

北京中同华资产评估有限公司对《深圳证券交易所〈关于对天
泽信息产业股份有限公司的重组问询函〉（创业板许可类重组
问询函【2018】第 19 号）》之回复



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co., Ltd.

二〇一八年六月六日

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院中海地产广场西塔 3 层

邮编：100077 电话： 010-68090001 传真：010-68090099

深圳证券交易所：

天泽信息产业股份有限公司（以下简称“天泽信息”）于 2018 年 5 月 25 日收到贵所下发的《关于对天泽信息产业股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2018】第 19 号），天泽信息根据问询函提出的问题进行说明和解释。评估师就问询函中涉及评估部分的问题进行了认真核查，发表意见内容如下。

问题七、重组报告书披露，标的公司 2018 年和 2019 年业绩承诺为 33000 万元和 41000 万元，而重组预案披露的 2018 和 2019 年的业绩承诺为 32500 万元和 42500 万元。请你公司：（1）结合标的公司的经营情况，说明调低 2018 和 2019 年业绩承诺的原因，以及相关业绩承诺的可实现性，并充分提示相关风险；（2）请结合标的公司所处行业地位、行业发展趋势、核心竞争力以及对标的公司进行评估的方法、过程、假设和评估参数选取等，说明维持标的公司 34 亿元整体评估价值的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合标的公司的经营情况，说明调低 2018 年度和 2019 年度业绩承诺的原因，以及相关业绩承诺的可实现性

1、调低 2018 年度和 2019 年度业绩承诺的原因

重组预案显示，标的公司 2017 年度、2018 年度和 2019 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 21,000 万元、32,500 万元和 42,500 万元；重组报告书披露，标的公司在 2018 年度、2019 年度和 2020 年度预测实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 26,000 万元、33,000 万元、41,000 万元。标的公司 2018 年度和 2019 年度业绩承诺分别有所下调，主要原因如下：

（1）标的公司 2017 年度业绩不及预期

标的公司 2017 年归属于母公司所有者的净利润为 16,722.84 万元，低于重组预案中预测的 2017 年可实现的净利润，具体原因请参见本问询函第三题的回复。本次重组报告书根据标的公司实际生产经营情况调低 2018 年度和 2019 年度盈利预测，调整后的盈利预测更符合实际情况。

（2）结合市场环境，盈利预测更趋保守

报告期内，标的公司所处的市场环境、客户需求、产品结构以及核心技术未发生重大变化，跨境电商出口行业保持着持续高速增长。2018 年初以来，鉴于中美贸易战的背景下，标的公司销售商品主要出口国贸易政策有发生变化的可能，行业政策风险有所提高，汇率波动概率提高。虽然截至目前标的公司未受到近期贸易政策和关税政策影响，但出于谨慎性的考虑调整了业绩承诺的金额，盈利预测更趋保守。

综上所述，由于评估基准日调整，标的公司参与业绩承诺的交易对方根据最新的生产经营情况及市场情况调整了业绩承诺的金额。本次调整后，业绩承诺较前次预案更为谨慎、合理。

2、业绩承诺的可实现性

（1）有棵树经营发展情况

报告期内，有棵树的业绩始终保持较快增长，其经审计的主要财务数据如下表所示：

单位：万元

利润表项目	2017 年度	2016 年度
营业收入	234,794.37	149,887.81
营业利润	19,865.46	8,358.92
利润总额	20,002.70	9,103.57
净利润	16,717.99	7,483.40
归属于母公司所有者的净利润	16,722.84	7,483.40
扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润	15,869.91	6,781.95
毛利率	55.13%	52.40%

有棵树自 2010 年开始正式从事跨境电商出口业务，历史期业务均保持较快增长，先后吸引了众多投资机构，并于 2016 年 4 月 6 日在全国中小企业股份转让系统挂牌，是跨境电商领域的先行者，业务规模在跨境电商行业中名列前茅。

目前，有棵树已初步完成在跨境电商出口方向的商业布局和软硬件基础设施建设。产品品类方面，在线产品 SKU 数量逾 12 万个，其中活跃 SKU 为 6-7 万个；产品供应方面，活跃供应商超过 4,000 家，并通过整合供应链优势，深入到供应商生产制造环节；仓储物流方面，自营仓库面积逾 16 万平方米，且在欧美等多个国家地区建有海外仓库；信息技术方面，拥有自主开发的 50 多项软件，率先集成了跨境电商 IT 大数据智慧云系统。同时，有棵树积极开展全球化布局，除 eBay、亚马逊、Wish、速卖通等国际大型第三方电商平台外，还在 Flikart.com、Lazada、Linio、Newegg 等新生渠道积极拓展业务，快速布局中东、东南亚、南美洲、俄罗斯等新兴市场。

(2) 竞争优势

1) 海外仓优势

完备的仓储物流体系是跨境出口电商的重要竞争力，特别是海外仓库建设至关重要。有棵树在出口业务方面已拥有成熟的仓库物流体系，自营仓库面积逾 16 万平方米，并在欧美多个地区建有海外仓库。通过海外仓的多点铺设和成熟运营，以及其与国内订单执行仓和集货中转仓的联动互补，有棵树已基本形成了一个高效、可靠的仓储物流网络，进一步保证了消费者收货的时效性。同时，有棵树在未来还将继续在国内外布局仓储物流体系，不断提高自身竞争优势。

2) 技术优势

有棵树的在线产品 SKU 数量逾 12 万个，活跃供应商超过 4,000 家，自营仓库面积逾 16 万平方米、辐射的终端消费者遍及 100 多个国家及地区，该业务性质及业务量级对信息系统运营效率和稳定性有较高要求。有棵树自设立以来，从产品挖掘、采购供应、店铺运营、仓储物流、客服管理等各个环节对系统进行了持续性的算法优化及改造，使得整个系统兼具可靠度和弹性。同时，有棵树通过

对产品进行实时系统性的全链条成本运算、生命周期运算，将运营中因为业务波动而造成的损失降到最低。

3) 品牌优势

随着境外消费者对商品的需求逐渐从低价向品质延伸，中国制造的价格优势将无法持续吸引客户，跨境出口电商亟需输出更多具有品牌附加值、高质量的商品。有棵树通过 OEM 模式积极打造自有品牌，深度整合上游产业链资源，与配套制造商、方案公司、磨具公司联合创新，使自有品牌的产品具备更贴近市场的设计、更轻的重量以及更有利于电商快递的包装。同时，有棵树也积极推动自营店铺的品牌化管理，增强消费者对于店铺的感性认知及信任感。目前有棵树自有品牌的产品覆盖电子仪器、健身器械、机械设备、户外用品等多个领域，主要品牌包括 FPVRC、ACEHE、OUTAD 等。

4) 资金优势

跨境电商行业的发展很大程度上依赖于资金支持。有棵树从 2010 年开始从事跨境电商出口业务，恰好把握住了行业高速发展契机，持续吸引了专业机构投资者的资金投入。借助充足的资金支持，有棵树对自身供应链体系进行了不断完善及优化：①投入大量资金用于前期采购备货，通过丰富多样的产品吸引客户拓展业务规模；②借助资金优势，投入大量人力物力搭建国内外联动的仓储物流体系；③不断投入资源对信息化系统进行持续优化升级，率先集成了跨境电商 IT 大数据智慧云系统。有棵树通过资金优势逐渐形成了较高的竞争壁垒。

