

中水致远资产评估有限公司
关于南极电商股份有限公司发行股份购买资产
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
资产评估相关问题的答复

中国证券监督管理委员会：

根据《关于南极电商股份有限公司发行股份购买资产中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，中水致远资产评估有限公司对审核意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本答复。现将具体情况汇报如下：

如无特别说明，本回复中的简称或名词的释义与《南极电商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》中相同。

问题 19：申请材料显示，2014、2015 年、2016 年 1-9 月时间互联的主营业务收入分别为 54.98 万元、12,555.49 万元、37,168.66 元，收益法评估预测未来年度收入高速增长，其中 2016 年 10-12 月、2017 年-2021 年营业收入分别为 17,635.49 万元、70,471.70 万元、90,377.36 万元、105,005.67 万元、115,702.71 万元、125,395.10 万，增长率分别为 28.59%、28.25%、16.19%、10.19%和 8.38%。报告期内，时间互联的毛利率分别为 19.89%、13.94%和 18.37%。预测期内，时间互联预计其毛利率水平分别为 17.72%、18.14%、18.13%、18.08%、18.03%、18.03%。请你公司：1)补充披露时间互联 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况。2)补充披露时间互联现有合同和期后合同的签订与执行情况、意向性合同情况，上述合同预计收入确认时间及确认依据。3)结合时间互联现有合同和期后合同的签订与执行情况、主要客户未来需求增长情况、新客户拓展情况、同行业可比公司收入增长预测情况等，补充披露时间互联预测年度预测收入的合理性及可实现性。4)结合报告期内时间互联的毛利率水平、核心竞争力、所处行业的竞争情况、可比公司水平等，补充披露预测毛利率的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、时间互联 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况

根据中水致远出具的评估报告及时间互联经华普天健审计的 2016 年度财务报表，时间互联 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况如下：

单位：万元

项目	2016 年度	
	预测数	经审计数据
营业收入	54,804.15	54,928.71
净利润	6,803.78	7,241.47

2016 年度时间互联全年的预测营业收入和净利润分别为 54,804.15 万元和 6,803.78 万元；2016 年度时间互联全年实现的营业收入和净利润分别为 54,928.71 万元和 7,241.47 万元，完成率分别为 100.23%与 106.43%，预测营业收入和净利润均已实现。

二、时间互联现有合同和期后合同的签订与执行情况、意向性合同情况，上述合同预计收入确认时间及确认依据。

（一）现有合同和期后合同签订情况及执行情况

目前，时间互联通过市场拓展活动获得有移动互联网营销需求的广告主。对于部分长期合作的客户，时间互联每年年初与其签订为期一年的合作框架性协议，协议中一般会约定合同期内的目标投放媒体资源、投放方式、收费政策、付款方式等而无具体金额。

2016 年 10-12 月，时间互联经审计后实现营业收入 17,760.05 万元。截至 2016 年底，时间互联已签订但尚未执行完毕的合同为 41 份，2017 年 1-4 月时间互联又与 112 家新增客户开展了实质性业务，新签订合同为 86 份，尚有部分合同在签署过程中。

由于时间互联客户较多，下表仅列示在 2016 年 10 月至 2017 年 4 月期间，累计收入达到 100 万元以上客户签订的合同及执行情况，具体明细如下：

单位：万元

序号	客户名称	合同生效时间	合同属性 /金额	收入确认时间及金额		收入确认依据
				2016 年 10-12 月	2017 年 1-4 月	

1	唯品会（中国）有限公司	2016/1/1~2016/12/31 2016/2/1~2017/1/31 2017/1/1~2017/12/31	框架 7000 万元 框架	3,714.69	6,577.27	月度结算单
2	上海星艾网络科技有限公司	2016/1/1~2016/12/31 2017/1/1~2017/12/31 2017/1/1~2017/12/31 2017/1/1~2017/12/31 2017/1/1~2017/12/31 2017/1/1~2017/12/31 2017/1/1~2017/12/31 2017/4/1~2018/3/31	800 万元 5000 万元 1001 万元 框架 1000 万元 3000 万元 框架 700 万元	1,474.47	1,299.87	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
3	北京昂然时代广告有限公司	2016/3/1~2016/12/31	框架	1,246.42	272.18	月度结算单
4	杭州时趣信息技术有限公司	2016/1/1~2016/12/31 2016/2/25~2016/12/31	3600 万元 2000 万元	1,243.72	698.93	月度结算单
5	北京五八信息技术有限公司	2016/1/1~2016/12/31 2017/1/1~2017/12/31	4100 万元 框架	1,234.52	1,624.64	月度结算单
6	北京字节跳动科技有限公司	2016/1/1~2016/12/31	3000 万元	1,088.47	1,328.24	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
7	上海游光网络科技有限公司	2016/6/1~2017/5/31	框架	723.55	759.06	月度结算单
8	江苏万圣伟业网络科技有限公司	2016/9/1~2017/8/31 2016/4/1~2017/3/31 2017/2/22~2017/12/31 2017/2/22~2017/12/31	框架 框架 框架 3000 万元	670.97	1,242.54	月度结算单
9	北京车之家信息技术有限公司	2016/1/1~2016/12/31	3000 万元	598.94	554.15	结算邮件
10	卓锐创想（北京）广告传媒有限公司	2016/4/1~2017/3/31	框架	547.80	256.96	月度结算单
11	宿迁梦想网络科技有限公司	2016/5/1~2017/4/30 2016/10/1~2017/12/31 2016/12/1~2017/12/31	框架 框架 1500 万元	350.19	212.94	月度结算单
12	腾讯科技（深圳）有限公司	2017/1/1~2017/12/31	框架	319.50	0.00	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏

13	北京指尖卓越科技有限公司	2016/01/01-2016/12/31 2016/8/1~2017/7/31 2016/1/1~2016/12/31	框架 框架 框架	311.32	490.57	月度结算单
14	北京缘博网络科技有限公司	2016/6/1~2017/5/31	500 万元	295.81	178.53	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
15	百度在线网络技术（北京）有限公司	2016/5/1~2017/4/30 2016/3/1~2016/12/31	框架 框架	300.18	106.6	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
16	淮安爱月科技有限公司	2016/5/1~2017/4/30 2016/9/1~2017/12/31 2016/12/1~2017/11/30	框架 框架 2500 万元	263.99	411.80	结算邮件
17	北京派瑞威行广告有限公司	2016/6/24~2016/12/31	800 万元	244.75	113.67	月度结算单
18	深圳口袋科技有限公司	2016/5/1~2017/4/30 2016/6/1~2017/5/31 2017/1/1~2017/12/31	框架 框架 5000 万元	145.96	351.43	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
19	上海易点时空网络有限公司	2016/1/1~2016/12/31 2017/1/20~2017/12/31	600 万元 框架	229.77	410.96	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
20	瑞庭网络技术（上海）有限公司	2016/1/1~2016/12/31	框架	145.77	198.69	结算邮件
21	杭州贝购科技有限公司	2016/4/1~2016/12/31	1000 万元	182.55	134.29	结算邮件
22	北京蜜莱坞网络科技有限公司	2016/8/1~2017/6/16	框架	143.33	0.00	月度结算单
23	网易传媒科技（北京）有限公司	2016/1/1~2016/12/31	1200 万元	162.02	50.89	结算邮件
24	紫博蓝网络科技（北京）股份有限公司	2016/4/1~2016/12/31 2017/1/1~2017/12/31	框架 框架	135.65	150.74	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
25	五八同城信息技术有限公司	2017/1/1~2017/12/31	框架	232.20	309.67	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
26	小轮（上海）网络科技有限公司	2016/1/1~2016/12/31	600 万元	201.14	33.88	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏

