（上接 D53 版）

谦玛网络主要为基于品牌客户的营销需求，向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等服务。因此从业务角度属于新媒体营销行业，初选样本中龙力生物因已经退市，无法查询其并购时的相关信息；初选样本中小子科技、武汉飞游、长沙聚丰、微赢互动和博睿赛思业务更偏向软件营销与推广，与谦玛网络业务类型相似度较低；初选样本中冉十科技、日月同行业务类型偏传统互联网广告服务，与谦玛网络业务类型相近度不高，由此共 9 个可比交易案例符合筛选条件。如下：

上市公司	标的资产	主营业务类型
三维通信	巨网科技	业务偏新媒体营销和互联网营销
ST 中昌	云克科技	业务偏新媒体营销和互联网营销
南极电商	时间互联	业务偏新媒体营销和互联网营销
鸿利智汇	速易网络	业务偏新媒体营销和互联网营销
联创股份	鳌投网络	业务偏新媒体营销和互联网营销
星期六	遥望网络	业务偏新媒体营销和互联网营销
利欧股份	微创时代	业务偏新媒体营销和互联网营销
利欧股份	万圣伟业	业务偏新媒体营销和互联网营销
万润科技	万象新动	业务偏新媒体营销和互联网营销

2）成长性相似

上述 9 个可比交易案例中的标的资产和本次标的资产详细预测期内净利润复合增长率如下表所示：

单位：万元

上市公司	标的公司	详细预测期第 1 期净利润	详细预测期第 2 期净利润	详细预测期第 3 期净利润	详细预测期第 4 期净利润	详细预测期第 5 期净利润	预测期利润符合增长率
三维通信	巨网科技	9,299.60	12,999.51	16,999.41	19,320.79	20,023.34	21.13%
ST 中昌	云克科技	7,188.47	9,694.82	12,698.69	15,055.84	15,601.14	21.38%
南极电商	时间互联	8,979.09	11,345.30	13,149.40	14,431.77	14,936.23	13.57%
鸿利智汇	速易网络	7,534.18	9,482.82	11,578.53	12,935.60	14,134.04	17.03%
联创股份	鳌投网络	15,482.27	16,848.67	15,806.31	15,997.17	15,971.20	0.78%
星期六	遥望网络	20,686.71	25,835.43	27,581.67	25,678.71	26,164.87	6.05%
利欧股份	微创时代	7,124.68	9,202.18	10,428.11	11,473.01		17.21%
利欧股份	万圣伟业	18,560.25	23,008.97	26,760.38	27,432.12		13.91%
万润科技	万象新动	5,120.18	6,270.79	7,609.75	8,598.34	9,377.75	16.33%
元隆雅图	谦玛网络	6,492.26	8,101.40	10,090.87	12,515.95	14,532.15	22.32%

注：详细预测期第 1 期净利润指的是第一个完整会计年度预测期的净利润

根据上表所示，谦玛网络详细预测期净利润复合增长率为 22.32%，谦玛网络目前成长阶段仍处于具备较强增长动力的阶段，可比交易案例中鳌投网络和遥望网络预测期净利润复合增长率分别为 0.78%和 6.05%，远低于谦玛网络详细预测期净利润复合增长率，与谦玛网络目前的成长阶段相差较大，成长性可比度较低，不符合本次的筛选条件，除此之外其 7 个可比交易案例符合筛选条件。因此本次选取可比交易案例的数量为 7 个。

可比交易案例市盈率对比情况如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	100%股权评估价值	100%股权交易价值	业绩承诺期第一年承诺净利润	第一年业绩承诺动态市盈率
万润科技	万象新动	56,140.00	56,000.00	4,000.00	14.00
利欧股份	万圣伟业	207,222.71	207,200.00	14,800.00	14.00
	微创时代	84,624.66	84,000.00	6,000.00	14.00
三维通信	巨网科技	135,011.72	134,997.15	9,300.00	14.52
鸿利智汇	速易网络	90,086.32	90,000.00	6,300.00	14.29
ST 中昌	云克科技	100,552.29	100,500.00	7,200.00	13.96
南极电商	时间互联	95,615.77	95,600.00	6,800.00	14.06
	平均数				14.14
	中位数				14.00
本次评估	谦玛网络	91,053.53	91,000.00	6,500.00	14.00
前次评估	谦玛网络	35,453.43	35,200.00	3,200.00	11.00

