点；转让给甜	根据协议约定，卖方已将Teenie Weenie品牌在中国大陆剩余的所 有卖场转移至甜维你及其子公司

序号	约定事项	履行情况
	<p>维你的所有支付租金卖场的租金与变更前相比，平均上涨不超过1.5%。</p> <p>若第一批、第二批转让给甜维你的所有扣率卖场的合同的平均扣率与所转让的扣率卖场变更前有效的合同的平均扣率相比，平均上涨超过0.3个百分点，则卖方应该向买方补偿相应金额（以下称“扣率卖场补偿金额”）。扣率卖场补偿金额=（所有转让给甜维你的扣率卖场的合同的平均扣率－所有转让的扣率卖场变更前有效合同平均扣率）×所有转让的扣率卖场2016年总销售额×2。</p> <p>若第一批、第二批卖方及其关联公司转让给甜维你的所有支付租金卖场的合同所载的租金，与所转让的支付租金卖场变更前有效的合同所载的租金相比，平均上涨超过1.5%，则卖方应该向买方补偿相应金额（以下称“租金卖场补偿金额”）。租金卖场补偿金额=（所有转让的租金卖场的年租金-所有转让的租金卖场变更前有效合同的年租金）×2。</p>	<p>名下。卖方转让给甜维你的所有扣率卖场的扣率与变更前相比，平均上涨未超过0.3个百分点；转让给甜维你的所有租金卖场的租金与变更前相比，平均上涨未超过1.5%，截至2018年9月26日，本次收购交易双方未因左述事由发生任何争议或纠纷。</p>
2	<p>对价调整</p> <p>第一次交付日起一年内，若卖方向买方转让的卖场对应的2015年的总销售额，未能达到卖方Teenie Weenie品牌在中国所有卖场2015年总销售额的97%的，转让的第二批标的资产不能达到《资产与业务转让协议》“第二批标的资产”条款约定的条件或不符合《资产与业务转让协议》“第二次交付及其交付物、交付条件”条款约定的交付条件，买方在支付前述款项时，有权按照下列公式计算：调整后买方应支付的金额=[(标的资产整体价格-知识产权转让对价)×90%×(卖方实际转让的卖场对应的销售额)/(总销售额-电商业务总销售额-加盟店业务总销售额)]+知识产权转让对价×90%－买方已经支付的所有款项。若按照公式计算调整后的金额大于调整前的金额则以调整前的金额支付。《资产与业务转让协议》项下，买方应支付的第一步收购资产的所有款项不超过标的资产整体价格×90%。为免疑义，《资产与业务转让协议》“甜维你股权的认购、出售与购买”条款中约定的转让价格的计算基准，“第一批标的资产”条款、“第二批标的</p>	<p>①第一次交付日起一年内，卖方向买方转让的卖场对应的2015年的总销售额已经达到卖方Teenie Weenie品牌在中国所有卖场2015年总销售额的97%。</p> <p>②截至2018年9月26日，标的资产所包含的各项资产以及对应的全球范围内的知识产权均已完成交付。</p> <p>综上，截至2018年9月26日，发行人不存在左述需要调整对价的情形，本次收购交易双方未因左述事由发生任何争议或纠纷。</p>

序号	约定事项	履行情况
	资产”条款、“在第二次交付时”中所述的卖场销售额比例计算时，均不包括衣恋餐饮的餐饮业卖场销售额。	
3	<p>净资产保全</p> <p>为了方便操作，双方同意审计基准日的净资产定为2016年6月30日经审计的净资产值（以下简称“审计基准日净资产”）；交付日的净资产定为第一次交付日所在月月末经审计的净资产值。</p> <p>如交付日甜维你净资产减去审计基准日净资产大于零，买方应将该金额支付给卖方；如审计基准日净资产减去交付净资产大于零，则卖方应将该金额支付给买方。过渡期损益已包括在前净资产差额中，按照前述金额结算后，过渡期损益不再单独结算。</p>	发行人已就审计基准日与交付日净资产的差额从对价中予以扣减。

综上所述，收购时发行人与交易对方关于保护发行人利益的重要约定事项与后续实际实施情况之间不存在重大偏差。

### 【核查意见】

我们主要履行了如下核查程序：

（1）查阅上海东洲资产评估有限公司出具的《维格娜丝时装股份有限公司拟收购衣念时装香港有限公司及其关联方持有的 Teenie Weenie 品牌及该品牌相关资产和业务评估报告》（沪东洲资评报字【2016】第 0975242 号）；

（2）对公司和甜维你管理层进行访谈，了解标的资产整合效果；

（3）对公司管理层进行访谈，了解收购 Teenie Weenie 品牌业务的交易背景及定价方式、相关评估情况；

（4）查阅同行业上市公司收购案例，查询同行业可比上市公司的财务指标情况；

（5）查看《E-Land Fashion Hong Kong Limited 与维格娜丝时装股份有限公司关于 Teenie Weenie 品牌的资产与业务转让协议》及其附属、补充协议等相关协议中关于保护发行人利益的重要约定事项及后续实际实施情况。

