

中信建投证券股份有限公司

关于深圳证券交易所

《关于对北京科锐国际人力资源股份有限公司的问询函》 的核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

根据深圳证券交易所创业板公司管理部（以下简称“贵部”）《关于对北京科锐国际人力资源股份有限公司的问询函》（创业板问询函【2018】第 39 号，以下简称“问询函”）的要求，中信建投证券股份有限公司（以下简称“中信建投”）作为北京科锐国际人力资源股份有限公司（以下简称“科锐国际”、“公司”）的持续督导机构，对相关问题进行了核查，核查意见如下：

问题 1、公告披露，此次收购中无锡智瑞 100%股权的整体作价为 29,859 万元，而无锡智瑞 2017 年 12 月 31 日经审计净资产为 6,318.24 万元，此次评估增值率为 373%。

（2）请补充披露此次评估的具体方法、过程、所使用参数与指标数据的来源、预测数据的基础、计算方式等。请持续督导机构就定价依据的客观合理性、交易价格的公允性发表独立核查意见。

回复：

1、评估结论

本次交易标的为无锡智瑞 16.06%股权，根据深圳德正信国际资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（德正信综评报字[2018]第 001 号），以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，采用收益法和市场法对无锡智瑞股东全部权益价值进行评估，鉴于收益法更能反映企业未来经营的所带来的收益状况，更能反映企业的价值，最终选取收益法评估结果作为评估结论，即标的资产的评估值为 29,859 万元。

2、收益法评估说明

①收益期

本次评估根据企业的长期经营目标采用预测期加永续年期作为收益期。其中，第一阶段为预测期 2018 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，共 5 年，在此阶段根据企业的预测经营情况进行分析；第二阶段为 2023 年 1 月 1 日至永续经营，在此阶段假设企业保持稳定的收益水平。

②营业收入

无锡智瑞系华东地区领先的工业外包解决方案供应商，目前的主要客户为捷普、松下、索尼、尼吉康等知名跨国企业，双方合作关系稳定，且持续合作时间均在 3 年以上，客户黏性较强，随着无锡智瑞的招聘实力与派出人员管理能力得到客户进一步认可，在未来预计来自于上述原有大客户的收入将持续上涨。

另一方面，无锡智瑞正积极进行业务扩张及地域性拓展，在充分巩固无锡本地市场的基础上，无锡智瑞于 2017 年成功开拓了杭州、芜湖、南京等外地市场，在未来，无锡智瑞将利用过去所积累的品牌形象和人才储备，加大业务开发力度，预计来自于新客户的收入亦将持续上涨。

综合无锡智瑞所签订的框架协议及历史收入增长率数据，预计无锡智瑞 2018 年至 2020 年的收入增长率稳定在 9.5%左右，略低于 2017 年收入增长率 13.9%。2021 年起收入增长率略有下降，预计 2021 年增长率为 9.0%，至 2023 年降至为 3%后保持不变。

无锡智瑞的预测期收入及收入增长率预测如下表所示：

单位：万元						
项目	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
营业收入	22,691.22	24,819.87	27,241.83	29,693.60	31,475.21	32,419.47
收入增长率	9.49%	9.38%	9.76%	9.00%	6.00%	3.00%

注：2023 年后预测营业收入数保持不变。

③营业成本和费用

营业成本和费用的预测主要根据历史年度与营业收入的占比构成，结合企业的现有实际情况和未来的经营计划，在历史数据基础上做小幅度调整。

无锡智瑞的营业成本主要为项目员工工资，其次为招聘费和交通费等，考虑到无锡智瑞对员工成本及其他费用有较强的控制力度，预测期成本增长比例基本和收入增长比例基本保持一致。

