

对《关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函》 的回复

问题 1：申请材料显示，上市公司现有的主营业务为凹印油墨等油墨产品的技术开发、生产与销售。本次发行收购标的公司北京九域互联科技有限公司为管理的媒体渠道提供程序化广告推送服务；标的公司北京普菲特广告有限公司为来自金融、汽车等行业的客户提供创意策划等一系列定制化营销服务。上市公司与标的公司分属不同行业，请申请人说明是否具备开展相关业务所必要的的能力或资源储备，并充分披露重组后上市公司业务整合风险。请保荐机构发表核查意见。

回复：

一、乐通股份本次战略转型的背景

（一）本次战略转型的原因及愿景目标

自成立以来，乐通股份作为国内高端油墨生产制造的龙头企业，积累了一大批饮料食品、电子电器、家居等领域的客户。2009 年首发上市后，乐通股份作为国内高端制造业代表，运用资本的力量极大促进了主业的发展，为投资者创造了良好的收益。但近年来，国内外经济发展疲弱对传统产业的冲击较大，乐通股份业绩受到产业链下游客户增速放缓的影响。公司管理层一直在思考适合自身的转型之路，希望凭借多年来积累的行业资源和集团管理能力，通过外延并购方式，迅速切入高速成长的新兴行业，丰富产品结构，重新审视与下游客户的商业合作关系，由单一的产品制造商转变为企业级服务提供商。

经过一系列的研究，公司决定以数字营销为业务转型切入点，主要原因为：

1、公司下游客户为企业级客户，转型的方向需要针对其需求转变而调整，解决客户在现行经济环境下转型的痛点。公司产业链下游以快消品、家居等传统企业为主，属于渠道为王的业态，近年来随着数字化媒体的普及、年轻消费人群获取信息方式的转变，传统企业面临较大的传播渠道升级压力，需要从以生产为中心转变为以客户为中心，通过数字化的渠道传播品牌价值、记录消费者快速迭

代的需求、根据需求迅速调整产品的设计和品质，进行精细化运营和反向生产。因此，公司希望围绕终端用户对下游客户提出的产业需求进行业务布局，丰富产品线组合，像 IBM、摩托罗拉等优秀的企业级服务提供商一样，持续不断地为客户创造价值。

2、通过上述的思考，公司决定以数字营销作为本次战略转型的切入点。一方面，公司下游客户多为快消品、家居等传统企业，或称为大型品牌广告主，该类客户每年的广告投放预算巨大，过去的投放渠道以传统的电视、纸媒为主，（移动）互联网时代下消费主力的触媒形式发生变化，线上渠道的价值逐步凸显，投放的预算开始向线上迁移，例如，2014 年宝洁宣称其广告预算中 70%以上用于数字营销的程序化购买。因此，公司认为可以充分运用现有客户资源，通过外延式并购植入数字营销业务，短期内获得优秀的团队人才，在提供油墨作为客户产品的传播介质之外，还提供了客户产品到达用户视野的“最后一公里”服务。另一方面，数字营销行业正处于高速发展期，2014 年度国内数字营销市场规模达到 1,540 亿元，同比增长 40.0%；2015 年整体规模超过 2,000 亿元，未来两年市场规模仍保持较高水平。因此，植入数字营销业务也有利于公司短期内提升报表利润，平滑油墨产业行业调整期的阵痛，为股东持续创造回报。

综上，公司本次转型的愿景为：通过外延式并购迅速切入数字营销产业，配合下游客户传播渠道升级的需求，提供包括营销介质、创意策划、数字推广等一站式数字营销解决方案，并运用数字渠道对消费者消费轨迹的可追溯性，引导品牌广告主客户进行精细化运营，深度参与客户供应链升级过程，致力于成为数字营销及供应链升级整合解决方案的服务商。

（二）本次战略转型的执行层面介绍

尽管确定了战略转型愿景，公司仍采用了循序渐进的发展策略，避免转型失败的风险。首先，公司于 2015 年 5 月以现金收购了国内优秀的数字营销服务商轩翔思悦，以渠道在线化迈出了“互联网+”战略升级的第一步。本次非公开，公司拟收购普菲特和九域互联两家业务及资源互补的数字营销公司，进一步扩充数字营销产业链团队。有上述三支优秀的数字营销团队为基础，通过本次非公开募集的资金建设数字银行、互联网广告交易平台、移动数字营销平台及媒体创意