**经核查，我们认为：**（1）重组评估时标的资产管理层进行的盈利预测建立在标的资产保持原有的经营模式并修正前期战略失衡的假设基础之上，未考虑收购前衣恋集团减少投入及交割等因素影响，上述假设导致重组评估报告盈利预测与

历史业绩及 2017 年实现业绩存在一定差异；此次交易最终按照 PE 倍数确定交易对价，重组评估报告仅是其中一个参考依据，且上述差异并未导致标的资产发生减值，不会对此次收购作价和上市公司股东权益造成不利影响；（2）公司收购 Teenie Weenie 品牌的价格是市场化、公平谈判确定的，定价具备合理性；（3）收购时发行人与出售方关于保护发行人利益的重要约定事项与后续实际实施情况之间不存在重大偏差。

2、请发行人结合客观实际情况，进一步采用多因素分析法，定量分析并充分披露，在 VGRASS 品牌持续提档的前提下，其 2017 年及 2018 年一季度毛利率持续下降的原因及合理性。请保荐机构、申报会计师发表核查意见。

### 【回复说明】

**（一）VGRASS 品牌提档战略逐步落实，产品定价逐步提升，但 2017 年和 2018 年一季度单位产品销售成本增速高于销售价格增速，使得毛利率有所下降**

2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-3 月，公司 VGRASS 品牌毛利率分别为 70.29%、70.31%、70.12%和 67.72%，各年度毛利率基本保持稳定，2017 年及 2018 年一季度毛利率有所下降。

公司启动 VGRASS 品牌战略提档后，通过改善设计、使用更优质面料、优化提升生产工艺，进一步提升产品品质和产品档次，进而提升产品定价，产品成本和销售价格逐步提高，其中 2017 年和 2018 年一季度单位产品销售成本增速高于销售价格增速，使得 2017 年和 2018 年一季度 VGRASS 品牌毛利率呈下降趋势。

2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年 1-3 月，公司 VGRASS 品牌单位产品销售价格、销售成本和毛利率变动情况具体如下：

项目	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度	2015 年度
单位产品销售价格（元/件）	1,807.38	1,626.71	1,284.74	1,137.67
销售价格增长率	11.11%	26.62%	12.93%	8.46%
单位产品销售成本（元/件）	583.41	486.05	381.42	338.01
销售成本增长率	20.03%	27.43%	12.84%	11.72%

项目	2018年1-3月	2017年度	2016年度	2015年度
VGRASS品牌毛利率	67.72%	70.12%	70.31%	70.29%
毛利率变动	-2.40%	-0.19%	0.02%	-

注1：2018年1-3月的价格增长率、成本增长率和毛利率变动是与2017年度相比的变动率；

注2：单位产品销售价格=VGRASS品牌主营业务收入/总销量；单位产品销售成本=VGRASS品牌主营业务成本/总销量。

## （二）2017年及2018年一季度毛利率下降主要系产品收入结构和单个产品毛利率波动的影响

产品收入结构和单个产品毛利率是决定毛利率的两个关键变量。采用因素分析法时，假定基期单个产品毛利率不变，用当期收入结构替换上期收入结构，得出当期收入结构变动对毛利率变动的的影响值；完成收入结构替换后，假定当期收入结构不变，用当期单个产品毛利率逐个替换基期单个产品毛利率，得出当期单个产品毛利率变动对毛利率变动的的影响值。

### 1、2017年毛利率相比2016年下降的原因分析

公司VGRASS品牌2017年毛利率为70.12%，相比2016年的70.31%下降0.19%，下降幅度较小，基本保持稳定。

2016年至2017年，公司VGRASS品牌各产品对毛利率的贡献情况如下：

产品	2016年 毛利率贡献 (基期)	2017年 毛利率贡献	毛利率贡献 变动	其中：收入结构 变动对毛利率 贡献的影响	单产品毛利率 变动对毛利率 贡献的影响
裙子	37.28%	36.13%	-1.15%	-1.26%	0.11%
上衣	13.87%	13.64%	-0.24%	-0.23%	-0.01%
外套	15.10%	15.99%	0.90%	0.96%	-0.06%
其他	4.06%	4.37%	0.30%	0.40%	-0.09%
<b>合计</b>	<b>70.31%</b>	<b>70.12%</b>	<b>-0.19%</b>	<b>-0.14%</b>	<b>-0.06%</b>

注：毛利率贡献=某产品毛利率×某产品销售收入占同期销售收入总额的比例。

如上表所示，相比2016年，收入结构变动导致2017年公司VGRASS品牌毛利率下降0.14%，单产品毛利率变动导致毛利率下降0.06%。

收入结构变动对毛利率贡献的影响主要系毛利率相对较高的裙子收入占比从2016年的51.97%下降至2017年的50.21%，对VGRASS品牌的毛利率贡献相应下降1.26%。