无锡智瑞的费用主要包括销售费用和管理费用。销售费用主要为员工的工资奖金、房租、办公费和差旅费等，费用支出较小。管理费用主要为员工工资奖金、房租费、办公费、招待费等。2017 年费用合计占营业收入比重为 4.5%左右，随着无锡智瑞公司治理逐步提升、业务流程逐步优化，预计费用占比将逐渐下降至 3.60%并保持稳定。

无锡智瑞预测期营业成本和费用预测如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
营业成本	19,821.49	21,667.51	23,769.45	25,908.70	27,463.22	28,287.12
毛利率	12.65%	12.70%	12.75%	12.75%	12.75%	12.75%
费用合计	896.58	935.91	981.69	1,070.04	1,134.24	1,168.27
占收入比重	3.95%	3.77%	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%

注：2023 年以后预测数据保持不变。

④资本化支出、折旧与摊销

无锡智瑞属于轻资产公司，固定资产主要为车辆以及少量的办公设备，2017 年底审计后账面净值为 16.58 万元，预计在未来无锡智瑞将不会有大额固定资产支出，资本性支出主要为现有固定资产的更新支出。

⑤营业外收入

营业外收入主要为产业基金补贴，无锡智瑞与所在园区无锡国家高新技术产业开发区管委会签订了合作协议书，为促进区内服务外包产业的发展，对园区内发展规模较大的企业，给予相应的产业基金补贴。从历史年度分析，该产业基金补贴占收入的百分比为 4%-5%之间，预期该产业基金补贴将在预测期持续。

无锡智瑞预测期营业外收入预测如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
营业外收入	862.35	939.97	1,027.38	1,027.38	1,027.38	1,027.38
占收入比重	3.80%	3.79%	3.77%	3.46%	3.26%	3.17%

注：2023 年后预测数据保持不变。

⑥企业所得税

无锡智瑞的企业所得税率为 25%。

⑦营运资金

通过分析无锡智瑞历史流动资产中应收账款、预付款项和其他应收款等项目的周转天数及占收入比重平均水平，以及流动负债中应付账款、应付职工薪酬、应交税费及其他应付款周转天数及占收入或成本的比重的平均水平，预测未来 5 年的营运资金占用情况。预测期营运资金按照历史平均水平进行预测。

⑧折现率

折现率是投资者因投资于此项目而放弃投资于类似风险及性质的投资项目时所应获得的预期回报率（或收益率）。本次评估采用的自由现金流量的折现率是加权平均资本成本（WACC）。

WACC 的计算

$$WACC = K_e * (E_q / IC) + K_d * (D / IC)$$

其中：

K_e = 权益资本成本

E_q = 权益资本

IC = 投入资本（权益资本加有息负债）

K_d = 税后有息负债成本

D = 有息负债

权益资本成本是通过资本资产定价模型（CAPM）来揭示的，这是用于估计所要求的权益资本回报率的最为普遍的方法。CAPM 中的权益资本成本是指无风险收益率加上企业不可避免的系统风险系数（“ β ”）乘上市场风险溢价的线性函数。

以下是用于计算 K_e 的 CAPM 公式：

$$K_e = R_{rf} + MRP \times \beta + SSRP + CSR$$

其中：

K_e = 权益资本成本

R_{rf} = 无风险收益率

MRP = 市场风险溢价，它是市场投资组合回报期望率超过无风险收益率的部分

β = β 系数是用于测量被评估资产跟市场投资组合相比较而言的相对风险。通过把一个具有可比性的证券回报还原成市场指数可以计算出该系数。它是对资产不可避免风险的一种衡量。

$SSRP$ = 小规模风险溢价，一般认为，公司规模越小，其面临的各种风险就越大。小规模风险指的是公司规模在一定水平所对应的特定风险。经查阅道衡 2017 年评估手册 (2017 Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital)，对比无锡智瑞目前的估值水平，该参数取值为 3.67%。