制作平台等项目，进一步深化在数字营销领域的布局，形成从创意策划、数据挖掘、精准投放、媒介整合、效果监测的全方位服务闭环，凭借“高端生产+创意策划+数字推广”三驾马车并驾齐驱，打造综合性营销服务平台，成为多元媒介流量管理专家（如下图）。



从 2015 年 5 月份收购轩翔思悦以来，公司现有的“油墨生产+数字营销”两项业务运转良好已超过半年的时间，轩翔思悦业绩呈现出良好的增长。通过一段时间整合，乐通股份的客户也逐渐认可了公司数字营销服务的能力，并开始与普菲特开展业务合作。

（三）本次战略转型履行的决策程序

2015 年 4 月 28 日，乐通股份第三届董事会战略委员会召开 2015 年第一次会议，在充分讨论了公司进军互联网、数字营销领域，进行业务转型的背景、可行性以及对公司原有业务的影响后，一致同意公司在传统行业的基础上，进行“互联网+”的战略转型。

2015 年 4 月 30 日和 2015 年 5 月 19 日，乐通股份分别召开第三届董事会第十六次会议和 2015 年第一次临时股东大会，审议通过了《关于以现金支付方式收购北京轩翔思悦传媒广告有限公司 75%股权的议案》，决定以现金 27,300 万元收购轩翔思悦 75%股权，独立董事就该项收购事项发表独立意见，同意本次收购。

2015 年 5 月 25 日，乐通股份第三届董事会战略委员会召开 2015 年第二次会议，充分讨论了公司通过非公开发行股票募集资金收购数字营销领域企业进行业务转型的计划，同意以非公开发行股票的方式收购企业九域互联和普菲特的股份，并进行完善数字营销产业链的募投项目布局。2015 年 5 月 27 日和 2015 年 6 月 30 日，乐通股份分别召开第三届董事会第十六次会议和 2015 年第二次临时股东大会，审议通过了本次非公开相关的方案。

2015 年 11 月 27 日，乐通股份召开第三届董事会战略委员会 2015 年第三次会议，会议认为，近期国内资本市场环境虽然发生较大变化，但公司坚持进行业务转型的总体战略不变，同意公司通过调整非公开发行股票方案的方式继续推进原定的转型方案和计划。2015 年 11 月 29 日和 2015 年 12 月 18 日，乐通股份分别召开第三届董事会第二十次会议和 2015 年第三次临时股东大会，审议通过了方案调整后的非公开发行相关决议。

综上，乐通股份本次的战略转型思路是经过管理层慎重论证后做出的，并经过上市公司股东大会审议通过，决策过程谨慎、程序完备合理。

（四）A 股公司业务转型成功案例介绍

目前已有较多 A 股上市公司因传统行业进入调整期，运用资本市场进行外延式收购或募集资金自建项目等方式谋求转型，有效维护中小股东的利益。截至本回复出具日，A 股部分传统行业转型数字营销案例如下：

序号	公司名称	原主业	收购项目	转型后成就
1	明家科技	电涌保护产品的研发、生产和销售	2014.9 购入金源互动 100%股权； 2015.6 购入微赢互动 100%股权；购入云时空 88.64%股权	进入移动互联网营销领域，截止 2015 年第二季度，新购入金源互动实现销售收入 32,584.36 万元，收入占比 86.95%；实现净利润 5,420.04 万元，净利润占比 91.11%；为公司产业升级转型奠定了坚实的基础
2	天龙集团	油墨化工	2014.9 购入广州橙果广告有限公司 60%股权； 2015.4 购入煜唐联创 100%的股权	互联网营销板块业务的出色表现提振公司整体业绩，2015 年前三季度互联网营销板块为公司贡献净利润 2,875.77 万元。集团数字营销布局已初步形成，借助于布局数字营销行业实现公司扭亏为盈；
3	实益达	EMS 和 LED 商业照明	2015.7 收购顺为广告、奇思广告、利宣国际广告三家公司 100%股权	除了收购项目外，该重组融资 17,000 万元，用于数字创意交易平台项目、移动媒介交易平台项目建设

