

北京中企华资产评估有限责任公司

关于深圳证券交易所

《关于对苏州科斯伍德油墨股份有限公司的重组问询函》

创业板非许可类重组问询函【2017】第 15 号

所涉问题的答复

北京中企华资产评估有限责任公司

深圳证券交易所：

北京中企华资产评估有限责任公司作为苏州科斯伍德油墨股份有限公司支付现金购买资产的资产评估机构，根据贵所于 2017 年 8 月 4 日发出的《关于对苏州科斯伍德油墨股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函【2017】第 15 号），就所涉及问题进行了核查，现就相关问题回复说明如下：

一、报告书披露，龙门教育 2015 年 11 月、2016 年 1 月、9 月股权估值分别为注册资本额、5.6 亿元、8.27 亿元，而本次交易龙门教育 100%股权评估价值为 15.84 亿元。同时，根据报告书披露，龙门教育预计封闭式培训在 2017 年 3-12 月、2018 年将实现收入 2.08 亿元、2.78 亿元，K12 课外培训在 2017 年 3-12 月、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年将实现收入 1.44 亿元、2.76 亿元、3.67 亿元、4.56 亿元、5.35 亿元、6 亿元，软件销售在 2017 年 3-12 月、2018 年将实现收入 3980.39 万元、5591.12 万元，预计 2017 年 3-12 月、2018 年、2019 年净利润分别为 9981.12 万元、1.50 亿元、1.79 亿元。请你公司说明：（1）本次评估作价较以往评估值存在重大差异的原因及合理性；（2）本次评估收入预测的合理性，与业绩承诺存在差异的原因。

请评估师及独立财务顾问发表意见。

（一）本次评估作价较以往评估值存在重大差异的原因及合理性。

【答复】

截至评估基准日，龙门教育近三年历次增资及股权转让估值情况如下表所示：

序号	交易事件	交易时间	交易方式	交易定价依据	估值	交易定价的合理性
1	徐颖、丁文波、汇君资管、汇君资产新三板成长 1 号基金、德睦投资对龙门教育合计增资 60,000,000 元	2016.1	增资	协议定价	5.6 亿元	该次增资为挂牌前融资，主要用于补充标的公司流动资金，扩展和深入开发业务线条；交易定价系增资方与龙门协商确定。

序号	交易事件	交易时间	交易方式	交易定价依据	估值	交易定价的合理性
2	孙淑凡、汇君资产汇盈 5 号股权投资基金、汇君资产稳盈 6 号股权投资私募基金、新材料创投、新材料创投、国都申瑞创赢股权投资基金、国都证券、红塔证券、财富证券对龙门教育合计增资 76,875,820 元	2016.9	增资	协议定价	8.27 亿元	该次增资为满足龙门教育 K12 教育培训中心和中、高考补习 VIP 培训班的设立、拼课网业务和网上直播教育的开发和教学辅助软件的研发以及之后相应的市场营销推广的资金需求；交易定价系增资方与龙门协商确定。
3	马良铭将其持有的龙门教育 2.7%的股权、4 %的股权、0.3%的股权、3 %的股权分别转让给翊占信息、方锐铭、田珊珊、丁文波；马良彩将其持有的龙门教育 1%的股权、0.1%的股权分别转让给徐颖、汇君资管	2015.11	转让	出资额定价	500 万元	该次转让主要为优化标的公司股权结构，通过新增核心员工持股，提高经营效率，激励管理层；转让价格由各方协商按照注册资本确定。

上述两次增资及股权转让均为协议定价，未经评估机构进行评估；本次交易是向第三方转让，评估人员根据评估准则，采用收益法等估值方法进行价值评估，交易定价差异原因主要有：

1、交易定价方式不同

本次交易定价中，以收益法评估结果为参考基础。龙门教育为轻资产类型企业，收益法能综合体现企业在品牌、人力资源等方面的核心竞争力，合理的反映出企业的价值；而前述三次交易定价均由龙门教育与各方协商确定。