CSR = 目标公司特别风险，公司特别风险是指无锡智瑞所特有的非系统性风险。经过对无锡智瑞经营时间，增长前景，债务水平，上下游依赖程度，销售收入稳定性，管理层行业经验，行业竞争情况，公司产品多样性等各方面的综合分析，该参数的取值为 0.5%。

最终计算的折现率为 14%。

折现率的数据来源：彭博资讯系统查询的市场数据，如 BETA，可比公司 5 年财务数据、无风险利率。美国股权风险溢价（US ERP）和规模风险溢价（size premium）来源于 2017 Valuation Handbook - Guide to Cost of Capital。

⑨可比公司的选取

无锡智瑞主要从事工业外包服务，属于人力资源行业。由于目前 A 股人力资源行业仅科锐国际一家上市公司，且科锐国际上市尚未满一年，波动较大，故 A 股市场难以选取无锡智瑞的可比公司。

根据无锡智瑞的企业状况以及业务特点，评估师通过彭博数据库选取了 5 家在日本及美国上市的与无锡智瑞业务相近或相似的公司作为可比公司。可比公司基本情况如下：

公司名称	彭博代码	主要经营地点	上市地点	主营业务
51job, Inc	JOBS US	中国	美国	校园招聘、网上招聘、招聘广告服务
QUICK CO., LTD	4318 JP	日本	日本	人力资源解决方案和信息服务
CREEK & RIVER Co., Ltd.	4763 JP	日本	日本	劳务外包、劳务派遣和就业安置服务
HIRAYAMA HOLDINGS Co., Ltd	7781 JP	日本	日本	制造业外包服务
S-Pool, Inc.	2471 JP	日本	日本	服务外包服务、营销外包服务、人员租赁服务

⑩收益法评估计算过程

本次收益法评估模型选用企业自由现金流模型。该评估模型是通过估算企业经营性资产所创造的自由现金流量（FCF），并选用适当的折现率将 FCF 折现而计算出企业之经营性企业价值，加上企业非经营性资产价值（如有），以得出评估基准日被评估企业的整体企业价值，然后在此基础上，再扣除付息债务（或类似负债），最后得出被评估企业全部股权价值。

评估的基本模型为： $V=P+\sum C_i-D$

式中：V：被评估企业股东全部权益价值

P：被评估企业经营性企业价值

$\sum C_i$ ：被评估企业非经营性资产价值

D：被评估企业付息债务价值

以上表达式中：

其中：FCF_t：未来第 t 年经营性资产所创造的自由现金流

r：折现率

t：被评估企业未来持续经营期限

本次评估中，经营性资产所创造的自由现金流（FCF）定义为：

$$FCF = NI + DEPR + INT - CAPEX - NWC$$

其中：FCF = 预期的归属于所有投资者（包括权益投资者和债权人）的自由现金流量

NI = 税后净利润

DEPR = 折旧与摊销

INT = 利息费用（扣除税务影响后）

CAPEX = 资本性支出

NWC = 净营运资金变动（包括对营运资金及正常经营所需资金的考虑）

本次评估中，根据净现金流量的计算口径，折现率采用加权平均资本成本模型（WACC）确定。其中付息债务资本的回报率根据中国人民银行长期贷款利率进行计算，股东权益资本的回报率根据资本资产定价模型（CAPM）确定，付息债务资本和股东权益资本的权重根据被评估企业所处的行业付息债务资本和股东权益资本比率进行计算。

通过加和企业预测期的价值及终值而得出经营性企业价值为 21,172.00 万元。

股东权益价值 = 经营性企业价值 + 非经营性资产（负债） - 付息债务

非经营性资产（负债）是指与企业正常经营无直接关系的资产（负债）。

无锡智瑞于评估基准日非经营性资产如下：

基准日账上溢余现金 733.00 万元；

无锡智瑞购买的“蕴通财富-日增利”银行理财产品 6,000 万元；查阅该理财产品相关条款，其主要投资于货币市场，上海银行间同业拆借，风险评级属于极低。根据管理层对该资金的计划和安排，评估师未对该产品价值进行评估。仅按照委托方提供的于评估基准日的账面值进行加回。