二、乐通股份开展数字营销相关业务的能力及资源储备

（一）通过收购轩翔思悦后的良好整合，公司已经形成了“油墨制造+数字营销”双轨并行的业务结构，具备了进一步在数字营销产业链上扩张的基础

公司通过先行用现金控股收购轩翔思悦，迅速拥有了一直优秀的数字营销团队。轩翔思悦成立于 2010 年，是国内优秀的互联网广告投放营销专家。收购后通过半年以上的整合，公司已经形成了“油墨制造+数字营销”双轮驱动的业务格局。根据未经审计利润表，轩翔思悦 2015 年实现净利润超过 3,500 万元，远超 2,800 万的业绩承诺。

根据上市公司第三届董事会第二十三次会议决议，公司董事会聘任轩翔思悦总经理肖诗强为乐通股份副总经理，进入公司核心管理层，参与未来公司业务转型的决策。此外，乐通股份通过向外界和客户不断传达转型的信息，使客户逐步认可了公司数字营销服务的能力，通过公司的商务拓展，本次拟收购的标的公司普菲特已经与公司原有的食品、饮料、家电等行业的品牌客户签订了合作协议或达成了合作意向，为其提供数字营销服务。

综上，通过前期对轩翔思悦的收购及整合，公司已经证明了自身整合数字营销业务的能力，具备进一步在数字营销产业进行深度布局的基础。

（二）乐通股份实施本次非公开的资源储备

由于本次非公开涉及金额及转型力度较大，为了保证项目的顺利实施，公司已在团队、技术资源等方面有了储备。此外，本次现金认购部分由实际控制人全额认购，保证收购的顺利完成及建设项目的落地，具体如下：

1、团队方面的储备

首先，本次非公开完成后，公司将拥有三支优秀的数字营销团队，轩翔思悦团队拥有对接丰富媒介资源的能力，对媒介属性和投放策略较为熟悉；九域互联具有整合长尾流量的能力，并以精准投放的技术见长；普菲特团队拥有优秀的全案创意策划能力，具有丰富的搜索引擎广告投放经验。上述经验除了保证三个标的公司自身业务持续发展以外，也是本次非公开媒体创意制作平台、数据银行、互联网交易平台等自建项目顺利开展的团队基础，负责在建项目前期团队筹建、人才培养、项目设计指导等方面的工作。此外，本次非公开在建项目已预留足够资金向市场公开招聘相关人才。

其次，为了保证三支团队的稳定运作，为上市公司持续创造盈利。三个标的公司的股东（核心管理层）已经承诺，在本次交易完成后 60 个月内仍会在公司任职，非公开获得的股票三年不能解禁。同时，如果业绩承诺期内实现的净利润超过了累计承诺利润，超出部分的 50%上市公司承诺将奖励给标的公司的管理团队。

最后，为了保证公司治理结构更加完善，增加新增数字营销业务的管理人才，公司董事会已经任命轩翔思悦总经理肖诗强为公司副总经理，负责数字营销相关业务决策。根据申请人董事会出具的说明，在完成本次发行后，在董事会改选董事时，董事会将严格依照《公司法》和《公司章程》的规定，提名至少 1 名标的公司人员为公司董事会董事候选人。根据申请人实际控制人、董事长兼总经理张彬贤出具的《说明》，其将在完成本次发行后，提请董事会从北京九域和普菲特的管理团队中各聘任一名高级管理人员。

2、资金方面的储备

本次非公开发行人需要募集超过 24 亿元资金，除了支付现金对价外，剩余部

分用于建设数据银行、互联网广告交易平台、移动数字营销交易平台、媒体创意策划中心等项目，资金储备较为充足。

3、技术资源的储备

本次非公开在建项目中，媒体创意策划平台项目需要广告全案制作技能储备，例如广告创意策划、美工等，普菲特作为创意策划营销新锐企业，拥有相关的全案创意策划能力；而九域互联是精准投放专家，可以为数字银行等精准投放项目建设提供技术指导；此外，本次非公开自建项目中，需要对外采购优质媒体，轩翔思悦拥有众多对接媒介资源的渠道，甄别能力较强。