结合标的公司的发展情况和自身竞争优势，考虑其所处行业及业务经营具有较强的季节性，综合跨境电商出口行业发展的迅猛态势和国家政策的积极推动等因素，有棵树未来年度的业绩承诺具有可实现性。

（二）结合标的公司所处行业地位、行业发展趋势、核心竞争力以及对标的公司进行评估的方法、过程、假设和评估参数选取等，说明维持标的公司 34 亿元整体评估价值的依据及合理性。

1、行业发展趋势

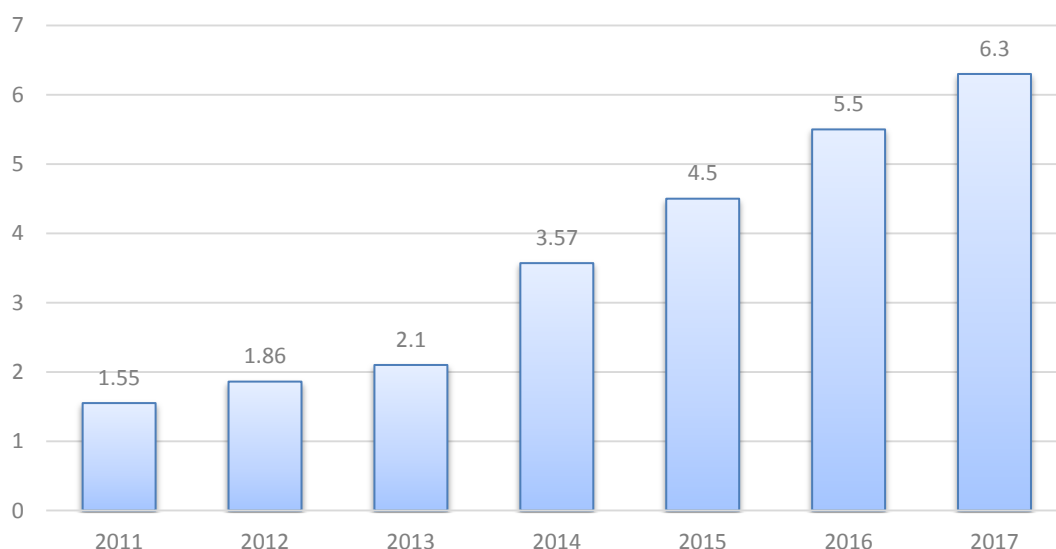
（1）传统贸易模式发展减缓，为跨境出口电商带来潜在机会

近年来，外需市场低迷、加工制造业向东南亚等低成本地域转移，给中国传统外贸带来了挑战，同时为跨境出口电商带来潜在机会。根据国家统计局及中国电子商务研究中心数据显示，2015 年度、2016 年度连续两年我国货物贸易进出口总值呈下降趋势，2017 年度货物贸易进出口总值稍有增长。然而，在全球外贸疲软的背景下，跨境电商交易规模逐年稳步增长，2017 年度达到 7.6 万亿元，占我国进出口贸易总量四分之一以上。

随着全球互联网行业的高速发展、消费者网购习惯的养成，以及仓储物流、在线支付等配套体系的进一步完善，跨境出口电商市场近年来呈现出高速增长态势，出口电商模式正在逐步改变传统外贸模式。2011 年至 2017 年中国跨境电商出口交易规模由 1.55 万亿增长至 6.3 万亿，年均复合增长率为 26.3%。

2011—2017 年中国跨境电商出口交易规模

单位：万亿元



数据来源：中国电子商务研究中心

（2）“一带一路”将大力推动跨境电商进一步发展

一方面，目前跨境电商市场主要集中在欧美、日韩等成熟市场，而在东南亚、中东、俄罗斯等区域发展程度较低。在“一带一路”战略推动下，发展中国家经

济将充分联系、充分发展、充分融合，将不可避免的产生新市场和新机遇，从而培育出新兴热点市场。“一带一路”沿线总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63%和 29%，但上述国家普遍存在轻工业欠发达情况，跨境电商的发展将为上述地区消费者提供高性价比的产品。因此，在“一带一路”战略的推动下，未来跨境电商的发展空间和潜力不可限量。

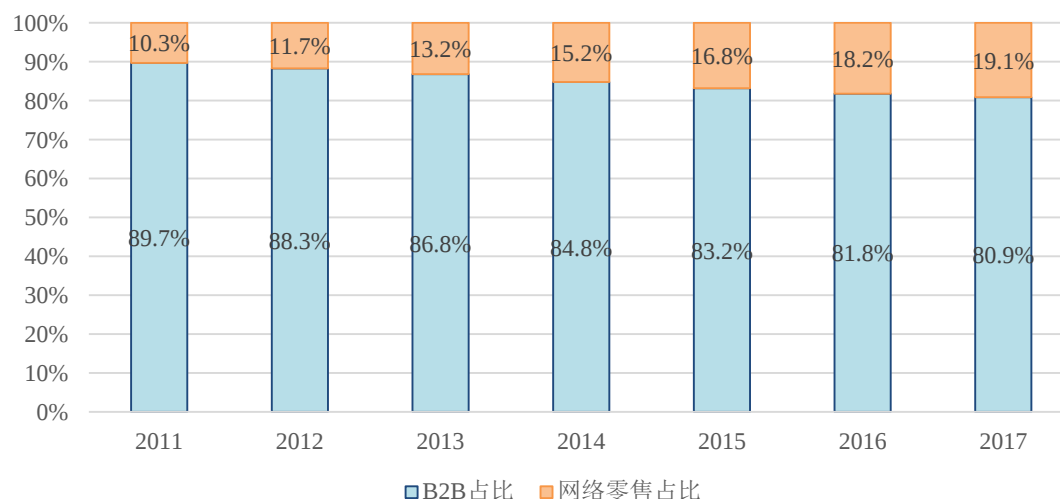
另一方面，物流效率和物流成本是跨境电商发展的命脉，新兴市场跨境电商的发展必须以物流基础设施的完善为前提。通过“一带一路”的政策引导与扶持，未来将有大量铁路、机场、港口等基建项目投资建成，这将大幅优化新兴市场在跨境物流方面的成本和效率。随着基础设施的逐渐完善，海陆空通道网络的逐渐形成，“一带一路”沿线区域的互联互通将达到一个新水平，跨境电商贸易规模也将随之大幅增长。

(3) 跨境出口电商的网络零售占比逐年提高

跨境出口电商运营模式可进一步分为 B2B 模式和网络零售模式。出口 B2B 模式以提供网络信息服务为主，是传统出口贸易流程的电商化，占总交易规模比重较高。出口网络零售模式，即借助国际电商平台将产品销售给终端消费者。该模式目前占总交易规模比重较低，但呈高速增长态势。

近年来，跨境出口电商中网络零售模式交易规模增长势头迅速，占比已从 2011 年的 10.3%增长至 2017 年的 19.1%。该模式具有交易成本低、交易环节少、满足消费者个性化需求等优势，结合逐渐成熟的仓储物流和网络支付体系，预计网络零售模式占电子商务出口交易总额比例将进一步提升。

