

东方证券承销保荐有限公司
关于
上海凤凰企业（集团）股份有限公司关于发行股份购买资
产之中国证监会并购重组委会议审核意见的回复
之独立核查意见

独立财务顾问



东方证券承销保荐有限公司
ORIENT SECURITIES INVESTMENT BANKING CO., LTD

签署日期：二零二零年十一月

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2020 年 10 月 28 日发布的《并购重组委 2020 年第 48 次会议审核结果公告》，上海凤凰企业（集团）股份有限公司（以下简称“上海凤凰”、“上市公司”或“公司”） 发行股份购买资产获有条件通过，审核意见为：“请申请人进一步披露本次交易标的资产评估增值率高于可比交易案例的合理性和预测期较高销售增长率的可实现性。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。请上海凤凰企业（集团）股份有限公司予以落实，并在 10 个工作日内将有关补充材料及修改后的报告书报送上市公司监管部。”

根据贵会的要求，东方证券承销保荐有限公司已会同上海凤凰及相关中介机构对审核意见所列问题认真进行了逐项落实并书面回复，相关中介机构就相关问题进行核查并发表明确意见，上海凤凰同时对《上海凤凰企业（集团）股份有限公司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报告书》进行了补充和修订，请贵会予以审核。

如无特别说明，本核查意见中所涉及的词语或简称与《上海凤凰企业（集团）股份有限公司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之和在尾数上如有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

1、请申请人进一步披露本次交易标的资产评估增值率高于可比交易案例的合理性和预测期较高销售增长率的可实现性。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

落实情况：

一、本次交易标的资产评估增值率高于可比交易案例的合理性

本次评估标的公司的净资产及资产评估增值率情况如下：

单位：万元

标的公司	净资产	评估值	增值率	评估方法
天津天任	6,251.30	17,867.30	185.82%	资产基础法
爱赛克车业	7,262.89	48,400.00	566.40%	收益法
凤凰自行车	9,410.38	59,000.00	526.97%	收益法

本次评估范围内的三家标的公司中，天津天任的主要资产为厂房土地，本次以资产基础法的评估结果作为定价依据，评估增值的主要原因为其厂房建造时间较早，近年来的土地价格以及厂房重置成本上涨所致，具有合理性。

爱赛克车业和凤凰自行车选取收益法的评估结果作为定价依据，对于采用收益法，两家标的公司增值率较高的主要原因具体如下：

(一) 估值合理性

爱赛克车业与凤凰自行车主要从事自行车整车的研发、生产和销售。根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》（2012年修订），标的公司所属行业为“铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（C37）”。该行业中的自行车行业相关上市公司过去几年中未有过类似的收购或重组案例，由于自行车产品与消费类产品具有一定的相似性，故将对比范围扩大至并购重组过会的消费类行业平均。

2019年1月1日至2020年10月10日并购重组过会案例的标的公司平均市盈率水平如下：

项目	静态市盈率（评估价格/标的公司承诺的当年净利润）	静态市盈率（评估价格/标的公司承诺的三年平均净利润）

项目	静态市盈率（评估价格/标的公司承诺的当年净利润）	静态市盈率（评估价格/标的公司承诺的三年平均净利润）
全行业平均	14.67	11.39
消费类平均 ^注	15.36	12.15
爱赛克车业	14.50	11.87
凤凰自行车	14.01	11.30