无锡智瑞基准日其他应收款中应收关联方借款项 1,629.59 万元及其他应收款中应收无锡赢德工业外包服务有限公司的款项 324.70 万元。

综合以上分析计算，评估师得出采用收益法评估的无锡智瑞于评估基准日的全部股权价值为 29,859 万元。

3、核查意见

经核查，持续督导机构认为本次交易的定价依据具备客观合理性，本次交易价格公允，不会损害中小股东的利益。

（3）请补充披露无锡智瑞最近三年股权转让的作价情况，并说明历史作价与本次交易作价之间存在差异的原因与合理性。请评估师、持续督导机构发表独立核查意见。

回复：

1、无锡智瑞最近三年股权转让的作价情况

（1）2016 年 12 月，股权转让暨增资

2016 年 12 月，陈怡洁以及恽成分别将无锡智瑞 2.49%以及 2.5%的股权转让给公司子公司上海科之锐，转让对价合计为 1,000 万元，对应无锡智瑞总估值为 20,040.08 万元；同日，杭州长堤以 4,000 万元增资持有无锡智瑞 16.67%股权，对应无锡智瑞总估值为 24,000 万元。

2、历史作价与本次交易作价之间存在差异的原因与合理性

（1）历史作价与本次交易作价的差异情况

单位：万元					
转让方/增资方	时间	标的公司	基准日	对应总估值	静态市盈率
科锐国际	2016 年 12 月	无锡智瑞 4.99%股权	2015.12.31	20,040.08	13.50

转让方/增资方	时间	标的公司	基准日	对应总估值	静态市盈率
杭州长堤		无锡智瑞 16.67%股权	2015.12.31	24,000	16.17
平均					14.84
科锐国际	2018 年 2 月	无锡智瑞 16.06%股权	2017.12.31	30,000	14.09

（2）存在差异的原因与合理性分析

①本次交易时无锡智瑞财务状况、经营情况以及盈利能力不同

前次交易的基准日为 2015 年 12 月 31 日，距离本次交易的评估基准日 2017 年 12 月 31 日间隔为 24 个月，在此期间，通过上次增资及经营积累，无锡智瑞在行业经验、人才资源和盈利能力等方面均有所提升，产生估值差异。此外，自 2016 年无锡智瑞引入杭州长堤与科锐国际作为公司股东后，对无锡智瑞的公司治理、内控体系、业务流程、财务制度等进行了一系列梳理和提升，无锡智瑞的“软实力”得到增强。根据无锡智瑞 2015 年以及 2017 年审计报告，无锡智瑞总资产由 2015 年的 4,358.44 万元增长至 2017 年的 10,891.22 万元，复合增长率达 58.08%；净利润由 2015 年的 1,484.32 万元增长至 2017 年的 2,138.62 万元，复合增长率为 20.03%。

②两次交易静态市盈率对比分析

在前次交易中，杭州长堤属于财务投资者，增资入股的静态市盈率为 16.17 倍，无锡智瑞考虑到未来与科锐国际所能产生的协同效应，在杭州长堤增资入股的对价基础上有所折价，最终 4.99%股权转让对价确定为 1,000 万元，对应静态市盈率为 13.50 倍。

本次交易中，静态市盈率为 14.09 倍，相比于前次科锐国际受让股权的静态市盈率 13.50 倍略有所上升，主要原因系：1）无锡智瑞在前次基准日后经营状况良好，盈利能力持续增强；2）科锐国际对工业外包领域前景看好。综合上述两点，科锐国际经与各交易对方谈判后，在上次静态市盈率的基础上略微提高了估值水平。