2、交易时点不同

上述交易中，两次增资行为发生于 2016 年 1 月、9 月，按照出资额定价进行股权转让发生于 2015 年 11 月，而本次评估作价采用的基准日为 2017 年 2 月 28 日，与前述交易事项在时间上有所差异。

因交易时点的变更，龙门教育在经营状况、业务发展等方面均有所差异。2015

年至今，随着龙门教育封闭式校区的扩大，其培训人次稳步上升，业务线条逐步增加，盈利能力有所提高；2016 年新开展的 K12 课外培训业务已在全国 12 个城市开设 62 个校区，该业务的开设发展也将持续增加龙门教育盈利水平。

因此，因交易时点的差异，龙门教育的经营发展状况、盈利水平等方面均有所差异，故交易定价也有所不同。

综上，企业历次交易交易时点不同、交易定价方式不同（协议定价、评估定价），且各次经济行为也不同，故本次评估作价较以往交易定价存在差异具有合理性。

（二）本次评估收入预测的合理性，与业绩承诺存在差异的原因。

1、本次评估收入预测的合理性分析

(1)历史收入增长情况

根据龙门教育审定合并报表，龙门教育 2015 年-2016 年龙门教育主营业务收入增长较快，其中，封闭式培训、软件销售 2016 年的收入增长率分别为 44.82%、22.42%。

报告期内，龙门教育通过新设校区、新增业务类型，丰富龙门服务网点，使招生量进一步增长，实现收入大幅增长。

(2)可比公司收入增长情况

可比公司名称	收入增长比例（%）		
	2014 年	2015 年	2016 年
好未来	38.94%	38.25%	42.86%
新东方	18.65%	9.47%	18.57%
新南洋	25.06%	30.39%	24.97%
达内科技	46.72%	38.91%	20.36%
正保远程	36.21%	11.30%	8.66%
ATA	4.91%	-8.97%	19.13%
平均	28.42%	19.89%	21.92%

*新南洋为教育与服务业务的收入增长率

由上表可看出，2014-2016 年龙门教育可比上市公司均处于高速发展阶段，且 2016 年龙门教育收入增长水平高于行业平均水平。

(3)收入预测合理性

①封闭式中、高考补习培训业务收入合理性分析

本次收益法预测中，封闭式中、高考补习培训业务收入的测算根据报名人数和平均单价确定，其中：

A：培训人次预测分析

未来年度，现有校区报名人数按照企业招生计划及未来发展规划确定。其中，2017 年根据企业具体招生计划确定，中补、高补部分 2018 年按照 2017 年人数增长 2%，以后年度人次维持不动；2018 年、2019 年高一高二培训招生分别较上年增长 2%，以后年度招生人次维持不动；新增校区根据企业历史经营情况及龙门教育管理层对未来经营的预计综合确定。综上预测，封闭式培训业务 2018 年、2019 年、2020 年人次分别增长 12%、6%、1%，主要系新开校区培训人次逐渐增加至饱和所致，以后年度不再预测培训人次的增加。

综上所述，龙门教育封闭式培训业务培训人次的预测具有合理性。

B：单价预测分析

关于单价，教育产业的特殊性决定了学生家长总体而言对学费价格的敏感性较低，由于优质教育资源的稀缺及升学竞争的激烈，学生家长在选择子女接受教育服务上的试错成本较高，往往更加重视教育服务的品质而非价格。

本次收益法评估中，未来预测以现有班型布局，高补课程单价在 2017 年保持不变，2017 年以后，每年在上一年度单价基础上递增 5%。高一高二课程为 2016 年新设，未来年度按照 2017 年上半学期平均单价每年递增 5%确定，预测较为谨慎合理。

根据企业提供的历史数据，中补课程平均单价历史年度增幅较大，2017 年上半年学费较 2016 年上半年增加约 25%，本次预测中补学费以每年 5%递增，预测较为谨慎合理。