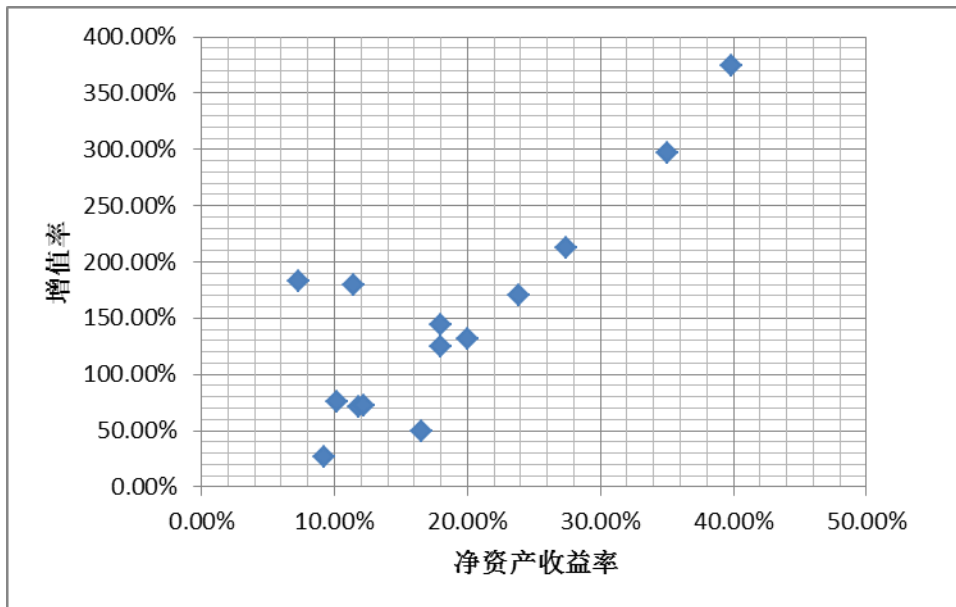
注：消费行业分类来源于中证指数

本次评估的两家标的公司的静态市盈率水平分别为 14.50 及 14.01，均低于全行业与消费类的平均市盈率水平。同时，考虑到爱赛克车业在日本自行车市场的行业地位及客户、品牌等核心竞争力，凤凰自行车在国内自行车市场的行业地位以及品牌、渠道等核心竞争力，本次评估的估值具有合理性。

（二）增值率高的原因

1、增值率与净资产收益率正相关性

从消费类公司 2019 年 1 月 1 日至 2020 年 10 月 10 日的过会案例来看，其评估增值率与净资产收益率存在明显的正相关性：



注：由于各案例评估基准日存在差异，案例净资产收益率按照首年承诺净利润/基准日所有者权益计算，其中：消费类可比公司的增值率均值为 150.74%，区间为[49.65%,374.11%]；净资产收益率均值为 18.63%，区间为[7.35%，39.83%]。

2、标的企业的净资产收益率影响评估增值率高低

评估增值率与市盈率的计算公式如下：

$$(1) \text{ 增值率} = (\text{评估结果} - \text{净资产}) / \text{净资产} \\ = \text{评估结果} / \text{净资产} - 1$$

$$(2) \text{ 市盈率} = \text{评估结果} / \text{首年净利润}$$

由 (1) + (2) 可以得到：

$$\text{增值率} = (\text{市盈率} \times \text{首年净利润}) / \text{净资产} - 1 \\ = \text{市盈率} \times (\text{首年净利润} / \text{净资产}) - 1 \\ = \text{市盈率} \times \text{净资产收益率} - 1$$

根据上述公式推导，即增值率实际上取决于市盈率及净资产收益率两项指标：即市盈率越高，增值率越高；净资产收益率越高，增值率越高。

前述本次评估涉及的两家标的公司的市盈率略低于行业平均，具有合理性。故本次评估两家标的公司的增值率较高主要原因是其净资产收益率高。

按照净资产收益率=首年净利润/净资产口径计算，本次评估两家标的净资产收益率情况如下：

单位：万元

标的公司	净资产	首年预测承诺净利润	净资产收益率（首年）
爱赛克车业	7,262.89	3,338.00	45.96%
凤凰自行车	9,410.38	4,211.00	44.75%