注：动态市盈率 = 本次全部股权交易价值 / 业绩承诺期第一个完整会计年度承诺实现的净利润

上述上市公司收购同行业交易案例中，收购标的公司 100%股权交易价值对应第一年承诺业绩的动态市盈率平均值为 14.14、中位数为 14.00。本次评估谦玛网络 100%股权交易价值为 91,000.00 万元，对应第一年承诺业绩的动态市盈率为 14.00。从相对估值角度来看，本次交易中谦玛网络对应的动态市盈率与同行业公司平均水平相当，本次评估作价得出的市盈率具备合理性。

（2）市净率对比情况

本次交易中，可比交易案例市净率对比情况如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	100%股权评估价值	100%股权交易价值	评估基准日净资产	对应市净率
万润科技	万象新动	56,140.00	56,000.00	2,233.06	25.08
利欧股份	万圣伟业	207,222.71	207,200.00	7,457.98	27.78
	微创时代	84,624.66	84,000.00	4,919.84	17.07
三维通信	巨网科技	135,011.72	134,997.15	12,756.48	10.58
鸿利智汇	速易网络	90,086.32	90,000.00	8,269.78	10.88
ST 中昌	云克科技	100,552.29	100,500.00	3,249.50	30.93
南极电商	时间互联	95,615.77	95,600.00	592.88	161.25
	平均数(剔除时间互联)				20.39
	中位数(剔除时间互联)				21.08
本次评估	谦玛网络		91,000.00	5,382.83	16.91
前次评估	谦玛网络		35,200.00	3,498.91	10.06

注：市净率 = 全部股权交易价值 / 评估基准日标的资产归属于母公司所有者权益

如上表所示，南极电商收购时间互联对应市净率偏大，在计算时进行剔除。上市公司收购同行业交易案例中，收购标的市净率平均值为 20.39、中位值为 21.08。本次评估标的公司 100%股权交易价值 91,000.00 万元，标的公司净资产为 5,382.83 万元，市净率为 16.91，因此本次评估作价得出的市净率具备合理性。综上，标的公司本次评估结果与前次评估结果的差异具有合理性。

7、结论

通过上述分析，结合标的公司市场占有率、核心竞争力、所属行业发展趋势、客户稳定性、业绩增长的可持续性等，本次评估溢价水平是合理的。结合前次评估与本次评估标的公司的盈利状况、资产状况、市盈率、市净率、行业发展情况、同业可比公司情况，本次评估结果与前次评估结果的差异具备合理性。

上述内容已在《报告书》"第四章 标的资产基本情况"之"二、标的公司历史沿革"之"（十四）最近三年发生的增资及股权转让情况"之"3、本次与前次评估值差异较大的原因及合理性"进行补充披露。

二、在本次收益法评估过程中，预计标的公司 2021 年 -2025 年营业收入增长率分别为 23.60%、22.93%、20.40%、18.00%、15.22%。请你公司结合标的公司所属行业发展趋势、核心竞争力、在手订单数量等，说明 2021 年至 2025 年营业收入增长率的预测依据及合理性；

（一）预测收入增长率情况对比

根据本次交易评估报告，标的公司未来年度收入预测情况和增长情况如下表：

单位：万元

项目/期间	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
营业收入	65,574.17	80,610.94	97,053.51	114,525.27	131,959.87
收入增长率	23.60%	22.93%	20.40%	18.00%	15.22%

近年来上市公司收购可比标的案例中，标的资产预测期内营业收入复合增长率如下表所示：

序号	上市公司	标的公司	五年预测期内营业收入复合增长率
1	万润科技	万象新动	21.05%
2	利欧股份	万圣伟业	19.02%
		微创时代	22.59%
3	三维通信	巨网科技	21.28%
4	鸿利智汇	速易网络	23.70%
5	ST 中昌	云克科技	25.60%
6	南极电商	时间互联	20.54%
平均数			21.97%
	元隆雅图	谦玛网络	19.10%

根据上表所示，同行业可比公司五年预测期内营业收入平均复合增长率为 21.97%，标的公司五年预测期营业收入复合增长率为 19.10%，略低于同行业平均水平，营业收入增长率预测结果具备合理性。

