

北京中同华资产评估有限公司对《关于关于神州数码集团股份有限公司
发行股份购买资产并募集配套资金申请的反馈意见》之
回复（修订稿）



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

二〇一八年九月十七日

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

中国证券监督管理委员会：

神州数码集团股份有限公司（以下简称“神州数码”）于 2018 年 7 月 12 日收到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（180886 号），神州数码根据一次反馈意见提出的问题进行了逐项落实和说明。北京中同华资产评估有限公司（简称“中同华”或“评估师”）就一次反馈意见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：

审核意见 11：

申请文件显示：1）本次交易以收益法评估结果作为定价依据，经协商，启行教育 100%股权评估值为 466,700.00 万元，相对于启行教育合并口径归属于母公司股东净资产账面价值（含 2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团形成的 470,884.32 万元商誉）增值 0.20%，相对于启行教育母公司口径净资产账面价值（含 2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团形成的 470,884.32 万元商誉）增值 4.74%。2）本次申请财务资料已采用 2017 年 1-12 月数据，本次交易的业绩承诺期为 2017 至 2019 年度。业绩承诺方承诺，2017 及 2018 年度净利润合计不低于 52,000.00 万元，2017 年至 2019 年净利润数合计不低于 90,000.00 万元，且本次交易业绩承诺期限不进行顺延。3）按照本次交易作价，标的资产 2017 年市盈率为 20.69 倍，高于同行业可比公司水平。请你公司：1）结合本次申请财务资料已采用 2017 年 1-12 月数据及后续更新情况、业绩补偿总额占交易作价总额的比例等，补充披露本次交易业绩承诺期及业绩补偿金额的合理性。2）结合 2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团的商誉确认情况、商誉确认金额对本次交易评估增值率的影响、可比交易市盈率、市净率、标的资产未来年度发展预期、核心竞争优势保持、业绩补偿情况等因素，补充披露本次交易评估作价的合理性，是否充分保护了上市公司及中小股东利益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、本次交易评估作价具有合理性，能够保护上市公司及中小股东利益

（一）2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团的商誉确认情况及对本次评估增值率的影响

1、启行教育收购启德教育集团情况介绍

2016 年 1 月，启行教育主要股东与 AEIL (Cayman) 签署了股权转让协议《SHARE PURCHASE AGREEMENT》，并最终支付 445,379.77 万元取得了启德香港的 100.00% 股权及其下属的启德教育集团全部业务，根据上述股权转让协议，启行教育收购启德教育集团的收购日为 2016 年 5 月 4 日。关于启行教育收购启德教育集团的详细情况，请参见《重组报告书》之“第四节 标的公司的基本情况”之“三、启行教育重要下属机构启德香港的基本情况”及“四、启行教育境外架构及 VIE 架构的设立及拆除情况”相关内容。

2、启行教育收购启德教育集团的商誉确认情况

启行教育收购启德教育集团构成非同一控制下的企业合并，于 2016 年 5 月 4 日（以下简称“购买日”）收购日编制非同一控制下的企业合并报表确认商誉为 453,529.31 万元。

合并成本以及商誉的确认情况如下：

单位：万元

合并成本-现金	445,379.77
减：取得的可辨认净资产公允价值	-8,149.54
商誉	453,529.31

启德教育集团于购买日的资产和负债情况列示如下：

单位：万元

项目	购买日公允价值	购买日账面价值
货币资金	16,393.18	16,393.18
应收款项	811.74	811.74
其他应收款	6,893.50	6,893.50
预付款项	3,802.87	3,802.87
存货	59.24	59.24
其他流动资产	2,098.35	2,098.35
固定资产	2,181.88	2,181.88
无形资产	27,501.31	2,398.59
开发支出	504.82	504.82
长期待摊费用	1,486.49	1,486.49
商誉	-	15,343.11
其他非流动资产	1,981.24	1,981.24
减：应付职工薪酬	4,055.38	4,055.38
应付账款	215.25	215.25

应交税金	1,569.81	1,569.81
其他应付款	3,406.91	3,406.91
预计负债	4,423.35	4,423.35
预收款项	52,067.68	52,067.68
递延所得税负债	6,125.76	224.32
负债	8,149.54	12,007.71
减：少数股东权益	-	-
取得的净资产	-8,149.54	-12,007.71

3、启行教育商誉确认情况及对估值的影响

启行教育截至2017年8月31日股东全部权益价值的评估结果为466,700.00万元，相对于启行教育合并口径归属于母公司股东净资产的账面价值465,771.40万元增值928.60万元，对应增值率为0.20%，相对于启行教育母公司口径净资产的账面价值445,588.36万元增值21,111.64万元，对应增值率为4.74%。

若不考虑2016年5月启行教育收购启德教育集团确认的商誉，启行教育评估基准日合并口径归属于母公司股东净资产为12,242.09万元，本次启行教育评估结果相对于启行教育合并口径归属于母公司股东净资产的账面价值增值454,457.91万元，对应增值率为3,712.26%。

在不考虑2016年5月启行教育收购启德教育集团确认的商誉的情况下，启行教育评估结果相对于启行教育合并口径归属于母公司股东净资产的账面价值增值率较高，主要原因为：启行教育所属国际教育服务行业为轻资产行业，企业价值主要通过员工专业能力、品牌影响力、境外院校资源、行业地位、业务拓展能力、产业链覆盖程度等方面体现，除业务拓展新网点开拓需要一定的资金投入外，对其他资产投入依赖较少。

此外，启行教育在国际教育服务领域深耕多年，具有较高的行业地位及品牌知名度，在客户中建立了良好的口碑，并拥有专业并且经验丰富的团队，是业内知名企业之一，估值是其企业价值的体现。

近年来上市公司并购与启行教育业务相近标的公司的主要交易案例的评估增值率情况如下：

序号	上市公司	标的资产	评估基准日	标的公司评估值（万元）	合并口径归属于母公司净资产增值
----	------	------	-------	-------------	-----------------

					值率
1	百洋股份	火星时代 100.00%股权	2016/12/31	105,928.94	909.38%
2	开元股份	中大英才 70.00%股权	2016/3/31	26,116.23	11,292.53%
3	开元股份	恒企教育 100.00%股权	2016/3/31	120,919.38	1,770.48%
4	盛通股份	乐博教育 100.00%股权	2015/12/31	43,005.44	4,428.28%
5	亚夏汽车	中公教育 100.00%股权	2017/12/31	1,853,500.00	1,752.92%
6	文化长城	翡翠教育 100.00%股权	2016/12/31	140,400.00	610.33%
平均值					3,460.65%
7	神州数码	启行教育 79.45%股权	2017/8/31	466,700.00	0.20%
启行教育扣除商誉后的增值率					3,712.26%

由上表可见，启行教育扣除商誉后的评估增值率与近年来上市公司并购教育行业标的公司的评估增值率较为接近。

由于商誉是企业的经营效率、行业地位、人员素质、团队水平等多种原因作用下使企业与同行业公司相比能在未来期间获得超额收益的一项潜在经济价值，商誉是企业整体价值的组成部分。本次采用收益法评估确认的启行教育股权价值中包含了商誉的价值。本次采用收益法评估确认的启行教育股权价值中包含了商誉的价值。因此，以包含商誉价值在内的数据为基础计算评估增值率更具有合理性。此外，根据《启行教育合并财务报表及审计报告》，按照截至 2018 年 5 月 31 日数据测算，本次交易评估值相对于启行教育合并口径归属于母公司股东净资产的账面价值增值 11,445.63 万元，对应增值率为 2.35%，相对于扣除商誉后启行教育合并口径归属于母公司股东净资产的账面价值增值 464,974.95 万元，对应增值率为 1,386.95%，相对于启行教育母公司口径净资产的账面价值增值 45,461.91 万元，对应增值率为 10.03%，增值率低于同行业可比交易案例的评估增值率。

（二）与可比交易市盈率、市净率情况比较

经分析近年来上市公司并购与启行教育业务相近标的公司的主要交易案例，相关交易案例市盈率、市净率情况如下：

序号	上市公司	标的资产	评估基准日	标的公司交易价格（万元）	评估基准日当年的市盈率（倍）	评估基准日的市净率1（倍）	评估基准日的市净率2（倍）
1	百洋股份	火星时代 100.00%股权	2016/12/31	97,400.00	16.03	9.28	9.28
2	开元股份	中大英才 70.00%股权	2016/3/31	18,200.00	19.28	113.42	113.42
3	开元股份	恒企教育 100.00%股权	2016/3/31	120,000.00	17.69	18.56	18.56
4	盛通股份	乐博教育 100.00%股权	2015/12/31	43,000.00	60.82	47.77	47.77
5	亚夏汽车	中公教育 100.00%股权	2017/12/31	1,850,000.00	35.25	18.49	19.25
6	文化长城	翡翠教育 100.00%股权	2016/12/31	157,500.00	125.00	6.19	10.76
算数平均值					45.68	35.62	36.51
最高值					125.00	113.42	113.42
最低值					16.03	6.19	9.28
中位值					27.27	18.53	18.91
7	神州数码	启行教育 79.45%股权	2017/8/31	465,021.60	20.69	1.04	37.99

注1：市净率1=交易价格/评估基准日归母净资产（含商誉）；市净率2=交易价格/评估基准日归母净资产（不含商誉）；

注2：火星时代、中大英才、恒企教育净资产中不存在商誉；中公教育净资产中，商誉金额3,937.86万元；翡翠教育净资产中，商誉金额10,810.80万元；

注3：在计算可比交易平均市盈率时，如剔除市盈率较高的翡翠教育（125.00倍）及乐博教育（60.82倍），可比交易的标的资产平均市盈率为22.06倍。

由上表可知，近年来上市公司并购教育行业标的公司交易案例中，可比交易案例评估基准日当年平均市盈率为 45.68 倍，而可比交易案例评估基准日的平均市净率为 35.62 倍。

启行教育评估基准日当年市盈率 20.69 倍低于同行业可比案例的市盈率平均值 45.68 倍，如在计算可比交易平均市盈率时，如剔除市盈率较高的翡翠教育（125 倍）及乐博教育（60.82 倍），可比交易的标的资产平均市盈率为 22.06 倍，启行教育评估基准日当年的市盈率 20.69 倍仍低于可比交易市盈率平均值。

另外结合可比案例市盈率的算数平均值、最高值、最低值、中位数等对比分析，启行教育估值水平与行业可比案例不存在较大差异。

相比近年来上市公司并购与启行教育业务相近标的公司的主要交易案例，启行教育净资产中包含较大额的商誉资产，如以包含商誉净资产测算启行教育市净率为 1.04 倍，远低于可比交易相同口径市净率；如将净资产剔除商誉资产，对应测算的启行教育市净率 37.99 倍略高于可比交易案例平均市净率 36.51 倍。启行教育剔除商誉后市净率较高是由于启行教育所处国际教育行业为轻资产行业，除在业务扩展情况下对资金有一定依赖外，对其他资产依赖较低，同时，由于启行教育的业务结算模式多以预付款为主，导致预收账款余额较大，期末净资产较小，但净资产的多少并不直接影响企业的经营。此外，结合可比案例市净率的最高值、最低值、中位数等对比分析，启行教育评估基准日市净率与可比交易案例不存在较大差异。

（三）启行教育未来年度发展预期及核心竞争优势

启行教育未来年度的发展预期请参见本回复“审核意见 12”之“一、启行教育的业务发展方向及未来年度业务发展预期”相关内容。根据本次评估，启行教育预测期内各年营业收入较为快速的增长，主要基于其在发展过程中形成的以下核心竞争优势：

1、启行教育留学咨询业务的行业地位和竞争优势

（1）整合式完整产业链

与传统留学中介机构只从事留学申请咨询业务不同，启行教育为学生提供整合式的完整服务链，从前期准备、留学申请、落地安置直至再进修及工作，启行教育均有相应的配套服务。完整的服务链使启行教育有能力更早的接触潜在客户群体，并凭借良好的服务将其转化为签约客户。与客户确立关系后，启行教育通过其完善的客户关系管理系统及专业的顾问团队维系其与客户的关系，寻求再合作的可能性，带来更多交叉销售业务，为启行教育规模的增长提供了有力保障。

（2）优秀的顾问团队

经验丰富、务实可靠的顾问团队对于国际教育企业的成功运营及客户维系至关重要，优秀的顾问团队在启行教育的发展过程中起到了不可或缺的作用。

启行教育顾问团队在学校选择、文书指导、申请流程等方面有着丰厚的经验，近两年更引入留学规划概念，帮助学生进行阶段性的教育规划，全面提升学生的综合能力。通过多年的行业积累，顾问团队对不同国家的不同大学以及不同专业对生源的偏好都有着深厚的了解，有能力为学生量身打造最优申请计划，充分挖掘学生亮点，契合学校及专业招生要求。启行教育为每位留学咨询学生安排两名顾问，一名交付顾问负责学校选择、申请指引及签证办理等相关事务；一名文书顾问负责简历完善、文书指导等书面工作，通过个性化、本土化的咨询服务与学生及学生家长建立更加稳固的关系，提高学生的满意度及申请成功率。优秀的留学顾问团队及良好的申请结果不仅为启行教育赢得了良好的口碑，也为启行教育争取了更多新业务及回头业务。

（3）丰富的海外院校资源

启德教育集团拥有丰富的海外院校资源，与全球近 1,000 所境外院校、教育集团及政府部门签署了合作协议，签约院校广泛分布于教育水平发达的多个国家和地区，包括澳大利亚、加拿大、美国、英国、欧洲和亚洲等，同时还在全球拥有超过 5,000 家合作院校，是各大国际院校长期信赖的合作伙伴。同时启行教育也在全球主要留学目的地设立了分支机构。启行教育通过与海外学院的密切联系，清楚的把握了海外院校的招生程序，提高学生的申请成功率，给留学生带来了更多的选择空间。同时其国际化平台也为中国学子提供了与一流院校直接联系的机会。在出国后服务越来越受到学生和家长重视的今天，启行教育丰富的海外院校资源和全球布局的境外网点将成为其延长服务链并进一步发展的一大竞争优势。

（4）高品牌知名度

①品牌荣誉

成立至今，启行教育一直保持着良好的品牌知名度，获得了社会的广泛认可，启行教育曾多次在新浪、网易、腾讯等国内主流媒体及网站举办的教育及留学机构品牌评比中获奖，如“回响中国”腾讯网教育年度盛典评选的“年度影响力教育集团”，新浪网“中国教育盛典”评选的“中国品牌实力教育集团”，网易教育年度大奖“金翼奖”评选的“年度最具综合实力教育集团”等。

②市场知名度

启德教育集团在中国消费者及海外教育机构中均享有良好的知名度，而知名

度及良好的口碑又提升了启德教育集团对留学客户及学生家长的吸引力，为启德教育集团带来客户积累。充足的学生源为启德教育集团留学的成功申请案例提供了基础支撑，成功案例又进一步提升启德教育集团的知名度，形成良性循环。

（5）多年行业经验积淀的成功案例

在国际教育行业中，过往成功案例是吸引客户的一大要素，成功案例可以比较客观的体现服务机构的服务水平及服务质量。启行教育深耕国际教育行业多年，积累了丰富的行业经验，并依据这些经验提炼出成体系的服务方案，并最终通过实践转化为各类成功的申请及优异的培训结果。

2016年至2018年，启行教育累计向美国排名前30学校推荐学生3,379名，英国排名前20学校输送学生17,421名，澳大利亚排名前8学校输送学生22,027名，加拿大排名前3的学校推荐学生1,245名。此外报告期内，启行教育递交申请的学生未能获得任一院校录取的概率分别为2.5%，2.0%，2.2%，拒录率保持在较低水平。

上述成果系启行教育品牌价值的体现，相较于小型机构只有个别的成功案例，较高的拒录率，启行教育大量的成功案例能够产生较强的“名校”效应，促使学生在选择服务提供方时更倾向于选择启行教育，进一步保证了启行教育生源的稳定性。