从两家公司的净资产收益率来看，显著高于可比案例的水平，故本次两家评估标的增值率较高的主要原因是其净资产收益率较高。

3、净资产收益率高的主要原因

(1) 净利润较高

爱赛克车业公司的净利润较高主要原因是其所处的日本自行车市场的利润较高且相对稳定。爱赛克车业 2019 年度的扣非归母净利润为 3,982.86 万元，考虑新冠疫情影响后的 2020 年首年预测承诺净利润为 3,338.00 万元，具有谨慎性及合理性。

凤凰自行车首年预测承诺 2020 年净利润为 4,211.00 万元，虽相对 2019 年的 1,943.28 万元有明显提升，但主要增涨点来源于共享单车业务以及童车业务的增长，从预测的完成情况来看，具有可实现性及合理性。

(2) 净资产相对较低

标的公司的净资产相对较低的主要原因是：

爱赛克车业及凤凰自行车虽然是自行车生产销售企业，但两家公司的主要生产用厂房及土地均采用租赁方式，从资产结构来看，固定资产比重较低同时由于爱赛克车业在日本自行车市场的地位以及凤凰自行车在品牌管理以及渠道管理的优势，两家公司对于供应商以及应收账款具有较强的管理优势，其运营所需的营运资金较低。因此，两家企业均属于轻资产公司。

此外，在评估基准日前，两家企业账面均存在一定的溢余资产，溢余资产并不增加标的企业未来的经营价值，而会增加本次收购的交易价格。因此，收购基准日前，经过交易各方友好协商，两家公司在保留了足够运营资金且不影响正常运营的前提下，进行了股利分配，分配金额分别为 5,000 万元及 7,000 万元。本次分红导致了标的公司的净资产显著降低。

两家标的公司的净利润水平较高，且评估基准日净资产较低的缘故导致两家公司的净资产收益率显著高于可比公司。

综上，两家采用收益法结论的标的公司本次资产评估增值率较高的主要原因是两家公司属于轻资产企业，同时盈利能力较高，导致净资产收益较高所致。从可比案例的估值水平与净资产收益率的相关关系以及整个增值率的计算过程可以看出，本次标的公司的资产评估增值率较高具有合理性。

二、预测期较高销售增长率的可实现性

（一）爱赛克车业

1、公司基本情况

爱赛克车业自设立以来一直致力于自行车的研发、生产与销售，成立十余年来一直深耕于日本市场，是日本中高端自行车领域重要的整车供应商。

2、日本的自行车行业情况

（1）由于日本有着较为悠久的自行车文化传统，日本自行车的人均保有量位于世界前列，每 100 人中约有 68 辆自行车。日本自行车的市场容量基本保持稳定，近年来小幅上涨，总体市场容量在 700 万辆左右。

根据日本自行车产业振兴协会的统计，2019 年日本自行车整体市场容量为 712 万辆，其中进口自行车 623.97 万辆，进口占比约 88%，从进口国来看，日本自行车进口主要来自中国、中国台湾地区。

（2）同时，由于日本多为丘陵地带，道路崎岖不平，加上老龄化比例较大，

电动助力车的推出，较好地减轻了日本国民的出行负担，近年来，日本电动助力车的市场不断扩大。根据日本自行车产业振兴协会的统计，日本电动助力车的销量从 2015 年的 46.78 万辆增长至 2019 年的 69.82 万辆，复合增长率达到了 10.53%。

日本的电动助力车的进口比例超过 50%，近三年进口电动助力车的复合增长率达到了 25%。

总体来说，日本自行车的市场规模稳重有升，近年来电动助力车的快速增长是日本自行车市场新的增长点。

3、爱赛克的竞争力

爱赛克车业主要面向日本的中高端自行车市场，报告期内自行车的年销量为 70 万辆，在日本自行车的市场占有率约 10%，占有率较高。爱赛克车业的竞争优势主要体现在以下几个方面：

（1）爱赛克车业的下游客户比较稳定，主要是祭本、穗高、坂本等日本知名的自行车生产企业和永旺这样的大型商超，爱赛克与下游客户均有多年合作的历史，与祭本、永旺、坂本的合作均超过了十年，双方均已经建立了相互信任、相互依赖的稳定合作关系。