（二）标的公司所属行业发展趋势

标的公司行业发展趋势详见本问题回复之"一、"之"（一）"之"3、新媒体营销行业发展趋势"。

新媒体营销是用户流量聚合于内容平台时代的营销模式。微信、微博、小红书、抖音、快手、B 站等自媒体流量平台不断涌现并吸引大量用户。活跃用户因平台内容而来，作为内容创作者的网红博主，所推荐的品牌和产品对其粉丝有良好的广告和引导购买效果，得到广告主越来越多预算的倾斜。美妆、快消、时尚品牌等细分领域引领新媒体营销的潮流，母婴、汽车、教育、金融、房地产等传统领域亦加速跟进。自媒体流量平台的发展，为新媒体营销行业带来持续发展机会，行业发展趋势向好，因此，营业收入增长率预测结果具备合理性。

（三）标的公司的核心竞争力

标的公司行业发展趋势详见本问题回复之"一、"之"（一）"之"2、标的公司的核心竞争力情况"。

标的公司核心竞争力其业务发展奠定了良好的基础，因此标的公司营业收入增长率预测结果具备客观依据和合理性。

（四）在手订单情况及客户拓展

根据行业惯例，标的公司与品牌客户签订的业务合同多为框架合同，具体根据客户下发的订单作为合作依据。2019 年、2020 年、2021 年 1-3 月签署的订单分别为 725 个、1480 个、659 个，其中 2021 年 1-3 月，新增客户 76 个。截至 2021 年 3 月 31 日，仍在执行的订单有 271 个，在手订单（在手订单是指已经签订合同但尚未结案的订单）合计金额 17,123.78 万元，预计 5 月底前基本执行完毕。根据行业惯例和标的资产历史订单执行规律，除年度执行订单，在手非年度订单的执行周期较短，一般为 1-2 个月。因此，结合当下在手订单数量以及订单执行周期的一般规律，标的公司全年具备较强的增长动力。已签订合同情况如下：

2021 年 1-3 月已签订合同份数	截至 2021 年 3 月 31 日尚在执行中合同份数	尚在执行中合同对应的预测收入（万元）
659	271	17,123.78

其中订单金额超过 200 万元的如下表：

行业	品牌名称	合同个数	合同金额（元）
互联网	阿里巴巴	2	7,458,599.00
美妆	娇韵诗、丸美、欧莱雅、爱茉莉、上海家化<w:footnote/> "上海家化"为上海家化联合股份有限公司的简称。<w:footnote/>、LV 集团<w:footnote/> "LV 集团"为酩悦·轩尼诗-路易·威登集团的简称，是国际著名奢侈品集团。<w:footnote/>	9	66,171,864.89
母婴	美赞臣、布鲁可积木	5	20,828,600.34
合计		16	94,459,064.23

另外，截至 2020 年 3 月 31 日，标的公司尚在执行的合同为 104 个，对应预测的收入约为 5340.44 万元，由此可见，与 2020 年同期相比，标的公司在 2021 年 3 月 31 日拥有的在手订单数量多 167 个，预测产生的收入金额多 11,783.34 万元。

综上所述，标的公司所属行业发展趋势向好、具有核心竞争力、在手订单数充沛，因此，标的公司 2021 年 -2025 年营业收入增长率的预测具有合理性。

三、报告书显示，标的公司 2017 年至 2020 年毛利率分别为 30.19%、33.36%、26.66%和 23.46%，2019 年和 2020 年毛利率较 2017 年和 2018 年大幅下滑，你公司认为主要原因是客户对线上营销市场的熟悉以及谦玛网络头部客户的逐步增加导致标的公司毛利率的下滑。请你公司结合标的公司业务开展情况、所属行业发展趋势、核心竞争优势、行业竞争格局、市场占有率以及可比公司情况等，详细说明标的公司报告期内毛利率持续下滑的合理性，以及在收益法评估中，你公司预测标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23%的理由是否充分，是否存在多计收入少计成本的情形；

2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年各分项业务收入和毛利率如下：

单位：万元

项目	2017 年			2018 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
以策略创意为核心的营销服务	4,610.64	38.14%	43.50%	5,768.52	31.48%	48.50%
以流量为核心的营销服务	7,479.35	61.86%	22.00%	12,558.30	68.52%	25.80%
新媒体账号运营服务						
合计	12,089.99	100.00%	30.19%	18,326.83	100.00%	32.93%
收入增长率	-			51.59%		