（6）丰富的海外布点，为业务延伸奠定基础

国际教育行业市场份额最大的板块在于留学后市场板块，目前行业内各大企业均在着力布局留学后市场板块业务，以期实现业务引流，从而打开更广阔的市场。

启行教育已在澳大利亚悉尼、阿德莱德、墨尔本、布里斯班，加拿大温哥华、多伦多，英国的曼彻斯特和美国的纽约等多个国家和城市设有海外办事处，为已经出国的学生提供留学后相关服务，并且已成功推出了相应的留学管家服务模式，协助学生完成入境后的一系列安置服务，包括环境融入、语言辅导、升学转学等，并保持与家长的沟通，在留学日益低龄化的趋势下，留学后服务的需求将会持续上升，启行教育丰富的海外网点布局及完善的留学地服务将会成为开展留学后服务的重要基础，有利于启行教育进一步延伸产业链长度。

2、启行教育考试培训业务的行业地位和竞争优势

“启德考培”是启行教育多年经营的留学考试培训品牌，目前已在全国 15 个城市建立考培中心，并在澳大利亚悉尼，中国上海和北京设有研发中心，教研核心团队由教学经验丰富的教师及毕业于世界名校的精英团队组成，“启德考培”已成为国际语言测评专业培训课程的重要品牌。启行教育考试培训业务的核心竞争优势主要有：

（1）专注于高端精品课程

启行教育的考试培训业务侧重于高端小班教学，设有 VIP 课程，3-6 人小班课程以及 6 人以上的大班课程，避开了传统竞争对手的大班教学模式，更注重教学质量保证与对学生的一对一辅导，同时，注重营造良好的学习环境，通过软硬件配套，打造高端课堂体验，成为启行教育考试培训的重要竞争优势。

（2）成熟的教学模式和自主研发体系

启行教育拥有成熟的教学大纲与教学方法，积极运用技术与互联网提升自己的服务，其首推的“混合式学习模式”和原创线上学习系统 Prepsmith 的自适应功能可更好地诊断学生的弱项，帮助学生进行针对性学习，提升学习效率，并将家长、教师和学生联系起来，实现从线下课堂教学到线上学生自学的高效学习闭环。

此外，启行教育通过多年的教学积累，利用集团优势自行研发了多套考试培训教案，覆盖了 SAT、ACT、AP、ELA、IELTS、TOFEL 等多个培训项目，通过对授课教师的持续培训，不断提高授课教师的教学技巧和教学水平，其自主研发体系有助于学生提高学习效率，取得良好的考试成绩。

（3）富有经验的教师团队，完善的服务体系

考试培训的教师均需通过 140 小时以上哈佛 CTC 标准教师认证培训，并通过评估团队考核，具备丰富的教学经验，且多以自身拥有国外留学经历的为主，熟知留学考试的难点与痛点，能切身把握考试热点与变化趋势，结合启行教育对教师的系统培训，提供高质量的教学。

除了授课教师外，启行教育还搭建了完整的服务体系，为每一班级配备学习顾问，督促学生的课后学习与作业，跟踪课堂表现与学习进度，并与授课老师一同参与与学生和家长的互动，实时反馈学生评价，与家长保持良好的沟通，同时，

启行教育为学生建立个人电子档案，对学生的课堂出勤、模考成绩完整记录，并为学生制定考期规划，后续更可搭配留学咨询服务，助力学生成功留学，形成了完善的服务体系。

3、保持上述核心竞争优势的措施

为保持上述核心竞争优势，以促使启行教育预测期业绩持续平稳增长，启行教育搭建了搭建管理团队及核心骨干员工持股平台启仁投资及同仁投资，绑定管理团队及核心骨干员工与上市公司的利益，该举措有利于充分调动启行教育管理团队及核心骨干员工的工作积极性，有利于保障管理团队及核心骨干员工稳定、长期地投入工作，加速推进启行教育的业务扩张、产品升级，激励管理团队及核心骨干员工创造收益，并将自身利益与启行教育及上市公司利益紧密结合，有助于启行教育实现业绩承诺。

此外，启行教育预测期内在保证现有核心业务稳步发展的前提下，将进一步优化产品结构，扩展业务布局力争将新产品启德国际课程（少儿英语和国际课程辅导）、启德学府学术英语，合作办学、学游等业务打造为新型标杆产品，并促使新设下属机构尽快完成市场开拓，在维持现有院校资源基础上进一步进行业务拓展，并利用公司所具有的较高的品牌知名度及行业地位，以实现业务良性运作并提升整体业绩。

二、核查意见

经核查，评估师认为，本次交易的业绩承诺期及业绩承诺金额安排考虑了上市公司的利益，履行了必要的审议程序，符合相关法律法规，具有合理性；若不考虑 2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团的商誉，本次交易启行教育评估增值率与近年来上市公司并购教育行业标的公司评估增值率较为接近；启行教育本次交易市盈率与近年来上市公司并购教育行业标的公司市盈率不存在较大差异，市净率较高主要由于启行教育所处国际教育行业为轻资产行业；标的公司具有明确的发展预期，具备核心竞争优势，业绩补偿安排无法覆盖补偿缺口的可能较小，充分保护了上市公司及中小股东利益。本次交易标的公司作价具有合理性。

审核意见 12:

申请文件显示：1) 报告期内，启行教育分别实现净利润 16,296.93 万元和 18,040.86 万元。2) 业绩承诺方承诺，标的资产 2017 及 2018 年度净利润合计不低于 52,000.00 万元，2017 年至 2019 年净利润数合计不低于 90,000.00 万元。3) 收益法评估下，标的资产 2018 年及 2019 年预测实现净利润分别为 25,147.86 万元和 31,991.73 万元，该预测已较 2017 年大幅增长。4) 业绩承诺方对上市公司承担业绩补偿的方式为现金补偿，且在任何情况下，业绩承诺方按照协议向上公司支付的业绩补偿金额最高不应超过业绩承诺各方通过本次交易各自取得对价的 50%。请你公司：1) 结合启行教育 2017 年及 2018 年最新经营业绩实现情况、收益法评估下 2018 及 2019 年的盈利预测情况、目前已有考试培训学员或境内留学咨询学生数量、市场推广及预测招生情况、境外机构合作关系的稳定性及新机构拓展情况、标的资产所处行业的发展阶段及未来发展预期、市场容量、标的资产的市场地位、核心竞争优势等，补充披露 2018 及 2019 年度业绩承诺的可实现性。2) 量化分析业绩承诺方达到极限补偿时，标的资产实际实现的净利润情况，并结合标的资产目前的实际业务情况，补充披露极端情况下，是否存在未能进行补偿的风险敞口。3) 结合标的资产业绩承诺的可实现性、业绩补偿方式及业绩补偿覆盖率情况等，进一步补充披露本次交易是否充分保护了中小股东和上市公司利益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、启行教育的业务发展方向及未来年度业务发展预期

(一) 启行教育在业务经营中充分考察市场需求，从 2017 年起逐渐优化经营策略和进行服务产品升级，同时持续开拓新业务

1、提升服务定位，由留学咨询向留学规划升级

传统留学中介服务主要向客户提供留学咨询的申请服务，包括选校、文书润色、申请资料递交及院校沟通、签证申请等环节，然而随着国民经济实力增强和国民视野提升，国际教育市场也迎来了服务升级的需求，学生和家长已经不满足于传统的留学咨询服务，而是希望在申请过程中获得个性化的具有教育理念的服务。

启行教育在近年的留学咨询业务中逐步向留学规划业务升级，不仅关注客户

“成功留学”，更为“留学成功”做好充分的规划和准备，为学生量身定做阶段性教育规划，除了上述传统留学服务外，启行教育在服务中向客户提供语言能力提升、学术能力提升、素质能力培养、留学文化适应等全方位的个性化服务，利用多样化的产品针对性的提升客户的综合素质。在上述服务定位升级及产品优化过程中，启行教育提升了境内留学咨询业务的客单价，以美国申请为例，传统全套申请业务收费约为 35,000 元/人，然而跟据启行教育提供的不同规划方案，全套服务收费可根据客户的特定需求上升至 58,000 元/人至 650,000 元/人。在上述服务定位升级及产品优化过程中，启行教育提升了境内留学咨询业务的客单价，以美国申请为例，传统全套申请业务收费约为 35,000 元/人，然而跟据启行教育提供的不同规划方案，升级后的全套服务收费可根据客户的特定需求上升至 58,000 元/人至 650,000 元/人。

在上述服务定位升级及产品优化过程中，启行教育的服务短期内对部分价格敏感型客户的吸引力可能会有所降低，暂时放缓启行教育境内留学咨询业务的收入及签约人数增幅。然而随着服务的细化及服务时间的延长，启行教育可以提高客户的粘性及满意度，为进一步吸引新客户创造条件。

2、考试培训业务成立新事业部，开展国际课程及少儿英语培训业务

针对国内蓬勃发展的国际教育市场，启行教育于 2018 年成立了新的考试培训业务事业部“启德国际课程”事业部，全面布局国际课程和少儿英语培训业务，除了 2017 年已经成立的上海网点，启行教育今年在成都、深圳陆续成立了新的国际课程和少儿英语培训网点，虽然上述网点因前期投资较大，业务培育期收入较少等原因发生亏损，但为启行教育更早的介入客户学习周期提供了重要渠道，随着上述网点的业务逐渐成熟及正在规划的南京、苏州和西安等网点的布局落地，“启德国际课程”业务部有望在 2019 年为启行教育创造较大的业绩增幅。

3、上述服务升级对启行教育收入及利润的影响

(1) 提升境内留学咨询业务的单客户收入

如前所述，在启行教育由留学咨询服务向留学规划服务升级的过程中，境内留学咨询业务的单客户收入有所提升。以构成启行教育境内留学咨询业务 70.00% 以上收入的全套服务平均收入为例，2016 年至 2018 年 5 月启行教育全套服务单

客户收入稳定提升，具体情况如下：

单位：万元

境内留学咨询	2018 年 1-5 月	2017 年	2016 年
境内留学咨询收入	22,369.49	55,011.89	49,426.26
其中：全套服务收入	17,974.24	39,762.47	36,037.60
全套服务收入占境内留学咨询业务比例	80.35%	72.28%	72.91%
全套服务数量	8,469	20,937	22,605
全套服务单价	2.12	1.90	1.59
全套服务单价增长率（%）	11.75%	19.13%	-

由上表可以看出，2016 年至 2018 年 5 月启行教育全套服务平均收入分别为 1.59 万元、1.90 万元、2.12 万元，2017 年及 2018 年 1-7 月分别较上一期增长 19.13%和 11.75%，启行教育的服务定位升级及产品优化对其主要产品全套服务的单价提升效果较为明显。

（2）降低留学咨询业务总体人工成本

随着留学咨询单客户收入的提升，同等业绩下启行教育需要服务的学生人数有所下降，使得启行教育留学咨询业务所需要的劳动力减少，相应的人力资源成本增速放缓。以直接面对学生的留学咨询业务前端人员（留学销售序列及留学服务序列人员）为例，启行教育 2016 年至 2018 年 7 月留学咨询业务前端人员数量呈下降趋势，薪酬增速放缓，具体情况如下：

单位：万元

境内留学咨询业务	2018 年 1-5 月	2017 年度	2016 年度
收入	22,369.49	55,011.89	49,426.26
前端人员数量	1,463	1,532	1,545
前端人员总薪酬	7,699.09	19,110.43	17,456.61
前端人员平均薪酬	12.63	12.48	11.30
前端人员平均薪酬增长率	1.23%	10.43%	-

收入/前端人员总薪酬	2.91	2.88	2.83
------------	------	------	------

注1：前端人员数量=当期每月末人数之和/当期总月份数。

注2：2018年1-5月前端人员平均薪酬已经年化处理。

由上表可见，报告期内启行教育的留学咨询业务前端人员数量分别为 1,545 人、1,532 人及 1,463 人，呈逐年下降趋势，人数累计减少 82 人。报告期内年化后的人均薪酬分别为 11.30 万元、12.48 万元及 12.63 万元，呈逐年上升趋势，与我国日益上升的社会劳动力成本趋势一致，但人均薪酬增速逐渐放缓，显示出启行教育的留学业务升级及业务拓策完善降低了启行教育总体人工成本，提升了启行教育的利润率。

此外由上表可见，报告期内启行教育境内留学咨询业务支付的单位薪酬创造的收入分别为 2.83、2.88 及 2.91，呈逐年上升趋势，说明报告期内启行教育在保证人均薪酬稳定增长的前提下提升了单位薪酬回报率。

（3）降低单位客户销售费用，即获客成本

随着启行教育在国际教育板块的布局不断完善，各事业部之间逐渐形成良性互动，事业部之间的业务互推日益增多，降低了启行教育的单位客户销售费用，报告期内，启行教育的单位客户销售费用变动情况如下：

单位：万元

项目	2018 年 1-5 月	2017 年度	2016 年度
销售费用	9,109.14	22,435.27	21,450.47
境内留学咨询服务数 +考试培训学生数	17,449	39,281	39,952
单位客户销售费用	0.52	0.57	0.54

由上表可见，2017 年度启行教育单位客户销售费用 0.57 万元/人略高于 2016 年的 0.54 万元/人，主要由启行教育销售费用中的职工薪酬因员工平均薪酬增长较快而增长较大造成。2018 年 1-5 月，随着启行教育业务布局的完善及下游拓展策略的丰富，启行教育的单位客户销售费用下降至 0.52 万元/人，进一步提升了启行教育的利润率。

（二）启行教育在业务经营过程中完善下游拓展策略，自 2018 年初起着力发展中小型留学合作机构

1、与中小型留学机构合作，发展转推荐业务

在过去的市场开拓方针中，启行教育较为注重对个人客户的开发策略，力求在客户的签约数量、签约规模上进行积累，该市场开发策略虽然在历史上为启行教育积累了较多的客户，但投入的人力服务成本及市场开拓费用较高，并且随着推广成本的提升以及推广支出边际效应的递减，获客的效率也难以保持在较高水平。

随着留学业务资质的开放，国内中小规模的留学咨询机构数量增加，但中小留学机构普遍没有较深厚的院校资源，亦较难开展国际留学咨询业务，而启行教育多年以来保持着与已有合作院校的稳定合作关系且近年来境外合作院校不断增加，因此启行教育根据市场发展情况开始逐步调整业务拓展策略，在保证单个客户的签约数量及签约规模的基础上，加大对合作机构的拓展力度，发展出转推荐业务模式，利用自身丰富的境外院校资源及留学咨询行业积累，与行业内的中小规模留学咨询机构开展合作为其推荐学生，并分享境外留学咨询业务推荐收入，该业务具体模式如下：

由于热门的留学目的地如澳洲、英国等部分学校的学生推荐制度为代理推荐制，该等学校有指定合作的留学服务机构，学生必须通过其指定合作的留学服务机构进行申请，而目前市场上的中小规模留学咨询机构并非上述院校的指定合作方，其需要与院校资源丰富的留学服务机构合作以对上述院校推荐学生。启行教育与该等中小规模留学咨询机构签约，约定在一定期限内，由启行教育向其免费提供合作院校的情况介绍、专业信息、学费标准等信息，并协助中小规模留学咨询机构对其服务学生的留学、签证申请等相关资料进行审核，把关材料质量，以启行教育名义提交留学申请，并负责与海外院校的沟通，协助中小规模留学咨询机构取得申请结果，最终依据录取结果按一定的比例分配推荐学生的收入。2017年至今，启行教育已签约合作机构 105 家，总计意向送生人数情况如下：