（2）同时，爱赛克车业拥有日本知名的自行车品牌“丸石”，丸石已有 120 年的历史且在日本定位中高端。日本丸石与下游的商超客户如永旺保持了非常良好的合作关系，爱赛克车业直接面对终端客户，相较其他的以自行车制造为主的生产型企业来说，爱赛克车业能更好地了解终端客户的需求，研发和生产出更多符合消费者喜好的产品。

（3）最后，爱赛克车业具有一定的供应链优势，与自行车零部件的主要供应商如禧玛诺、金亨通等保持了良好的合作关系，能够更好地组织生产，即使在疫情期间自行车供应链供应较为紧张的情况下，也能保障正常生产，向下游客户及时供货。

综上，爱赛克车业的客户和供应商均比较稳定，均建立了相互信任的合作关系，自有的丸石品牌在日本自行车市场也具有较强的竞争力。

4、预测情况

（1）爱赛克自行车业绩预测的收入增长主要基于销售数量的增长，具体销

售情况预测如下：

销量（辆）						
项目	2020年5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	复合增长率
自行车	250,537	686,460	746,180	789,312	820,385	3.14%
电动助力车	9,211	22,000	29,000	42,000	51,000	36.32%
合计	259,748	708,460	775,180	831,312	871,385	4.07%

爱赛克车业预测自行车和电动助力车的销售总量从2019年到2024年销量有4.07%的复合增长率，总体预测增速处于正常水平。

（2）自行车：预测期销量的复合增长率为3.14%

自行车销售增长主要包括两部分客户的增长：一部分源自现有客户的增长，如祭本、坂本和穗高，上述客户在日本的市场占有率较高，其自身的销量增长将带动爱赛克的自行车销售增长；另外一部分是新增客户或潜在客户，如普利司通、大和、丸中等客户，爱赛克车业与大和自2019年开始合作，当年即实现销售28,303辆，预计未来还有一定的增长，普利司通和丸中预计未来的订单将达到4-5万辆。

（3）电动助力车：预测期销量的复合增长率为36.32%，与日本电动助力车的行业增速基本是符合的，整个预测期的销量从2019年度的10,833辆增长到2024年的51,000辆。

目前，爱赛克已与普利司通、大和等新客户在电动助力车方面进行了前期合作，已经开发了样品，并通过了普利司通相关的质量标准认定。普利司通和大和目前在日本的电动助力车市场占有率较高，爱赛克车业未来与他们合作，将会带来2-3万辆的电动助力车的销售增量。

根据爱赛克车业现有客户的需求和新增客户的潜在需求，爱赛克车业未来预计销售51,000辆电动助力车是可以实现的。

此外，由于爱赛克车业的电动助力车的历史销售数据基数较低，2019年度电动助力车销售仅10,833辆左右，导致整个预测期内电动助力车销量的综合增速为36.32%，相对较高，但实现51,000辆电动助力车的销售在日本电动助力车的市场占有率约7%，这与爱赛克车业在日本自行车行业的定位是相符的。

综上，爱赛克车业的业绩预测是合理的，也是较为谨慎的。

5、业绩可实现性

爱赛克车业 2020 年 1-8 月的销售完成情况及目前在手订单情况如下：

项目	2020 年 1-8 月	2020 年预测	完成比例	2020 年 在手订单	2021 年 在手订单
自行车销售数量 (万辆)	53.86	62.63	86.01%	18.89	13.00
电动助力车销售数量 (辆)	5,516	12,930	42.66%	6,000	2,000

(1) 自行车

2020 年 1-8 月，爱赛克车业自行车的实际销量数量为 53.86 万辆，占 2020 年全年预测销量的 86.01%；目前在手订单为 18.89 万辆，预计 2020 年度爱赛克车业实现销售 72 万辆左右。