单位：万元

项目	2019 年			2020 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
以策略创意为核心的营销服务	2,261.46	7.27%	47.65%	5,187.82	9.62%	44.47%
以流量为核心的营销服务	28,669.73	92.23%	24.95%	48,311.90	89.62%	20.97%
新媒体账号运营服务	155.44	0.50%	47.03%	404.97	0.75%	51.03%
合计	31,086.63	100.00%	26.66%	53,904.69	100%	23.46%
收入增长率	69.62%			73.40%		

由上表可知：

1、自 2018 年以来，毛利率呈逐年下降趋势；

2、自 2018 年以来，营业收入呈逐年大幅增长趋势；

3、2019 年及 2020 年较之 2017 年和 2018 年，毛利率较低的以流量为核心的营销服务业务占营业收入总额的比例显著提高。

（一）报告期内毛利率持续下滑的合理性

1、毛利率较低的业务占比提升

2018 年之前，受资金规模限制，标的公司无法承接更多新媒体营销业务，承接订单时也会主动放弃低毛利订单，以提高资金使用效率和员工人效，在财务上体现为收入规模较小、毛利率较高。2018 年开始，上市公司控股标的公司，解决了标的公司的资金瓶颈问题，标的公司的资金实力的增强放宽了标的公司对订单毛利率的接受度，在财务上体现为收入规模迅速扩大、毛利率下降。因此，报告期与前两年相比，毛利率较低的以流量为核心的营销服务业务占营业收入总额的比例显著提高，拉低了标的公司整体毛利率。

2、业务开展情况

报告期内毛利率持续下滑与目前标的公司还处于业务快速发展期有一定的关系，2019 年以来，标的公司的业务量呈快速增长态势，2019 年营业收入同比 2018 年增长 69.62%，2020 年营业收入同比 2019 年增长 73.40%。标的公司的客户结构由原来的广告代理商为主，逐步发展为欧莱雅、阿里巴巴、娇韵诗、丸美、爱茉莉、金拱门、美赞臣、腾讯等大客户为主。这些企业因为业务体量大、业务持续性好、资信较好，所以议价能力较强，标的公司为了持续获得大客户提供的业务机会，会适度让利。近年来在客户拓展方面，标的公司优先选择大客户，随着大客户收入占比逐渐增大，在一定程度上降低了标的公司的毛利率。

3、所属行业发展趋势

从新媒体行业发展来看，随着媒体变迁，新媒体营销的业务经营情况也发生了一定的变化。现阶段需要行业内的企业具备更强的新媒体营销服务能力，基于客户的营销需求，更有效地向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等新媒体营销服务。随着新媒体营销业务的逐步发展，整个行业的上下游信息逐渐透明，客户对行业的了解、对价格的议价能力也在逐步增强，尤其是大客户一般规模较大、业务量较多，和新媒体营销企业合作持续性较好，新媒体营销企业通常都会给予一定的价格优惠，这也将导致毛利率有所降低。

4、核心竞争优势

在客户方面，经过多年的发展，谦玛网络已经与欧莱雅、阿里巴巴、娇韵诗、丸美、爱茉莉、金拱门、美赞臣、腾讯等优质客户建立了稳定的合作关系。这些优质客户对合作方服务能力和品质的需求较高，与其良好的合作将进一步提升标的公司的综合服务能力。为标的公司后续深挖客户需求、持续拓展优质的新客户提供了基础。

在媒介方面，标的公司积极构建流量矩阵，整合媒介资源。媒介供应商主要为微博、微信、抖音、快手、B 站、知乎、小红书、视频号等新媒体平台，以及国内知名 MCN 机构。目前标的公司与超过 500 家供应商紧密合作，旨在为客户提供更具创意、更具传播效果的营销服务。加之沃米优选作为供应商管理系统，可以有效为标的公司在媒介管理、筛选方面提供智能支持，为标的公司的进一步发展奠定了良好的基础。

在客户方面和媒介方面积累的竞争优势，使得在整体行业毛利下滑的情况下，延缓和减少标的公司毛利率的下降，为标的公司持续发展提供支撑。

标的公司所在行业有较大市场容量和发展空间，标的公司的核心竞争力是其可持续增长的基础和源动力。标的公司所在行业的竞争格局高度分散，大量中小规模企业为客户提供新媒体广告创意和媒介投放服务，具有一定采购规模优势的企业对毛利率有一定的控制力。