项目	合作机构数（个）	预估送生数（个）
华北	43	812
华东	28	655
华南	18	361

华中	3	90
西南	4	80
西北	1	20
东北	4	95
海外	4	85
总数	105	2,198

启行教育部分境外留学咨询业务收入的比例会随着推荐人数增长呈阶梯式增长，以启行教育与教育集团 A 签订的协议为例，若某年度启行教育向其成功推荐澳洲学生超过 100 名，则单个学生的推荐收入将上升 40%，从 2,500 元增长至 3,500 元；以启行教育与教育集团 C 签订的协议为例，每当启行教育向该教育集团多推荐 20 名学生，则推荐收入占学费比例增长 10%。

整体而言，为启行教育贡献 60%、70%及 80%以上境外留学咨询业务收入的境外合作机构中分别约有 63%、56%及 54%具有阶梯式约定或存在额外推荐奖励，因此若启行教育能够成功帮助上述合作机构完成送生，将对启行教育境外留学咨询业务收入带来复合性增长，鉴于境外留学咨询业务受境外院校开学时间影响而具有一定的季节性，预计该等合作机构送生业务对启行教育利润的贡献将在 2018 年四季度实现，并在后续年度持续为启行教育贡献利润。

2、与境内学校、教育部门及政府单位签约，引流合作机构资源

除了在留学咨询业务端发展合作机构外，启行教育也在加强考试培训业务合作机构的推广力度，通过与境内学校、教育部门、政府单位等机构合作，直接引流其个人客户。从 2017 年至今，启行教育已累计开拓考试培训合作机构 17 家，预计培训学生人数约 2,000 人，提升了启行教育考试培训业务获客效率。

二、启行教育业绩具有较强的季度性

（一）启行教育净利润贡献主要集中在第四季度，最近两年第四季度净利润贡献率过半

根据启行教育提供的过去两年前三季度及第四季度财务数据（未经审计），启行教育净利润贡献主要来源于第四季度，具体情况如下：

单位：万元

项目	2017 年第四季度	2017 年前三季度	合计
收入	33,732.55	79,005.78	112,738.33
收入占全年比例	29.92%	70.08%	100.00%
净利润	10,530.16	7,452.02	17,982.18
净利润占全年比例	58.56%	41.44%	100.00%
项目	2016 年第四季度	2016 年前三季度	合计
收入	28,559.96	72,435.23	100,995.18
收入占全年比例	28.28%	71.72%	100.00%
净利润	8,611.36	7,685.57	16,296.93
净利润占全年比例	52.84%	47.16%	100.00%

注：季度性数据未经审计。

由上表可见，最近两年启行教育第四季度分别贡献全年净利润的 52.84%及 58.56%，超过全年净利润的一半。启行教育净利润集中在第四季度主要由于除澳洲及新西兰地区学校外，其他境外院校的开学时间主要集中在每年的 9 月左右，使得启行教育第四季度境外留学咨询业务的收入占全年境外留学咨询业务收入的比例较高，而境外留学咨询业务的净利率较高，使得启行教育第四季的净利润贡献较高。

（二）国际教育行业可比公司季节性分析

1、新东方

新东方教育科技集团，纽约证券交易所上市公司，系我国国际教育行业中的龙头企业，主要从事出国语言考试培训，K12 培训等业务。根据其公布的季报，新东方各季度的收入及净利润情况如下：

单位：万美元

项目	2018 财年度				合计
季度	3 月-5 月	12 月-2 月	9 月-11 月	6 月-8 月	
收入	70,100.10	61,808.10	46,718.30	66,116.50	244,743.00
收入占全年比例	28.64%	25.25%	19.09%	27.01%	100.00%
净利润	6,508.20	6,837.60	427.9	15,839.30	29,613.00
净利润占全年比例	21.98%	23.09%	1.44%	53.49%	100.00%

项目	2017 财年度				合计
季度	3 月-5 月	12 月-2 月	9 月-11 月	6 月-8 月	
收入	48,635.30	43,784.90	34,123.80	53,406.90	179,950.90
收入占全年比例	27.03%	24.33%	18.96%	29.68%	100.00%
净利润	5,541.60	6,761.90	1,036.00	14,106.20	27,445.70
净利润占全年比例	20.19%	24.64%	3.77%	51.40%	100.00%

注1：新东方的财年为前一年的6月至次年的5月，因此第一季度为6月-8月，第二季度为9月-11月，第三季度为12月-2月，第四季度为3月-5月；

注2：数据来源为WIND资讯。

由上表可见，新东方的业绩同样具有较强的季节性，其净利润主要集中在6月-8月，由于其经营的业务以出国考试培训及K12培训为主，留学咨询业务占收入的比重较少，因此其业绩的季度性与主要从事留学咨询业务的启行教育不具有可比性。

2、东西方

上海东西万方教育科技有限公司，新三板挂牌公司，主要向客户提供国际预科教育、出国留学整体解决方案、外语培训、国际文化交流等服务。根据其公布的《对全国中小企业股份转让系统有限责任公司《关于上海东西万方教育科技有限公司挂牌申请文件的反馈意见》回复，其2014年至2015年前三季度及第四季度的收入及净利润情况如下：

单位：万元

项目	2015 年第四季度	2015 年前三季度	合计
收入	6,089.78	6,557.25	12,647.03
收入占全年比例	48.15%	51.85%	100.00%
净利润	2,149.83	-2,927.26	-777.43
净利润占全年比例	-276.53%	376.53%	100.00%
项目	2014 年第四季度	2014 年前三季度	合计
收入	5,293.10	6,112.91	11,406.01
收入占全年比例	46.41%	53.59%	100.00%
净利润	1,546.31	-1,431.64	114.67
净利润占全年比例	1,348.54%	-1,248.54%	100.00%

注：数据来源为东西方《对全国中小企业股份转让系统有限责任公司《关于上海东西万方教育科技有限公司挂牌申请文件的反馈意见》回复及WIND资讯。

由上表可见，2013-2015 年东西方的净利润主要集中在第四季度，其 2014 年至 2015 年前三季度均处于亏损状态。东西方的业务结构与启行教育较为相似，主营业务均由考试培训、境内留学咨询及境外留学咨询业务组成，且境外留学咨询业务的收入占总收入的比例超过 40%，因此其利润贡献的季节性与启行教育相似，同样集中在第四季度。

3、学美教育

学美(上海)教育信息咨询股份有限公司，新三板挂牌公司，系一家为就读美国名校学生提供专业指导的高端留学咨询公司，由于其并未披露季报，根据其披露的年报及半年报，学美教育最近两年上下半年的收入及净利润情况：

单位：万元

项目	2017 年度		合计
	下半年	上半年	
收入	1,333.47	1,906.58	3,240.05
收入占全年比例	41.16%	58.84%	100.00%
净利润	-126.34	477.82	351.48
净利润占全年比例	-35.95%	135.95%	100.00%
项目	2016 年度		合计
	下半年	上半年	
收入	1,231.54	1,775.83	3,007.37
收入占全年比例	40.95%	59.05%	100.00%
净利润	-106.20	365.11	258.91
净利润占全年比例	-41.01%	141.01%	100.00%

注：数据来源为WIND资讯。

由上表可见，学美教育的业绩同样具有较强的季节性，过去两年学美教育的业绩同样具有较强的季节性，过去两年学美教育下半年度均处于亏损状态，与启行教育净利润贡献集中在第四季度的情况存在差异，主要由于学美教育的业务以美国境内留学咨询业务为主，而美国院校发放录取通知书的时间主要集中在第二及第三季度，并且学美教育不存在由境外机构支付的境外咨询业务费，因此其利润的季度性与拥有较多境外留学咨询业务收入的启行教育不具有可比性。

4、博智教育

北京博智东方教育科技有限公司，新三板挂牌公司，主要服务对象是有

美欧留学计划的大学生、高中生和在职人员，为其提供 GMAT、LSAT、TOEFL、IELTS、SAT 等相关留学考试系统性培训和留学申请辅导服务。由于其并未披露季报，根据其披露的年报及半年报，博智教育最近两年上下半年的收入及净利润情况如下：

单位：万元

项目	2017 年度		合计
	下半年	上半年	
收入	1,224.29	1,465.64	2,689.93
收入占全年比例	45.51%	54.49%	100.00%
净利润	182.74	373.86	556.60
净利润占全年比例	32.83%	67.17%	100.00%
项目	2016 年度		合计
	下半年	上半年	
收入	1,141.77	1,480.78	2,622.55
收入占全年比例	43.54%	56.46%	100.00%
净利润	90.92	385.50	476.42
净利润占全年比例	19.08%	80.92%	100.00%

注：数据来源为WIND资讯。

由上表可见，博智教育的业绩具有较强的季度性，其净利润贡献主要来源于上半年度，与启行教育净利润贡献集中在第四季度的情况存在较大差异，主要由于博智教育的业务以考试培训为主，博智教育不存在由境外机构支付的境外咨询业务费，因此其利润的季度性与拥有较多境外留学咨询业务收入的启行教育不具有可比性。

5、新通国际

浙江新通国际合作有限公司主要从事语言培训、国际学术课程、游学课程、留学规划服务业务，《保龄宝生物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（草案）》披露了新通国际按季度区分的营业收入情况，但并未披露新通国际按季度区分的净利润情况，新通国际 2014 及 2015 年前三季度及第四季度的收入情况如下：

单位：万元

项目	2015 年第四季度	2015 年前三季度	合计
收入	20,766.05	39,368.56	60,134.61
收入占全年比例	34.53%	65.47%	100.00%

项目	2014 年第四季度	2014 年前三季度	合计
收入	16, 217. 17	31, 147. 59	47, 364. 76
收入占全年比例	34. 24%	65. 76%	100. 00%

注：数据来源为《保龄宝生物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（草案）》。

新通国际的业务与启行教育类似，同样主要由境内留学咨询业务、境外留学咨询业务和考试培训业务组成。由上表可见，2014 年、2015 年新通国际第四季度实现的营业收入占当年收入的比例分别为 34. 24%及 34. 53%，略高于其他季度的平均值，启行教育 2016 及 2017 年第四季度的收入占当年收入的比例分别为 28. 28%和 29. 92%，同样略高于其他季度的平均值，启行教育与新通国际的收入季度性较为相似。

综上所述，国际教育行业公司的业绩普遍具有季节性。受主营业务不同及业务结构差异的影响，启行教育与新东方、学美教育及博智教育的业绩季节性不具有可比性，但启行教育与业务结构相似的东西方、新通国际的业绩季节性较为相似，具有合理性。

三、启行教育 2018 及 2019 年度业绩承诺的可实现性的具体分析

（一）2018 年度启行教育业绩承诺的可实现性分析

1、2018 年 1-7 月，启行教育已实现承诺口径净利润 7, 843. 83 万元，同比增长 33. 81%

根据《业绩预测补偿协议》约定，业绩承诺方对启行教育在启行教育业绩承诺期间应当实现的经审计的合并报表口径下归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润进行承诺，在计算实现净利润中的有关事项时，按如下约定处理：

1、启行教育无形资产摊销：关于启行教育因收购下属子公司而在编制合并财务报表时形成的可辨认无形资产 26, 000. 00 万元，该等无形资产的摊销在计算实现净利润时应予以扣除（具体数字以评估机构出具的《启行教育合并对价分摊项目资产评估报告书》（中同华评报字（2017）第 818 号）为准。

2、在启行教育业绩承诺期间，经启行教育董事会批准后，启行教育以闲置

资金进行资金管理取得的投资收益，应纳入业绩承诺方的业绩承诺范围。

3、本次交易完成后，启行教育为加快业务布局会在重点城市新设留学咨询、考试培训业务分支机构或子公司，该等新增投入将会形成业绩承诺期的亏损，而该等投入的回报大部分会在业绩承诺期后予以实现。上市公司及业绩承诺方同意若经重组后启行教育董事会审议通过的以独立法人主体形式存在的新设子公司的投入而在业绩承诺期内形成的净亏损应在启行教育实现净利润中扣除。

4、本次交易完成后，在启行教育业绩承诺期间，若上市公司以贷款或其他形式为启行教育提供资金支持，启行教育获得的支持资金，需要参照中国人民银行同期贷款基准利率基础上双方协商确定利息，在计算启行教育实现净利润时，应将前述利息在启行教育实现净利润中予以扣除。但如由上市公司为启行教育向银行等第三方机构申请贷款提供担保或其他信用支持，则由启行教育直接向第三方机构支付利息，启行教育无需向上市公司支付利息及其他费用。

5、上市公司与业绩承诺方均同意，若发生《业绩预测补偿协议》约定的不可抗力事件，应客观评估不可抗力事件对业绩承诺的影响，在业绩补偿中相应扣除不可抗力因素的影响。

6、上市公司与业绩承诺方同意，在业绩承诺期间，计算启行教育的实现净利润时扣除汇兑损益的影响。

7、如果本次交易中交易对方取得的交易对价构成股份支付，则在计算实现净利润时扣除该等股份支付的影响。

不可抗力事件是指不可抗力受影响一方不能合理控制的，无法预料或即使可预料到也不可避免且无法克服，并于《业绩预测补偿协议》签订日之后出现的，使该方对《业绩预测补偿协议》全部或部分的履行在客观上成为不可能或不实际的任何事件，包括但不限于与中国有关的外交事件导致中国与其他相关国家外交关系受到巨大影响、水灾、火灾、旱灾、台风、地震、及其他自然灾害、交通意外、罢工、骚动、暴乱及战争以及政府部门的作为及不作为、黑客袭击等。

2017年1-7月及2018年1-7月，上述约定事项对启行教育税前扣非净利润的影响如下：

序号	约定事项	对启行教育 2018 年 1-7 月税前扣非净利润调整的影响（万元）	对启行教育 2017 年 1-7 月税前扣非净利润调整的影响（万元）
1	启行教育无形资产摊销：关于启行教育因收购下属子公司而在编制合并财务报表时形成的可辨认无形资产 26,000.00 万元，该等无形资产的摊销在计算实现净利润时应予以扣除（具体数字以评估机构出具的《启行教育合并对价分摊项目资产评估报告书》（中同华评报字（2017）第 818 号）为准。	+1,516.67	+1,516.67
2	在启行教育业绩承诺期间，经启行教育董事会批准后，启行教育以闲置资金进行资金管理取得的投资收益，应纳入业绩承诺方的业绩承诺范围。	+158.01	+97.52
3	本次交易完成后，启行教育为加快业务布局会在重点城市新设留学咨询、考试培训业务分支机构或子公司，该等新增投入将会形成业绩承诺期的亏损，而该等投入的回报大部分会在业绩承诺期后予以实现。上市公司及业绩承诺方同意若经重组后启行教育董事会审议通过的以独立法人主体形式存在的新设子公司的投入而在业绩承诺期内形成的净亏损应在启行教育实现净利润中扣除。	+1,016.70	-
4	本次交易完成后，在启行教育业绩承诺期间，若上市公司以贷款或其他形式为启行教育提供资金支持，启行教育获得的支持资金，需要参照中国人民银行同期贷款基准利率基础上双方协商确定利息，在计算启行教育实现净利润时，应将前述利息在启行教育实现净利润中予以扣除。但如由上市公司为启行教育向银行等第三方机构申请贷款提供担保或其他信用支持，则由启行教育直接向第三方机构支付利息，启行教育无需向上市公司支付利息及其他费用。	-	-
5	上市公司与业绩承诺方均同意，若发生《业绩预测补偿协议》约定的不可抗力事件，应客观评估不可抗力事件对业绩承诺的影响，在业绩补偿中相应扣除不可抗力因素的影响。	-	-
6	上市公司与业绩承诺方同意，在业绩承诺期间，计算启行教育的实现净利润时扣除汇兑损益的影响。	-2,330.63	+1,122.77
7	如果本次交易中交易对方取得的交易对价构成股份支付，则在计算实现净利润时扣除该等股份支付的影响。	-	-

注1：2017年1-7月及 2018年1-7月数据未经审计；

注2：计算承诺净利润时，假设约定事项三涉及的事项已取得启行教育董事会审议通过。

根据启行教育提供的 2017 年 1-7 月及 2018 年 1-7 月财务报表(未经审计)，启行教育归属于母公司股东的净利润分别为 3,614.12 万元及 8,016.26 万元，归属母公司股东税后非经常性损益为 85.75 万元及 114.52 万元，结合上表中的调