## 2、2018 年一季度毛利率相比 2017 年下降的原因分析

2018 年一季度公司 VGRASS 品牌毛利率为 67.72%，相比 2017 年全年的 70.12%下降 2.40%，主要系季节性因素导致的产品收入结构变动和单产品毛利率波动所致。公司 VGRASS 品牌 2017 年一季度毛利率为 68.14%，亦低于 2017 年全年毛利率 70.12%，2018 年一季度毛利率变动情形与 2017 年一季度相一致。

2017 年至 2018 年一季度，公司 VGRASS 品牌各产品对毛利率的贡献情况如下：

产品	2017 年 毛利率贡献 (基期)	2018 年一季度 毛利率贡献	毛利率贡献 变动	其中：收入结构 变动对毛利率 贡献的影响	单产品毛利率 变动对毛利率 贡献的影响
裙子	36.13%	26.90%	-9.23%	-8.51%	-0.72%
上衣	13.64%	12.96%	-0.68%	-0.31%	-0.37%
外套	15.99%	20.34%	4.35%	5.20%	-0.85%
其他	4.37%	7.52%	3.16%	2.67%	0.48%
合计	<b>70.12%</b>	<b>67.72%</b>	<b>-2.40%</b>	<b>-0.95%</b>	<b>-1.45%</b>

注：毛利率贡献=某产品毛利率×某产品销售收入占同期销售收入总额的比例。

如上表所示，相比 2017 年，收入结构变动导致 2018 年一季度公司 VGRASS 品牌毛利率下降 0.95%，单产品毛利率变动导致毛利率下降 1.45%。

### (1) 收入结构变动情况

收入结构变动对毛利率贡献的影响主要系季节性因素导致的产品销售结构不同。一季度外套类（大衣）和羽绒服、裤子等其他类产品的销售占比相对较高，对 VGRASS 品牌的毛利率贡献分别提高 5.20%和 2.67%；而毛利率相对较高的裙子一季度销售占比相对较低，销售占比较 2017 年全年的 50.21%下降 11.83%，裙子对 VGRASS 品牌的毛利率贡献相应下降 8.51%。

2017 年、2018 年一季度，公司 VGRASS 品牌产品销售结构如下表所示：

产品	2018 年一季度 收入占比①	2017 年 收入占比②	收入结构变动 ③=①-②
裙子	38.39%	50.21%	-11.83%
上衣	18.30%	18.73%	-0.43%
外套	31.19%	23.54%	7.65%
其他	12.12%	7.52%	4.60%
合计	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	-

## (2) 单产品毛利率变动情况

单产品毛利率变动对毛利率贡献的影响主要系 VGRASS 品牌各单产品毛利率有所下滑，其中裙子、上衣、外套的毛利率分别较 2017 年全年下降 1.87%、2.00% 和 2.72%，对 VGRASS 品牌的毛利率贡献相应分别下降 0.72%、0.37% 和 0.85%。

VGRASS 品牌单产品毛利率下降，一方面是由于为了快速处理过季存货，一季度冬季产品的打折促销活动相对较多；另一方面是由于公司对 VGRASS 运用更多高端进口面料，同时 2017 年下半年人民币兑欧元汇率有所下降导致面料进口成本有所增长，从而使得 2018 年一季度单位产品销售成本增速高于销售价格增速。

2017 年至 2018 年一季度，公司 VGRASS 品牌各产品毛利率情况如下表所示：

产品	2018 年一季度 毛利率①	2017 年 毛利率②	毛利率变动 ③=①-②
裙子	70.07%	71.94%	-1.87%
上衣	70.80%	72.80%	-2.00%
外套	65.22%	67.94%	-2.72%
其他	62.07%	58.09%	3.98%
合计	<b>67.72%</b>	<b>70.12%</b>	<b>-2.40%</b>

综上所述，公司 VGRASS 品牌毛利率基本保持稳定，2017 年及 2018 年一季度毛利率有所下降主要系季节性因素导致的产品收入结构变动和单产品毛利率波动所致，报告期内毛利率变动合理。

### 【核查意见】

我们主要履行了如下核查程序：

(1) 取得公司 VGRASS 品牌分季度、分产品的收入成本表，了解公司毛利率波动的原因；

(2) 对公司管理层进行访谈，了解报告期内公司业务及毛利率变动情况；

(3) 查阅公司 2018 年一季度报告、2017 年年度报告、2016 年年度报告和 2015 年年度报告。

经核查，我们认为：2017 年及 2018 年一季度毛利率有所下降主要系季节性

因素导致的产品销售结构变动和单产品毛利率波动所致,报告期内毛利率变动合理。



此页无正文，为江苏公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）《关于第十七届发审委对维格娜丝时装股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件审核意见的函的回复

江苏公证天业会计师事务所  
（特殊普通合伙）

中国·无锡

中国注册会计师

中国注册会计师

二〇一八年九月二十七日