27	腾讯科技 (北京)有限公司	2016/5/1~2017/4/30; 2017/1/1~2017/12/31	框架 框架	118.18	106.13	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
28	深圳市鹅卵石互动科技有限公司	2016/1/1~2016/12/31	500 万元	110.65	0.34	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
29	北京爱德康赛广告有限公司	2016/6/21~2017/6/20	框架	113.36	44.13	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
30	飞狐信息技术(天津)有限公司	2016/1/1~2016/12/31 2017/1/1~2017/12/31	200 万元 510 万元	103.78	64.34	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
31	北京百度网讯科技有限公司	2015/11/6~2016/12/31 2016/8/30~2017/8/29	框架 框架	91.27	41.71	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
32	杭州卷瓜网络科技有限公司	2016/1/1~2016/12/31 2016/2/5~2016/12/31	360 万元 200 万元	21.71	872.07	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
33	北京金山安全软件有限公司	2017/1/1~2017/12/31	1000 万元	0.00	264.61	结算邮件
34	北京拜克洛克科技有限公司	2016/11/3~2017/12/2	框架	0.93	580.41	媒体后台中客户月度流量消耗数的截屏
35	深圳市掌众传媒有限公司	2017/1/1~2017/12/31	框架	31.51	409.49	月度结算单
36	北京友缘在线网络科技股份有限公司	2016/8/1~2017/7/31 2016/12/1~2017/11/30 2017/1/1~2017/12/31 2017/3/14~2017/12/31	框架 框架 1500 万元 框架	2.36	278.04	结算邮件
37	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2016/1/1~2016/12/31	框架	72.70	272.87	结算邮件
38	霍尔果斯万圣伟业网络科技有限公司	2016/9/1~2017/12/31 2016/12/1~2017/11/30	框架 1000 万元	75.02	226.81	月度结算单
39	北京多彩互动广告有限公司	2017/1/1~2017/12/31 2017/1/1~2017/12/31	4000 万元 4000 万元	0.00	190.12	月度结算单

40	网易无尾熊 (杭州) 科 技有限公司	2017/1/1~2017/12/31 2017/1/1~2017/12/31	500 万 1000 万	0.00	251.03	媒体后台中客 户月度流量消 耗数的截屏
41	分享一下 (北京) 科 技有限公司	2017/1/1~2017/12/31	框架	0.00	189.72	结算邮件

注：①合同金额为含增值税金额；②2017 年 1-4 月营业收入数据未经审计。

(二) 时间互联确认收入时点及依据

时间互联主要业务为移动互联网媒体投放平台业务、移动互联网流量整合业务，根据不同业务类型及合同条款，收入确认时间及确认依据如下：

业务类型	收入确 认时间	收入确认依据
移动互联网媒体 投放平台业务	按月进 行结算	时间互联根据客户的需求，完成了媒体投放且相关成本能够可靠计量时，根据与客户确认后的投放排期表或月度结算单确认收入。
移动互联网流量 整合业务	按月进 行结算	时间互联根据客户需求向流量供应商采购可利用的分散流量资源、定制营销方案并实施完成，在相关成本能够可靠计量时，根据与客户确认后的月度结算单确认收入。

(三) 时间互联 2017 年 1-4 月收入的完成情况

根据时间互联提供的 2017 年 1-4 月财务报表（未经审计），2017 年 1-4 月时间互联已实现营业收入 26,164.96 万元，占 2017 年度预测营业收入 70,471.70 万元的 37.13%，高于 2016 年同期的 23.79%。截至目前，时间互联各项业务开展情况良好。

近两年 1-4 月营业收入与全年实现（或预计）收入对比情况

单位：万元

年度	1-4 月实现收入	全年实现收入/预测收入	占比
2016 年	13,066.44	54,928.71	23.79%
2017 年	26,164.96	70,471.70	37.13%

互联网营销行业不存在明显的周期性，但存在一定的季节性，表现在互联网营销行业下半年的业绩收入普遍好于上半年。主要原因为互联网营销行业的季节性主要与广告主的产品特性、销售策略、预算投入有关。受到广告主预算制定和广告投放周期影响，一般情况下由于客户在一季度为制定预算阶段，当季投放量较小；随着客户年度营销预算的确定，全年社会经济活动的逐渐铺开，互联网营

销的投放量逐步增加。就全年而言，我国部分消费市场有“金九银十”的特点，房产、家居、汽车等大消费品在年底前还往往会形成一个销量高峰，而且互联网经济催生了“双十一”“圣诞节”等新兴的消费热潮也集中在下半年，因此下半年在全年的营销投放量中占比相对较高。

按照2017年1-4月实现收入的月平均值6,541.24万元推算，2017年5-12月预计可实现收入约52,329.92万元，时间互联2017年营业收入预测具有合理性且可实现性强。

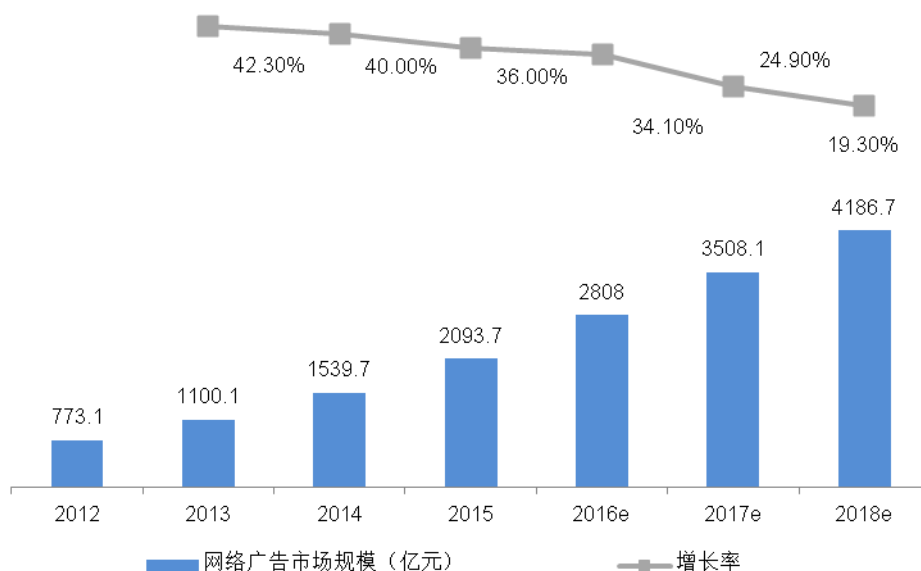
三、时间互联预测年度预测收入的合理性及可实现性

（一）行业市场容量巨大，发展前景良好

移动互联网广告是指依托于无线通信技术，在移动设备终端（如手机、平板电脑等）以图片、文字、视频或应用下载等各种广告形式发布产品、促销、活动信息或进行品牌展示的营销方式。随着移动互联网技术的飞速发展和智能终端设备的普及，人们越来越多的使用随身携带的移动终端利用碎片化时间接受信息，因此依托于移动互联网的移动互联网广告市场也随之快速发展。