整事项，启行教育 2017 年 1-7 月及 2018 年 1-7 月年度实现净利润情况如下：

2017 年 1-7 月实现净利润=归属于母公司股东的净利润-税后非经常性损益+（约定事项 1+约定事项 2）×（1-所得税率）+约定事项 6（汇兑损益主要在启德香港形成，不是香港所得税征税项目）=3,614.12-85.75+（1,516.67+97.52）×（1-25.00%）+1,122.77=5,861.78 万元。

2018 年 1-7 月实现净利润=归属于母公司股东的净利润-税后非经常性损益+（约定事项 1+约定事项 2）×（1-所得税率）+约定事项 3+约定事项 6（汇兑损益主要在启德香港形成，不是香港所得税征税项目）=8,016.26-114.52+（1,516.67+158.01）×（1-25.00%）+1,016.70-2,330.63=7,843.83 万元。

结合启行教育 2017 年的实现净利润 22,620.02 万元，2017 年至 2018 年 7 月启行教育累计实现净利润 30,463.84 万元，占 2017 年及 2018 年累计承诺业绩 52,000.00 万元的 58.58%。

2、启行教育 2018 年 1-7 月业绩同比增长较快，业务发展情况良好

根据启行教育提供的 2018 年 1-7 月财务报表（未经审计），启行教育 2018 年 1-7 月实现的收入及归属于母公司股东的净利润较 2017 年同比均有所增长，具体情况如下：

单位：万元

项目	2018年1-7月	同比增长率	2017年1-7月
营业收入	60,524.84	5.64%	57,293.33
其中：留学咨询业务	45,716.62	5.74%	43,235.46
考试培训业务	14,808.22	5.34%	14,057.87
归属于母公司股东的净利润	8,016.26	121.80%	3,614.12
承诺口径净利润	7,843.83	33.81%	5,861.78

注：2017年1-7月及2018年1-7月数据未经审计。

由上表可见，2018 年 1-7 月启行教育营业收入、归属于母公司股东的净利润、承诺口径计算的净利润同比均有所增长，其中归属于母公司股东的净利润较 2017 年同比增长 121.80%，承诺口径净利润同比增长 33.81%。

启行教育 2018 年 1-7 月归属于母公司股东的净利润同比增长显著，主要由于 2018 年 1-7 月启行教育取得汇兑收益 2,330.63 万元，而 2017 年 1-7 月启行教育汇兑损失为 1,122.77 万元，若不考虑上述汇兑损益的影响，启行教育 2017 年 1-7 月及 2018 年 1-7 月归属于母公司股东的净利润分别为 4,736.90 万元及

5,685.63 万元，2018 年同比归属于母公司股东的净利润增长率为 20.03%，增幅仍然较明显，启行教育上述归属于母公司股东的净利润增长主要来源于：①随着启行教育的留学服务升级及考试培训新业务的开展，2018 年 1-7 月留学咨询及考试培训业务均较去年同期有所增长，其中留学咨询业务收入增长 5.74%，考试培训业务收入增长 5.34%，总收入增长 5.64%。②随着启行教育随着留学咨询单客户收入的提升，同等业绩下启行教育需要服务的学生人数有所下降，使得启行教育留学咨询业务所需要的员工人数减少，启行教育的职工结构得到改善，职工薪酬整体增幅在 2018 年 1-7 月的同比增速放缓至 1.56%对净利润增长起到促进作用。

启行教育 2018 年 1-7 月经营业绩实现较好，符合预期，预计 2018 年 8-12 月启行教育仍将保持当前的业务发展态势，业绩将进一步增长，启行教育 2018 年业绩具有可实现性。

3、启行教育 2018 年 1-7 月实现的剔除汇兑损益的净利润占全年比例与 2017 年无明显差异

由于启行教育评估预测不含汇兑损益的影响，因此以 2017 年 1-7 月及 2018 年 1-7 月启行教育剔除汇兑损益的净利润占全年的比例进行分析可以较好的了解启行教育 2018 年度的业绩实现情况，根据启行教育提供的 2017 年 1-7 月及 2018 年 1-7 月财务报表（未经审计），启行教育剔除汇兑损益的净利润占全年比例情况如下：

单位：万元

项目	2018年1-7月	2018年度收益法评估预测值	占全年比例
剔除汇兑损益影响的净利润	5,632.16	25,147.86	22.40%
项目	2017年1-7月	2017年度实现数	占全年比例
剔除汇兑损益影响的净利润	4,736.90	20,484.31	23.12%

注：2017年1-7月及2018年1-7月财务数据未经审计。

由上表可见，启行教育 2018 年 1-7 月剔除汇兑损益影响的净利润占 2018 年度收益法评估预测净利润的例 22.40%与 2017 年 1-7 月剔除汇兑损益影响的净利润占全年剔除汇兑损益影响的净利润比例 23.12%不存在明显差异。启行教育每年 8 月-12 月的利润占全年的比例较高，主要由于①除澳新地区学校外，其他境外院校的开学时间主要集中在每年的 9 月左右，相应产生的境外留学收入也会

在 9 月之后得到确认。②考试培训业务的高峰期主要为每年的暑期，即 7 月中旬至 8 月底之间，相应的收入也会集中在暑期。因此 8 月-12 月为启行教育利润贡献较为集中的期间。

4、启行教育 2018 年 1-7 月业绩较 2018 年 1-5 月增长明显

根据《启行教育备考合并财务报表及审计报告》及启行教育提供的 2018 年 1-7 月财务报表（未经审计），其 2018 年 1-5 月及 1-7 月的收入，归属于母公司股东的净利润及承诺口径净利润分别如下：

单位：万元

项目	2018年1-7月	增长率（%）	2018年1-5月
营业收入	60,524.84	47.12%	41,141.06
其中：留学咨询业务	45,716.62	42.88%	31,995.53
考试培训业务	14,808.22	61.92%	9,145.54
归属于母公司股东的净利润	8,016.26	184.96%	2,813.08
剔除汇兑损益影响的净利润	5,632.16	54.39%	3,648.07
承诺口径净利润	7,843.82	52.68%	5,137.43

由上表可见，相比 2018 年 1-5 月，启行教育 2018 年 6 月及 7 月的营业收入增长明显，其中留学咨询业务及考试培训业务增速分别为 42.88%及 61.92%，营业收入增长 47.12%，归属于母公司口径的净利润增长 184.96%，承诺口径净利润 52.68%，其中承诺口径净利润已扣除了汇兑损益的影响，能够较好的反应启行教育因实际经营取得的成果。鉴于近年来启行教育经营情况整体较为稳定，预计 2018 年 8 月-12 月完成的业绩将会对启行教育的净利润产生较显著的贡献，有助于启行教育实现业绩承诺。

5、启行教育业务运营数据分析

报告期内，启行教育境内留学咨询业务，境外留学咨询业务及考试培训业务的业务运营相关数据情况如下：

项目	2018 年 1-7 月	2017 年度	2016 年度
境内留学咨询签约合同数量	23,507	42,591	44,395
境外留学咨询推荐人次	13,353	29,263	29,437
考试培训签约学生人数	10,519	15,187	14,274

（1）境内留学咨询业务签约合同数量分析

报告期内，启行教育境内留学咨询业务签约合同数略有下降，主要由于启行教育优化经营策略和进行服务产品升级，从原有的与单个客户签署多份合同向为

单个客户提供整体规划方案并签署一份同转型，同时随着产品单价提升，使其对部分价格敏感型客户的吸引力有所降低。

随着启行教育全面开展合作机构转推荐业务，与中小规模留学咨询机构合作并分享推荐学生收入，其间接服务的学生数量将有所增长，截至本回复出具之日，启行教育已与 105 家合作机构签署了服务协议，预计送生超过 2,000 名。

（2）境外留学咨询业务推荐学生人次分析

2016 及 2017 年，启行教育境外留学咨询业务推荐学生人数较为稳定，随着境内留学咨询业务全面开拓合作机构，预计 2018 年全年启行教育境外留学咨询业务实际推荐学生人次将保持较高的增长水平。

（3）考试培训业务培训学生人数分析

报告期内，启行教育考试培训签约学生人数呈增长趋势，其中 2018 年 1-5 月培训学生人数已达到 2017 年全年的 49.46%。随着启行教育 2018 年以来逐步与学校、教育主管部门、政府机构等机构接洽，为合作机构提供整体培训服务，以及正式启动新培训事业部“启德国际课程”事业部，为国际班、国际学校、民办国际课程学校学生提供辅导，开办美国幼小同步英语课程。预计 2018 年全年启行教育考试培训业务客户数量较 2017 年将有所进一步增长。

6、启行教育着力开发境外合作机构，进一步拓展教育资源

自 2016 年末至 2018 年 8 月，启行教育积极发展与境外机构的合作关系，各期末启行教育的签约合作院校数量如下：

国家或地区	签约合作机构数量（家）		
	2018 年 8 月底	2017 年末底	2016 年末底
亚洲	81	78	75
欧洲	118	108	81
美国	79	77	73
加拿大	218	214	204
澳大利亚及新西兰	531	523	522
英国及爱尔兰爱	193	189	181

合计	1, 220	1, 189	1, 136
国家或地区	合作院校数量（家）		
	2018 年 8 月底	2017 年末底	2016 年末底
亚洲	102	99	96
欧洲	328	316	275
美国	2, 143	2, 130	1, 861
加拿大	534	531	522
澳大利亚及新西兰	1, 602	1, 554	1, 553
英国及爱尔兰爱	572	567	471
合计	5, 281	5, 197	4, 778

启行教育的签约合作机构指直接与启行教育签署合作协议的教育集团、当地教育部门和境外院校等教育机构，由于签约合作机构中的教育集团拥有较多合作院校，同时地方教育部门拥有众多下属院校，启行教育可以通过上述签约合作机构与更多的院校建立合作关系。以启行教育的签约合作机构 INTO 教育集团、Navitas 教育集团、ELS 教育集团、Education & Training International, Government of Western Australia 及 Victoria Government Department of Education and Training 为例，启行教育通过其建立合作关系的院校情况如下：

签约合作机构	合作院校数量					合作院校数量 总数
	美国	加拿大	英国	澳洲	亚洲	
INTO	11	-	10	-	-	21
Navitas	8	2	9	17	1	37
ELS	624	-	-	-	-	624
Education & Training International, Government of Western Australia	-	-	-	823	-	823
Victoria Government Department of Education and Training	-	-	-	278	-	278
总计	643	2	19	1, 118	1	1, 783

报告期内，启行教育的合作机构和院校数量逐年稳步上升，启行教育在亚洲、

欧洲、美国、加拿大、澳大利亚、新西兰、英国、爱尔兰等地区新增签约合作机构和院校近 84 家，涵盖了小学、初中、高中、大学等各个阶段，进一步提升了启行教育在国际院校中的知名度，丰富了学生的留学选择，拓展了教育资源，为境外咨询业务收入的提升奠定了良好的基础。

7、业务推广活动取得良好成效

启行教育根据活动规模将业务推广活动分为一至三级，其中一级活动主要为一年三届的“启德国际教育展”，二级活动为由市场部统筹策划安排的各项活动，三级活动为启行教育各分支机构根据集团指引或自行策划的其他推广活动。

（1）一级推广活动

启行教育的一级推广活动主要为“启德国际教育展”，该展览由启德教育集团自 2006 年创立，系启德教育集团为国际知名院校与国内学子和家长搭建的综合性国际教育面对面交流与沟通的平台，至今已成功举办逾 40 届展会。每届展会均邀请 15 个主流留学目的国近百所校方代表到场，还会邀请领事馆、教育局、（英国）教育文化处等官方代表出席。活动范围覆盖启德教育集团全国各地的下属机构。每年展会均发布由启德教育集团主导撰写的留学领域专门研究报告，已相继推出细分专业维度的《出国读研十大专业（金融）》、《中国学生商科留学报告》、细分人群维度的《中国学生低龄留学白皮书-高中/本科篇》、针对高中生群体推出的《全球院校&专业报考指南》、针对海外文化适应力推出的《中国留学生跨文化适应调查报告》、针对留学生就业形势推出的《海归就业力调查报告》等一系列具有行业高度和广泛影响力的报告，并在北京、广州等大型城市进行媒体传播，获新华网、人民网、中新网、中央电视台等国内知名媒体的关注和报道。

（2）二级推广活动

①留学目的地专项展

启德教育集团每年均会举办对某一留学目的地进行宣传的专项展，如澳洲展、加拿大展、英国展、欧洲展、亚洲展，上述展会均已成为可以覆盖该地区各学段留学意向人群的标志性招生宣传活动，其中美国、英国、澳大利亚、加拿大、欧洲、亚洲六大项目地展每年定期举办 1 至 2 次，全年举办近百场。“澳大利亚中国区巡展”已连续举办八年，是由澳洲官方携澳洲八大名校全程支持的活动，2018

年总参与人数近千人。上述延续性的展会已经成为启德品牌属性活动，强大的活动执行力、活动参与人数也得到了官方和校方的认可。同时，启德教育集团正在着力将海外教育资源的推广从国家及地区维度向城市维度聚焦，如 2017 年启德教育集团独家承办，澳洲布里斯班官方授权主办的“布里斯班教育开放日”活动在北京、重庆、深圳三地成功举办，并邀请布里斯班教育推广署署长出席，活动总参与人数超 500 人。

②针对不同留学需求的其他展会

针对留学的不同阶段，启德教育集团会举办满足目标客户不同阶段需求的各类分享及见面会，包括学生现身说法类活动“美国 TOP30 学子分享会”、集中海外中学资源的“私立中学校长团见面会”、“加拿大公立教育局招生会”、针对英国学制特点的“启德英国留学与职业规划圆桌沙龙”、针对申请环节举办的“名校视频面试会”等等。启德教育集团还会针对留学后服务举办“离境会”，针对已办结客户在海外求学阶段在学业、生活适应方面的需求进行辅导及分享，每年固定举办春季、秋季两次，时间跨度 5 个月，覆盖全国 24 个城市，场次达到 100 场、为 2,000 个家庭的离境人群传递出国后学习、生活经验、学术辅导信息。

针对不同留学人群，启德教育集团举办留学人群专项展会，包括初高中群体的“海外中学展”，“中学生升学指导会”等，除了邀请校方招生办人员进行咨询外，还会邀请现任学校老师开展模拟课堂，让学生了解真实的海外课堂形式。

针对国内的高校群体，启德教育集团会举办以专业为活动主题的各项活动，如“英、澳商科菁英论坛”、“美国商科顶尖名校留学规划”活动等，还有自 2016 年创办的由启德教育集团高管成员为主要参与人员的“通往无限可能主题巡讲”，聚焦大学生学习、就业规划等主题，覆盖了青岛、天津、武汉、烟台、长沙、西安、成都、郑州、石家庄、昆明、南昌等各地高校，参与人次达 3,000 人以上。

（3）三级推广活动

除了以集团整体统筹资源举办的全国二级活动，启德各分公司每月还会结合留学申请各节点的客户需求发起各类主题三级活动，如配合合作方进行的留学综合讲座、针对单项产品的宣讲、针对申请阶段的申请指南、文书指导、面试会等，针对高考人群、艺术生进行的专项讲座等，平均每年各个分公司举办约 600 场活

动，参与人次近 7,000 人。

启行教育的业务推广活动覆盖了国际教育行业的各类需求，活动形式和内容具有针对性，报告期内业务推广活动整体开展良好，建立了较好的活动口碑，为启行教育提供持续的客源，有助于启行教育实现业绩承诺。

8、2017 及 2018 年 1-7 月，启行教育评估预测收入及利润实现情况

依据以 2017 年 8 月 31 日为评估基准日的《资产评估报告》及以 2018 年 5 月 31 日为评估基准日的《加期资产评估报告》，启行教育 2017 年及 2018 年 1-7 月（未经审计）的业绩实现情况如下：