5、行业竞争格局与市场占有率

我国新媒体营销领域的行业集中度相对较低，市场竞争较为激烈。尽管标的公司已发展成为新媒体营销领域内具有一定综合竞争优势的企业，但随着互联网技术和模式的发展日新月异，移动互联网迅猛发展，基于互联网的营销形式也日趋丰富多样，客户对于新媒体营销行业的认识和要求也在不断提高，这就要求标的公司需要继续保持目前已有的核心竞争优势，持续提升技术水平、引进优秀人才、拓展优质客户、扩大业务规模、增强资本实力和抗风险能力，准确把握新媒体营销领域的发展趋势和客户对新媒体营销需求的变化，从而保持企业在新媒体营销行业的优势地位，持续增大市场占有率。一定程度上，行业市场竞争较为激烈，会导致短期内新媒体营销业务毛利水平的下降，但按照一般行业的发展规律来看，未来新媒体营销业务毛利率水平也将逐步趋于稳定。

6、同行业可比公司毛利率情况

（1）同行业交易案例毛利率对比情况

本次交易中，可比交易案例毛利率对比情况如下：

序号	上市公司	标的公司	详细预测期综合毛利率	永续期毛利率	毛利率变动趋势
1	万润科技	万象新动	20.83%	20.73%	-0.10%
2	利欧股份	万圣伟业	22.09%	22.14%	0.05%
3	三维通信	巨网科技	19.19%	19.24%	0.05%
4	鸿利智汇	速易网络	37.32%	35.27%	-2.05%
5	ST 中昌	云克科技	23.66%	22.52%	-1.14%
6	南极电商	时间互联	18.02%	18.03%	0.01%
7	元隆雅图	标的公司	21.62%	21.32%	-0.30%

如上表所示，上市公司收购同行业交易案例中，收购标的详细预测期综合毛利率区间水平为 18.02%-37.32%，平均数为 21.89%；永续期毛利率区间水平为 18.03%-35.27%，平均数为 21.37%，标的公司本次评估详细预测期综合毛利率为 21.62%，永续期毛利率为 21.32%，均位于可比交易案例毛利率水平区间内，与平均数相近。从毛利率浮动趋势来看，同行业交易案例毛利率较详细预测期综合毛利率变动区间为 -2.05%-0.05%之间，平均数为 -0.52%，本次评估永续期毛利率较详细预测期综合毛利率变动 -0.30%，与可比交易案例预测毛利率水平变动趋势相近。从估值角度来看，本次交易中标的公司预测毛利率与同行业公司毛利率水平相当，本次评估作价得出的预测毛利率具备合理性。

（2）同行业可比上市公司毛利率对比情况

上市公司名称	2020 年度	2019 年度
天下秀（红人营销业务）	23.39%	27.44%
省广集团（广告行业）	10.33%	15.04%
思美传媒（广告业）	7.34%	17.10%
三人行（广告投放代理）	17.89%	20.26%
华扬众联（互联网广告业务）	13.41%	11.75%
蓝色光标（全案推广服务）	13.63%	21.92%
平均值	14.33%	18.92%
标的公司	23.46%	26.66%

由上表可知，标的公司新媒体营销业务毛利率水平略高于行业平均水平。主要是由于目前可比上市公司中，天下秀主要侧重于 KOL 营销业务，与标的公司毛利率较为接近，其余大部分可比公司主营业务为传统广告业务或信息流方面的广告代理业务，毛利率普遍较低。主要原因在于，在新媒体营销时代下，代理产业链不同环节的价值分配在发生变化。传统代理公司的利益开始被上下游挤占，能够提供更高附加值的企业才可以获取更高比例的价值分配。从增值服务价值来看，广告主对于代理公司的服务需求不仅在于媒介撮合，更多在于内容创意的提供以及投放策略的优化。标的公司主营业务偏创意策略的营销服务，相较于传统广告业务或信息流代理业务，毛利率会更高。

综上所述，结合标的公司业务开展情况、所属行业发展趋势、核心竞争优势、行业竞争格局、市场占有率以及可比公司情况等进行分析，标的公司在报告期内毛利率持续下滑具有合理性。