综上，通过对龙门教育封闭式中、高考补习培训业务未来年度培训人次、单价的分析，该项业务收入预测具有合理性。

②软件销售业务收入预测

A：销售数量预测

根据从企业了解到的信息，龙门教育旗下深圳越龙门研发销售的教学软件主

要销售给在龙门参加培训的学生，评估人员统计了 2015 年、2016 年度学生购买数量占总培训人次的占比，分别为 68.49%、68.29%，购买人数较为稳定。

未来年度，销售给学生的培训软件以上述平均占比乘以未来年度龙门教育封闭式业务预测培训人次确定；销售给外部培训机构的软件，根据企业历史销售情况结合未来经营规划，2017 年、2018 年销量分别增长 10%，以后年度每年增长 5%，软件销量增长的预测较为谨慎合理。

B：销售单价预测

关于单价，根据龙门教育提供的资料，历史年度，其各类软件产品销售单价均无明显上涨。本次评估中，本着谨慎性原则，未来软件产品单价均保持不变。

综上，通过对龙门教育软件销售业务未来年度销售数量、单价的分析，该项业务收入预测具有合理性。

③K12 课外培训业务收入预测情况

龙门教育旗下初、高中一对多课外培训和小班课外培训主要在北京龙们尚学、武汉龙门尚学等公司制主体开展业务，业务分布于北京、武汉、合肥、长沙等多个地市，自 2016 年开始拓展该业务以来，截至目前，龙门教育 K12 课外培训业务已覆盖 12 个城市，开设 62 个校区，发展迅速。

龙门教育充分结合封闭式培训业务中积累的中、高补习培训经验，有针对性的选择客户群体，确定未来发展的主要方向：一是开展具有针对性的个性化教育业务，二是推出具有趣味性的知识普及教育，同时结合现有教学体系推出各类冲刺型短期培训课程，扩展业务线条；由于 K12 教育存有需求刚性、消费延续性好、产品可开发空间大等优势，该业务的发展将不断增强龙门教育的市场竞争力和盈利能力。

A：K12 课外培训业务全国校区运营情况分析

自 2016 年开展该业务来，龙门教育先后在北京、武汉、合肥、长沙等全国大中型城市设立了教学点，截至目前，其教学点运营情况如下表所示：

项目	2016 年 6 月 30 日	2016 年 12 月 31 日	2017 年 6 月 30 日
教学点累计数量	26	58	62
累计收入（万元）	472	2,076	7,675

由上表可看出，由于 K12 教育业务为新开展的业务，2017 年 6 月较 2016 年 6

月收入增加 7,203.00 万元，增长较快。评估人员抽取了部分校区，对其自成立至 2017 年 7 月运营情况进行了分析，具体如下所示：

教学点名称	成立日期	2016 年 1-6 月收入	2016 年 7-12 月收入	2017 年 1-6 月收入
湖北-江夏	2016 年 6 月	7.68	130.25	321.61
郑州-紫荆山	2016 年 11 月	0.00	2.65	88.97
长沙-星沙	2016 年 7 月	0.00	107.91	167.24

从上述单个教学点收入情况来看，成立初期其收入均呈现大幅增长，且各个教学点目前的招生规模较其最大可容纳量尚有差距，未来年度，其收入保持快速增长具有可实现性。

由于部分教学点系 2016 年下半年及 2017 年年初成立，运营时间较短，一些成立时间较晚的校区需要一定时间培育，部分校区的收益在 2017 年下半年才能有所体现。

B：截至 2017 年 7 月收入实现情况分析

根据龙门教育提供的资料，截至 2016 年 7 月，其 K12 课外培训业务收入及课耗量如下所示：

项目	营业收入（万元）	确认收入课时量（h）	平均单价（元）
实际完成情况	6,627.18	401,981.00	164.86

本次盈利预测中，K12 课外培训业务 2017 年全年预计实现主营业务收入为 15,804.34 万元，截至 7 月已实现收入占预测收入 42%。

由于暑假为学生参加课外培训高峰，7、8 月其预收学费、培训收入都会出现大幅上升，以湖北江夏校区为例，其 6、7 月运营情况如下所示：

项目	2017 年 6 月	2017 年 7 月	增长率
预收学费（万元）	44.40	140.69	216.87%
主营业务收入（万元）	65.60	86.22	31.43%