4、控股股东的支持

本次非公开认购中，现金认购部分全部由控股股东刘秋华认购，凸显了控股股东对公司战略转型的决心以及支持。

故发行人在本次募投建设项目实施前，已对开展相关业务所必要的人员、技术和资源进行了必要的储备。

三、截至目前数字营销与公司现有资源的整合效果

经过一段时间的商务拓展及对数字营销业务的整合，公司已经通过积累的传统广告主资源开展数字营销业务。通过上市公司层面的商务对接，截至本回复出具日，普菲特已经和 12 家公司传统行业广告主签署了数字营销业务投放合同，取得了良好的整合效果。

四、本次非公开收购的业务整合风险

数字营销行业作为一个迅速崛起的新兴行业，具有行业变化快、技术要求高、人才资源紧缺、对媒体和客户资源依赖高等特点，与公司原有传统业务的行业特点、经营模式、管理方法存在较大差异。尽管公司已经通过现金收购，控股了轩翔思悦，涉入数字营销行业，经过半年以上的整合，业务发展良好。但是本次非公开发行金额涉及较大，上市公司传统油墨业务和数字营销业务在客户类型、技术特点、产业链上下游关系等方面存在差异，收购后三家数字营销公司的团队文化整合也将面临一定的调整期，如果上市公司对上述业务及团队不能进行顺利整

合或者整合效果不及预期，则公司将面临收购标的业绩未达预期或在建项目效益未达预期的风险。

五、中介机构意见

经核查，保荐机构认为：本次业务结构转型升级是上市公司在传统油墨行业进入行业调整期的背景下，结合公司拥有的资源及优势，顺应行业发展方向的重要战略举措。由于本次非公开战略转型是结合了现有 A 股传统企业转型经验、公司自身资源禀赋、结合公司战略愿景制定，并通过公司治理层和股东大会审议通过，实施可行性较强。此外，上市公司实施本次战略转型的募集资金全部源自于实际控制人刘秋华，且实际控制人非公开前持股也承诺锁定一年，本次认购股份锁定三年，彰显了实际控制人对公司战略转型的信心和支持。尽管如此，如果本次收购完成后，公司在团队整合、项目实施方面效果未达预期，会存在收购整合方面的风险。

问题 2、申请材料显示，截至 2015 年 11 月，普菲特营业收入占 2015 年预测值为 116.85%，但净利润仅占 93.08%。普菲特评估预测期毛利率约为 20%左右，2013 年至 2015 年 1-10 月普菲特毛利率分别为 16.85%、14.95%、16.73%。请评估师说明对普菲特评估预测毛利率的合理性及对收益法评估结果的影响。请保荐机构发表核查意见

回复：

一、2015 年评估预测毛利率的合理性

2013 年至 2015 年度普菲特毛利率及预测毛利率的构成如下：

单位：万元

项目指标	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-4 月	2015 年 1-10 月	2015 年度 预测
营业收入	3,071.39	10,727.84	4,504.60	21,804.97	21,154.60
营业成本	2,553.75	9,124.06	3,633.08	18,157.68	16,898.08
毛利率	16.85%	14.95%	19.35%	16.73%	20.12%

2015 年 1-4 月，普菲特毛利率为 19.35%，高于报告期前两年，主要由于业务收入结构发生变化所致，其中毛利较高的展示类广告营销及移动数字营销的收

入占比呈增长态势。由于本次评估报告的基准日为 2015 年 4 月 30 日，评估师主要根据基准日普菲特业务结构发展趋势、管理层战略预期等因素对全年业务发展进行预测，得出毛利率。根据管理层在 2015 年 4 月 30 日对行业和普菲特业务布局的预测，基本会延续报告期最后一期业务布局。在此基础上，评估报告预测 2015 年全年预测毛利率为 20.12%，与最后一期毛利率基本持平。

（一）报告期内普菲特的业务结构变化情况

报告期内，普菲特毛利率分别为 16.85%、14.95%和 19.35%。2015 年 1-4 月毛利率较报告期前两年有所提高，主要系普菲特根据行业发展趋势主动调整业务结构所致。

报告期内，公司传统收入以 SEM 业务（搜索引擎营销）收入为主，该类业务受百度返点政策的影响在不同年度间变动较大，且整体毛利较低。除 SEM 业务外，普菲特根据行业发展趋势，近年来重点布局展示广告业务、移动数字营销业务等毛利率水平较高的业务。2015 年 1-4 月，普菲特毛利率高于报告期前两年的原因主要为该两项毛利率较高的业务占整体收入的比例提高所致。2014 年普菲特品牌展示类广告、移动数字营销业务分别实现收入 1,272.42 万元和 213.29 万元，同期收入占比分别 11.86%和 1.99%；2015 年 1-4 月，普菲特展示类广告、移动数字营销业务分别实现收入 1,503.32 万元和 288.72 万元，同期收入占比分别为 33.37%和 6.41%。