（二）本次评估中毛利率预测的合理性

标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23%，呈现下降并逐步平稳的预测趋势的主要因素如下：

1、标的公司所属行业市场竞争因素

近几年随着新媒体行业的快速发展，加之传统广告企业转型等因素，进入新媒体广告行业的企业越来越多，新媒体营销行业企业间的竞争越来越充分，行业上下游的信息越来越透明。本次评估充分考虑了实际市场竞争情况，在预测期初适当考虑该因素的影响，在 2021 年至 2023 年考虑了下浮 0.5%-1.5%的毛利下降因素。

2、标的公司的客户结构将进一步优化

标的公司在经营策略上，一方面继续服务大客户，进一步夯实毛利基础；另一方面，标的公司将不断优化客户结构，服务各类中小客户，提供更多有价值的附加服务，进一步挖掘客户的需求，以助于毛利率以平稳的水平发展。

3、标的公司的自身议价能力因素

按照媒介投放服务发展规律，虽然近年来毛利率呈现下降趋势，但是未来随着采购能力的提升及采购量的持续增加，标的公司对供应商的议价能力将会增强，受益于集中采购的规模化效应，以流量为核心营销服务的毛利率将会趋于稳定，故在预测期中后半段保持和预测期初相当的毛利率水平。

4、标的公司的未来业务结构合理布局，提供附加值更高的服务

标的公司策略创意为核心的营销服务具有较高的毛利率，在未来继续提升以策略创意为核心的业务比重，将会有助于提升标的公司的总体毛利。随着市场化的发展以及品牌对于流量的精细化运营，以流量为核心的营销服务也在逐步整合，选择具有创意、策略、内容、投放、数据为一体的服务是品牌的诉求，属于非标准化服务产品。此类服务中，创意策略服务基于标的公司拥有扎实的创意策略团队和对客户产品的理解非常符合客户需求，未来标的公司通过将在流量为核心的营销服务中注入更多策略创意元素，来进一步保证其毛利率空间。因此基于服务内容的延伸，以流量为核心的新媒体营销服务将会更加重视内容和创意，增加服务溢价，其总体毛利率在未来也将稳定，不会持续地降低。

综上所述，结合标的公司业务开展情况、所属行业发展趋势、核心竞争优势、行业竞争格局、市场占有率以及可比公司情况等，标的公司报告期内毛利率持续下滑是具有合理性的；结合预测标的公司所属行业发展趋势及可比公司情况等，标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23%是具备合理性的；以及结合本次标的公司毛利率预测水平符合标的公司自身的战略发展和行业发展水平，毛利率预测水平具备合理性，不存在多计收入少计成本的情形。

四、在本次收益法评估过程中，预测 2021 年度"营运资金变动"项为 -2,063.42 万元，2022 年度至 2025 年度分别为 3,080.58 万元、3,353.81 万元、3,613.69 万元以及 3,606.00 万元，请你公司说明 2021 年度预测营运资金变动金额显著低于未来其他年度的原因及合理性；

本次评估中，2020 年基期营运资金为 15,702.62 万元，预测期第一年 2021 年营运资金为 13,639.19 万元，营运资金变动金额为 -2,063.42 万元。2021 年营运资金变动的主要原因是 2021 年是预测第一年，在营运资金需求测算中考虑了基准日标的公司实际营运资金的情况，同时结合标的公司的经营规划和发展趋势。具体影响情况和原因有以下几点：

（一）货币资金的影响

2017 年 -2020 年营业收入、货币资金和货币资金周转次数情况如下表：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	12,093.52	18,326.83	31,086.63	53,052.24
货币资金	1,315.64	725.83	1,260.30	3,374.60
货币资金周转次数	9.19	17.95	31.30	22.89

注：2020 年货币资金余额已剔除 951.48 万元非经营资产，系利多多存款。

货币资金周转次数 = 营业收入 /AVERAGE（期初货币资金余额 + 期末货币资金余额）

由上表可知，标的公司 2017 年 -2019 年的货币资金余额并未随着业务的扩张而增加，呈弱相关性，2020 年货币资金的余额为 3,374.60 万元，显著多于 2017-2019 年平均余额 1,100.59 万元。

2020 年标的公司月均货币资金余额情况如下表：

单位：万元

月份	货币资金月末余额
2020 年 1 月	1,205.27
2020 年 2 月	1,070.12
2020 年 3 月	1,020.21
2020 年 4 月	3,584.02
2020 年 5 月	861.76
2020 年 6 月	2,351.23
2020 年 7 月	1,935.47
2020 年 8 月	994.73
2020 年 9 月	1,924.68
2020 年 10 月	2,591.34
2020 年 11 月	4,887.62
2020 年 12 月	4,327.00
月平均额	2,229.46