移动互联网的高速发展为移动数据流量的发展提供了巨大的空间。根据Cisco 思科公司发布的《CiscoVisualNetworkingIndex™(VNI)GlobalMobileData TrafficForecast(2015to2020)》、《全球移动数据流量预测报告（2015 年到 2020 年）》预测，随着全球移动互联网的发展，到 2020 年全球移动用户数量将达到 55 亿，占到全球人口的 70%。移动终端设备的普及、移动互联网覆盖范围的扩大以及移动端内容的需求攀升，将使得移动用户的增幅在未来五年达到全球人口增幅的两倍。移动用户、智能设备、移动视频和 4G 网络的发展将会推动移动数据流量在未来五年增长八倍。移动互联网广告依托于移动数据流量，流量红利给移动互联网广告行业带来了巨大的发展机遇。

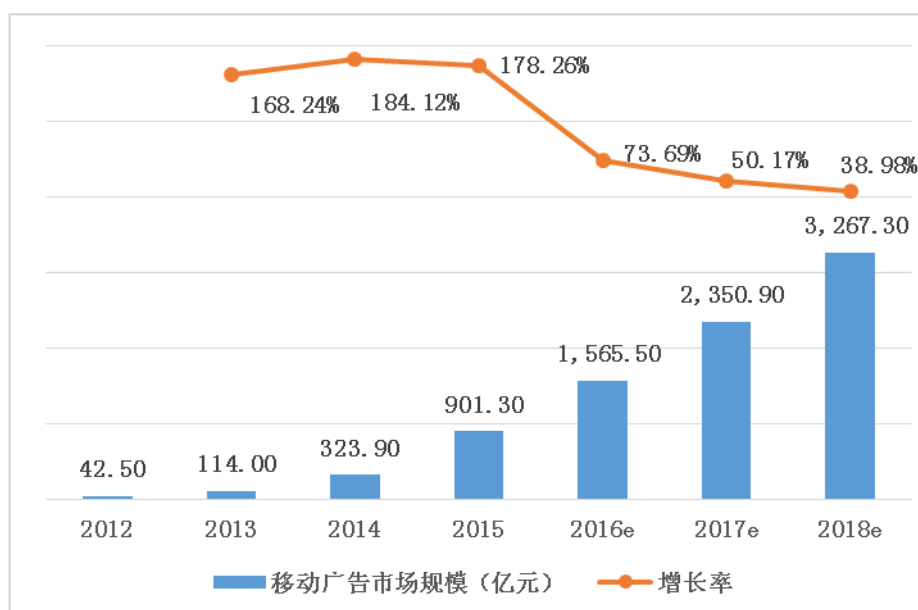
2012-2018 年中国网络广告市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询，《2016 年中国网络广告行业年度监测报告简版》

同时，移动互联网广告的整体市场增速远远高于网络广告整体市场增速。2015 年，中国网络广告市场规模达到 2,093.7 亿元，同比增长 36.0%，而同期移动互联网广告市场规模达到 901.3 亿元，同比增长率高达 178.3%，发展势头十分强劲。

2012-2018 年中国移动互联网广告市场规模及预测



数据来源：艾瑞咨询，《2016 年中国网络广告行业年度监测报告简版》

根据艾瑞咨询报告显示，移动互联网广告市场将保持高速增长态势，2016

年至 2018 年增长率分别为 73.69%、50.17%、38.98%，预计到 2018 年中国移动互联网广告市场规模将突破 3,000 亿，在网络广告市场的渗透率近 80%。

（二）在维护存量客户的合作基础上，进一步加强新客户的开发

1、主要客户需求增长情况

2016 年 1-9 月标的公司与前五大客户合计实现销售收入 16,036.76 万元，占营业收入的比例为 43.15%。根据时间互联提供的经审计的财务数据，2016 年 10-12 月上述前五大客户合计实现销售收入 8,147.42 万元，主要客户需求保持着稳定的增长。2016 年标的公司与前 20 大客户合计实现销售额 45,186.69 万元，占营业收入的比例为 82.26%，前 20 大客户中的存量客户 2015 年的销售金额为 10,038.20 万元，2016 年销售金额为 16,279.61 万元，相比于 2015 年营业收入增幅达到 62.18%，存量客户需求保持着稳定的增长趋势。

报告期内，时间互联在加强与原有媒体供应商合作的基础上，新增多家媒体供应商，用以支持相应业务量的增长。通过对一线及二三线媒体渠道资源进行整合优化，时间互联覆盖多种类型的媒体资源，使得广告主在时间互联进行投放广告的范围得到拓展，并维持稳定的毛利收入。同时，时间互联还可以根据广告主业务的多样性需求制定不同的投放策略，在所覆盖的流量范围中寻找足够数量的精准目标人群，优化业务的推广效果，大幅度提升不同广告主客户与时间互联合作的意愿。时间互联未来将不断深入与存量客户之间的合作，利用自身在资源、管理、人才及技术方面的优势，最大化开发主要客户的潜在需求，为未来实现收入持续增长奠定坚实的基础。

2、新客户拓展情况

客户资源拓展优势拉动时间互联整体收入的不断增长。2016 年，时间互联新增客户 140 余家，其中包括唯品会、五八信息、网易等知名公司。2017 年 1-4 月，时间互联累计与 112 家新增客户开展了业务合作，实现营业收入 26,164.96 万元（未经审计），较 2016 年 1-4 月营业收入 13,066.44 万元增长了 100.25%，需求增长趋势明显。

综上，时间互联未来将持续拓展潜在客户，随着时间互联与新增客户合作的不断深入，新增客户贡献收入未来将持续增长。

（三）时间互联预测期收入预测的合理性分析

根据评估报告，时间互联未来年度收入预测情况及收入增长情况如下：

单位：万元

项目\期间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
预测收入	54,804.15	70,471.70	90,377.36	105,005.67	115,702.71	125,395.10
收入增长率	632.53%	28.59%	28.25%	16.19%	10.19%	8.38%

2016 至 2021 年，时间互联预测收入保持持续增长趋势，其复合增长率为 18.00%。近年来，A 股市场的数家上市公司收购互联网广告公司的交易方案成功实施，该等收购案例中标的公司收入预测情况的复合增长率如下：

上市公司	标的公司	收入复合增长率情况
普邦股份	博睿赛思	23.17%
万润科技	万象新动	16.51%
利欧股份	智趣广告	15.80%
龙力生物	快云科技	23.42%
联创互联	上海激创	18.50%
深大通	冉十科技	20.59%
明家联合	微赢互动	16.18%
利欧股份	万圣伟业	14.94%
利欧股份	微创时代	17.69%
平均值		18.53%
南极电商	时间互联	18.00%

注：上述数据系根据公告的重组报告书，各标的公司预测期（整年预测期）收入预测数据计算得出。

根据上表可知，同行业可比公司平均预测收入复合增长率为 18.53%，高于时间互联 2016 年-2021 年预测收入复合增长率。因此，时间互联预测期收入符合同行业公司的预测收入增长的平均水平。