(2) 电动助力车

2020 年 1-8 月，爱赛克车业电动自行车的实际销量数量 5,516 辆，占 2020 年全年预测销量的 42.66%。虽然目前完成数量相对不高，但每年的第四季度是日本自行车市场的销售旺季，结合目前在手订单 6,000 辆，预计 2020 年度爱赛克车业实现销售 12,000 辆左右，因此预计 2020 年度的业绩预测具有可实现性。

从 2020 年 1-8 月的完成情况和在手订单情况可以看出，爱赛克车业 2020 年度的业绩预测具有可实现性。

综上，爱赛克车业的业绩预测短期内已经实现，长期来看，爱赛克车业的业绩预测符合日本自行车行业的发展趋势和爱赛克车业的在日本自行车行业的市场地位，具有可实现性。

(二) 凤凰自行车

1、企业优势

(1) 凤凰是一家集设计、生产、销售于一身，以国内市场为主的综合性自行车生产企业。凤凰自行车具有两大竞争优势：①持有凤凰品牌的独家使用权，该品牌已有 120 年历史，有较高的市场知名度；②近年来凤凰自行车着重销售渠道的建设：主要分为内销、外销、线上及线下渠道。近年来随着消费习惯的转变，销售渠道中互联网销售的占比不断提高，而线上消费者更愿意购买凤凰这类品牌知名度较高的产品。

(2) 基于品牌与渠道的建设，凤凰自行车经历了快速的增长，2015 年至 2019

年，凤凰自行车销量从 213 万辆增长至 480 万辆，复合增长率达到 17%。目前，凤凰自行车占国内的自行车市场的份额约 7.5%。

2、所处行业情况

凤凰自行车的市场主要分为以下三类：

（1）整车

整车即传统意义的出行功能自行车。根据中国自行车协会的统计数据，2019 年中国自行车产量约 6,500 万辆，规模以上自行车企业实现利润 52.9 亿元，同比增长 11.9%。根据艾媒咨询统计数据，2019 年中国自行车规模达到 1,838.1 亿元，同比增长 14.29%。

（2）童车

A、从凤凰自行车的业务形态可以看出，业务范围已不仅停留在传统自行车范畴，而是延伸到各种新功能性的产品，童车是有代表性的品类，产品范畴已经扩展到平衡车，滑板车，滑步车和相关的衍生产品。

B、过去几年，我国童车市场规模呈现出稳定的增长，从 2016 年的 81.53 亿元增长至 2018 年的 111.5 亿元，复合增长率达到 16.94%，2020 年 1-8 月较上年同期的童车销量增幅达到了 46.40%，预计未来年度仍将保持较高的成长性。增长的主要原因是受到整体消费升级与产品迭代的影响，且童车同时具有玩具与快消品的属性，产品的复购率较高。

C、同时，凤凰自行车根据市场预期，依托自身品牌优势，积极布局各类与童车相关销售渠道，目前已在电商、团购等渠道取得了较大的突破，占整个童车市场份额较高。凤凰自行车过去两年童车的销售增幅达到 20% 以上，与市场的增长趋势相符。

（3）共享单车

共享单车于 2016 年开始兴起，2016-2017 年受资本推动的影响，整个行业经历了井喷式增长，由于部分企业经营模式粗犷，未能形成稳定的持续盈利能力，导致后期业务不能持续。整个行业在 2018 年出现拐点，在供需两侧均经历了洗牌，清除了无效的产能与投放需求。现阶段的共享单车特性如下：

A、共享单车已经形成了一个常态化的出行细分市场。政府、市场与公众对共享单车作为一种常态化的通勤模式形成了共识。随着行业竞争格局的稳定，目

前共享单车运营企业经营区域稳定，均采用精细化运营模式，行业的头部企业已经形成了较为稳定的盈利模式。目前，全国共有 360 余个城市投放了共享单车，我国共享单车注册用户数量从 2016 年的 0.3 亿人增长至 2019 年的 3 亿人，复合增长率达到 268.01%，共享单车市场规模从 12.3 亿元增长至 236.8 亿元，复合增长率达到 233.11%。