依据 2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》预测数						
项目	2018 年 1-7 月			2017 年度		
	实现数	评估预测数	占比	实现数	评估预测数	占比
营业收入	60,524.84	147,198.02	41.12%	112,738.33	127,652.77	88.32%
归母净利润	8,016.26	25,147.86	31.88%	18,040.86	17,950.91	100.50%

注：2018年1-7月数据未经审计

依据 2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》预测数			
项目	2018 年 1-7 月		
	实现数	评估预测数	占比
营业收入	60,524.84	124,121.21	48.76%
归母净利润	8,016.26	24,756.70	32.38%

注：2018年1-7月数据未经审计

由上表可见，启行教育已实现《资产评估报告》的 2017 年预测净利润；2018 年 1-7 月启行教育已分别实现《资产评估报告》及《加期资产评估报告》预测净利润的 31.88%及 32.38%，并且由于启行教育的净利润具有较强的季节性，过去两年第四季度净利润占全年的比例超过 50.00%，因此启行教育 2018 年的预测净利润具有可实现性。

（二）2019 年度启行教育业绩承诺的可实现性

1、国际教育行业市场容量广阔，能够支撑启行教育业绩规模的提升

启行教育所处的行业为国际教育行业，根据光大证券发布的教育行业研究报告，2017-2020 年国际教育行业总预测规模（含出国前和出国后）分别为 3,700 亿元，4,500 亿元，5,500 亿元和 6,600 亿元，三年增长率分别为 21.62%、22.22% 和 20.00%。根据 Frost & Sullivan 的研究测算，我国国际教育行业中的留学咨询服务市场规模从 2012 年的 75 亿上升至 2017 年的 165 亿，年复合增长率 17.1%。

预计从 2017 年到 2022 年，收入将进一步增长，年复合增长率达到 14.9%；留学考培市场总收入从 2012 年的 52 亿元增加到 2017 年的 125 亿元，年复合增长率为 19.2%。预计 2017 年至 2022 年，该市场总收入将进一步增长，年复合增长率达到 16.6%，总收入达到 269 亿元。

虽然留学市场规模整体集中在学生出国后的相关消费上，而启行教育等国际教育机构的业务主要集中在出国前的留学咨询及培训服务上，但启行教育作为产业链中的领先企业，拥有较强的顶部优势，占据着流量入口，享有价值与品牌知名度优势，有国际教育需求的家长和留学生通过语言培训、留学咨询等服务第一次接触国际教育市场或者从身边亲友口耳相传，很大可能选择启行教育等享有品牌知名度的企业延续国际教育的出国后相关服务。因此行业内领先企业如启行教育拥有着向产业链前端与后端（探亲旅游、租房、职业发展、移民）拓展的绝好机遇。

2、留学低龄化，单客户价值不断提升

从年龄结构来看，中国海外留学生以 18-25 岁年龄段为主流，但低龄化趋势愈发明显。根据中国与全球化智库（CCG）和麦可思联合调研结果显示，2015 年，中国高中生选择出国留学就读高中或者本科的比例明显增加。在国内读完高中再出国读大学的学生比例由 2012 年的 61% 下降到 2015 年的 44%，出国读高中的学生比例则从 2002 年的 17% 上升到 2015 年的 27%。以美国为例，在 2005-2006 年学年期间，本科和研究生的留学生比例分别为 14.9% 和 76.1%，但至 2013-2014 学年期间，本科和研究生的留学比例分别为 40.3% 和 42.2%，在此期间本科留学生的增速远超同期留学生的增速水平，而研究生留学人数增速则相对平稳。另据美国国务院教育和文化事务局与美国国际教育研究所发布的《2015 美国门户开放报告》显示，2014-2015 学年间，赴美读本科的中国学生突破 12 万人，较前一年增长 12.70%，首次超过赴美研究生人数。

低龄留学群体由于认知能力和知识水平有限，选择留学机构进行咨询服务的比例更高，同时低龄留学群体客单价更高，按照一般市场情况，申请硕士客单价通常在 1.5 万-5 万元，申请本科客单价通常在 5-10 万元，申请高中、初中的客单价通常能达到 10 万元以上，使得单一客户收入贡献提升。面对低龄化的留学趋势，启行教育提出在留学前三年做好教育规划的理念，通过提供综合素质培

养，留学背景提升等服务，有望进一步提升客单价，进而带动整体收入的提升，有助于启行教育承诺业绩的实现。

3、国际教育行业公司近年来收入及利润增长迅速，正处于迅速发展时期

启行教育主要从事国际教育服务行业中的留学咨询及考试培训业务，而国内教育行业 A 股上市公司较多从事教育信息化或 K12 课外辅导等业务，与启行教育所处的行业具有一定差异，因此国内教育行业上市公司近年来的收入及利润变动情况难以准确地反应启行教育所处行业的发展情况。通过比较同样在国内从事国际教育行业的境外上市公司、新三板挂牌公司及上市公司并购重组标的资产的收入及利润情况，可以较好地了解国际教育行业的发展近况，具体情况如下：

公司名称	项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度	2015 年度
新东方	收入（万美元）	244,743.00	179,950.90	147,834.80	124,676.60
	收入增长率（%）	36.01	21.72	18.57	-
	净利润（万美元）	29,613.00	27,445.70	22,488.40	19,301.30
	净利润增长率（%）	7.90	22.04	16.51	-
东西方	收入（万元）	-	14,695.10	13,487.64	12,647.03
	收入增长率（%）	-	8.95	6.65	-
	净利润（万元）	-	2,274.43	1,140.80	-777.43
	净利润增长率（%）	-	99.37	-246.74	-
学美教育	收入（万元）	-	3,240.04	3,007.37	3,583.01
	收入增长率（%）	-	7.74	-16.07	-
	净利润（万元）	-	351.47	258.92	990.81
	净利润增长率（%）	-	35.74	-73.87	-
博智教育	收入（万元）	-	2,689.93	2,622.55	2,396.03
	收入增长率（%）	-	2.57	9.45	-
	净利润（万元）	-	556.60	476.42	279.43

	净利润增长率 (%)	-	16.83	70.50	-
新通国际	收入 (万元)	113,307.29	95,484.41	79,054.34	60,420.74
	收入增长率 (%)	18.67	20.78	30.84	-
	净利润 (万元)	-	-	-	-
	净利润增长率 (%)	-	-	-	-

注1：新东方2015年-2018年收入数据来源为WIND资讯，系2014-2018财政年度收入，新东方的财政年度截止日为5月31日。

注2：东西方、学美教育、世纪明德、博智教育2015年-2017年收入数据来源为WIND资讯。

注3：新通国际2014-2015年收入为经审计数，2016年-2018年收入为评估预测数，数据来源为《保龄宝生物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（草案）》。

（1）新东方

新东方教育科技集团，纽约证券交易所上市公司，系我国国际教育行业中的龙头企业。其2016年、2017年及2018年收入增长率分别为18.57%、21.72%及36.01%，净利润增长率分别为16.51%、22.05%及7.90%，近三年收入均保持较快增长，2015及2016年净利润增速均超过15.00%，2017年净利润增长放缓至7.90%，主要由于新东方实施扩张策略，人工成本和租金成本上涨致毛利率下降，推广促销及增加销售人员致销售费用率上升，管理层人数增加、O2O系统研发投入及股权激励致管理费用率上升。

（2）东西方

上海东西方教育科技股份有限公司，新三板挂牌公司，主要向客户提供国际预科教育、出国留学整体解决方案、外语培训、国际文化交流等服务。其2016年及2017年收入增长率分别为6.65%及8.95%，在2016年扭亏为盈，2017年净利润增长率99.37%，最近两年的收入及净利润率均保持较快增长。

（3）学美教育

学美(上海)教育信息咨询股份有限公司，新三板挂牌公司，系一家为就读美国名校学生提供专业指导的高端留学咨询公司。其2016年及2017年收入增长率分别为-16.07%及7.74%，净利润增长率分别为-73.87%及35.74%，学美教育2016年收入及净利润因规模较小受到市场竞争影响导致下降。

（4）博智教育

北京博智东方教育科技有限公司，新三板挂牌公司，主要服务对象是有美欧留学计划的大学生、高中生和在职人员，为其提供 GMAT、LSAT、TOEFL、IELTS、SAT 等相关留学考试系统性培训和留学申请辅导服务。其 2016 年及 2017 年收入增长率分别为 13.61%及 2.57%，净利润增长率分别为 26.67%及 16.83%，收入及利润均增长较快。

（5）新通国际

浙江新通国际合作有限公司，主要从事语言培训、国际学术课程、游学课程、留学规划服务业务，根据《保龄宝生物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（草案）》披露的收益法评估预测，新通国际预测期 2016 年、2017 年和 2018 年的预测收入分别为 79,054.34 万元、95,484.41 万元和 113,307.29 万元，2016-2018 年收入增长率分别为 30.84%、20.78%和 18.67%，处于较高水平。

由上表可见，除学美教育在 2016 年由于规模较小受到市场竞争影响而出现收入及利润下降的情况外，其余从事国际教育业务的公司最近两年的收入及净利润均呈上升的趋势，且增幅普遍较大，也可反映出启行教育所处的国际教育行业正处于发展较快的时期。

4、国家政策支持，促进国际教育行业发展

2017 年 1 月，国务院印发《关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》，其中包括对自费出国留学中介服务机构资格认定项目的取消。取消审批后，教育部会同工商总局研究制定相关合同示范文本，加强对自费出国留学中介服务机构规范、指导和服务。上述简政放权措施在加强事中事后监管力度的前提下给予了从业机构更大的自由度，有利于国际教育行业的蓬勃发展。

2016 年 11 月，第十二届全国人大常委会通过了《关于修改〈中华人民共和国民办教育促进法〉的决定》，修订后的《中华人民共和国民办教育促进法》于 2017 年 9 月 1 日起实施，要求对于民办营利与非营利学校进行分类管理，允许开办营利性民办非义务教育，营利性民办学校需以公司形式经营，在拥有更大自由度的同时给民办教育行业带来了发展的新契机。

5、启行教育与主要客户的合作关系良好，为业绩稳定增长提供保障

(1) 报告期各期，启行教育不存在新增合作的前三十大大客户，也不存在终止合作的前三十大大客户

报告期各期内，启行教育前三十大境外院校总收入占境外留学咨询业务收入的比重分别为 61.45%、60.53%和 64.67%。报告期各期内，启行教育不存在新增客户当年即排入前三十大客户的情况，也不存在与前一年度前三十大客户终止合作的情况。启行教育在报告期内与境外机构的合作较为稳定。

(2) 报告期末主要客户的合作年限情况

截至 2018 年 5 月 31 日，启行教育前三十大客户合作年限情况如下：

合作年限	家数	占比
3-5 年	1	3.33%
5-10 年	1	3.33%
10 年及以上	28	93.33%
合计	30	100.00%

由上表可见，报告期末启行教育前三十大客户中合作年限超过 10 年的占 93.33%，经过多年的开拓经营，启行教育已形成一批合作关系稳定、合作良好的境外客户。报告期内，启行教育与境外机构的合作持久且稳定，不存在重大变动情况。

6、启行教育具有领先的市场地位以及核心竞争优势

(1) 启行教育留学咨询业务的行业地位和竞争优势

①整合式完整产业链

与传统留学中介机构只从事留学申请咨询业务不同，启行教育为学生提供整合式的完整服务链，从前期准备、留学申请、落地安置直至再进修及工作，启行教育均有相应的配套服务。完整的服务链使启行教育有能力更早的接触潜在客户群体，并凭借良好的服务将其转化为签约客户。与客户确立关系后，启行教育通过其完善的客户关系管理系统及专业的顾问团队维系其与客户的关系，寻求再合作的可能性，带来更多交叉销售业务，为启行教育规模的增长提供了有力保障。

②优秀的顾问团队

经验丰富、务实可靠的顾问团队对于国际教育企业的成功运营及客户维系至关重要，优秀的顾问团队在启行教育的发展过程中起到了不可或缺的作用。

启行教育顾问团队在学校选择、文书指导、申请流程等方面有着丰厚的经验，近两年更引入留学规划概念，帮助学生进行阶段性的教育规划，全面提升学生的综合能力。通过多年的行业积累，顾问团队对不同国家的不同大学以及不同专业对生源的偏好都有着深厚的了解，有能力为学生量身打造最优申请计划，充分挖掘学生亮点，契合学校及专业招生要求。启行教育为每位留学咨询学生安排两名顾问，一名交付顾问负责学校选择、申请指引及签证办理等相关事务；一名文书顾问负责简历完善、文书指导等书面工作，通过个性化、本土化的咨询服务与学生及学生家长建立更加稳固的关系，提高学生的满意度及申请成功率。优秀的留学顾问团队及良好的申请结果不仅为启行教育赢得了良好的口碑，也为启行教育争取了更多新业务及回头业务。

③丰富的海外院校资源

启德教育集团拥有丰富的海外院校资源，与全球近 1,000 所境外院校、教育集团及政府部门签署了合作协议，签约院校广泛分布于教育水平发达的多个国家和地区，包括澳大利亚、加拿大、美国、英国、欧洲和亚洲等，同时还在全球拥有超过 5,000 家合作院校，是各大国际院校长期信赖的合作伙伴。同时启行教育也在全球主要留学目的地设立了分支机构。启行教育通过与海外学院的密切联系，清楚的把握了海外院校的招生程序，提高学生的申请成功率，给留学生带来了更多的选择空间。同时其国际化平台也为中国学子提供了与一流院校直接联系的机会。在出国后服务越来越受到学生和家长重视的今天，启行教育丰富的海外院校资源和全球布局的境外网点将成为其延长服务链并进一步发展的一大竞争优势。

④高品牌知名度

a. 品牌荣誉

成立至今，启行教育一直保持着良好的品牌知名度，获得了社会的广泛认可，启行教育曾多次在新浪、网易、腾讯等国内主流媒体及网站举办的教育及留学机构品牌评比中获奖，如“回响中国”腾讯网教育年度盛典评选的“年度影响力教育集团”，新浪网“中国教育盛典”评选的“中国品牌实力教育集团”，网易教育年度大奖“金翼奖”评选的“年度最具综合实力教育集团”等。

b. 市场知名度

启德教育集团在中国消费者及海外教育机构中均享有良好的知名度，而知名

度及良好的口碑又提升了启德教育集团对留学客户及学生家长的吸引力,为启德教育集团带来客户积累。充足的学生源为启德教育集团留学的成功申请案例提供了基础支撑,成功案例又进一步提升启德教育集团的知名度,形成良性循环。

⑤多年行业经验积淀的成功案例

在国际教育行业中,过往成功案例是吸引客户的一大要素,成功案例可以比较客观的体现服务机构的服务水平及服务质量。启行教育深耕国际教育行业多年,积累了丰富的行业经验,并依据这些经验提炼出成体系的服务方案,并最终通过实践转化为各类成功的申请及优异的培训结果。

2016年至2018年,启行教育累计向美国前排名30学校推荐学生3,379名,英国排名前20学校输送学生17,421名,澳大利亚排名前8学校输送学生22,027名,加拿大排名前3的学校推荐学生1,245名。此外报告期内,启行教育递交申请的学生未能获得任一院校录取的概率分别为2.5%,2.0%,2.2%,拒录率保持在较低水平。

上述成果系启行教育品牌价值的体现,相较于小型机构只有个别的成功案例,较高的拒录率,启行教育大量的成功案例能够产生较强的“名校”效应,促使学生在选择服务提供方时更倾向于选择启行教育,进一步保证了启行教育生源的稳定性。