综上分析，时间互联预测期营业收入预测依据充分，符合行业发展趋势水平，预测合理、具有可实现性。

四、补充披露预测毛利率的合理性

（一）报告期内时间互联的毛利率水平分析

报告期内，时间互联的移动互联网媒体投放平台业务和移动互联网流量整合业务的毛利率情况如下所示：

项目	2016 年度	2015 年度	2014 年度
移动互联网媒体投放平台业务	13.24%	8.46%	9.00%
移动互联网流量整合业务	45.20%	44.86%	19.89%

合计	18.98%	12.10%	9.54%
----	--------	--------	-------

2014 年度、2015 年度和 2016 年度，时间互联的综合毛利率分别为 9.54%、12.10%和 18.98%，综合毛利率逐年上涨。

综合毛利率上升的主要原因包括：①高毛利率的移动互联网流量整合业务占比逐年上升，2014 年至 2016 年，该业务的收入占总收入的比例分别为 5.02%、9.85%、17.95%。报告期内，时间互联在移动互联网媒体投放平台业务运营过程中逐渐积累了众多知名广告主并建立了良好的业内口碑，与广告主的稳定合作也因此拉动了移动互联网流量整合业务的快速发展，2016 年移动互联网流量整合业务发展迅速，带动了综合毛利率上升。②移动互联网媒体投放平台业务在报告期内的毛利率也有小幅上升。

1、移动互联网媒体投放平台业务

移动互联网媒体投放平台业务由时间互联为客户提供定制化的移动端营销解决方案，并通过移动应用商店或程序化平台为客户进行广告投放。该类业务的盈利来源为获取媒体及客户之间的返现、返货差价以及收取客户的营销服务费。

该类业务的上游媒体包括腾讯应用宝、百度手机助手、OPPO 商店、腾讯广点通、今日头条，猎豹移动平台等大型媒体，广告价格由这些大型媒体制定，价格数据透明，市场竞争充分，因此该类业务毛利率相对较低。

2014 年至 2016 年，移动互联网媒体投放平台营销业务的毛利率分别为 9.00%、8.46%、13.24%，报告期内毛利率上升的原因和合理性如下：

（1）与上游媒体渠道合作获得的媒体返现、返货比例增加

时间互联在采购媒体资源时，媒体供应商按照约定的标准给予时间互联相应的现金返还或返货，同时时间互联也会给广告主提供一定数额的返现、返货。通常情况下，返现、返货比例与采购金额呈正比。随着业务规模的不断扩张，时间互联在 2016 年获得了更优惠的返现和返货政策，时间互联从媒体资源供应商和客户之间赚取的返现及返货价差有所增加。

目前大部分数字媒体对流量的采购采用阶梯返现、返货政策，其中，腾讯应用宝的流量阶梯政策如下所示：

2016 年基础客户返货政策：

推广费用总额（万元）	A=基础返货比例	Q=基础返货金额
------------	----------	----------

$40 \leq R \leq 200$	2%	Q=R*A
$200 < R \leq 400$	3%	
$400 < R \leq 1000$	4%	
$1000 < R \leq 2000$	5%	
$2000 < R \leq 4000$	6%	
$4000 < R \leq 10000$	7%	
$10000 < R \leq 16000$	8%	
$16000 < R$	9%	

由上表可知，采购金额越大，对应的退货比例越高。随着 2016 年时间互联业务量的爆发式增长，时间互联获得更高的退货、返现比例，导致其毛利率增长。

(2) 广告策划综合服务能力逐步提升

一方面，时间互联能够凭借丰富的流量采购经验，准确判断媒体用户构成，另一方面能够较为准确地把握客户需求及客户的目标受众特征、制定切实可行的流量整合运营方案。随着时间互联在移动互联网领域的广告投放能力的逐步增强，从客户获得的服务费收入也有所增加。

2、移动互联网流量整合业务

移动互联网流量整合业务通过对分散流量进行整合，使其变成对广告主更有价值的优质流量，进而满足广告主对于营销推广的需求。该类业务的盈利来源为媒体流量资源的买卖差价。

移动互联网流量整合业务的媒体渠道为中小流量的 APP 或中小 APP 流量聚合供应商。目前，互联网市场中存在海量的 APP 媒体，单个媒体流量利用率较低，媒体广告业务依附于具有优质客户资源及营销服务能力的移动互联网流量整合商，因此该类媒体流量采购成本较低。由于该项业务向媒体方支付较低的流量资源成本，同时向广告主收取了相对较高的营销推广费用，导致毛利率水平相对较高。

2014 年至 2016 年，移动互联网媒体投放平台营销业务的毛利率分为 19.89%、44.86%、45.20%，报告期内，该项业务毛利率上升的原因和合理性如下：

(1) 2014 年度，时间互联移动互联网流量整合营销业务毛利率较低，原因系时间互联 2014 年该类业务主要经营的是毛利率较低的传统品牌广告业务。

2015 年,时间互联主营业务从传统广告业务转向移动互联网营销业务,因此 2014 年的毛利率不具备可比性。

(2) 时间互联 2016 年毛利率为 45.20%,较 2015 年毛利率略有上升。主要原因是:时间互联在提供移动互联网流量整合业务时,会根据对客户特征及其推广需求的分类结果,在其整合的流量资源中,为客户匹配精准的流量、定制有效的营销推广方案。2016 年,随着时间互联移动互联网流量媒体资源的增加,整合、分析、营销策划经验的不断丰富,时间互联能以更低的成本更好地为客户提供营销服务,因此,该业务的毛利率略有上升。

(二) 时间互联将保持其核心竞争优势

1、具备丰富的优质客户资源

依托于管理团队丰富的互联网营销行业经验及资源积累,时间互联迅速开拓了阿里巴巴集团、美图秀秀、美丽说、爱奇艺、网易等优质客户。这类客户对服务能力和品质的需求较高,与其良好的合作关系体现了时间互联出色的业务能力。在业务的开拓与发展过程中,时间互联在业内迅速树立了良好的口碑和品牌影响力。

2、多元化的优质媒介资源

时间互联拥有腾讯应用宝、百度手机助手、OPPO 手机应用市场、腾讯广点通等大型优质媒介资源,同时也拥有较为稳定的分散流量供应渠道,包括腾讯手机管家、QQ 浏览器,墨迹天气、优酷土豆、快牙等知名 APP、中小 APP 和中小 APP 流量聚合供应商。这不仅为广告主提供了多元化的投放渠道和多方位的营销创意选择,更为快速发展奠定了良好的流量资源基础。

3、专业的业务团队具备优秀的营销能力和流量整合能力

时间互联的快速发展与其经验丰富的设计、分析、优化团队紧密相关。移动互联网营销企业的核心竞争力除流量整合能力外,其方案设计、需求分析和投放优化能力是其将聚合能力变现的核心要素之一,更是推动业务支撑系统完善的设计思路来源。

凭借经验丰富的业务团队以及多元化的媒体流量资源,时间互联能够在方案设定中实现更为多样化的流量整合策略,能够根据客户的实际需求进行具有针对性的方案设定,充分提升整体方案的推广效率,降低客户的投放成本,实现客户

利益的最大化，并逐步获得更多客户的认可。时间互联专业的移动互联网营销团队不仅为业务实现提供了能力保证，而且为业务支撑系统的逐步完善提供了前期的数据积累，同时为设计指标设定提供了技术保证。