由上表可看出，相较平时月份，暑假的收款及确认收入均有大幅增加，由于教育行业具有一定的季节性，从龙门教育自身及教育类上市公司运营情况来看，其上半年实现收入均低于下半年，具体情况如下表所示：

公司名称	2016 年上半年（万元）	2016 年全年（万元）	占比(%)
新东方	602,780.00	1,235,057.00	48.81%

新南洋	56,138.97	119,352.17	47.04%
全通教育	14,585.35	35,050.77	41.61%
正保远程	26,133.89	60,317.56	43.33%
达内科技	63,061.06	154,567.86	40.80%
平均			44.32%
龙门教育	9,860.25	24,122.57	40.88%

由于龙门教育的客户更为集中，均为在校学生，暑假具有大量可参加培训的时间，上述运营特点更为明显。

综上所述，通过对龙门教育 K12 课外培训业务 2017 年 7 月实际运营情况、运营特点等情况分析，2017 年年度业务收入的预测具有可实现性。

C：销售课时量预测合理性分析

本次盈利预测中，评估人员对上述校区实际招生授课情况、各个教学点座位数进行了统计分析，结合未来年度培训人次预测，计算比较其理论饱和课时数上线与各年预测销售课时数情况如下所示：

单位：课时

理论饱和课时数	6,401,584.00
2017 年预测销售课时数	1,540,311.00
2018 年预测销售课时数	2,002,424.00
2019 年预测销售课时数	2,503,080.00
2020 年预测销售课时数	2,878,585.00
2021 年预测销售课时数	3,166,556.00
2022 年预测销售课时数	3,324,944.00

*销售课时量：为学生实际购买的课时量。在实际运营中，学生一次性购买一定量的课时并支付学费，龙门教育将收到的学费计入预收账款，再根据学生实际上课情况结转主营业务收入，故当年购买的课时部分会在下年确认为收入。

由上表可看出，未来年度，龙门教育 K12 课外培训业务预测销售课时数未超过理论饱和课时数，且有一定差距。借助龙门教育在中补、高补业务上积累的业内口碑，通过选择特定客户群体（以初中成绩中等、高中成绩在二本分数线以下的学生为目标群体），提供针对性较强的培训服务，龙门教育 K12 课外培训业务可迅速打开市场，由于该项业务于 2016 年刚刚起步，2017 年课时销售数量增长较快，之后增速将逐年放缓。

D: 课时单价预测合理性分析

a: 实际单价情况

截至 2017 年 7 月，其实际单价情况如下所示：

项目	营业收入（万元）	确认收入课时量（h）	平均单价（元）
实际完成情况	6,627.18	401,981.00	164.86

本次盈利预测中，2017 年各类课程的平均单价为 161.11 元，稍低于目前实际平均单价，2017 年预测单价具有可实现性。

b: 同行业公司单价对比

根据目前了解到的信息，以武汉地区为例，各家相同课程单价对比如下表所示：

单位：元

公司名称	高三课程单价（满 200 小时）	初三课程单价（满 200 小时）
巨人	275.00	245.00
京翰	270.00	240.00
龙门教育	250.00	220.00

由上表可以看出，相较市场同类培训机构，龙门教育课程单价偏低，每小时便宜 20-25 元左右，价格具有一定上涨空间。

关于单价，根据企业预测，客户群体对单价的敏感度并不高，由于上述 K12 课外培训业务于 2016 年刚刚起步，2016 年单价均低于行业平均水平。本次评估中，根据企业规划及未来课程单价的预测，2017 年度各个板块单价涨幅为 15%（目前实际平均单价稍高与预测平均单价），以后年度涨幅均为 5%，单价预测较为谨慎合理，具有可实现性。