2011—2017 年中国跨境出口电商 B2B 模式和网络零售模式交易额占比



数据来源：中国电子商务研究中心

2、行业竞争及经营情况

(1) 行业竞争格局

目前，跨境出口电商市场尚未形成细分行业的龙头企业，行业集中度较低，企业平均规模偏小。同时，该行业竞争对手和潜在的进入者较多，除了互联网电子商务企业之外，传统贸易企业及物流企业均纷纷试图涉足该行业。

虽然跨境出口电商行业格局尚未成型，但国内已逐渐形成了一批具备较强实力的第一梯队企业，主要包括跨境通、有棵树、通拓科技、傲基电商、安克创新等。其中，跨境通为国内 A 股市场唯一主营业务为跨境电商的公司，通拓科技通过并购重组已实现上市，有棵树、傲基电商、安克创新等均已挂牌新三板。

根据中国电子商务研究中心监测数据显示，2017 年中国跨境电商整体交易规模（含零售及 B2B）达 7.6 万亿元人民币，2018 年跨境电商交易规模有望增至 9.0 万亿元。行业内主要企业的市场占有率仍相对较低。

单位：亿元

同行业公司	跨境通	安克创新	傲基电商	通拓科技	有棵树
2017 年度销售收入	140.18	39.12	37.37	32.05	23.48
中国跨境电商整体	76,000				

同行业公司	跨境通	安克创新	傲基电商	通拓科技	有棵树
交易规模					
市场占有率（%）	0.18	0.05	0.05	0.04	0.03

注：上述表格中，通拓科技销售收入为 2017 年 1-11 月经审计数据

数据来源：市场公开资料整理

（2）行业主要企业的经营情况

1) 经营业绩增长迅速

2016 年、2017 年同行业公司实现的营业收入、净利润及增长率情况如下：

单位：万元

营业收入			
公司名称	2017 年度	2016 年度	增长率（%）
跨境通	1,401,789.73	853,690.75	64.20
傲基电商	373,724.05	221,822.23	68.48
安克创新	391,244.69	250,908.92	55.93
有棵树	234,794.37	149,887.81	56.65
通拓科技*	320,482.52	219,664.01	-
平均值	600,388.21	339,194.74	61.32
净利润			
公司名称	2017 年度	2016 年度	增长率（%）
跨境通	75,099.37	39,376.82	90.72
傲基电商	23,589.63	12,894.46	82.94
安克创新	35,638.48	32,531.60	9.55
有棵树	16,717.98	7,483.40	123.40

通拓科技*	18,854.71	12,709.43	-
平均值	37,761.37	20,999.14	76.65

注：上述表格中，2017 年度通拓科技销售收入及净利润为 2017 年 1-11 月数据，计算 2017 年度平均值及增长率未包括通拓科技

数据来源：市场公开资料整理

跨境出口电商行业正不断开拓发展，其中业内第一梯队企业的收入及净利润呈现高速增长态势，同行业公司 2017 年度较 2016 年度营业收入平均增长 61.32%、净利润平均增长 76.65%。鉴于跨境出口电商行业尚处于成长阶段，且海外消费市场空间巨大，同时凭借中国制造的性价比优势，预计未来跨境出口电商行业仍将以较高速度发展。

2) 资本助力企业进一步发展

跨境出口电商的快速发展及国家政策的助推吸引了较多的机构及资本进入该行业。有棵树及其主要竞争对手都存在对外融资行为，资金支持推动了跨境出口电商企业业务规模进一步发展，而业绩增长也带动了企业估值不断提升。近年来，标的公司及其主要竞争对手对外融资情况如下：

单位：亿元

公司名称	融资时点	融资金额
有棵树	2015 年 6 月	1.00
	2015 年 7 月	4.00
	2016 年 11 月	3.09
	2017 年 4 月	0.81
	合计	8.90
通拓科技	2015 年 9 月	0.50
	2015 年 12 月	0.30

公司名称	融资时点	融资金额
	2016 年 8 月	2.00
	2016 年 12 月	1.50
	2017 年 1 月	3.00
	2017 年 2 月	0.15
	合计	7.45
傲基电商	2012 年 3 月	0.30
	2014 年 11 月	0.34
	2015 年 6 月	0.40
	2016 年 2 月	1.00
	2017 年 3 月	2.30
	2017 年 6 月	0.23
	合计	4.57
安克创新	2017 年 3 月	3.27
	2017 年 9 月	0.90
	合计	3.27

注：鉴于跨境通为 A 股上市公司，具备较强融资能力，因此未统计在内

数据来源：市场公开资料整理

借助资本支持，有棵树及同行业公司不断优化自身供应链体系、丰富产品品类、搭建跨境仓储物流体系、升级信息化系统，逐渐形成了自身的竞争优势和行业壁垒。

（3）有棵树核心竞争力

相较于同行业公司，有棵树的综合竞争力主要体现在以下方面：

1) 技术优势

有棵树率先集成了跨境电商的 IT 大数据智慧云系统，从热门产品情报收集分析、供应链需求计划、电商分布式仓储物流、订单执行时效等多维度进行了持续的算法优化。借助上述技术优势和数据积累，有棵树能够精准定位市场热销商品，并借助高效的供应链迅速完成开发采购和新品上架。由于网上热销商品的生命周期较短，随着产品供应的增长及消费者兴趣转移，热销商品的利润空间将迅速缩小。有棵树通过自身强大的数据挖掘分析能力和供应链管理能力，能在第一时间抓住产品短期内的价格差异进行贸易套利，从而最大程度上获取产品早期的高额利润。

2) 品类丰富优势

3C 电子产品和服装一直是我国出口电商销售的主导产品，但随着市场供应逐渐上升，上述品类的利润空间将逐渐缩减，而户外用品、健康美容产品、家居园艺及汽配等毛利率相对较高的品类交易量在不断提升，出口电商销售的品类将更趋于多元化。有棵树经营产品品类丰富，并不依赖于单一产品品类；同时，有棵树根据产品销售行情实时调整产品结构，并不断推陈出新吸引消费者。相较于对单一产品线投入较高的企业，有棵树依靠丰富的产品品类和灵活的经营策略能根据市场行情迅速作出调整，有效降低了企业的经营风险。

3) 供应链管理优势

有棵树自从事跨境电商出口业务以来，经过多年在行业内的沉淀和积累，已建立了适应跨境电商业务现状和经营模式的完整供应链管理体系。目前，有棵树拥有在线产品 SKU 数量逾 12 万个，活跃供应商超过 4,000 家，自营仓库面积逾 16 万平方米、辐射的终端消费者遍及 100 多个国家及地区。通过对采购、仓储、物流等供应链前后端环节进行体系构建与效能提升，有棵树不仅实现了对采购成本及供货质量更好的控制，同时还大幅提高了供应商备货响应效率，最大程度上缩减了产品开发至产品上架的时间周期。

3、评估方法、过程、假设和评估参数选取的合理性

(1) 评估方法及评估主要参数的计取

依据资产评估基本准则，确定资产价值的评估方法包括收益法、市场法和资产基础法三种基本方法及其衍生方法。

收益法适用的前提条件是：被评估对象的未来预期收益可以预测并可以用货币衡量；资产拥有者获得预期收益所承担的风险也可以预测并可以用货币衡量；被评估对象预期获利年限可以预测。