目前，时间互联业务团队的营销能力和流量整合能力仍然处于快速成长阶段，依然具有较高的发展潜力。

4、逐步完善的业务支撑系统

时间互联基于行业动态、市场需求，开发并运用营销投放实时监控系統、移动应用市场监控平台、广告实时竞价系統等大数据分析及应用系統。通过建立这些系統，公司不仅对接了国内各大主流的广告流量平台，而且还能获取海量的移动应用市场公开数据和客户投放数据。根据应用大数据和人工智能技术，公司可建立智能投放策略辅助模型，预测当前广告位的曝光量和效果，给出合理的出价建议，实现半自动或全自动投放。

借助这些系統，时间互联的优化团队能够掌握广告位的历史曝光量走势曲线、消耗与转化情况，结合系統的推荐出价和优化师的个人经验，给出某个时点某个广告位的最终出价。由此提高优化师的出价命中率，减少定时改价的次数，让优化师更加专注于广告投放效果，全面提升投放效率。

随着业务规模的不断提升，人员不断增加，投放渠道和客户群体的激增，时间互联还开发了综合管理平台，能够较好地做到业务和组织的统一管理，全面减少管理成本。

（三）移动互联网广告行业市场竞争情况

我国互联网营销行业属于充分竞争行业，且行业集中度不高。除了腾讯、百度、阿里等大型互联网企业外，我国从事互联网广告投放和营销推广的企业有数千家，且大多数企业规模不大。时间互联主要业务集中在移动互联网广告投放与流量整合，属于移动广告细分领域。由于移动广告的市场规模较大，业务类型较多，该细分行业的企业数量众多，并各自有服务领域的侧重。未来随着优质企业的利润积累，行业将趋于集中，拥有自身核心竞争力以及与互联网巨头 BAT 企业有长期合作的优秀企业将获得更多的超额利润，并持续保持增长。

时间互联目前已是腾讯广点通、应用宝、百度手机助手等主要移动互联网媒体的重要代理之一，积累了五八信息、唯品会、阿里巴巴集团、汽车之家、美图

之家、时趣信息、美丽说、爱奇艺、网易等优质客户。报告期内，时间互联的业务增长速度较快，业内口碑逐步形成，但目前尚无权威数据统计公司在行业内的排名及市场占有率情况。

（四）与近期同行业并购案例中标的公司预测期毛利率对比

近年来，A 股市场的数家上市公司收购互联网广告公司的交易方案成功实施，该等收购案例中标的公司预测期毛利率对比情况如下表：

上市公司	标的公司	预测期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
普邦股份	博睿赛思	29.48%	28.62%	28.23%	27.76%	27.29%
万润科技	万象新动	21.91%	20.96%	20.90%	20.81%	20.76%
利欧股份	智趣广告	12.34%	12.31%	12.29%	12.26%	12.24%
龙力生物	快云科技	44.57%	38.80%	38.03%	36.25%	36.70%
联创互联	上海激创	20.93%	20.03%	18.73%	18.06%	17.71%
深大通	冉十科技	35.67%	34.19%	33.76%	33.51%	33.21%
明家联合	微赢互动	52.63%	52.51%	52.44%	52.39%	52.36%
利欧股份	万圣伟业	21.99%	22.08%	22.11%	22.14%	22.14%
利欧股份	微创时代	12.91%	12.80%	12.31%	11.66%	11.66%
平均值		28.05%	26.92%	26.53%	26.10%	26.01%
南极电商	时间互联	18.16%	18.14%	18.13%	18.08%	18.03%

注：上述数据系根据公告的重组报告书，各标的公司预测期（整年预测期）毛利率预测数据计算得出。

根据上表可知，时间互联预测期毛利率水平在可比标的公司预测期毛利率水平的合理范围内，低于可比标的公司预测期毛利率的平均值。因此，时间互联预测期毛利率水平符合同行业标的公司毛利率水平，预测毛利率水平谨慎、合理。

（五）时间互联预测期毛利率水平的合理性分析

时间互联各项业务预测期毛利率水平如下表所示：

单位：万元

业务类别	项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
移动互联网媒体投放平台	收入	57,547.17	73,584.91	85,358.50	93,894.35	101,405.90
	成本	50,641.51	64,754.72	75,115.48	82,627.03	89,237.19
	毛利率	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
移动互联网流量整合	收入	12,924.53	16,792.45	19,647.17	21,808.36	23,989.20
	成本	7,043.87	9,235.85	10,904.18	12,212.68	13,553.90

	毛利率	45.50%	45.00%	44.50%	44.00%	43.50%
合计	收入	70,471.70	90,377.36	105,005.67	115,702.71	125,395.10
	成本	57,685.38	73,990.57	86,019.66	94,839.71	102,791.09
	毛利率	18.14%	18.13%	18.08%	18.03%	18.03%

未来年度，时间互联将继续巩固和发挥其在移动应用市场营销、移动效果平台营销、移动流量整合营销领域的领先优势。同时利用自身优质媒体资源以及客户资源，大力发展品牌整合营销业务。在明确业务布局的基础上，时间互联将优化每条业务线，使每一类业务充分发挥其价值并展现盈利能力。在移动互联网媒体投放平台业务领域，时间互联将继续积累更多广告主的认可并树立良好的业内口碑，在此基础上积极推动毛利率更高的移动互联网流量整合业务，以此达到相辅相成、共同发展的目标。

未来，时间互联不仅保持其现有腾讯、百度等媒体平台上的市场地位，还积极探索新的媒体资源，例如拓展华为商店等知名手机厂商的应用平台。此外，时间互联将会在现有的业务上增加客户类型，目前标的公司的客户主要是应用类APP，以后时间互联还将大力发展其他类型的APP营销，如优质的直播APP和游戏APP等。

时间互联历史与预测期各业务板块收入占比如下：

业务类别	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
移动互联网媒体投放平台	94.48%	90.08%	82.05%	81.66%	81.42%	81.29%	81.15%	80.87%
移动互联网流量整合	5.02%	9.85%	17.95%	18.34%	18.58%	18.71%	18.85%	19.13%

预测期内，时间互联的两类业务占比比较稳定，综合毛利率预测具有合理性与可实现性。

五、评估师核查意见

经核查，评估师认为：经核查，时间互联2016年预测营业收入和净利润均已实现；结合时间互联现有合同期后执行情况及进展、新签订的合同或意向性合同等情况，时间互联2017年营业收入预测具有可实现性；中国移动互联网广告行业正处于快速发展期，时间互联已在经营中积累了丰富的客户资源和媒体资源，其预测收入增长率符合同行业公司的预测收入增长率平均水平，具有合理性；

结合时间互联主营业务成本构成、业务模式以及对比可比交易中同行业公司的毛利率情况进行分析，预测期内时间互联毛利率水平具有合理性。

问题 20. 申请材料显示，截至评估基准日，收益法评估下时间互联的股东全部权益价值的评估值为 95,615.77 万元，增值额为 95,022.89 万元，增值率为 16,027.34%。请你公司结合近期可比交易案例情况，补充披露本次交易标的资产收益法评估价值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表意见。