由上表可知，2020 年 1-12 月货币资金月平均额为 2,229.46 万元，说明常规情况下，企业日常经营所需的货币资金在 2,000.00 万—2,500.00 万之间。

2020 年货币资金余额较以往年度增加较多是由于标的公司年中现金流较为紧张，向银行进行了 2,480.00 万的短期借款，2020 年 11 月、12 月由于现金流回暖，导致账面货币资金余额变大，而借款尚未到期，未偿还借款，故 2020 年货币资金余额较以往年度增加较多。具体借款情况和还款时间如下：

单位：万元

银行	还款时间	借款金额
北京银行	2021/2/28	500.00
招商银行	2021/3/16	1,000.00
招商银行	2021/3/26	490.00
招商银行	2021/4/9	490.00

标的公司日常经营所需的货币资金在 2,000.00 万 -2,500.00 万之间，本次 2021 年货币资金按照 2019 年和 2020 年的货币资金周转率进行测算得出标的公司日常经营所需现金金额为 2,419.88 万元，位于合理区间范围内。

根据本次收益法评估模型，即：

股东全部权益价值 = 经营性资产 + 溢余资产 + 非经营资产 — 付息债务

营运资金变动影响经营性资产价值，同时股东全部权益价值要扣减付息债务，由前文叙述可知，期末借款未偿还导致货币资金余额相对较多。本次对于货币资金和付息债务的余额变动对本次收益法评估结果进行敏感性分析如下：

金额单位：人民币万元

项目	减少 2000 万借款	减少 1000 万借款	基准	增加 1000 万借款	增加 2000 万借款
付息债务	6,387.23	7,387.23	8,387.23	9,387.23	10,387.23
货币资金	2,326.08	3,326.08	4,326.08	5,326.08	6,326.08
第一期营运资金变动	-650.92	-1,315.35	-2,063.42	-2,867.33	-3,710.35
评估结果	92,140.53	91,527.53	91,053.53	90,671.53	90,354.53
评估结果变动	1.19%	0.52%	0.00%	-0.42%	-0.77%

由上表可知，货币资金随付息债务增加而增加，呈同比同方向变动；付息债务每减少 1,000.00 万，收益法评估结果增加 0.52%，造成该变动的原因主要是营运资金变动折现的影响，如不考虑折现因素，评估结果不会发生变化。因此假设前文 2,480.00 万的短期借款在基准日偿还，对评估结果亦不会造成重大影响。

（二）往来账期的影响

标的公司的业务是 To B 业务模式，主要客户为美妆、快消、电商、互联网、母婴等细分领域的大客户，收入一般有 3 个月左右的账期，客户确认项目执行完毕后开始计算账期，到期支付。在收入持续增长的情况下，年末应收账款也将增加，年末应收账款与第四季度的收入密切相关，标的公司的业务主要为线上开展，配合品牌在线上的传播及其电商销售，由于第四季度有双十一、双十二、圣诞、元旦等电商购物促销节，所以第四季度占全年收入比例较高，形成了应收账款持续大幅增长的情况。具体情况如下：

单位：万元

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 E
营业收入	18,326.83	31,086.63	53,904.69	65,574.17
应收款项	8,885.66	9,228.93	16,568.17	17,381.56
收入增长率		69.62%	73.40%	21.65%
应收款项余额增长率		3.86%	79.52%	4.91%
应收款项周转率		3.43	4.11	3.77

注：应收款项周转率 = 本期营业收入 ÷ /AVERAGE（期初应收款项余额 + 期末应收款项余额）

由上表可知，2020 年营业收入为 53,904.69 万元，营业收入增长率 73.40%，应收款项余额为 16,568.17 万元，应收款项余额增长率为 79.52%，应收款项余额增长率高于营业收入增长率，较以前年度应收款项余额增长率增幅较大。2021 年预计收入增长率为 23.60%，预计应收款项余额增长率为 4.91%，应收款项余额的增长率低于收入增长率。