市场法适用的前提条件是：存在一个活跃的公开市场且市场数据比较充分；公开市场上有可比的交易案例。

资产基础法适用的前提条件是：被评估对象处于继续使用状态或被假定处于继续使用状态；能够确定被评估对象具有预期获利潜力；具备可利用的历史资料。

有棵树为跨境电商，业务模式是直接通过 PC 端和移动端的销售渠道，在线零售给国外的终端消费者。采用资产基础法一般以标的资产的重置价格为基础确定评估对象的价值，是从资产构建的角度反映企业的价值，因此评估无法涵盖有棵树在经营过程中形成和积累的诸如供应链资源、渠道资源、客户资源、物流体系、管理经验等无形资产价值，因而不能全面、合理的体现企业的整体价值，而收益法和市场法则可以相对全面、合理的体现企业的整体价值，因此，本次以采用收益法和市场法进行评估。

1) 收益法

本次评估对象是有棵树的股东全部权益价值，鉴于被评估单位未来收益期和收益额可以预测并可以用货币衡量；获得预期收益所承担的风险也可以量化，故本次评估选用了收益法。

① 收益法简介

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。

收益法常用的具体方法包括股利折现法、股权自由现金流折现法和企业自由现金流折现法。本次评估选用企业自由现金流折现法。

企业自由现金流折现法，现金流口径为归属于股东和负息债务债权人在内的所有投资者现金流量，对应的折现率为加权平均资本成本，评估值内涵为企业整体价值。现金流计算公式为：

企业自由现金流量=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出

基本公式为：

$$E = B - D$$

式中：E 为被评估单位的股东全部权益的市场价值，D 为负息负债的市场价值，B 为企业整体市场价值。

$$B = P + \sum C_i$$

式中：P 为经营性资产价值， $\sum C_i$ 为评估基准日存在的非经营性资产负债（含溢余资产）的价值。非经营性资产负债是指与被评估单位生产经营无关的，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产与负债。溢余资产是指评估基准日超过企业生产经营所需，评估基准日后企业自由现金流量预测不涉及的资产。

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

式中：R_i：评估基准日后第 i 年预期的企业自由现金流量；r：折现率；P_n：终值；n：预测期。

各参数确定如下：

A、R_i 的确定

R_i=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出

B、折现率 r 采用加权平均资本成本（WACC）确定，公式如下：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

式中： R_e 为权益资本成本， R_d 为负息负债资本成本， T 为所得税率。

权益资本成本 R_e 采用资本资产定价模型（CAPM）计算，公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + R_s$$

式中： R_f 为无风险回报率； β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率； R_s 为公司特有风险超额回报率。

C、终值 P_n 的确定

终值是企业在预测经营期之后的价值。假定企业的经营在预测期后每年的经营情况趋于稳定。

② 营业收入预测

有棵树跨境出口零售电商业务主要涵盖 3C 电子、户外用品、航模配件、汽车配件、服装鞋包、家居生活用品等品类，报告期 2016 年、2017 年各类商品收入、成本如下：

单位：万元

项目/年度		2016 年	2017 年	增长率
合计	收入	149,887.81	234,794.37	56.65%
	成本	71,340.15	105,344.54	47.67%
	毛利率	52.40%	55.13%	5.21%
电子产品、手机通讯和游戏配件类		39,027.71	80,775.41	106.97%
服装鞋包类		8,539.29	9,805.27	14.83%
航模配件、汽车配件类		25,862.77	27,479.92	6.25%
家居建材和家居用品类		27,679.12	53,993.92	95.07%
奶粉、保健品及生活用品类		14,255.31	16,056.75	12.64%
体育用品、玩具类		19,272.67	39,547.01	105.20%
其他品类		15,250.94	7,136.10	-53.21%

跨境电商行业作为推动中国外贸继续增长的重要力量，伴随着“一带一路”战略及海外消费者消费线上化的趋势和国家政策全力支持，跨境电商出口呈现出井喷式增长趋势。

单位：亿元

公司名称	2017 年	2016 年	增长率
跨境通（002640）	140.18	85.73	63.51%
傲基电商（834206）	37.37	22.18	68.50%
安克创新（839473）	39.12	25.09	55.94%
通拓科技（华鼎股份收购）	34.02	21.97	54.85%
百事泰（833663）	2.91	2.52	15.48%
有棵树	23.49	14.99	56.73%
B2C 行业平均	3.03	2.13	42.47%

数据来源：Wind 资讯

鉴于跨境出口电商行业尚处于成长阶段，海外消费市场空间巨大，同时凭借中国制造的性价比优势，预计未来跨境出口电商行业仍将以较高速度发展。

有棵树管理层根据历史年度营业收入实际完成情况、跨境电商行业发展趋势、未来市场容量需求，综合考虑历史年度毛利率及未来经营方针，预测的营业收支结果见下表。

单位：万元

项目/年度		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
合计	收入	360,070.99	454,457.85	573,234.30	688,394.96	758,462.34
	成本	161,972.59	205,536.44	260,517.89	313,577.83	346,781.04
	毛利率	55.02%	54.77%	54.55%	54.45%	54.28%
电子产品、手机通讯和游戏配件类		116,745.24	147,671.50	188,417.28	234,965.34	262,928.57
服装鞋包类		17,044.61	22,513.35	30,155.76	39,453.00	44,876.82
航模配件、汽车配件类		45,850.66	57,458.14	72,112.30	87,152.64	94,850.86

家居建材和家居用品类	82,706.77	103,466.53	129,499.28	149,300.72	161,661.19
奶粉、保健品及生活用品类	25,310.96	31,761.91	39,948.81	46,499.68	50,903.06
体育用品、玩具类	62,077.57	77,673.00	95,693.94	110,392.78	119,646.00
其他品类	10,335.18	13,913.42	17,406.93	20,630.81	23,595.85

有棵树业绩承诺期内收入复合增长率为 26.17%，结合同行业可比公司历史期收入增长情况及跨境电商出口行业未来稳定增长预期，有棵树的收入预测具有合理性。

③ 折现率的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；R_e 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；R_d 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到有棵树总资本加权平均回报率为 13.00%，以其作为有棵树的折现率。

同行业可比交易案例折现率情况如下：

序号	上市公司	标的公司	折现率
1	跨境通	上海优壹电子商务有限公司	12.99%
2	浔兴股份	深圳价之链跨境电商股份有限公司	13.31%
3	青岛金王	杭州悠可化妆品有限公司	12.85%
4	冠福股份	上海塑米信息科技有限公司	13.88%

5	华鼎股份	深圳市通拓科技有限公司	13.10%
中位数			13.10%
平均值			13.23%
本次评估折现率			13.00%

如上，同行业可比交易案例资产评估收益法选取折现率平均值为 13.23%，中位数为 13.10%。本次评估折现率取值 13.00%，与同行业交易案例平均水平接近，取值较为合理。

2) 市场法

市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

本次评估选用交易案例比较法。交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法的基本步骤具体如下：

① 交易案例的选取

首先，根据被评估对象所处行业、经营业务和产品等因素，选取近期同行业市场交易案例；其次，通过分析交易案例信息获取的详细程度、案例的可比性、交易进展等因素确定最终的可比交易案例。从公开市场信息收集交易案例的交易对象、交易时间、股权交易比例、交易背景、交易条件等信息；并对交易标的企业的具体情况进行详细的分析，包括经营业务、企业规模、会计政策、成长性、经营风险等方面，通过与被评估单位进行分析比较，选取合适的交易案例。