⑥丰富的海外布点,为业务延伸奠定基础

国际教育行业市场份额最大的板块在于留学后市场板块,目前行业内各大企业均在着力布局留学后市场板块业务,以期实现业务引流,从而打开更广阔的市场。

启行教育已在澳大利亚悉尼、阿德莱德、墨尔本、布里斯班,加拿大温哥华、多伦多,英国的曼彻斯特和美国的纽约等多个国家和城市设有海外办事处,为已经出国的学生提供留学后相关服务,并且已成功推出了相应的留学管家服务模式,协助学生完成入境后的一系列安置服务,包括环境融入、语言辅导、升学转学等,并保持与家长的沟通,在留学日益低龄化的趋势下,留学后服务的需求将会持续上升,启行教育丰富的海外网点布局及完善的留学地服务将会成为开展留学后服务的重要基础,有利于启行教育进一步延伸产业链长度。

(2) 启行教育考试培训业务的行业地位和竞争优势

“启德考培”是启行教育多年经营的留学考试培训品牌，目前已在全国 15 个城市建立考培中心，并在澳大利亚悉尼，中国上海和北京设有研发中心，教研核心团队由教学经验丰富的教师及毕业于世界名校的精英团队组成，“启德考培”已成为国际语言测评专业培训课程的重要品牌。启行教育考试培训业务的核心竞争优势主要有：

①专注于高端精品课程

启行教育的考试培训业务侧重于高端小班教学，设有 VIP 课程，3-6 人小班课程以及 6 人以上的大班课程，避开了传统竞争对手的大班教学模式，更注重教学质量保证与对学生的一对一辅导，同时，注重营造良好的学习环境，通过软硬件配套，打造高端课堂体验，成为启行教育考试培训的重要竞争优势。

②成熟的教学模式和自主研发体系

启行教育拥有成熟的教学大纲与教学方法，积极运用技术与互联网提升自己的服务，其首推的“混合式学习模式”和原创线上学习系统 Prepsmith 的自适应功能可更好地诊断学生的弱项，帮助学生进行针对性学习，提升学习效率，并将家长、教师和学生联系起来，实现从线下课堂教学到线上学生自学的高效学习闭环。

此外，启行教育通过多年的教学积累，利用集团优势自行研发了多套考试培训教案，覆盖了 SAT、ACT、AP、ELA、IELTS、TOFEL 等多个培训项目，通过对授课教师的持续培训，不断提高授课教师的教学技巧和教学水平，其自主研发体系有助于学生提高学习效率，取得良好的考试成绩。

③富有经验的教师团队，完善的服务体系

考试培训的教师具备丰富的教学经验，且多以自身拥有国外留学经历的为主，熟知留学考试的难点与痛点，能切身把握考试热点与变化趋势，结合启行教育对教师的系统培训，提供高质量的教学。

除了授课教师外，启行教育还搭建了完整的服务体系，为每一班级配备学习顾问，督促学生的课后学习与作业，跟踪课堂表现与学习进度，并与授课老师一同参与与学生和家长的互动，实时反馈学生评价，与家长保持良好的沟通，同时，启行教育为学生建立个人电子档案，对学生的课堂出勤、模考成绩完整记录，并为学生制定考期规划，后续更可搭配留学咨询服务，助力学生成功留学，形成了

完善的服务体系。

四、核查意见

经核查，评估师认为，2018 年 1-7 月启行业绩同比增长较快；除境内留学咨询业务因市场拓展方针调整而有所下降外，其他业务运营数据在 2017 年度均有所增长；报告期内启行教育境外院校客户数量逐步增加，业务推广活动开展顺利，因此启行教育 2018 年度的业绩承诺具有可实现性；启行教育所处国际教育行业市场容量广阔，市场总量增速较快，属于国家支持的行业，从事国际教育行业的类似公司收入及利润增长较快，同时启行教育与主要客户的合作关系良好，具有领先的市场地位及核心竞争优势，因此启行教育 2019 年度的业绩承诺具有可实现性；本次交易业绩承诺方达到补偿极限时，未能进行补偿的风险较小，本次交易的相关议案已经上市公司董事会及股东大会审议通过，已充分保护了中小股东和上市公司利益。

审核意见 13:

申请文件显示，2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团，交易作价 69,200 万美元，合计 450,000 万元。其后基于价格调整条款，最终支付价款 445,379.77 万元，该次收购形成商誉 470,884.32 万元。请你公司：1) 补充披露 2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团的评估报告及作价依据。2) 结合 2013 年 CVC 收购启德教育集团的评估作价、2013 年至 2016 年启德教育集团的业务发展和实际经营情况、未来年度行业发展预期等，补充披露启行教育收购启德教育集团时评估作价的合理性。3) 补充披露启行教育收购启德教育集团时商誉金额的确认依据及其计算过程、是否已充分辨认和合理判断启德教育集团拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、合同权益等。4) 结合前次启行教育收购启德教育集团时的评估情况，对启德教育集团未来年度业务发展和预测情况、收购完成后的实际经营业绩实现情况等，补充披露报告期内启行教育商誉减值测试情况，是否存在未足额计提的商誉减值损失情况。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团时不存在评估报告，交易作价由交易各方基于谈判协商达成

2015 年底至 2016 年初，启行教育与国内多家投资机构共同参与了由当时启德教育集团主要股东 CVC 组织的竞争性商业谈判，并最终与 CVC 等启德教育集团主要股东签署了收购协议，约定由启行教育以 69,200.00 万美元，合计人民币 450,000.00 万元收购启德香港及其下属的启德教育集团全部业务，基于双方签署的价格调整条款，启行教育最终支付价款 68,419.96 万美元，合计人民币 445,379.77 万元。

启行教育在参与上述竞争性商业谈判时，并未将启德香港及其下属的启德教育集团全部业务作为独立评估对象进行企业价值评估，而是按照国际并购通行的惯例参考了市盈率等估值指标，并结合启德教育集团自身业务发展情况确定了收购作价。

二、2013 年 CVC 收购启德教育集团时的交易作价合理性

（一）2013 年 CVC 收购启德教育集团的交易作价由交易各方基于谈判协商达成

2013 年 12 月，CVC 以 34,181.05 万美元收购启德教育集团，并未对启德教育集团全部业务作为独立评估对象进行企业价值评估，而是参考了 EV/EBITDA、市盈率等估值指标，并结合启德教育集团自身业务发展情况确定了收购作价。

（二）2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团的作价反映了市场当时的估值水平

启行教育在进行关于启德教育集团的竞争性商业谈判时，其报价与谈判的估值逻辑较多地参考了当时教育行业并购市场的整体估值水平，以下为与启行教育收购启德教育集团相近时间段，即 2015 年初至 2016 年中达成交易方案/案例的教育行业并购交易的市盈率情况：

收购公司	标的资产	评估基准日	标的公司交易价格（万元）	评估基准日前一年的市盈率（倍）	评估基准日当年的市盈率（倍）
保龄宝	新通国际100%股权	2015年8月1日	123,179.00	49.03	33.16

盛通股份	乐博教育100%股权	2015年12月31日	43,000.00	-	60.82
紫光学大	学大教育100%股权	2015年3月31日	230,000.00	68.41	-
勤上光电	龙文教育100%股权	2015年12月31日	200,000.00	47.34	22.92
开元股份	中大英才70%股权	2016年3月31日	18,200.00	25.83	19.28
开元股份	恒企教育100%股权	2016年3月31日	120,000.00	53.97	17.69
秀强股份	全人教育100%股权	2015年11月30日	21,000.00	-	21.01
算数平均值				48.91	29.15
最高值				68.41	60.82
最低值				25.83	17.69
中位值				49.03	21.97
启行教育	启德教育集团100%股权	2016年5月4日	445,379.74	30.57	24.77

注：博乐博教育在评估基准日前一年2014年净利润为负，学大教育并未披露2015年全年的财务数据，全人教育在评估基准日前一年2014年净利润为负。

由上表可见，相近时间段达成交易方案/案例的市盈率中，标的公司根据评估基准日前一年及当年净利润口径计算的平均市盈率分别为 48.91 倍及 29.15 倍，启行教育收购日前一年及当年的市盈率 30.57 倍及 24.77 倍低于相近时间段达成交易方案/案例的平均市盈率，另外结合相近时间段达成交易方案/案例中市盈率的最高值、最低值、中位数等对比分析，启行教育收购启德教育集团的估值水平与相近时间段达成交易方案/案例不存在较大差异。

（三）启行教育在 2013 年至 2016 年期间业绩增长较快

启德教育集团上述两次股权转让分别发生于 2013 年 12 月及 2016 年 5 月，间隔期间较长，并且在间隔期间，启德教育集团通过在天津、福州、石家庄、昆明、南昌开设分支机构，收购并整合明杰教育的高端培训业务，发布高端留学产品 PO 等方式不断拓展业务规模，启德教育集团的盈利能力不断增长，资产规模不断扩大，因此上述两次交易的价格差异亦反映了标的资产经营的扩大与发展及未来业绩进一步增长的可能性。

2013 年 CVC 控制的 AEIL (Cayman) 在谈判收购 EIC (Cayman) 持有的启德香港全部股权时以 2012 年的经营数据为基础，2012 年启德教育集团实现总营业收入 54,855.77 万元，EBITDA 为 10,967.29 万元，净利润 8,674.94 万元，以 34,181.05 万美元作价对应的 EV/EBITDA 倍数为 18.25 倍，对应的市盈率为 24.10 倍。

2016 年 CVC 控制的 AEIL (Cayman) 向启行教育转让启德香港及其下属的启德教育集团时以 2015 年的经营数据为基础，2015 年启德教育集团实现总营业收入

93,793.93 万元，EBITDA 为 20,648.96 万元，净利润 14,479.62 万元，以最终对价人民币 445,379.74 万元作价对应的 EV/EBITDA 倍数为 21.57 倍，对应的市盈率为 30.76 倍。

由此可见，两次交易作价所对应的 EV/EBITDA 差异较小，市盈率略有增长，最终交易价格的变化反映了两次交易时间点市场估值水平的波动和标的资产经营的扩大与发展未来业绩进一步增长的可能性。

（四）启行教育收购启德教育集团后国际教育行业处于高速发展期，启行教育业绩经营情况良好，本次交易的相关估值比例低于启行教育收购启德教育集团的估值比例

根据教育部数据显示，2017 年我国出国留学人员 60.84 万人，而 2006 年人数仅为 13.4 万人，最近 10 年，出国留学总人数有 8 年保持两位数的增速上升。随着中国富裕人口增多，教育消费理念升级，留学生人数增长势头将保持稳定，对标中国台湾、日本及韩国等经验判断，人均 GDP 在 8,000-13,000 美元区间本国留学人数会继续较高速增长，国内留学产业未来仍有较长的黄金发展时期，对于启行教育收购启德教育集团的估值起到了支撑作用。同时，启行教育收购启德教育集团后的业务开展情况良好，以 2017 年度的财务数据及本次交易的对价 465,021.60 万元计算，启行教育收购启德教育集团后的 EV/EBITDA 倍数为 17.09 倍，对应的市盈率为 20.69 倍，低于启行教育收购启德教育集团的 EV/EBITDA 倍数 21.57 倍及相应市盈率 30.57 倍，具有合理性。

三、核查意见

经核查，评估师认为，启行教育收购启德教育集团时并未进行企业价值评估，而是根据启德教育集团的经营情况与发展前景，结合当时市场的估值水平以决定交易价格；启德教育集团两次交易作价所对应的 EV/EBITDA 与市盈率略有增长，最终交易价格的变化反映了标的资产经营的扩大与发展及未来业绩继续增长的空间和市场估值水平的波动，具有合理性；启行教育收购启德教育集团时商誉金额的确认依据及其计算过程符合《企业会计准则》的相关规定，已充分辨认和合理判断启德教育集团拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产；依据 2017 年 12 月 31 日和 2018 年 5 月 31 日为基准日减值测试结果，未发现启行教育收购启德教育集团时确认的商誉出现减值，不存在计提商誉减值损失的事项。

审核意见 14

备考财务数据显示，本次交易前，2017 年年末上市公司商誉账面价值 93,128.68 万元，交易完成后，上市公司商誉账面价值为 444,658.79 万元。请你公司：1) 结合交易前上市公司和标的资产已有商誉情况，补充披露上述备考商誉金额的计算过程和准确性。2) 量化分析如若标的资产预测期内经营情况未达预期，对上市公司经营业绩的影响以及商誉的减值风险。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、启行教育预测期内经营情况变化对上市公司经营业绩及商誉减值的影响

（一）标的公司经营情况预期较为稳定

根据启行教育提供的 2018 年 1-7 月财务报表（未经审计），启行教育 2018 年 1-7 月营业收入、归属于母公司股东的净利润同比均有所增长，若不考虑汇兑损益的影响，启行教育 2017 年 1-7 月及 2018 年 1-7 月归属于母公司股东的净利润分别为 4,736.90 万元及 5,685.63 万元，2018 年同比归属于母公司股东的净利润增长率为 20.03%，增幅较明显，启行教育 2018 年 1-7 月经营业绩实现较好，符合预期，预计 2018 年 8-12 月启行教育仍将保持当前的业务发展态势，业绩将进一步增长。

预测期内，从所处行业来看，启行教育所处的国际教育行业未来市场容量广阔，2017-2020 年留学市场预测规模分别为 3,700 亿元，4,500 亿元，5,500 亿元和 6,600 亿元，三年增长率分别为 21.62%、22.22%和 20.00%，行业内的公司正处于迅速发展时期；从国家政策来看，2017 年 1 月，国务院印发《关于第三批取消中央指定地方实施行政许可事项的决定》，其中包括对自费出国留学中介服务机构资格认定项目的取消，简政放权措施给予了从业机构更大的自由度，有利于国际教育行业的蓬勃发展；从客户价值来看，留学行业向低龄化发展，单客户价值不断提升；从客户关系来看，经过多年的开拓经营，启行教育已形成一批合作关系稳定、合作良好的境外客户；从市场地位来看，启行教育具有整合式完整产业链、优秀的顾问团队、丰富的海外院校资源、高品牌的知名度、多年行业

经验积淀的成功申请及培训成果和丰富的海外布点，具有领先的市场地位以及核心竞争优势。具体可参见本回复之“审核意见 12”之“三、启行教育 2018 及 2019 年度业绩承诺的可实现性的具体分析”相关内容。

综上所述，启行教育目前经营稳定，且未来具有良好的发展前景，预计经营情况发生较大不利变化的可能较小，因经营情况变化对上市公司业绩造成影响的可能性较小。

（二）商誉的减值处理

根据《企业会计准则第 8 号——资产减值》，因企业合并所形成的商誉，无论是否存在减值迹象，每年都应当进行减值测试，而对于商誉减值部分将计入当期损益。资产减值损失一经确认，在以后会计期间不得转回。本次交易完成后，上市公司每年均应对商誉进行减值测试，若发生减值，则将商誉减值部分计入当期损益。

（三）量化分析预测期内经营情况变化对上市公司经营业绩及商誉减值的影响

根据信永中和出具的《神州数码集团股份有限公司截至 2018 年 5 月 31 日止五个月期间及 2017 年度备考合并财务报表及审阅报告》（XYZH/2018BJA10564 号）及中同华评估出具的（2017）第 1015 号资产评估报告。本次交易完成后，在不考虑其它条件下，考虑净利润变化及其对营运资金等评估参数的影响时，启行教育业绩未达预期对商誉减值和上市公司业绩的影响情况如下：

净利润变化率	收益法评估值 (万元)	估值变化率	商誉减值 (万元)	商誉变化率
-5%	458,700.00	-1.71%	-5,022.51	-1.43%
-10%	450,800.00	-3.41%	-11,299.06	-3.21%
-15.00%	442,800.00	-5.12%	-17,655.06	-5.02%
-20.00%	434,900.00	-6.81%	-23,931.61	-6.81%

注：假设预测期内每年净利润变化率一致。

如上表所示，不考虑其他任何因素，仅考虑启行教育净利润的变化，若 2018 年启行教育净利润下降 5%，则估值下降 1.71%，相应估值减至 458,700.00 万元，