3、独立核查意见

经核查，持续督导机构认为，历史作价与本次交易作价的差异系无锡智瑞的财务状况、经营状况以及盈利能力等因素不同所导致，本次交易作价合理。

(4) 请结合同行业的可比交易价格、相关指标等说明本次交易作价的公允性与合理性。请评估师、持续督导机构发表独立核查意见。

回复：

1、同行业可比交易价格

近年来，国内上市公司并购案例中无涉及主营业务为人力资源的公司，因此，现选取近年来部分国内同属于商务服务业的创业板上市公司收购案例作为可比交易案例进行分析，具体情况如下：

公司名称	股票代码	标的公司	基准日	静态市盈率	市净率
蓝色光标	300058.SZ	MadHouse15.83%的股权	2016.12.31	52.29	21.35
宣亚国际	300612.SZ	蜜莱坞 48.2478%股权	2017.3.31	12.62	5.37
联建光电	300269.SZ	爱普科技 100%股权	2016.12.31	25.16	22.22
		蓝海购 25.88%股权	2016.12.31	13.01	6.62
平均值				25.77	13.89
本次交易		无锡智瑞 16.06%股权	2017.12.31	14.03	4.75

注：数据来自 wind

由上表可知，可比交易案例中交易价格对应的平均静态市盈率水平为 25.77 倍，市净率水平为 13.89 倍，而本次交易中，无锡智瑞 16.06%股权的交易价格对应的静态市盈率水平为 14.03 倍，市净率水平为 4.75 倍，均低于可比案例。

2、独立核查意见

经核查，持续督导机构认为，相比同行业可比交易价格，本次交易的市盈率水平、市净率水平均低于可比案例，本次交易作价具有公允性。

问题 2、本次交易完成后，你公司（上海科之锐）持有无锡智瑞的股权比例由 4.99%提高至 21.05%，关联方杭州长堤持股比例从 16.67%下降至 11.31%。陈怡洁、恽成分别持有 33.82%、33.81%股权，为无锡智瑞第一与第二大股东。

(1) 请结合你公司与无锡智瑞的业务关联性等具体说明你公司以较高的评估增值率从包括关联方在内的无锡智瑞股东购买少数股权的目的、原因与合理性。请持续督导机构就本次交易是否损害上市公司利益发表独立核查意见。

回复：

1、购买少数股权的目的、原因及合理性

(1) 投资目的及原因

①优秀的管理团队

无锡智瑞的管理团队经验丰富、锐意进取，人力资源服务行业的平均服务时间达到 8 年以上，对工业服务外包领域有着深刻的理解。管理团队充分借鉴了来自于日本的成熟行业经验，创建并领导无锡智瑞发展成为华东领先的工业外包解决方案供应商，目前无锡智瑞已为 20 余家国内外知名企业提供三线管理（人事管理、生产管理、后勤管理）服务，客户包括松下、索尼、尼吉康等知名跨国企业，所派驻员工可覆盖从一线操作工到项目管理人员不同层级中的多个职能。优秀的管理团队是科锐国际本次购买无锡智瑞股权的重要原因。

②业务协同效应将能得到充分发挥

本轮战略投资后，未来双方将保持紧密合作，并充分发挥双方业务的协同效应。一方面，科锐国际将进一步延伸服务产业链，加强在工业服务外包领域的布局，学习无锡智瑞在工业服务外包的行业经验，同时以此契机打入长江中下游经济带的广阔市场，助力产业升级；另一方面，无锡智瑞在发展过程中存在招聘成本高、招聘能力不足等问题，一定程度上制约了自身发展，随着与科锐国际达成战略合作，在未来无锡智瑞将受益于科锐国际强大的人才数据库和招聘中心支持，在成本控制优化的同时，也将有效提升服务质量。通过本次战略合作，双方将能实现共赢，共同携手为“中国制造 2025”产业升级提供强有力的人力资源支撑。