② 价值比率的选取和计算

根据被评估对象和可比交易标的的业务特点、资产结构等因素，选择合适的价值比率。本次评估选取收益类价值比率，计算公式为：

收益类比率乘数=股权价值/收益类参数

从交易时间、交易条件以及交易价格包含的溢余及非经营性资产（负债）等方面对价值比率进行必要的调整和修正。

③ 评定估算

按修正后的价值比率乘以被评估单位相应参数，并考虑被评估单位的溢余及非经营资产（负债）后计算确定评估值。

根据交易案例比较法的评估思路，结合评估对象的特点、评估目的以及资料收集等具体情况，本次评估采用的评估模型及计算公式如下：

被评估单位股权评估值=调整后价值比率×被评估单位相应参数+溢余及非经营性资产（负债）净值。

（2）评估主要程序

1) 评估准备阶段

与委托人洽谈，明确评估业务基本事项，对自身专业胜任能力、独立性和业务风险进行综合分析和评价，签订资产评估业务约定书；确定项目负责人，组成评估项目组，编制评估计划；辅导被评估单位填报资产评估申报表，准备评估所需资料。

2) 现场调查及收集评估资料阶段

根据此次评估业务的具体情况，按照评估程序准则和其他相关规定的要求，评估人员通过询问、函证、核对、监盘、勘查、检查、抽查等方式对评估对象涉及的资产和负债进行了必要的清查核实，对被评估单位的经营管理状况等进行了必要的尽职调查，从各种可能的途径获取评估资料，核实评估范围，了解评估对象现状，关注评估对象法律权属。

3) 评定估算阶段

对收集的评估资料进行必要分析、归纳和整理，形成评定估算的依据；根据评估对象、价值类型、评估资料收集情况等相关条件，选择适用的评估方法，选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成初步评估结果。

4) 编制和提交资产评估报告阶段

根据各评估小组对各类资产的初步评估结果，编制相关评估说明，在核实确认相关评估说明具体资产项目评估结果准确无误，评估工作没有发生重复和遗漏情况的基础上，依据各资产评估说明进行资产评估汇总分析，确定最终评估结论，撰写资产评估报告；根据相关法律、法规、资产评估准则和评估机构内部质量控制制度，对资产评估报告及评估程序执行情况进行必要的内部审核；与委托人或者委托人许可的相关当事方就资产评估报告有关内容进行必要沟通；按资产评估业务约定书的要求向委托人提交正式资产评估报告。

(3) 评估主要假设

1) 一般假设

A、交易假设：假设所有待评估资产已经处在交易的过程中，资产评估师根据待评估资产的交易条件等模拟市场进行估价。

B、公开市场假设：假设在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。

C、企业持续经营假设：假设被评估单位完全遵守所有有关的法律法规，在可预见的将来持续不断地经营下去。

2) 特殊假设

A、本次评估以《有棵树资产评估报告》所列明的特定评估目的为基本假设前提；

B、国家现行的有关法律法规、国家宏观经济形势无重大变化，利率、汇率、赋税基准及税率、政策性征收费用等外部经济环境不会发生不可预见的重大变化；

C、本次评估假设被评估单位未来的经营管理层尽职，并继续保持现有的经营管理模式，经营范围、方式与目前方向保持一致；

D、假设被评估单位未来将采取的会计政策和编写此份报告时所采用的会计政策在重要方面基本一致，不考虑本次评估目的所涉及的经济行为对企业经营情况的影响。

E、假设被评估单位在现有的管理方式和管理水平的基础上，无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不利影响；

F、本次评估假设有棵树营业租赁房屋在合同期满时可以正常续租，经营所取得的主要资质证书/许可届满时可以正常续展，保证企业的正常经营；

G、本次评估假设，在国家有关所得税优惠政策不变的情况下，以及企业经营模式不变的情况下，企业可以持续取得高新技术企业资质证书。

H、被评估单位与亚马逊、eBay、速卖通、Wish 等第三方网购平台的合作模式、结算方式等关键合作条款不发生重大变化。

I、被评估单位主营业务为跨境电商出口业务，其经营主要是通过注册在香港子公司在第三方平台设立的或控制的店铺实现海外销售。被评估单位近期及可以预见的未来将延续目前的经营模式获取合理的回报。本次评估假设上述经营模式持续稳定，未来年度不发生变化。

J、本次评估是以被评估单位在境外注册的子公司所在地，以及商品销往的国家按现行的监管政策不变为假设前提，没有考虑境外国家或针对跨境电商的外汇管理、税收等相关政策法律可能发生的变化。

K、被评估单位和委托人提供的相关基础资料和财务资料真实、准确、完整；

L、评估人员所依据的对比公司的财务报告、交易数据等均真实可靠；

M、评估范围仅以委托人及被评估单位提供的评估申报表为准，未考虑委托人及被评估单位提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债；

N、本次评估假设企业于年度内均匀获得净现金流。

（4）评估结论

中同华评估对有棵树 100%股权分别采用收益法和市场法进行了评估，截止评估基准日 2017 年 12 月 31 日，在持续经营假设条件下，有棵树模拟剥离后经审计的合并报表归属于母公司所有者权益为 117,639.86 万元，采用收益法确认的评估价值为 340,300.00 万元，评估增值 222,660.14 万元，增值率 189.27%；采用市场法评估的评估结果为 342,400.00 万元，评估增值 224,760.14 万元，增值率为 191.06%。

两种方法的评估结果差异 2,100.00 万元，差异率 0.62%。

市场法评估是在选择交易案例的基础上，对比分析被评估单位与交易案例标的企业的财务数据，并进行必要的调整，与收益法所采用的被评估单位自身信息相比，市场法采用的交易案例的交易背景、业务信息、财务资料等相对有限，对价值比率的调整和修正难以涵盖所有影响交易价格的因素。收益法评估通过综合分析被评估单位的历史经营业绩、自身竞争优势、发展规划和行业发展趋势等因素，对企业未来收益进行预测，并以此为基础以现金流折现模型计算得到了收益法评估结果。经比较分析，认为收益法评估结果充分体现了被评估单位的获利能力，全面、合理地反映了被评估单位的所有者权益价值。

根据以上分析，本次评估采用收益法结论作为最终评估结论比较合理。因此，于评估基准日 2017 年 12 月 31 日，在持续经营的假设条件下，有棵树模拟剥离后的股东全部权益的市场价值为人民币 340,300.00 万元。

4、交易标的估值合理性及交易定价公允性分析

（1）交易标的估值情况

单位：万元

项目	2017 年经审计净利润	2018 年承诺净利润	2019 年承诺净利润	2020 年承诺净利润
交易价格	339,997.06			
实际及承诺净利润	15,869.91	26,000.00	33,000.00	41,000.00

项目	2017 年经审计净利润	2018 年承诺净利润	2019 年承诺净利润	2020 年承诺净利润
市盈率（倍数）	21.42	13.08	10.30	8.29
评估基准日	2017 年 12 月 31 日			
归属于母公司所有者权益	117,639.86			
市净率（倍数）	2.89			