商誉减值 5,022.51 万元；若净利润下降 10%至 20%，则对应估值下降 3.41%至 6.81%，相应估值减至 450,800.00 至 434,900.00 万元，对应商誉减值 11,299.06 万元至 23,931.61 万元。综上所述，在不考虑其他条件下，若启行教育预测期内净利润减少 5%—20%，将导致估值减至 458,700.00 万元至 434,900.00 万元；商誉减值 5,022.51 万元至 23,931.61 万元。

二、核查意见

经核查，评估师认为，本次交易确认的商誉金额准确，并且符合《企业会计准则》相关规定。在不考虑其他条件下，若启行教育预测期内净利润减少 5%—20%，将导致商誉减值 5,022.51 万元至 23,931.61 万元。

审核意见 15:

申请文件显示，启德教育集团曾搭建境外投资架构，通过外商独资企业协议控制境内运营实体广东启德教育服务有限公司（以下简称广东启德）及其下属机构，并拟在香港发售股份并上市。2015 年底因市场变化及投资策略调整等原因，启德教育集团终止香港上市计划，并拆除相关架构。请你公司：1）按照《关于重大资产重组中标的资产曾拆除 VIE 协议控制架构的信息披露要求的相关问题与解答》要求，补充披露启德教育集团筹划境外上市的进展和未上市原因。2）结合广东启德以及上海明杰教育培训有限公司（以下简称明杰教育）历史年度 VIE 架构搭建和拆除的具体情况，补充披露相关公司 VIE 拆除过程中资产定价的公允性及税收缴纳的具体情况，是否符合外资、外汇、税收等有关规定，是否存在行政处罚风险。请独立财务顾问、评估师、律师和会计师核查并发表明确意见。

答复:

一、启德教育集团 VIE 拆除过程中资产定价的公允性及税收缴纳情况

启行教育 VIE 协议控制架构的搭建和拆除过程详见《重组报告书》中“第四节 标的公司的基本情况”之“四、启行教育境外架构及 VIE 架构的设立及拆除情况”及“五、启德教育集团境外架构设立及拆除过程的合规性，拆除 VIE 协议控制架构后股权清晰性及国家产业政策合规性”。

启行教育境外架构拆除过程中涉及三次股权转让，分别为：①AEIL（Cayman）向启行教育转让其持有的启德香港 100%股权；②希维投资向启行教育转让其持

有的广东启德 70%股权；③希维投资向启行教育转让其持有的明杰教育 70%股权。

转让具体情况如下：

序号	转让日期	转让方	受让方	转让标的	转让价格	总对价 (万元)
①	2016 年 5 月 4 日	AEIL (Cayman)	启行教育	启德香港	445,379.77 元/股	445,379.77
②	2016 年 5 月 23 日	希维投资	启行教育	广东启德 70%股权	1 元/实缴出资额	735.00
③	2016 年 6 月 13 日	希维投资	启行教育	明杰教育 70%股权	1 元/实缴出资额	140.00

1、对于上述第①项股权转让

启行教育收购启德香港及其下属的启德教育集团的定价公允性请参见本回复“审核意见 13”之“2016 年 5 月启行教育收购启德教育集团的作价依据及合理性”相关内容。

2、对于上述第②、③项股权转让

在②、③项股权转让中，广东启德及明杰教育的股权转让价格均为 1 元每实缴出资额，且该价格与希维投资取得广东启德及明杰教育股权时的价格一致，由于拆除 VIE 架构过程中启德教育集团控制权转让的实际对价主要体现在启行教育收购启德香港及其下属的启德教育集团所有业务的对价中，且该对价包含广东启德及明杰教育的企业价值，希维投资以与取得广东启德及明杰教育股权时一致的价格转让广东启德及明杰教育的股权具有合理性。

二、核查意见

经核查，评估师认为，由于境外股东投资策略调整及启德教育集团自身发展等原因，启德教育集团未在香港上市，也未提交香港上市申请文件；启德教育集团 VIE 架构拆除过程中关于启德香港、广东启德和明杰教育的股权转让定价具有合理性；启德教育集团搭建和拆除 VIE 过程符合外资、外汇、税收等有关规定。

审核意见 22：

申请文件显示，启行教育的无形资产主要包括商标、外购软件与自研教案。

1) 评估基准日，商标的公允价值 26,000 万元，由此倒推得出商标的原值为 29,466.67 万元，截至 2017 年末，商标账面价值为 21,666.67 万元。2) 各个报

告期末，自研教案的账面原值分别为2,356.42万元和3,162.60万元。请你公司：

1) 补充披露评估基准日商标公允价值的评估依据及评估过程，并补充披露由评估基准日商标公允价值推算商标原值的计算过程、商标预计使用年限及报告期内的资产减值测试情况。2) 补充披露自研教案无形资产的确认依据，相关研发支出是否符合资本化条件及判定标准，相关会计处理是否符合企业会计准则的规定，并补充披露自研教案类无形资产的预计摊销年限、报告期内摊销费用测算情况及减值测试情况。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、启行教育商标公允价值的评估情况

中同华出具的中同华评报字（2017）第818号《启行教育合并对价分摊项目资产评估报告书》，将启行教育截至2016年4月30日的商标资产作为一个资产包进行了评估，评估基准日商标的公允价值为26,000.00万元。评估机构对启行教育截至2016年4月30日的商标资产进行评估的依据、商标公允价值推算商标原值的计算过程、商标预计使用年限、商标减值测试情况具体如下：

（一）启行教育商标评估的主要依据

1、相关法律法规、部门规章、行业规范性文件依据

评估机构在对商标进行评估时，主要依据的法律法规、部门规章、行业规范性文件包括：《中华人民共和国资产评估法》、《中华人民共和国商标法》、《资产评估基本准则》、《资产评估执业准则——资产评估程序》、《商标资产评估指导意见》等。

2、评估机构履行的尽职调查程序

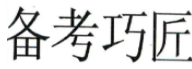
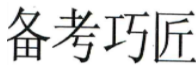
按照评估程序准则和其他相关规定的要求，评估机构通过询问、核对等方式对委估商标进行了必要的清查核实，收集了委估商标的权利证书等相关资料，核实了评估范围，了解委估商标的现状。评估机构对委估商标的法律权属状况给予必要的关注，对委估商标法律权属资料进行了查验，并在评估报告中进行了如实披露。

（二）启行教育商标评估方法及评估过程

以 2016 年 4 月 30 日为基准日，启行教育所持有的商标共 78 项，具体情况如下：

序号	注册人	注册号	图标	类别	注册有效期
1	环球启德科技开发（深圳）有限公司	3308298		41	2023 年 12 月 20 日
2	环球启德科技开发（深圳）有限公司	5364236		42	2019 年 9 月 6 日
3	环球启德科技开发（深圳）有限公司	5364237		35	2019 年 7 月 27 日
4	环球启德科技开发（深圳）有限公司	5364238		42	2020 年 2 月 13 日
5	环球启德科技开发（深圳）有限公司	5364239		35	2020 年 2 月 13 日
6	Education International Cooperation (EIC) Group LTD	1582927		41	2023 年 9 月 26 日
7	Education International Cooperation (EIC) Group LTD	985300		41	2024 年 8 月 25 日
8	Education International Cooperation (EIC) Group LTD	4591846		41	2024 年 3 月 27 日
9	Education International Cooperation (EIC) Group LTD	UK0000302 9439		41	2023 年 11 月 4 日

10	Education International Cooperation (EIC) Group LTD	1645136		41	2025 年 4 月 7 日
11	环球启德科技开发（深圳）有限公司	12272447		9	2024 年 8 月 20 日
12	环球启德科技开发（深圳）有限公司	12272853		41	2024 年 8 月 20 日
13	环球启德科技开发（深圳）有限公司	12272541		42	2024 年 8 月 20 日
14	环球启德科技开发（深圳）有限公司	12272600		42	2025 年 1 月 13 日
15	环球启德科技开发（深圳）有限公司	13735954		42	2025 年 3 月 13 日
16	环球启德科技开发（深圳）有限公司	13734214		45	2025 年 4 月 13 日
17	环球启德科技开发（深圳）有限公司	14636695		45	2025 年 8 月 6 日
18	环球启德科技开发（深圳）有限公司	14636696		45	2025 年 8 月 6 日
19	环球启德科技开发（深圳）有限公司	14636697		45	2025 年 8 月 6 日
20	环球启德科技开发（深圳）有限公司	14636698		45	2025 年 8 月 6 日
21	环球启德科技开发（深圳）有限公司	14636699		45	2025 年 8 月 6 日
22	环球启德科技开发（深圳）有限公司	14636700		45	2025 年 8 月 6 日
23	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002504		38	2025 年 8 月 6 日

24	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002521		38	2025 年 8 月 6 日
25	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002557		38	2025 年 8 月 6 日
26	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002614		41	2025 年 8 月 6 日
27	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002672		41	2025 年 8 月 6 日
28	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002705		41	2025 年 8 月 6 日
29	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002714		41	2025 年 8 月 6 日
30	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002726		41	2025 年 8 月 6 日
31	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002844		42	2025 年 8 月 6 日
32	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002875		42	2025 年 8 月 6 日
33	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002906		42	2025 年 8 月 6 日
34	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002936		42	2025 年 8 月 6 日
35	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002949		42	2025 年 8 月 6 日
36	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002736		41	2025 年 8 月 6 日
37	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002790		42	2025 年 8 月 6 日
38	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002013		9	2025 年 9 月 27 日

39	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002252		35	2025 年 9 月 27 日
40	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002271		35	2025 年 9 月 27 日
41	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002285		35	2025 年 8 月 13 日
42	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002287		35	2025 年 8 月 13 日
43	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002351	PREPSMITH	35	2025 年 8 月 20 日
44	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002377	备考巧匠	35	2025 年 8 月 20 日
45	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002420	备考巧匠	38	2025 年 8 月 20 日
46	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002429		38	2025 年 8 月 20 日
47	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15002433	PREPSMITH	38	2025 年 8 月 27 日
48	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15859576	NEW PATHWAY EDUCATION & TECHNOLOGY	9	2026 年 2 月 6 日
49	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15859743	NEW PATHWAY EDUCATION & TECHNOLOGY	42	2026 年 2 月 6 日
50	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15859821	明杰教育	42	2026 年 2 月 6 日
51	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15859852	明杰教育	41	2026 年 2 月 6 日
52	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15859941	明杰教育	38	2026 年 2 月 6 日
53	环球启德科技开发（深圳）有限公司	15860039	明杰教育	35	2026 年 5 月 6 日

54	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17168351	 PRESTIGE ONLY 启德留学	35	2026 年 8 月 20 日
55	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17175289	 EIC EDUCATION	41	2026 年 8 月 20 日
56	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17167500A	 启德学游 EIC EDUCATION	41	2026 年 8 月 20 日
57	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17167470A	 启德学游 EIC EDUCATION	42	2026 年 8 月 20 日
58	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17168404	 PRESTIGE ONLY 启德留学	35	2026 年 9 月 6 日
59	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17168049A	 启德留学 EIC EDUCATION	35	2026 年 8 月 13 日
60	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17175288	 EIC EDUCATION	41	2026 年 8 月 20 日
61	环球启德科技开发（深圳）有限公司	18240027	NEW PATHWAY EDUCATION	42	2026 年 12 月 13 日
62	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17158635	 学树堂 EIC EDUCATION	41	2026 年 11 月 20 日
63	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17147603	 学树堂 EIC EDUCATION	41	2026 年 12 月 20 日
64	环球启德科技开发（深圳）有限公司	18239895	NEW PATHWAY EDUCATION	35	2026 年 12 月 13 日
65	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17168210A	 EIC EDUCATION	35	2026 年 10 月 13 日
66	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17175295A	 启德教育 EIC EDUCATION	41	2026 年 9 月 20 日
67	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17175294A	 启德教育 EIC EDUCATION	41	2026 年 9 月 20 日
68	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17175293A	 启德留学 EIC EDUCATION	41	2026 年 9 月 20 日

69	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17175292A		41	2026 年 9 月 20 日
70	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17168008A		35	2026 年 9 月 20 日
71	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17167640A		39	2026-09-20
72	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17167582A		39	2026-09-20
73	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17158154A		41	2026-09-20
74	环球启德科技开发（深圳）有限公司	17147448A		41	2026-09-20
75	环球启德科技开发（深圳）有限公司	18272720A	NEW PATHWAY EDUCATION	41	2027-01-23
76	Education International Cooperation (EIC) Group Limited	303494494		39/4 1/42 /45	2025-08-03
77	Education International Cooperation (EIC) Group Limited	303494502		35/3 9/41 /42/ 45	2025-08-03
78	环球启德科技开发（深圳）有限公司	18240010	NEW PATHWAY EDUCATION	9	2027-02-13

上述 78 项商标可以组成一个资产包，并对其价值进行评估。

评估机构采用收益法中的许可费节省法（提成法/分成法）对注册商标进行估值。许可费节省法就是通过估算假设的资产持有人如果拥有该注册商标，就可以节省许可费支出，将注册商标资产经济寿命期内每年节省的许可费支出通过适当的折现率折现，并以此作为注册商标资产价值的一种评估方法。

运用该方法一般分为如下几个步骤：

(1) 确定被评估对象的经济寿命期，预测在经济寿命期内被评估对象应用产生对应的产品销售收入；

(2) 分析确定其提成率(贡献率/许可费率)；

(3) 计算其对销售收入的贡献；

(4) 采用适当折现率将被评估对象对销售收入的贡献折成现值。折现率应考虑相应的形成该现金流的风险因素和资金时间价值等因素；

(5) 将经济寿命期内被评估对象对销售收入的贡献的现值相加，确定其公平市场价值。

(三) 启行教育商标的评估过程

1、商标的经济寿命的确定

一般认为无形资产是有经济寿命周期的，考虑到商标权利维护方式、效果、成本费用等情况，以及商标宣传工作的持续时间、程度、费用等情况，谨慎确定商标的经济寿命期为 10 年，并以此作为商标资产的预测期进行价值测算。

2、商标对应的服务收入预测

启行教育持有的商标对应的服务收入与其评估预测的营业收入一致，具体参见重组报告书之“第五节 标的资产的评估与定价”之“(二) 收益法评估情况”之“3、启行教育收益预测说明”之“①营业收入预测”。

3、无形资产许可费率的估算

根据目前国内的市场的实际情况，评估确定采取对比公司法对商标的许可费率进行估计，即基于销售收入的技术提成率进行估算。通过对比公司中相关无形资产所创造收益占全部收入的比例来估算对比公司相关无形资产的许可费率，利用对比公司法确定委估商标许可费率（分成率/提成率）。

(1) 对比公司的选取

具体参见《重组报告书》之“第五节 标的资产的评估与定价”之“(二) 收益法评估情况”之“4、折现率的确定”。

(2) 许可费率的估算

假设对比公司作为未来相关资产使用方的可能蓝本或可比对象来分析委估

商标可能为其产生的收益。根据对比公司历史年度的财务报告，计算得出对比公司的资本结构，然后参考对比公司的资本结构，估算无形资产的贡献率。

由于对比公司中相关的无形资产与委估的目标资产具有“可比性”，因此可以以对比公司相关无形资产通过计算得到的许可费率的平均值作为一个基础，估算得出委估标的资产的许可费率。

4、商标对现金流的贡献

通过对标的资产提成率的估算和对产品销售收入的预测，可以得出其的贡献
 $=\Sigma(\text{委估标的资产对应的产品年销售收入净值} \times \text{年提成率})$ 。

5、折现率的估算

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。本次评估的折现率采用对比公司的无形资产投资回报率作为标的资产评估的折现率。

(1) 对比公司加权资金成本确定(WACC)