目前，全国共有正在运营的共享单车约 1,950 万辆，在不考虑增量的情况下，每年更新及迭代的投放量对现有市场容量的占比约为 25%-30%之间，所以共享单车存量市场的年更新率在 25%-30%左右，平均使用年限在 3-4 年。每年的市场更新需求辆约在 500 万至 600 万辆。

B、目前共享单车市场的竞争格局基本稳定，市场参与者主要是青桔、哈啰和美团，上述运营方的股东均具备较强的股东背景及资金实力，出行业务是上述参与者业务生态中的核心板块，共享单车未来具有持续的投入需求，未来业务持续性可期。

C、由于共享单车的制造标准较高，需要供应商与共享单车运营企业在研发、制造、售后等多个层面进行深入合作。目前，重要仅自行车行业的头部知名企业能参与共享单车的供应，市场进入门槛较高。同时，共享单车有较强的区域性特点，华东地区是共享单车投放的重点地区，未来该地区的市场需求较为稳定。凤凰自行车作为华东地区较大的自行车生产销售企业，未来的市场份额稳定。

D、共享单车的行业在 2018 年进入拐点后，作为共享单车主要供应方的自行车整车企业，也面临着结构调整的压力，部分中小企业由于资金链紧张难以持续经营，但另一方面，凤凰自行车作为行业内规模较大的领先厂商，在行业升级和调整之际，将更多资源投入到产品研发、工艺创新、渠道建设中，扩大了竞争优势，市场份额得到进一步提升，头部厂商的竞争优势逐渐扩大。

3、预测情况

凤凰自行车业绩预测的收入增长主要基于销售数量的增长，具体销售情况预测如下：

单位：辆

项目	2019 年度		2020 年度		2021 年度		2022 年度		2023 年度		2024 年度	
	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	

共享单车	313,874	998,990	218.28%	1,000,000	0.10%	1,000,000	-	1,000,000	-	1,000,000	-
童车	2,359,270	3,297,308	39.76%	3,786,072	14.82%	4,287,002	13.23%	4,775,289	11.39%	4,929,097	3.22%
整车	2,220,704	2,088,080	-5.97%	2,474,160	18.49%	2,597,526	4.99%	2,705,151	4.14%	2,746,900	1.54%
合计	4,893,849	6,384,377		7,260,232		7,884,528		8,480,440		8,675,997	