注 1：市盈率=（标的公司交易价格/本次收购标的公司股权比例）÷标的公司扣非归母净利润

注 2：市净率=（标的公司交易价格/本次收购标的公司股权比例）÷标的公司归属于母公司所有者权益

（2）与可比同行业上市公司相对估值情况对比分析

根据中国证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），标的公司所处行业属于“批发与零售业”下的“F52 零售业”。选取同为零售业的上市公司，剔除市盈率为负值或市盈率高于 100 倍的上市公司后，同行业可比上市公司截至评估基准日（2017 年 12 月 31 日）的市盈率及市净率情况如下：

序号	证券代码	证券简称	市盈率	市净率
1	000026.SZ	飞亚达 A	36.08	2.03
2	000078.SZ	海王生物	25.95	2.76
3	000417.SZ	合肥百货	20.59	1.70
4	000419.SZ	通程控股	29.03	1.67
5	000501.SZ	鄂武商 A	10.57	1.81
6	000516.SZ	国际医学	50.86	2.67
7	000564.SZ	供销大集	20.37	0.95
8	000679.SZ	大连友谊	8.64	1.87

序号	证券代码	证券简称	市盈率	市净率
9	000715.SZ	中兴商业	24.33	2.14
10	000753.SZ	漳州发展	18.41	1.80
11	000759.SZ	中百集团	21.16	2.15
12	000851.SZ	高鸿股份	66.11	1.79
13	000963.SZ	华东医药	30.09	6.46
14	002024.SZ	苏宁易购	68.12	1.43
15	002187.SZ	广百股份	18.80	1.33
16	002277.SZ	友阿股份	22.68	1.61
17	002356.SZ	赫美集团	66.48	4.66
18	002419.SZ	天虹股份	18.71	2.11
19	002556.SZ	辉隆股份	44.79	2.41
20	002561.SZ	徐家汇	20.93	2.35
21	002607.SZ	亚夏汽车	48.86	1.72
22	002640.SZ	跨境通	44.57	5.91
23	002697.SZ	红旗连锁	59.77	3.79
24	002727.SZ	一心堂	29.61	3.18
25	002867.SZ	周大生	25.90	4.14
26	200026.SZ	飞亚达 B	17.08	0.96
27	300081.SZ	恒信东方	54.63	2.41
28	300622.SZ	博士眼镜	46.05	5.12
29	600122.SH	宏图高科	18.18	1.29
30	600272.SH	开开实业	95.43	5.35

序号	证券代码	证券简称	市盈率	市净率
31	600280.SH	中央商场	29.09	4.59
32	600297.SH	广汇汽车	17.62	1.90
33	600306.SH	商业城	6.21	10.69
34	600327.SH	大东方	17.60	1.46
35	600337.SH	美克家居	29.45	2.27
36	600386.SH	北巴传媒	37.73	2.28
37	600628.SH	新世界	10.41	1.52
38	600655.SH	豫园股份	29.00	1.40
39	600682.SH	南京新百	34.46	5.71
40	600693.SH	东百集团	39.87	4.49
41	600694.SH	大商股份	14.12	1.38
42	600697.SH	欧亚集团	12.47	1.43
43	600713.SH	南京医药	24.79	2.06
44	600723.SH	首商股份	16.26	1.49
45	600729.SH	重庆百货	19.40	2.07
46	600738.SH	兰州民百	52.62	3.44
47	600785.SH	新华百货	34.73	2.37
48	600814.SH	杭州解百	34.13	2.82
49	600824.SH	益民集团	32.07	2.37
50	600827.SH	百联股份	28.87	1.43
51	600828.SH	茂业商业	16.11	2.71
52	600833.SH	第一医药	74.94	4.24

序号	证券代码	证券简称	市盈率	市净率
53	600838.SH	上海九百	41.96	3.10
54	600857.SH	宁波中百	54.87	3.19
55	600859.SH	王府井	18.22	1.59
56	600861.SH	北京城乡	45.12	1.30
57	600865.SH	百大集团	50.70	1.67
58	600976.SH	健民集团	44.62	3.37
59	601010.SH	文峰股份	26.47	1.75
60	601086.SH	国芳集团	46.47	3.05
61	601116.SH	三江购物	71.50	5.29
62	601258.SH	庞大集团	30.15	1.24
63	601366.SH	利群股份	23.63	2.05
64	601607.SH	上海医药	18.98	1.95
65	601933.SH	永辉超市	53.14	4.97
66	603031.SH	安德利	50.64	3.27
67	603101.SH	汇嘉时代	25.07	2.54
68	603123.SH	翠微股份	31.11	1.35
69	603233.SH	大参林	44.73	7.82
70	603708.SH	家家悦	31.49	3.92
71	603777.SH	来伊份	42.31	3.44
72	603883.SH	老百姓	49.44	6.33
73	603900.SH	莱绅通灵	33.73	4.45
74	603939.SH	益丰药房	57.94	5.37

序号	证券代码	证券简称	市盈率	市净率
平均数			34.69	2.93
中位数			30.12	2.32

数据来源：Wind 资讯

注 1：剔除市盈率为负值或者超过 100 倍的公司

注 2：市盈率（PE）=（该公司 2017 年 12 月 31 日收盘价*当日股票总数）÷（最近 12 个月净利润）

根据标的公司 2017 年经审计净利润、2018 年承诺净利润及本次交易价格测算，本次交易中标的公司的市盈率分别为 21.34 倍和 13.08 倍，均显著低于同行业上市公司市盈率 34.69 倍的平均水平。根据标的公司评估基准日归属于母公司所有者权益账面值及本次交易价格测算，本次交易中标的公司的市净率为 2.89 倍，低于同行业上市公司市净率 2.93 倍的平均水平。因此，本次交易标的定价具有合理性，未损害公司及公司全体股东的利益。

（3）与市场可比交易案例对比分析

可比交易案例的选取标准为：1）同处于零售业，受相同经济因素影响；2）规模和成长性具有可比性；3）交易方式类似；根据上述原则，本次评估选取的可比交易案例和标的资产的估值对比情况如下：

单位：万元

序号	上市公司	交易标的	评估基准日	主营业务	交易作价	收购股权比例（%）	账面净资产	增值率（%）	交易市盈率
1	华鼎股份 (601113)	通拓科技	2017 年 3 月 31 日	跨境电子商务	290,000.00	100.00	100,541.76	188.64	14.50
2	浔兴股份 (002098)	价之链	2017 年 3 月 31 日	跨境出口电商	101,399.00	65.00	18,564.29	347.23	15.60