回复

一、结合近期可比交易案例情况，补充披露本次交易标的资产收益法评估价值的合理性

2014 年至 2015 年 6 月期间，时间互联主要经营传统广告业务，业务规模较小，营业收入水平较低。2015 年 6 月，时间互联收购北京亨利 100%股权，由此将业务拓展至移动互联网营销领域，且主要业务在子公司北京亨利开展。截至 2016 年 9 月 30 日，根据华普天健出具的会审字【2016】5257 号《审计报告》，时间互联合并口径净资产为 6,419.33 万元，远高于时间互联母公司口径账面净资产 592.88 万元。

截至评估基准日，采用收益法评估时间互联的股东全部权益价值的评估值为 95,615.77 万元，比合并报表账面净资产 6,419.33 万元增值 89,196.44 万元，增值率为 1,389.50%，比母公司报表账面净资产 592.88 万元增值 95,022.89 万元，增值率为 16,027.34%。

根据公开披露信息，选取 2015 年、2016 年 A 股上市公司收购互联网营销业务资产且成功实施的案例作为参考，其具体情况统计如下：

单位：万元

序号	上市公司	标的公司	基准日	交易对价	评估值 (100%股权)	基准日 净资产	评估增值率	市盈率	市净率
1	普邦股份	博睿赛思	2016.6.30	95,800.00	95,848.17	4,466.89	2045.75%	14.30	21.45
2	万润科技	万象新动	2016.6.30	56,000.00	95,848.17	2,233.06	2414.04%	14.00	25.08
3	利欧股份	智趣广告	2015.12.31	75,400.00	56,140.00	3,419.30	2113.79%	13.00	22.05
4	龙力生物	快云科技	2015.11.30	58,000.00	75,696.11	3,430.20	1613.73%	14.50	16.91
5	联创互联	上海激创	2015.6.30	101,500.00	58,784.43	6,975.65	1355.06%	14.50	14.55
6	深大通	冉十科技	2015.4.30	105,000.00	101,500.00	3,926.15	2586.63%	15.00	26.74
7	明家联合	微赢互动	2015.3.31	100,800.00	105,481.00	9,757.66	934.84%	14.10	10.33

8	利欧股份	万圣伟业	2015.3.31	207,200.00	100,975.88	7,457.98	2678.54%	14.00	27.78
9	利欧股份	微创时代	2015.3.31	84,000.00	207,222.71	4,919.84	1620.07%	14.00	17.07
平均值							1929.16%	14.16	20.22
	南极电商	时间互联	2016.9.30	95,600.00	95,615.77	6,419.33	1389.50%	14.06	14.89

数据来源：同花顺 iFind、巨潮资讯网

依据上表所示的9家上市公司成功实施的可比较交易案例样本，时间互联收益法比合并账面净资产评估增值率1,389.50%，低于可比较互联网营销标的公司收益法评估增值率平均值1929.16%。

互联网营销行业标的公司评估增值率普遍较高，主要原因系互联网营销公司固定资产投入普遍相对较少，账面值不高，且一般采用收益法进行评估估值，而收益法涵盖的诸如人力资源、团队创新能力、销售渠道、客户资源、商誉等无形资产的价值多未在会计报表账面上体现，故评估结果与账面价值相比增值较高。

综上，时间互联收益法评估增值率基本符合互联网营销行业的估值特点，具备合理性。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：时间互联评估增值较大的情况基本符合互联网营销行业交易标的的特点，且时间互联收益法评估增值率均低于互联网行业标的公司评估增值率平均值，综上所述，时间互联评估增值率具备合理性。

问题21. 申请材料显示，2014年度、2015年度及2016年1-9月时间互联销售费用占营业收入的比例分别为0.04%、0.42%及0.18%，管理费用占营业收入的比例分别为115.66%、2.58%及1.76%。预测期内，时间互联销售费用占营业收入的比例分别为0.23%、0.23%、0.22%、0.22%、0.22%、0.23%，管理费用占营业收入的比例分别为0.23%、1.79%、1.75%、1.74%、1.75%和1.77%。请你公司结合时间互联销售费用、管理费用的构成，报告期内销售费用和管理费用占比情况，未来业务发展情况，经营模式等，补充披露收益法评估中销售费用、管理费用的预测依据，与未来年度营业收入规模的匹配性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、报告期时间互联销售费用和管理费用构成及占比情况

2014 年至 2015 年 6 月期间，时间互联主要经营传统广告业务，业务规模较小，营业收入水平较低，使得销售费用占当期营业收入的比例较低、管理费用占当期营业收入的比例较高。

2015 年 6 月，时间互联收购北京亨利 100%股权，由此将业务拓展至移动互联网营销领域。报告期内，时间互联期间费用发生额水平较低，主要系时间互联业务主要是在子公司北京亨利开展，结构相对简单，员工人数较少，且办公场所面积小，其发生的费用主要系职工薪酬及办公费等。随着公司业绩规模的扩大以及在三板挂牌，导致职工薪酬、办公性费用、中介服务等支出增加；但是，收入随着业务的扩张迅速增长，而管理费用与销售费用发生额相对固定，致使 2016 年比 2015 年期间费用率呈现下降趋势。

根据华普天健出具的会审字【2017】3292 号《审计报告》，报告期内时间互联销售费用、管理费用占比情况如下：

单位：万元

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例
销售费用	108.74	0.20%	52.17	0.42%	0.02	0.04%
管理费用	808.14	1.47%	324.11	2.58%	63.59	115.66%
营业收入	54,928.71	100.00%	12,555.49	100.00%	54.98	100.00%

报告期内销售费用明细如下：

单位：万元

销售费用						
项目	2016 年	占比	2015 年	占比	2014 年	占比
职工薪酬	73.01	67.14%	41.99	80.49%	—	—
办公费	27.22	25.03%	5.03	9.64%	—	—
业务招待费	5.19	4.77%	3.95	7.57%	0.02	100.00%
折旧	3.32	3.05%	1.20	2.30%	—	—
合计	108.74	100.00%	52.17	100.00%	0.02	100.00%

报告期内管理费用明细如下：

单位：万元

管理费用						
项目	2016 年	占比	2015 年	占比	2014 年	占比
职工薪酬	286.87	35.50%	157.70	48.66%	26.93	42.35%
办公性费用	203.14	25.14%	73.35	22.63%	4.74	7.45%
房屋租赁费	87.74	10.86%	49.41	15.25%	31.27	49.17%
折旧摊销	5.10	0.63%	2.22	0.68%	0.30	0.47%
其他	26.19	3.24%	13.00	4.01%	0.35	0.55%
中介服务费	199.10	24.64%	28.42	8.77%	0.00	0.00%
合计	808.14	100.00%	324.10	100.00%	63.59	100.00%

二、时间互联经营模式与未来业务发展情况

1、经营模式

目前，时间互联主要经营两类业务：

（1）移动互联网媒体投放平台业务，即时间互联接受客户委托，在移动媒体投放平台采购资源，然后投放客户的 APP 等产品的推广信息。该类业务主要通过媒体及客户的返现差价、返货差价赚取利润。

（2）移动互联网流量整合业务。目前，移动互联网 APP 数量庞大、用户属性各有不同，导致媒体资源流量较为分散，仅 Apple APP Store 就有上百万个 APP。由于客户的分散流量管理成本较高、流量整合经验不足等原因，客户需要与能够整合、高效利用分散流量的专业流量整合营销服务商合作进行营销推广。时间互联在经营该类业务时主要通过买卖媒体流量资源赚取差价，指的是时间互联向客户收取的媒体流量营销费和向媒体支付的流量资源采购成本之间的差额。