（二）基准日普菲特业务结构形成的原因分析

1、随着线上流量对品牌传播价值的日益凸显，展示类广告发展迅速，普菲特凭借展示类媒体的资源，重点布局展示类广告客户

展示类广告是指不以直接购买转化为主要目的的广告方式，通常通过在地铁、高速公路、门户网站、百度搜索首页等人群流量较大的地方投放，通过增加品牌或产品的曝光率，提升广告主的品牌知名度及市场影响力的广告类型。根据互联网数据中心对 2015 年中国广告主数字营销调查，展示类广告在广告主预算分配中占到了近三成的比例。

普菲特传统收入以 SEM 即搜索广告业务收入为主，但该类型业务毛利率较

低，主要靠百度返点赚取利润，而百度的返点政策不同年度间变化较大，业务毛利率具有一定的不确定性。自 2013 年起，普菲特采取的策略为：通过 SEM 业务的发展增强自身相对于客户及百度的粘性，提高普菲特在百度服务商中的星级级别，换取百度更多的展示类广告营销媒体资源，从而使的普菲特的业务类型从单一的搜索广告业务延伸至展示广告业务。而展示广告业务市场总额及业务毛利率较高，且为众多传统品牌广告主（如快消、食品、汽车、金融等行业）在广告预算由线下向线上迁移的过程中首选的广告类型。例如，2014 年，美国运通宣布其 100% 的广告将通过程序化购买。联合利华 2015 年的 80 亿美元的广告支出中，大约有四分之一用在了数字广告上。

由于品牌广告主对其品牌的传播非常重视，在试水互联网传播领域时，对合作伙伴的投放经验、媒体资源等要求较高。普菲特管理层将在品牌广告主预算的争取上重点发力。

2、移动数字营销市场发展迅猛，布局移动业务是战略方向

随着移动互联网时代的到来，移动端的广告价值及市场规模不断提升。2014 年中国移动营销市场规模达到 472.2 亿元，较 2013 年增长 251.7%，2015 年全年仍保持着 100% 的增长率。广告主于移动端的预算分配占比亦不断提升，从 2013 年的 27% 提升到了 2015 年的 43%。

为了应对这一市场变化趋势，普菲特自 2014 年 1 月开始通过参与百度的无线业务逐渐切入移动数字营销行业，并于 2015 年第二季度开始从事移动应用分发业务。随着移动应用推广市场的迅速发展，普菲特该项业务发展较快，2015 年 1-4 月的收入即超过了 2014 年的全年水平。通常来说，移动应用分发的毛利率在 20% 以上，属于移动营销中毛利率较高的业务，且市场空间广阔，也是普菲特未来拟重点发力的领域。

（三）评估报告中管理层的预测情况

根据评估基准日普菲特管理层的预测，未来广告主对于展示类广告及移动端广告的投放意愿将进一步增强，公司需要进一步加大两类业务的市场开拓力度。在展示类广告方面，截至 2015 年 4 月 30 日，普菲特在品牌广告主开发方面取得

了显著成绩，已与奥迪、贝贝网等多个知名品牌广告主展开了合作；在移动数字营销领域方面，截至 2015 年 4 月 30 日，普菲特已与 5 家客户签订了移动 APP 推广类业务的框架性合同，为下半年移动数字营销收入的增长打下了良好基础。

根据以上行业发展、普菲特战略规划及储备合同资源等方面的情况进行判断，普菲特管理层预计，在预测期内，普菲特的业务结构调整趋势仍将得到继续，毛利率较高的展示类广告业务以及移动数字营销业务占比仍将不断提升，综合毛利率也将随之增长，这也是在评估预测中，预测期毛利率高于基期毛利率的主要原因。