序号	上市公司	交易标的	评估基准日	主营业务	交易作价	收购股权比例 (%)	账面净资产	增值率 (%)	交易市盈率
3	跨境通 (002640)	优壹电商	2016 年 12 月 31 日	全球优品专供与电商贸易综合服务商	179,000.00	100.00	16,266.33	1,000.43	13.36
4	跨境通 (002640)	前海帕托逊	2016 年 7 月 31 日	经营消费性电子产品的跨国电子商务零售企业	44,928.00	39.00	15,365.89	649.71	16.46
5	青岛金王 (002094)	杭州悠可	2016 年 5 月 31 日	专注于化妆品垂直领域的电子商务企业	68,014.68	63.00	19,236.17	461.23	16.11
6	冠福股份 (002102)	塑米信息	2016 年 3 月 31 日	塑料原料供应链电商平台	168,000.00	100.00	34,537.70	386.42	14.58
7	好想你 (002582)	郝姆斯	2015 年 9 月 30 日	休闲零食的研发、分装、销售及品牌运营服务	96,000.00	100.00	5,466.40	1,656.18	17.45
8	新民科技 (002127)	南极电商	2015 年 6 月 30 日	电商生态综合服务	234,382.40	100.00	33,513.86	599.36	15.63
9	跨境通 (002640)	环球易购	2014 年 3 月 31 日	跨境出口零售电商	103,200.00	100.00	7,336.55	1,306.66	15.88
可比交易平均增值率 (%)					749.56				
本次交易增值率 (%)					189.27				

序号	上市公司	交易标的	评估基准日	主营业务	交易作价	收购股权比例 (%)	账面净资产	增值率 (%)	交易市盈率
可比交易平均市盈率					15.51				
本次交易市盈率					13.08				

数据来源：根据市场公开信息整理

注1：交易市盈率=（交易价格÷收购股权比例）÷并购当年标的公司的承诺净利润

本次交易，天泽信息以 339,997.06 万元的价格收购有棵树 99.9991%股份，本次交易增值率为 189.27%。从可比交易案例的增值率来看，本次交易增值率显著低于同行业可比交易案例 749.56%的平均增值率水平。从可比交易案例的市盈率来看，本次交易的市盈率低于同行业可比交易案例的平均市盈率。因此，本次交易标的定价较为合理，未损害公司及公司全体股东的利益。

综上所述，维持标的公司 34 亿元整体评估价值具有合理性。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估机构中同华认为：（1）由于评估基准日调整，标的公司参与业绩承诺的交易对方根据最新的生产经营情况及市场情况调整了业绩承诺的金额。本次调整后，业绩承诺较前次预案更为谨慎、合理，且相关业绩承诺具有可实现性。（2）结合标的公司所处行业地位、行业发展趋势、核心竞争力以及对标的公司进行评估的方法、过程、假设和评估参数选取等，维持标的公司 34 亿元整体评估价值具有合理性。

问题八、重组报告书披露，标的公司预测期毛利率在 54.28%-55.02%，与报告期毛利率基本一致。请结合标的公司所在行业未来发展及市场竞争情况等，补充披露收益法评估中预测期毛利率水平较为稳定的原因及合理性，以及标的公司保持跨境电商业务毛利

率稳定的相关措施及可行性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）预测期毛利率水平较为稳定的原因及合理性

1、行业未来发展及市场竞争情况

请参见本问询函第七题的回复“（二）结合标的公司所处行业地位、行业发展趋势、核心竞争力以及对标的公司进行评估的方法、过程、假设和评估参数选取等，说明维持标的公司 34 亿元整体评估价值的依据及合理性。”之“1、行业发展趋势”及“2、行业竞争及经营情况”。

2、报告期及预测期内有棵树收入及毛利率情况

报告期及预测期内有棵树分品类的收入及毛利率情况如下：

单位：万元

项目/年度		2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
合计	收入	149,887.81	234,794.37	360,070.99	454,457.85	573,234.30	688,394.96	758,462.34
	成本	71,340.15	105,344.54	161,972.59	205,536.44	260,517.89	313,577.83	346,781.04
	毛利率	52.40%	55.13%	55.02%	54.77%	54.55%	54.45%	54.28%
电子产品、手机通讯和游戏配件类		39,027.71	80,775.41	116,745.24	147,671.50	188,417.28	234,965.34	262,928.57
服装鞋包类		8,539.29	9,805.27	17,044.61	22,513.35	30,155.76	39,453.00	44,876.82
航模配件、汽车配件类		25,862.77	27,479.92	45,850.66	57,458.14	72,112.30	87,152.64	94,850.86
家居建材和家居用品类		27,679.12	53,993.92	82,706.77	103,466.53	129,499.28	149,300.72	161,661.19
奶粉、保健品及生活用品类		14,255.31	16,056.75	25,310.96	31,761.91	39,948.81	46,499.68	50,903.06

项目/年度	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
体育用品、玩具类	19,272.67	39,547.01	62,077.57	77,673.00	95,693.94	110,392.78	119,646.00
其他品类	15,250.94	7,136.10	10,335.18	13,913.42	17,406.93	20,630.81	23,595.85

项目	各类商品毛利率						
	2016 年	2017 年	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
电子产品、手机通讯和游戏配件类	44.60%	46.53%	47.00%	47.07%	47.15%	47.37%	47.40%
服装鞋包类	65.05%	68.95%	69.08%	69.18%	69.05%	69.36%	69.44%
航模配件、汽车配件类	42.42%	55.91%	55.97%	55.56%	55.17%	55.28%	55.35%
家居建材和家居用品类	58.95%	59.33%	57.09%	56.68%	56.27%	56.11%	55.71%
奶粉、保健品及生活用品类	66.84%	65.90%	65.96%	65.66%	65.38%	65.17%	64.92%
体育用品、玩具类	50.02%	58.63%	58.65%	58.04%	57.64%	57.27%	56.73%
其他品类	59.85%	55.26%	52.91%	52.70%	52.40%	51.78%	52.57%
合计	52.40%	55.13%	55.02%	54.77%	54.55%	54.45%	54.28%

根据同行业可比公司毛利率水平，2016 年度、2017 年度同行业可比公司毛利率平均值分别为 52.58%、51.81%。报告期内，有棵树及同行业可比公司毛利率水平皆保持在 50%左右，主要原因系跨境电商出口业务的成本结构及定价策略所致。有棵树报告期内的主要成本费用构成如下：

单位：万元

项目	2017 年度	占收入比重（%）	2016 年度	占收入比重（%）
营业成本	105,344.54	44.87	71,340.15	47.60

运输费	42,994.59	18.31	33,199.70	22.15
平台交易费	31,197.69	13.29	17,844.60	11.91
合计	179,536.82	76.47	122,384.45	81.66

除营业成本外，跨境电商出口行业的运输费及平台交易费两项费用合计通常占收入比重的 30%以上，管理层主要通过上述主要成本费用测算，并综合考虑职工薪酬、财务费用、相关税费等因素，制定商品的最终销售价格，上述定价策略及成本费用结构具备商业合理性和行业持续性。且跨境出口电商行业经过近年来高速发展，在北美、欧洲、日本、澳洲等热门区域均已培育成熟，主要市场的产品毛利率已基本处于稳定状态。

有棵树报告期内毛利率呈上升趋势。主要系 2017 年度有棵树积极拓展新的销售渠道的同时，进一步丰富完善销售产品品类、优化产品结构所致。一方面，跨境电商主流市场集中在欧美、日韩等成熟市场，而东南亚、中东、俄罗斯等区域发展程度较低，在“一带一路”战略推动下，有棵树快速布局东南亚、俄罗斯等新兴市场，积极有效地拓展销售地区；另一方面，有棵树持续加大跨境电商传统优势产品的投入力度，如电子产品、手机通讯和游戏配件类等 3C 产品和服装鞋包类产品，并有针对性地选择和优化产品结构。2017 年新上线产品的单价和毛利率水平普遍高于 2016 年，销售的多样性、切合客户不断提高品味和精细化需求的产品经营策略，对有棵树优化产品结构、维持销售毛利率水平产生积极促进作用。