2、未来业务发展情况

未来年度，时间互联将继续巩固和发挥其在移动应用市场营销、移动效果平台营销、移动流量整合营销领域的领先优势。同时利用自身优质媒体资源以及客户资源，大力发展品牌整合营销业务，形成多条业务线共同发展的健康业态。

在明确业务布局的基础上，时间互联将优化每条业务线，使每一类业务充分发挥其价值并展现盈利能力。未来，时间互联将会有三方面发展：

一是扩展媒体渠道。在保证时间互联在腾讯、百度等媒体平台上的市场地位同时，积极探索新的媒体资源，拓展如华为商店等知名手机厂商的应用平台。

二是拓展客户资源。随着业务的发展和成熟，时间互联的议价能力正在逐步提高，未来时间互联将大力挖掘优质的客户资源，注重客户的知名度、客户所处行业等条件，致力于打造移动互联网营销典范。

三是延伸业务触角。时间互联将会在现有的业务上增加客户类型，目前时间互联移动在应用市场营销领域目前的客户主要是应用类 APP，未来时间互联可能大力发展其他类型的 APP 的营销，如优质的直播 APP 和游戏 APP 等。

三、时间互联销售费用和管理费用未来年度预测依据及占比情况

1、销售费用预测依据及占比情况

时间互联的销售费用主要包括职工薪酬、办公费、业务招待费、折旧费。

职工薪酬包括工资、奖金、福利费等，通过参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额以及企业缴纳的社保费用与住房公积金等。

办公费、业务招待费：未来年度在历史年度的基础上按收入增长率进行测算。

折旧费是销售部门发生的固定资产折旧费用，按企业评估基准日现有固定资产以及以后每年新增的资本性支出，按各类资产折旧年限综合计算确定。

根据上述预测方法，时间互联未来年度销售费用预测情况如下：

单位：万元

序号	项目\年度	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1	职工薪酬	39.84	122.33	146.80	168.82	189.08	211.77
2	办公费	0.09	21.14	27.11	31.50	34.71	37.62
3	业务招待费	0.27	14.09	18.08	21.00	23.14	25.08
4	折旧费	1.02	2.61	4.31	6.01	6.42	8.13
合计		41.22	160.17	196.30	227.33	253.35	282.60
占收入比例		0.23%	0.23%	0.22%	0.22%	0.22%	0.23%

2、管理费用的预测及占比情况

时间互联的管理费用主要包括职工薪酬、办公性费用、房屋租赁费、折旧费、中介服务费、其他费用等。

职工薪酬包括工资、奖金、福利费等，参考人事部门提供的未来年度人工需求量因素，并考虑近几年当地社会平均工资的增长水平，预测未来年度员工人数、工资总额以及企业缴纳的社保费用与住房公积金等。

办公性费用、其他费用：未来年度在历史年度的基础上按收入增长率进行测算。

房屋租赁费是时间互联及其子公司经营场所的租赁费及物业费，根据企业签订的租赁合同再结合未来租金的增长情况进行合理预测。

折旧费按企业评估基准日现有固定资产以及以后每年新增的资本性支出，按各类资产折旧年限综合计算确定。

中介服务费主要为审计费，是根据企业历史年度情况按照大致金额进行预测。

根据上述预测方法，时间互联未来年度管理费用预测情况如下：

单位：万元

序号	项目\年度	2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
1	职工薪酬	165.65	561.74	702.18	814.53	912.27	1,003.50
2	办公性费用	32.10	422.83	542.26	630.03	694.22	752.37
3	房屋租赁费	38.75	123.25	141.74	155.91	171.50	188.65
4	折旧费	2.25	6.08	10.06	14.04	14.99	18.96
5	其他费用	89.46	105.71	135.57	157.51	173.55	188.09
6	中介服务费	30.00	45.00	50.00	55.00	60.00	65.00
合计		358.21	1,264.61	1,581.81	1,827.02	2,026.53	2,216.57
占收入比例		2.03%	1.79%	1.75%	1.74%	1.75%	1.77%

注：时间互联 2016 年 10-12 月期间的销售费用预估数为 41.22 万元，与实际发生数 42.73 万元基本一致。时间互联 2016 年 10-12 月期间的管理费用预估数 358.21 万元，高于实际发生数 153.25 万元，评估预测具有谨慎性。

四、销售费用、管理费用变动与营业收入变动的匹配性分析

1、销售费用与营业收入匹配性分析

时间互联的销售费用主要为职工薪酬、办公费、业务招待费、折旧费等。根据企业的经营情况，2016 年销售费用占营业收入比例为 0.20%，较 2015 年的 0.42%有所下降，主要系时间互联收入规模大幅增加，但是销售费用相对固定。

时间互联的业务拓展以大客户为主，2016 年及 2015 年度，时间互联与其前五大客户发生的营业收入占标的公司营业收入总额的比例分别达到 46.27%及 60.06%。由于大客户的广告预算相对宽裕充足，未来持续增加投放的潜力大，是

时间互联实现业务规模的重要基础保障；同时，大客户与小客户的维护成本无太大区别。因此，时间互联通过深度挖掘并有效满足大客户的需求，在报告期内实现低成本高收益的目标要求。

出于谨慎性考虑，本次评估预测 2017—2021 年销售费用占营业收入比例维持在 0.22%-0.23%左右，主要是考虑到销售费用基本与销售收入正相关。

2、管理费用与营业收入匹配性分析

时间互联的管理费用主要为职工薪酬、办公性费用、房屋租赁费、折旧费、中介服务等费用。报告期内，标的公司的管理费用率比销售费用率略微高些，主要系随着时间互联业务扩张，公司提升了办公费用与员工薪酬福利；另一方面，2016 年度公司申报新三板挂牌，增加了 1,955,411.01 元的中介服务费，导致 2016 年的管理费用较 2015 年有着明显涨幅。因此，2016 年管理费用金额同比上涨 149.34%，但由于时间互联 2016 年处于业务爆发期，2016 年年化营业收入较 2015 年的增长幅度为 337.49%，远远高于同期管理费用的增长幅度。

时间互联已经在客户资源和渠道资源上形成了初步积累，管理效率也在不断提升。未来随着标的公司业务规模的不断扩大，规模效应也逐步体现，管理费用不断增加，但管理费用率将会呈现下降趋势。

综上分析，在收益法评估中对销售费用和管理费用的预测符合时间互联的自身经营情况，具有合理性。

五、评估师核查意见

经核查，评估师认为，时间互联未来的销售费用及管理费用的预测是根据时间互联的自身经营情况并结合经营模式、未来发展情况进行预测，其预测依据具有合理性。

问题 22. 申请材料显示，本次交易收益法评估中选取的折现率为 13.09%。请你公司结合标的资产业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易案例等，补充披露标的收益法评估中折现率取值的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、时间互联业务发展阶段