二、2015 年 1-10 月毛利率未达全年预测毛利率的原因

评估中预测 2015 年的全年毛利率高于 1-10 月已实现毛利率，主要原因为普菲特根据行业产业链发展动态调整客户开拓策略所致，具体如下：

如上所述，普菲特观察到，传统行业品牌广告主（如快消品、汽车、金融等行业）的投放预算逐渐向互联网广告倾斜，是展示类广告的主要发展助力，而这类广告主每年的投放预算巨大，客单价较高，且市场格局尚未明朗，是普菲特切入展示类广告相关细分领域，提升普菲特影响力的重要时机。因此在这个市场方兴未艾的阶段，普菲特决定加大品牌广告主资源的开拓力度。

在广告预算向线上迁移的过程中，传统品牌广告主及其代理商对数字营销服务商的选择较为谨慎，更倾向于与具有良好的业内声望和过往运营经验的公司进行合作。为了迅速积累品牌广告主资源，形成一些经典案例，加大普菲特后续在品牌线上广告领域的核心竞争力，普菲特调整客户开拓策略，对部分新开发的、市场知名度高的客户采取“前期让利后续看效果投放”的营销策略。上述策略的实施短期内拉低了普菲特的综合毛利率。以 2015 年普菲特执行的品牌大单奥迪汽车广告、贝贝网为例，普菲特 2015 年对其实现收入 6,942.09 万元（2015 年 11-12 月未经审计），占全年收入的 25%，但该两项业务的毛利率为 12.52%，低于 2015 年预测的整体 20%的毛利率水平。

综上所述，普菲特 2015 年 1-10 月实现毛利率未达 2015 年全年预期的原因主要为其根据市场变化动态调整客户开拓策略所致，属于正常的市场策略行为。

结合基准日普菲特业务结构变化、管理层策略等情况来看，2015 年 4 月 30 日做出的全年毛利率预测是合理的。

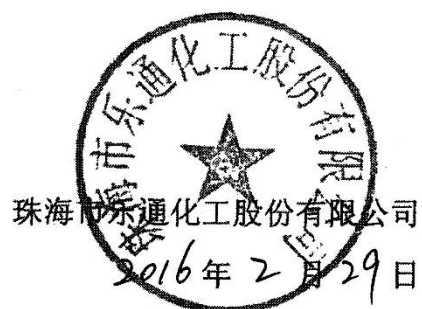
三、中介机构意见

普菲特 2015 年全年 20%的毛利率是评估师基于 4 月 30 日获取的公司业务结构、市场状况及管理层预测做出。由于（移动）互联网市场变化很快，普菲特的管理层只能按照市场的变化动态的调整市场策略，在市场占有率和利润空间进行权衡，既要满足短期利润的实现，又要兼顾前瞻性的布局。此外，尽管短期的客户开拓策略调整影响了毛利率水平，但销售规模和后续市场机会的增加会有有效的保证普菲特整体利润的实现。经核查，普菲特 2015 年未经审计的净利润为 2,331.90 万元，完成了全年预算的 106.00%，这也证明了上述销售政策的调整并未对普菲特实现规划利润产生不利影响。截至本回复出具日，公司尚未发现普菲特在利润完成方面产生重大不利影响的因素，普菲特毛利率在合理范围内的变化并未对收益法评估结果产生实质性影响。

根据与管理层的进一步访谈，普菲特的既定战略仍将得到延续。普菲特未来年度将继续在展示类广告营销和移动网络营销加大推广力度，提高其占公司总体营业收入比重，随着高毛利业务比重的进一步提高，公司的综合毛利率将会进一步提高。

保荐机构及评估师认为，评估报告基于 2015 年 4 月 30 日普菲特业务结构、行业趋势及管理层预测做出的全年毛利率预测是符合当时实际情况的，且 2015 年 1-4 月普菲特毛利率已近 20%，评估预测结果是合理的。从普菲特 2015 年全年实现利润来看（2015 年 11-12 月为未经审计数字），普菲特可以完成 2015 年承诺利润，且未发现影响普菲特后续利润实现的重大不利因素出现，未对收益法评估结果产生重大影响。

（本页无正文，为《珠海市乐通化工股份有限公司〈关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函〉的回复》之盖章页）



（本页无正文，为《广发证券股份有限公司关于对〈关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函〉的回复》之盖章页）



(本页无正文，为《〈关于请做好相关项目发审委会议准备工作的函〉资产评估相关问题补充答复》之专用签章页)

广东联信资产评估土地房地产估价有限公司



法定代表人：



中国注册资产评估师：潘赤戈



中国注册资产评估师：李小忠