3、产品毛利率与同行业公司对比情况

有棵树产品毛利率与同行业公司对比情况如下：

公司名称	综合毛利率（%）	
	2016 年	2017 年
跨境通	48.34	49.77
傲基电商	58.28	60.81

安克创新	53.92	51.89
通拓科技*	49.98	41.45
有棵树	52.40	55.13
平均值	52.58	51.81

注：上述表格中，通拓科技 2017 年毛利率为 1-11 月经审计数据。

综上，报告期内有棵树的综合毛利率与同行业可比基本一致。

4、预测期毛利率水平较为稳定的原因及合理性

结合标的公司所处跨境电商出口行业的现状和前景，并综合考虑其面临的 market 环境和未来的发展及潜力，有棵树毛利率水平较为稳定具有一定的合理性，具体分析如下：

（1）技术优势

有棵树率先集成了跨境电商的 IT 大数据智慧云系统，从热门产品情报收集分析、供应链需求计划、电商分布式仓储物流、订单执行时效等多维度进行了持续的算法优化。借助上述技术优势和数据积累，有棵树能够精准定位市场热销商品，并借助高效的供应链迅速完成开发采购和新品上架。由于网上热销商品的生命周期较短，随着产品供应的增长及消费者兴趣转移，热销商品的利润空间将迅速缩小。有棵树通过自身强大的数据挖掘分析能力和供应链管理能力，能在第一时间抓住产品短期内的价格差异进行贸易套利，从而最大程度上获取产品早期的高额利润。

（2）品类丰富优势

3C 电子产品和服装一直是我国出口电商销售的主导产品，但随着市场供应逐渐上升，上述品类的利润空间将逐渐缩减，而户外用品、健康美容产品、家居园艺及汽配等毛利率相对较高的品类交易量在不断提升，出口电商销售的品类将更趋于多元化。有棵树经营产品品类丰富，并不依赖于单一产品品类；同时，有棵树根据产品销售行情实时调整产品结构，并不断推陈出新吸引消费者。相较于

对单一产品线投入较高的企业，有棵树依靠丰富的产品品类和灵活的经营策略能根据市场行情迅速作出调整，有效降低了企业的经营风险。

（3）供应链管理优势

有棵树自从事跨境电商出口业务以来，经过多年在行业内的沉淀和积累，已建立了适应跨境电商业务现状和经营模式的完整供应链管理体系。目前，有棵树拥有在线产品 SKU 数量逾 12 万个，活跃供应商超过 4,000 家，自营仓库面积逾 16 万平方米、辐射的终端消费者遍及 100 多个国家及地区。通过对采购、仓储、物流等供应链前后端环节进行体系构建与效能提升，有棵树不仅实现了对采购成本及供货质量更好的控制，同时还大幅提高了供应商备货响应效率，最大程度上缩减了产品开发至产品上架的时间周期。

通过以上分析，在国家政策鼓励支持和行业高速发展双重有利因素的推动下，有棵树充分发挥自身优势，具备持续增长的潜力和空间，毛利率水平符合行业与自身的发展情况，具有一定的合理性。

（二）标的公司保持跨境电商业务毛利率稳定的相关措施及可行性

有棵树保持跨境电商业务毛利率稳定的相关措施如下：

1、从新品开发角度，有棵树不限定采购开发某个品类，所有新品开发均使用 IT 数据挖掘技术反复研判，其中新品开发毛利率必须达到公司标准，之后方可开发。随着产品生命周期的推进，有棵树会逐渐优化此品类或 SKU，直至贡献低于预期后会被及时淘汰。上述选品模型可以有效地推动产品不断推陈出新，维持较高毛利率。

2、从销售渠道角度，有棵树是以第三方电商平台销售渠道为主的跨境电商企业，由于第三方平台内的卖家众多，处于相对均衡且充分竞争的市场状态，产品在平台上的售价公开透明，使得这些平台内的同类型卖家的毛利率不会有太大的差异，并且也会相对稳定。同时有棵树为了应对成熟第三方平台内的竞争加剧，会不断地以开拓新的第三方平台来对冲成熟平台竞争加剧可能带来的毛利率下

降，新平台初期的毛利率较高，随着竞争逐渐充分，有棵树会不断平衡新老平台的销售情况。

网店类型	销售收入(万元)	销售成本(万元)	销售数量(万件)	产品单价(元/件)	毛利率(%)
2017 年新设店铺	49,929.03	20,219.18	431.26	115.77	59.50
2017 年前已开设店铺	174,714.81	77,717.75	3,364.83	51.92	55.52

除积极拓展新的销售渠道之外，有棵树也通过大量开设新的网络店铺进一步丰富完善销售产品品类、调整产品结构。根据上表对 2017 年前后开设店铺于 2017 年度实现的销售数量、产品单价、毛利率对比，2017 年新设店铺销售的产品单价明显高于 2017 年前开设的店铺，毛利率水平亦优于 2017 年前开设的店铺，符合标的公司新设网络店铺以销售更多样化、更切合客户不断提高品味和精细化需求的产品的经营策略，并对标的公司调整产品结构、维持销售毛利率水平产生积极促进作用。

3、从团队绩效考核角度，有棵树不断优化和激励考核销售及采购团队，将其绩效奖金与毛利率挂钩，确保产品的开发及销售将个人利益与公司业绩目标协调一致。

4、从产品角度，有棵树会不断平衡新品开发及老品优化的节奏，维持毛利的稳定。老品的毛利率随着产品技术的成熟和竞争的加剧，会有所下滑，但是有棵树不断从事新品开发，新品在初期的毛利率相对较高，会抵消这部分老品毛利率下滑的影响，在产品端保持毛利率稳定或者有所上升的最好措施就是不断加快新品的开发速度，通过产品的不断更新迭代来保持较好的毛利率水平。

5、从销售地区来看，目前有棵树的区域布局已趋于完善，对于跨境电商主要的市场包括北美、欧洲、日本、澳洲、东南亚等热门区域，均已耕耘多年，成熟市场毛利率也会比较稳定。与此同时，公司也在不断地开拓新兴市场，新兴市场前期的毛利率都会比较高，但是前期占公司整体的销售份额较低，随着各个区域市场的逐渐成熟，公司会更加均衡地覆盖出口电商主要市场，进一步稳定毛利。

有棵树经过一段时间的业务及管理优化，已取得了较好的效果，说明上述举措是适合现阶段企业发展的，且考虑到仍有诸多环节有待优化，尚存改进空间较大，甚至部分细节的完善亦可能会取得较为明显的效果，因此，上述举措是具备可持续性的。

（三）中介机构核查意见

经核查，评估机构中同华认为：根据标的公司所在行业未来发展及市场竞争情况、标的公司销售商品成本构成及定价策略，结合标的公司保持跨境电商业务毛利率稳定的相关措施及可行性，有棵树预测期毛利率水平较为稳定具有合理性。

（本页无正文，为《北京中同华资产评估有限公司对《深圳证券交易所〈关于对天泽信息产业股份有限公司的重组问询函〉（创业板许可类重组问询函【2018】第 19 号）》之回复》之签章页）

北京中同华资产评估有限公司