综上，通过对龙门教育 K12 课外培训业务截至 2017 年 7 月实际运营情况、未来年度销售课时量、课时单价的分析，该项业务 2017 年收入具有可实现性，以后年度收入预测具有合理性。

(4)实际完成情况分析

根据目前取得的资料，截至 2017 年 6 月 30 日，龙门教育合并口径实现收入和利润情况如下所示：

项目	审定数(万元)	全年预测数(万元)	占比(%)
营业收入	18,408.25	45,037.28	40.87
归母净利润	4,295.95	9,981.12	43.04

由上表可看出，截至 2017 年 6 月 30 日，龙门教育收入、利润实际完成情况达预测数的 40%以上，2017 年收入预测具有可实现性，具体原因如下：

①2017 年度上半年收入占全年比重符合历史经营情况

根据龙门教育公告的 2016 年半年报，截至 2016 年 6 月 30 日，龙门教育合并口径下营业收入合计为 9,860.25 万元，其全年营业收入为 24,122.57 万元，上半年完成收入占全年收入的 40.88%，2017 年预测情况与历史情况相符。

②2017 年下半年招生人数较去年同期有所增长

龙门教育在 2017 年下半年新开一处封闭式校区-外事校区，该校区将有助企业在下半年实现招生数量的增加。龙门教育封闭式培训业务的招生季一般持续到 9 月底，根据目前了解到的情况，截至 8 月中旬，其封闭式校区中补、高补、高一高二已招收学生较去年同期招生人数有较大增长，随着招生工作的进行，其招生人次还将不断增加。

综上所述，通过对龙门教育历史年度收入增长分析、可比上市公司收入增长分析、目前已实现收入情况及各类业务未来收入预测合理性分析，未来年度，龙门教育收入预测较为合理。

2、与业绩承诺具有差异的原因

本次收益法预测中，根据企业提供的盈利预测，结合龙门教育历史实际运营情况、所处行业状况及未来发展规划，评估人员对龙门教育未来利润情况预测如下：

单位：元

项目	2017 年	2018 年	2019 年
净利润	103,935,535.91	149,678,944.00	179,012,400.94
少数股东损益	4,124,339.18	20,185,205.94	28,052,722.66
归属于母公司所有者的净利润	99,811,196.74	129,493,738.06	150,959,678.28

*本次收益法评估中，按照预测期及永续期合计少数股东损益占合计净利润比例扣除相应少数股东权益。

根据龙门教育利润补偿责任人与科斯伍德签订的利润补偿协议，2017 年、

2018 年、2019 年实现的净利润（指扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司普通股股东净利润）分别不低于人民币 10,000 万元、13,000 万元、16,000 万元。

通过上表可看出，本次收益法预测中，归属于母公司所有者的净利润略低于龙门教育利润补偿责任人各年业绩承诺，无较大差异。

经核查，评估师认为：企业历次交易经济行为不同、交易时点不同，交易定价方式不同（协议定价、评估定价），故本次评估作价较以往企业交易定价（协议转让）存在一定差异，本次评估作价时评估人员根据评估准则，采用收益法等估值方法进行价值评估，估值具有合理性；通过对龙门教育历史年度收入增长分析、可比上市公司收入增长分析、目前已实现收入情况及各类业务未来收入预测合理性分析，未来年度龙门教育收入预测较为合理；本次收益法预测中，预测归属于母公司所有者的净利润略低于龙门教育利润补偿责任人各年业绩承诺，三年累计利润差异率为 2.5%，两者无较大差异。

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司关于深圳证券交易所
对苏州科斯伍德油墨股份有限公司<创业板非许可类重组问询函【2017】第 15 号>
相关问题的答复》之签字盖章页）

北京中企华资产评估有限责任公司

年 月 日