时间互联是一家移动互联网营销服务商，其通过代理移动互联网媒体投放平

台流量以及其整合的分散流量，向客户提供高效、优质、精准的营销服务。时间互联主营业务包括移动互联网媒体投放平台营销和移动互联网流量整合营销。

凭借对于用户行为的分析把握、市场趋势的捕捉及优秀的媒体流量整合能力，时间互联已成为行业内规模及推广技术领先的移动端广告推广服务商之一，公司目前已是腾讯广点通、应用宝、百度手机助手等主要移动互联网媒体的重要代理之一，积累了 58 同城、唯品会、阿里巴巴集团、汽车之家、美图秀秀、美丽说、爱奇艺、网易等优质客户，业务增长速度快，业内口碑逐步形成。

时间互联正处于快速发展期，2016 年营业收入较 2015 年增长 337.49%，预计未来年度标的公司仍将保持较高速度增长。

二、面临的经营风险

1、政策风险

移动营销行业属于互联网服务行业的新生分支，我国该行业的主管部门是工业和信息化部、国家工商行政管理总局、文化部、互联网络信息中心等。日前国家对互联网行业的监管已经出台了关于外资股权、牌照及许可证等规定，同时也出具了较多的产业扶持政策。但是互联网的发展速度快、技术变革大、受众人群广等因素决定了国家可能会随时出台关于互联网行业的监管法律、法规及产业政策。如果未来国家针对移动营销行业的监管力度进一步加强，而标的公司若未来不能达到新政策要求，或者适用法律、法规及规则的变更可能令标的公司营运受阻或增加标的公司营运成本，则会对其盈利能力连续性和稳定性产生不利影响。

2、市场竞争风险

时间互联的上游是媒体资源方，下有移动互联网营销需求广告主在市场中面临着来自来自供应商和客户的讨价还价压力、行业内公司的竞争和行业潜在进入者的竞争，从横向和纵向两个方面来看：

横向的竞争来自于同行业激烈角逐。移动端营销市场虽然才起步，但由于其精准营销的良好效果以及成本较低的特点，提供移动数字营销服务的公司也迅速增加，不仅产生了一批新兴的移动营销公司，传统的广告公司也开始转型涉足移动营销服务。由于进入壁垒较低而容易形成松散的市场结构。目前除了时间互联以外，还有优蜜、多盟、亿动广告、力美、金源互动、云时空、指点通等知名度较高的移动互联网营销服务公司。纵向的竞争来自于优质效果平台的纵向挤压整

合。随着移动应用市场及移动端媒体投放政策的透明化及各大 DSP 平台的日益完善，移动互联网广告精准投放的程序日益标准化，产业上游的渠道方及下游的广告主逐步向全产业链延伸，未来可能会形成流量垄断的业态。

标的公司在未来业务扩展中，如果不能适应未来移动广告行业的市场变化，不能及时根据市场竞争环境调整发展战略，不断保持和增强自身市场竞争力，可能对标的公司未来业绩的增长产生不利影响。

3、团队稳定风险

目前时间互联的每个客户在每条渠道上广告投放均有专人负责，目前这些职员除了熟悉移动互联网广告生态系统运作方式以外，还非常了解特定客户的诉求、知晓广告目标受众的偏好，具有量身定制精准推广方案并进行持续优化的能力，一旦重要职员流失可能会降低重要客户在重要渠道的广告投放效果。

专业团队的稳定是影响时间互联盈利能力连续性和稳定性的重要因素之一。未来，若时间互联核心技术和管理人员流失，将会对其长期稳定发展带来不利影响。

三、时间互联的折现率取值依据及合理性

1、折现率各主要参数计算情况

本次评估按照加权平均资本成本 (WACC) 计算确定折现率。

(1) 无风险报酬率 (Rf) 的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。我们通过同花顺 iFinD 资讯系统选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 5 年期的沪、深两市国债，并计算其到期收益率，取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率，经过汇总计算取值为 3.83%。

(2) 权益系统风险系数 (β) 的确定

通过同花顺 iFinD 资讯分析系统，在证监会行业分类：信息服务-传媒-营销服务业上市公司中，我们选取了与时间互联经营业务相同或类似的 4 家上市公司作为可比公司，查阅取得每家可比公司在距评估基准日 100 周采用周指标计算归集的相对与沪深两市（采用沪深 300 指数）的无财务杠杆风险系数 β_u ，计算得出可比上市公司无财务杠杆 β_u 的平均值为 0.7911，计算过程如下表。

序号	证券代码	单位名称	无财务杠杆 β_u
1	002400. SZ	省广股份	0.8494

2	300392.SZ	腾信股份	0.9722
3	300058.SZ	蓝色光标	0.7702
4	300071.SZ	华谊嘉信	0.5727
平均			0.7911

数据来源：同花顺 iFinD

（3）市场风险溢价 Rpm

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。

由于目前国内 A 股市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，投资者结构、投资理念在不断的变化，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，再加上国内市场股权割裂的特有属性，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价不具有可信度。而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到，因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

根据 AswathDamodaran 的统计结果，美国股票市场的风险溢价为 5.75%，我国的国家风险溢价为 0.9%（0.6*1.5），综合的市场风险溢价水平为 6.65%。故本次市场风险溢价取 6.65%。

（4）企业特定风险调整系数（Rc）的确定：

企业特定风险调整系数表示非系统性风险，是由于时间互联特定的因素而要求的风险回报。与同行业上市公司相比，综合考虑时间互联经营规模、发展阶段、市场知名度、竞争优势、经营风险等，分析确定企业特定风险调整系数为 4.0%。

（5）权益资本成本的确定

根据上述的分析计算，可以得出：

$$\begin{aligned}
 K_e &= R_a + \beta \times R_{pm} + R_c \\
 &= 3.83\% + 0.7911 \times 6.65\% + 4.0\% \\
 &= 13.09\%
 \end{aligned}$$

（6）折现率（WACC）的确定

通过加权平均资本成本 WACC 的计算公式进行测算，确定折现率为 13.09%。

综上，时间互联折现率的各指标计算准确合理，符合折现率的取值标准。

2、时间互联折现率与可比交易折现率比较

近期，A股市场同行业可比交易案例中折现率取值情况统计如下：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	折现率
1	普邦股份	博睿赛思	2016.6.30	13.56%
2	万润科技	万象新动	2016.6.30	13.00%
3	利欧股份	智趣广告	2015.12.31	12.90%
4	龙力生物	快云科技	2015.11.30	12.50%
5	联创互联	上海激创	2015.6.30	13.63%
6	深大通	冉十科技	2015.4.30	12.52%
7	明家联合	微赢互动	2015.3.31	13.40%
8	利欧股份	万圣伟业	2015.3.31	12.80%
9	利欧股份	微创时代	2015.3.31	13.30%
平均值				13.07%
	南极电商	时间互联	2016.9.30	13.09%

本次评估中时间互联的折现率取值为 13.09%，其折现率计算过程及数据取值合理准确，与可比交易案例中标的公司的折现率平均值基本一致。综上，本次评估折现率取值谨慎合理。

四、评估师核查意见

经核查，评估师认为，时间互联收益法评估中折现率的取值根据标的公司业务发展阶段及面临市场经营风险综合分析计算，各主要参数计算依据充分合理。时间互联的折现率取值与市场可比交易案例折现率平均值基本一致，具有合理性。

（此页无正文，为中水致远资产评估有限公司《关于南极电商股份有限公司发行股份购买资产项目反馈意见资产评估相关问题的答复》之盖章页）

签字资产评估师：

许辉

徐向阳

中水致远资产评估有限公司

2017 年 月 日