经测算，2021 年应收款项根据 2021 年营业收入以及应收款项周转率确定，其中应收款项的周转率以 2019 年和 2020 年周转率的均值确定，测算结果显示 2021 年应收款项余额较 2020 年末增长 4.91%。2020 年应收款项增长水平显著高于 2019 年，经分析，导致上述情况的原因是前文所述 2020 年四季度业务旺季。2021 年测算应收款项余额增长水平低于 2020 年的增长水平，主要原因是标的公司根据业务发展规划，采取相关措施加优化应收款项的回款周期。具体情况如下：

标的公司下游客户主要包括美妆、快消、电商、互联网、母婴客户等行业国内外知名企业，标的公司在与客户签署销售合同时，通常会根据客户的经营状况、资信水平、双方谈判等因素，对客户给予一定的信用期限。

按销售模式列示回款周期及结算方式如下：

销售模式	回款周期	结算方式
直接销售	15-120 天	银行汇款/商业承兑
渠道销售	60-90 天	银行汇款/银行承兑

由上表可知，直接客户的回款周期一般在 15-120 天，渠道客户一般在 60-90 天，但由于渠道客户开票时间距离应收账款确认时间较长，因此按照应收账款确认时点计算，其回款期可能在 6 个月及以上，相比较而言，直接客户回款周期按照应收账款确认时点计算通常在 1-6 个月。

标的公司未来根据自身业务特点，在客户选择上将减少渠道客户收入占比，持续增加直接客户，有利于应收款回款周期变好。并且标的公司未来将持续加强客户准入管理，尽量筛选质地优良的客户进行项目合作，完善催款制度，加快项目结案验收进度，有效地缩短客户结算回款周期。

在供应商账期管理上，标的公司将完善供应商管理制度，进一步优选合作伙伴，良好地把握付款节奏，控制应付账款余额的增长。

综上所述，标的公司通过优化回款周期，既降低了经营风险，也保证经营性现金流状况较好。2020 年度标的公司经营现金流净额远小于净利润，上年度形成的利润随着应收账款的收回会增加经营现金流，从而使得整体营运资金需求减小，相应需要额外增加补充营运资金需求大大降低。

通过上述分析，2021 年度预测营运资金变动金额显著低于未来其他年度具备合理性，符合标的公司实际经营状况。

五、本次收益法评估过程中，采用的折现率为 12.34%，前次评估的折现率为 12.70%，请你公司补充披露两次评估折现率差异的原因，并分析本次交易的折现率低于前次评估折现率的原因及合理性；

本次评估中，标的公司收益法评估中所使用的折现率为 12.34%；前次评估中，标的公司收益法评估中所使用的折现率为 12.70%。两次评估中计算折现率所采用的参数对比情况如下：

序号	项目	前次交易	本次交易
1	D/E	3.30%	36.08%
2	平均无财务杠杆 β	0.8475	1.0452
3	所得税率	15.00%	8.79%
4	财务杠杆 β	0.8713	1.3891
5	无风险报酬率	3.48%	3.14%
6	风险溢价	6.28%	7.29%
7	行业特有风险	4.00%	2.00%
8	股权资本成本（CAPM）	12.95%	15.27%
9	债务成本	5.87%	4.65%
10	WACC	12.70%	12.34%

（一）无风险报酬率的确定和分析

本次评估无风险报酬率为 3.14%，低于前次交易无风险报酬率 3.48%，系不同基准日的无风险报酬率变化所导致的。

（二）市场风险溢价的确定和分析

本次评估市场风险溢价确定为 7.29%，高于前次交易市场风险溢价 6.28%，前次交易市场风险溢价采用其他成熟资本市场风险溢价调整得出，本次评估市场风险溢价采用中国证券市场指数测算市场风险溢价得出。该变化主要是由于 2021 年 1 月中国证监会发布的《监管规则适用指引——评估类第 1 号》中对市场风险溢价的要求，一般主营业务在境内的，应当优先选择中国证券市场历史风险指数测算市场风险溢价。

（三）贝塔（Beta）系数的确定和分析

本次评估根据 WIND 资讯行业分类广告行业上市公司分类选取几家可比公司计算行业平均剔除财务杠杆 β。如下：

上市公司	剔除财务杠杆 β
蓝色光标	0.9779
华扬联众	0.8401
省广集团	1.1588
天下秀	1.168
腾信股份	0.9698
思美传媒	1.1564
平均	1.0452

按照上述标准选择的可比公司的平均剔除财务杠杆 β 为 1.0452。

前次评估根据