(2) 未收购无锡智瑞控制权的原因

无锡智瑞所从事的工业业务流程外包，属于科锐国际目前尚未全面进入的人力资源细分领域，对于该细分领域，科锐国际尚需要进一步了解。因此，经过科

锐国际董事会的审慎判断，科锐国际决定不收购无锡智瑞的控制权，而是通过参股无锡智瑞并向无锡智瑞派驻董事监事的方式，来参与无锡智瑞的生产经营和重大决策。

后续如条件成熟，且无锡智瑞原股东有转让意向，科锐国际将行使优先收购权，收购无锡智瑞的控制权。

2、独立核查意见

持续督导机构认为本次交易不存在损害上市公司利益的情形，主要系：

（1）本次交易已分别经上市公司第二届董事会第一次会议、第二届监事会第一次会议通过，关联董事回避了表决，上市公司独立董事已就本次交易定价的公允性等事项发表了意见，并提交股东大会审议，履行了必要的审批程序，决策程序符合《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》、《公司章程》等有关规定的要求。

（2）根据深圳德正信国际资产评估有限公司出具的《资产评估报告》（德正信综评报字[2018]第 001 号），无锡智瑞于评估基准日采用收益法评估的全部股权价值为 29,859 万元，本次交易中，标的资产的定价以上述评估报告确定的评估值为基础，经交易各方协商确定，无锡智瑞 16.06%股权作价为 4,818 万元，本次交易定价公允、合理。

（3）以证监会行业分类（2012 版）中的“商务服务业”为可比公司的选取范围，截至本次交易的评估基准日 2017 年 12 月 31 日，“商务服务业”的创业板上市公司中剔除市盈率为负值或市盈率高于 100 倍的上市公司后，“商务服务业”的上市公司的平均滚动市盈率为 43.29 倍，市净率为 4.90 倍。按照无锡智瑞 2017 年经审计的净利润和归母净资产进行计算，本次交易定价的市盈率为 14.03 倍，市净率为 4.75 倍，均低于创业板“商务服务业”上市公司的平均水平。

（4）根据对商务服务业的创业板上市公司收购案例作为可比交易案例进行分析，可比交易案例的平均市盈率为 25.77 倍，平均市净率为 13.89 倍，均要高于本次交易定价的市盈率和市净率。

(5) 本次投资完成后，科锐国际对无锡智瑞的持股比例为 21.05%。根据无锡智瑞盈利预测及公司持股比例测算，本次投资对公司整体业务盈利水平和财务状况不会产生重大不利影响，也不会对公司未来持续经营业务产生重大不利影响。

(6) 本次投资完成后，科锐国际与杭州长堤均仅为无锡智瑞参股股东，因此本次投资不会导致无锡智瑞与上市公司构成同业竞争关系，无锡智瑞所从事的工业业务流程外包，属于上市公司目前尚未全面进入的人力资源细分领域，有利于上市公司发挥双方业务的协同效应。

综上，经核查，持续督导机构认为，科锐国际从无锡智瑞股东购买少数股权具备商业合理性，本次交易不存在损害上市公司利益的情形。

问题 3、请按照《创业板股票上市规则》的相关规定补充披露交易对手方之间是否存在关联关系。请持续督导机构发表独立核查意见。

回复：

1、交易对手方之间不存在关联关系

本次交易对手方为恽成、陈怡洁以及杭州长堤股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“杭州长堤”)。

根据中信建投对杭州长堤及其上层合伙人情况的核查及恽成、陈怡洁、杭州长堤三方出具的《承诺函》，三方均承诺相互之间不存在任何股权、权益或关联关系，也不存在一致行动关系及其他应说明的关系。

2、独立核查意见

经核查，持续督导机构认为，本次交易对手方恽成、陈怡洁以及杭州长堤之间不存在关联关系。

(此页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对北京科锐国际人力资源股份有限公司的问询函>的核查意见》之签字盖章页)

保荐代表人

: 
于宏刚


刘佳萍

中信建投证券股份有限公司



2018年2月5日