(1) 共享单车

由上述数据可知，短期来看：2020 年的预测主要是结合历史完成数据与在手合同订单的情况，预计 2020 年整个订单完成量在 100 万辆左右。

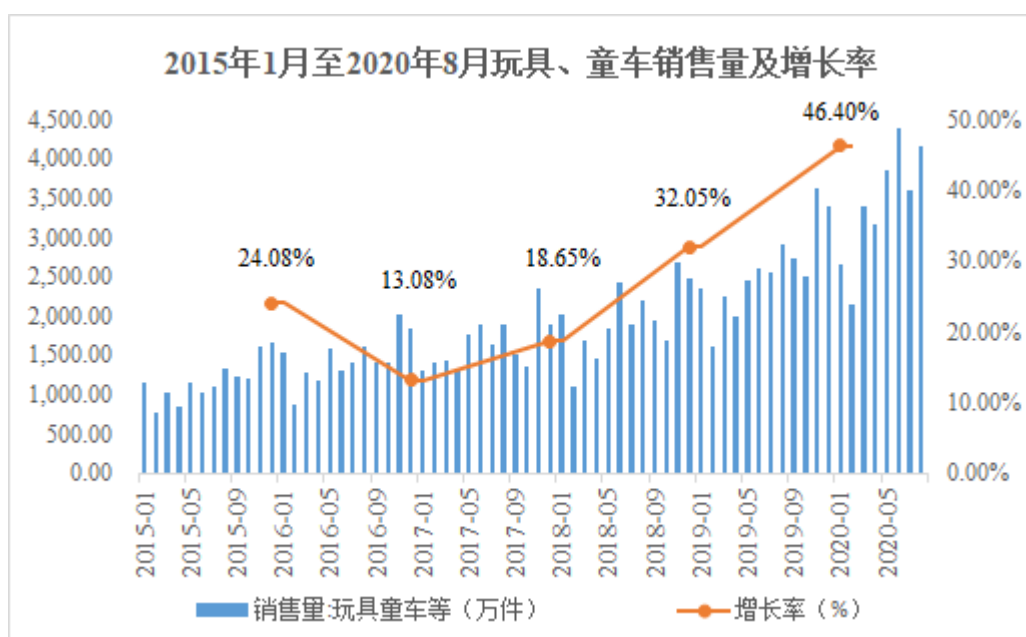
长期的预测：预测了共享单车现有存量市场每年的更新量，并结合凤凰自行车的市场占有率与共享单车的区域属性，整个预测期内的销量保持 100 万辆。上述预测中没有考虑共享单车市场的未来增量投放量而可能带来的销量增长。根据前述的市场情况，凤凰自行车的业务特点及市场占有率，共享单车的预测是合理且谨慎的。

(2) 童车

整体预测有较快的增长，主要依据为：1、凤凰自行车历史销售与增速情况；2、童车市场增长的情况；3、凤凰自行车在童车市场的份额，总体份额 15% 左右。

2020 年的销量预测增速为 39.76%，与 2020 年 1-8 月较 2019 年同期的市场实际的销量增长率 46.40% 是相符的。童车预测期后四年的平均增幅，低于行业的平均增幅。因此，童车的未来销量预测是谨慎和合理的。

过去 5 年童车市场的变化趋势如下：



数据来源：WIND

注：增长率为年度增长率，其中 2020 年为 2020 年 1-8 月较 2019 年同期的增值率

（3）整车

整车业务整个预测的平均增长率为 4%，低于行业平均增速。整车的预测主要是基于凤凰具有完备的线上渠道、品牌效应及行业的聚集效应；未对线下渠道做出增量的预测。根据凤凰自行车现有的市场份额，整车的预测谨慎合理。

4、业绩可实现性

凤凰自行车 2020 年 1-8 月的业绩完成情况如下：

单位：万辆

项目	2020 年 1-4 月实际	2020 年 1-8 月实际	2020 年预测	预测完成占比
自行车整车	60.97	162.20	208.81	77.68%
共享单车	32.26	78.20	99.89	78.29%
童车	80.51	240.20	329.73	72.85%
合计	173.74	480.60	638.43	75.28%

凤凰自行车 2020 年的 1-8 月的分别完成整车销售 162.20 万辆，完成率为 77.68%；共享单车销售 78.20 万辆，完成率为 78%；童车销售完成 240.20 万辆，完成率为 72.85%。同时结合现有凤凰自行车的在手储备订单合计约 208 万辆，凤凰自行车的业绩预测具有可实现性。

三、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

本次交易标的资产评估增值率高于可比交易案例具有合理性；预测期内，爱赛克车业与凤凰自行车各类产品在预测期内的收入增长主要受各类产品预测销售数量的增长影响，相关预测具有合理性，爱赛克车业与凤凰自行车未来的业绩增长具有可实现性。

(本页无正文，为《东方证券承销保荐有限公司关于<上海凤凰企业（集团）股份有限公司关于发行股份购买资产之中国证监会并购重组委会议审核意见的回复>之独立核查意见》之签章页)

法定代表人: 马骥
马 骥

项目主办人: 钟凌
钟 凌

董必成
董必成

东方证券承销保荐有限公司
2020年11月2日