具体参见《重组报告书》之“第五节标的资产的评估与定价”之“（二）收益法评估情况”之“4、折现率的确定”。

(2) 无形资产折现率的估算

WACC 可以理解为投资企业全部资产的期望回报率，企业全部资产包括流动资产、固定资产和无形资产组成，各类资产的回报率和总资本加权平均回报率可以用下式表述：

$$WACC = (W_c \times R_c + W_f \times R_f + W_i \times R_i) \times (1 - T)$$

其中：W_c： 为流动资产(资金)占全部资产比例；

W_f： 为固定资产(资金)占全部资产比例；

W_i： 为无形资产(资金)占全部资产比例；

R_c： 为投资流动资产(资金)期望回报率；

R_f： 为投资固定资产(资金)期望回报率；

Ri: 为投资无形资产(资金)期望回报率;

T: 为企业所得税税率。

投资流动资产所承担的风险相对最小,因而期望回报率应最低,取央行一年期银行贷款利率为投资流动资产期望回报率。投资固定资产所承担的风险较流动资产高,因而期望回报率比流动资产高。固定资产投资回报应包括投资资金的回报和固定资产因使用而贬损的折旧回报。所以,取央行五年以上长期银行贷款利率作为固定资产投资的资金的期望回报率。

将上式变为:

$$R_i = \frac{WACC - W_c \times R_c \times (1 - T) - W_f \times R_f \times (1 - T)}{W_i \times (1 - T)}$$

由此可以计算得出 Ri 即投资无形资产的期望回报率。

对于流动资产在估算中采用企业营运资金,计算公式如下:

营运资金=流动资产合计 - 流动负债合计+短期银行借款+其他应付款等+一年内到期的长期负债等。

对于固定资产在估算中采用企业固定资产账面净值和长期投资账面净值。

根据上述计算得出标的资产投资回报率。

6、评估结果

商标计算公式如下:

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

式中: Ri: 评估基准日后委估标的资产第 i 年对销售收入的贡献; r: 折现率; n: 预测期。

其中 Ri=委估标的资产对应的产品年销售收入净值×年提成率

根据以上商标的评估程序及计算公式,计算得出启行教育商标于评估基准日2016年4月30日的市场价值为人民币26,000.00万元。

二、核查意见

经核查，评估师认为，根据中同华出具的中同华评报字（2017）第 818 号《启行教育合并对价分摊项目资产评估报告书》，启行教育商标的公允价值为以截至 2016 年 4 月 30 日的商标资产作为一个资产包，采用收益法中的许可费节省法进行评估的结果，评估基准日商标的公允价值为 26,000.00 万元。截至加期评估基准日（2018 年 5 月 31 日），相关商标资产无减值迹象，不存在减值情形。启行教育的自研教案在满足可行性分析论证、财务部审核和管理层正式批准项目立项后开始进行资本化，并在符合《企业会计准则第 6 号-无形资产》第九条所规定的各项条件时确认为无形资产，相关会计处理符合企业会计准则的规定。自研教案无形资产的摊销年限为三年，在报告期内不存在减值。

审核意见 25:

申请文件显示，报告期内，启行教育分别实现营业收入 100,995.18 万元和 112,738.33 万元，增长率为 11.63%。其中，2017 年留学咨询业务收入增长率为 10.49%，2018 至 2023 年预测增长率分别为 23.78%、14.19%、11.62%、9.98%、8.83% 和 6.99%；2017 年考试培训业务收入增长率为 15.80%，2018 至 2023 年预测增长率分别为 54.26%、13%、12%、11%、10%、8.18%。请你公司：1) 补充披露截至目前，标的资产预测留学咨询业务收入和考试培训业务收入的实际实现情况及标的资产的净利润实现情况。2) 结合标的资产目前营业收入实现情况，补充披露 2018 年预测营业收入的可实现性，并量化分析如标的资产 2018 年未能完成预测业绩对本次评估值的影响。3) 结合标的资产所处行业未来年度的发展预期、标的资产所处的行业地位、市场容量、市场竞争、核心竞争优势及可持续性、可比交易案例评估增长率等情况，补充披露启行教育预测期内营业收入增长较快的预测依据及合理性。4) 补充披露各个预测年度，境内留学咨询业务服务学生的数量、平均收费水平、平均服务周期及各期收入确认情况，并详细披露上述主要运营数据的预测依据。5) 补充披露各个预测年度，境外留学咨询业务合作机构数量、合作收费模式、平均收费单价及预测推荐学生数量等主要运营数据，并详细披露上述主要运营数据的预测依据。6) 补充披露各个预测年度，考试培训业务不同产品单价情况、预测招生人数、预测收入等情况，并详细披露上述主要运营数据的预测依据。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、截至目前启行教育主营业务的营业收入和净利润实现情况

2017 年以来，启行教育根据行业发展态势、当前市场环境和自身实际经营情况变化，对自身经营策略进行了调整和逐步优化，具体情况请参见本回复“审核意见 12”之“一、启行教育的业务发展方向及未来年度业务发展预期”相关内容。

2018 年 1-7 月，启行教育留学咨询业务收入和考试培训业务收入的实际实现情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018年1-7月	同比增长率	2017年1-7月
营业收入	60,524.84	5.64%	57,293.33
其中：留学咨询收入	45,716.62	5.74%	43,235.46
考试培训收入	14,808.21	5.34%	14,057.87
归属于标的公司母公司股东的净利润	8,016.26	121.80%	3,614.12
标的公司承诺口径净利润	7,843.83	33.81%	5,861.78

注：2018年1-7月和2017年1-7月财务数据未经审计。

由上表可知，截至目前启行教育主营业务实现情况较好，且整体处于持续向好趋势。

二、启行教育 2017 年以来经营策略优化对预测期评估经营指标的影响

（一）启行教育 2017 年实现的经营业绩与评估基准日 2017 年 8 月 31 日的《资产评估报告》预测的差异情况及原因

启行教育 2017 年度实现营业收入为 112,738.33 万元，评估基准日为 2017 年 8 月 31 日的《资产评估报告》预测营业收入为 127,652.77 万元，完成率为 88.32%，差额为 14,914.44 万元。

2017 年度启行教育分别实现经审计净利润和归属于母公司股东的净利润 17,982.18 万元和 18,040.86 万元，超过 2017 年 8 月 31 日的《资产评估报告》的预测净利润。

启行教育 2017 年度实际实现的营业收入与评估基准日为 2017 年 8 月 31 日的《资产评估报告》预测营业收入存在一定的差异，主要原因为：

1、启行教育持续优化经营策略，提升经营成果效率

启行教育在近年的留学咨询业务中逐步向留学规划业务升级，为学生量身定做阶段性教育规划，除了传统留学服务外，启行教育在服务中向客户提供语言能力提升、学术能力提升、素质能力培养、留学文化适应等全方位的个性化服务，利用多样化的产品针对性的提升客户的综合素质。在上述经营策略优化及服务产品升级过程中，启行教育提升了境内留学咨询业务的客单价，以美国申请为例，传统全套申请业务收费约为 35,000 元/人，然而跟据启行教育提供的不同规划方案，全套服务收费可根据客户的特定需求上升至 58,000 元/人至 650,000 元/人。

经营策略调整使得启行教育境内留学咨询业务平均合同收入有所提升，以构成启行教育境内留学咨询业务 70.00%以上收入的全套服务平均收入为例，报告期内均呈增长趋势，具体情况如下：

单位：万元

境内留学咨询	2018 年 1-5 月	2017 年	2016 年
境内留学咨询收入	22,369.49	55,011.89	49,426.26
其中：全套服务收入	17,974.24	39,762.47	36,037.60
全套服务收入占境内留学咨询业务比例	80.35%	72.28%	72.91%
全套服务数量	8,469	20,937	22,605
全套服务单价	2.12	1.90	1.59
全套服务单价增长率（%）	11.75%	19.13%	-

由上表可以看出，报告期内启行教育全套服务平均收入分别较上一期增长 19.13%、11.75%，取得了较为明显的提升效果。

在上述经营策略优化和产品服务升级的过程中，启行教育的服务产品对部分价格敏感型客户的吸引力可能会有所降低，同时限制了单一申请签证等低单价、低毛利率的部分非全套服务收入的增幅，故而暂时放缓启行教育境内留学咨询业务的收入及签约人数增幅，对 2017 年度启行教育营业收入增长产生了一些不利影响。以启行教育签署全套服务合同数量为例，2017 年度较 2016 年度减少 1,669 个，降幅为 7.38%。这种经营策略优化和产品服务升级势必导致启行教育收入增

幅放缓，但随着服务单价逐步提升与服务产品结构优化调整启行教育盈利能力在逐步增强。同时，随着服务的细化及服务时间的延长，启行教育可以提高客户的粘性及满意度，为进一步吸引新客户创造条件，为未来预测期内启行教育经营业绩的实现打下了良好的基础。

2、其他差异对启行教育营业收入预测的影响

除上述因素外，启行教育的实际经营情况受行业外部监管政策、境外院校的收入确认进度等多种因素影响，以 2017 年 8 月 31 日为基准日的营业收入预测难以完全准确预测启行教育全年的实际经营情况，也使得 2017 年预测营业收入较实际值出现一定差异。

3、启行教育已实现 2017 年度评估预测净利润

2017 年，启行教育通过上述经营策略调整，优化服务产品结构、进一步提升综合业务单价、加强内部费用管控等方式提升各业务单元毛利率、有效降低期间费用增幅，增强盈利能力。在启行教育主要营业成本开支的职工薪酬方面，留学咨询服务的业务升级带来了毛利率的提升，与此同时，放弃部分低毛利率客户使得启行教育减少了对相关员工的需求，相应的薪酬总成本增速降低，最终使启行教育的实现利润率高于预测。

在上述积极因素影响下，2017 年度启行教育分别实现经审计净利润和归属于母公司股东的净利润 17,982.18 万元和 18,040.86 万元，超过 2017 年 8 月 31 日的《资产评估报告》的预测净利润，体现了较好的盈利能力和经营效果。

（二）两次资产评估报告预测期的经营收益变动情况及对评估值的影响

由于本次交易采用的《资产评估报告》（中同华评报字（2017）第 1015 号）收益法评估结果已经过期（评估基准日为 2017 年 8 月 31 日，评估结论的使用有效期为自评估基准日起一年）。经评估，截至 2018 年 5 月 31 日启行教育 100% 股权的评估值为 498,500.00 万元，与前次评估值相比未发生下降，本次交易仍以评估基准日为 2017 年 8 月 31 日《资产评估报告》评估结果为基础。

2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》考虑了 2017 年启行教育实际经营情况、自身经营策略调整、行业发展态势等因素，重新调整制定了预测期营业收入。两次资产评估报告对预测期内启行教育营业收入和净利润指标的预测情

况对比如下表所示：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
2017年8月31日基准日《资产评估报告》						
营业收入	147,198.02	167,625.99	187,272.23	206,455.26	225,325.85	241,787.27
营业收入增长率	30.57%	13.88%	11.72%	10.24%	9.14%	7.31%
净利润	25,147.86	31,991.73	36,362.21	40,466.64	44,134.30	47,619.15
净利润增长率	39.85%	27.21%	13.66%	11.29%	9.06%	7.90%
净利润合计	225,721.89					
评估值	466,700.00					
2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》						
营业收入	124,121.21	146,391.93	170,476.01	194,476.21	213,572.69	229,530.10
营业收入增长率	10.10%	17.94%	16.45%	14.08%	9.82%	7.47%
净利润	24,756.70	31,249.84	35,564.03	40,444.24	44,721.15	47,774.60
净利润增长率	37.67%	26.23%	13.81%	13.72%	10.57%	6.83%
净利润合计	224,510.56					
评估值	498,500.00					

根据2017年启行教育的实际经营情况和自身经营策略以及外部环境等因素，2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》预测的2018年及之后各期的业务收入较原评估预测有所下调；而净利润指标差异程度较小，两次资产评估报告预测期内净利润合计数分别为225,721.89万元和224,510.56万元，差异率仅为0.54%。

（三）预测期内营业收入的变动情况未对本次交易评估值产生影响

1、影响收益法资产评估结论的主要影响因素

本次交易以2017年8月31日为评估基准日，采用收益法和市场法对启行教育股东全部权益进行了评估，并最终采用了收益法评估结果作为本次交易作价的参照。

按照收益法评估单位价值的思路，被评估单位股权价值=经营性资产价值+非

经营性资产价值－负息负债价值。其中经营性资产价值（P）包含两部分内容，一是预测期内企业自由现金流量，二是在持续经营前提下的永续终值。计算公式如下：

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

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。

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

由上述计算公式可知，收益法评估结论除与初始预测期收益 R_i 有关外，还与初始期折现年限有关，在折现率保持不变的前提下，折现年限的变化会导致折现系数的变化，从而导致评估值的变化。当预测期的收益 R_i 发生小幅度改变后，由于折现年限的变化，也不会对评估结论造成重大影响。此外，启行教育体现出轻资产企业特征，因此，营业收入对评估结论不构成直接影响，主要影响因素为净现金流参数。

2、评估基准日及预测期内净利润的变化对估值的影响

（1）2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》的启行教育股东全部权益评估值为 466,700.00 万元；

（2）保持以 2017 年 8 月 31 日为基准日《资产评估报告》的评估参数与预测的净现金流数据均不变，仅考虑评估基准日后延，按评估基准日为 2018 年 5 月 31 日计算的启行教育股东全部权益评估值如下：

单位：万元

项目/年份	2018 年 6-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	终值
净现金流	22,508.47	39,391.90	43,065.94	46,121.55	49,060.86	51,172.63	497,081.61

折现率	12.64%						
折现期（年）	0.29	1.08	2.08	3.08	4.08	5.08	5.08
折现系数	0.9659	0.8790	0.7804	0.6928	0.6151	0.54605	0.54605
全投资资本的市场价值	21,740.47	34,626.34	33,607.87	31,953.48	30,175.67	27,942.60	271,429.32
减：付息债务	0						
加：非经营性资产净值	33,514.95						
全部股东权益市场价值	484,990.70						
减：少数股东权益市场价值	500.00						
归属于母公司股东权益市场价值	484,500.00						

注：2018年6-12月净现金流数据是按启行教育2018年1-5月实际完成2018年预测的净利润比例计算。

由上表计算可知，在以2017年8月31日为基准日《资产评估报告》评估参数不变的前提下，由于评估基准日后移，折现年限的变化导致折现系数的变化，从而导致以2018年5月31日为基准日计算的评估值，高于以2017年8月31日为基准日计算的评估值。

（3）保持2017年8月31日基准日《资产评估报告》的评估参数（含折现率）不变，仅将毛现金流变更为2018年5月31日评估基准日《加期资产评估报告》预测的净利润口径计算的毛现金流数据，以2018年5月31日为评估基准日，启行教育股东全部权益评估值如下：

单位：万元

项目/年份	2018年 6-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	终值

净现金流	26,437.00	38,190.56	41,808.31	45,639.69	49,188.26	50,868.63	494,902.86
折现率	12.64%						
折现期（年）	0.29	1.08	2.08	3.08	4.08	5.08	5.08
折现系数	0.9659	0.8790	0.7804	0.6928	0.6151	0.54605	0.54605
全投资资本的市场价值	25,534.96	33,570.33	32,626.44	31,619.65	30,254.03	27,776.60	270,239.63
减：付息债务	0						
加：非经营性资产净值	33,514.95						
全部股东权益市场价值	485,136.59						
减：少数股东权益市场价值	500.00						
归属于母公司股东权益市场价值	484,600.00						

由上表计算可知，在 2017 年 8 月 31 日评估模型基础上，考虑以 2018 年 5 月 31 日评估基准日《加期资产评估报告》预测的净利润口径计算的毛现金流数据计算出启行教育 2018 年 5 月 31 日股东全部权益评估值为 484,600.00 万元，与仅考虑评估基准日后移计算出启行教育股东全部权益评估值为 484,500.00 万元，两次假设评估评估值差异很小，表明同样参数下，两次评估预测净利润的变动对评估值影响较小。

（4）2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》的启行教育股东全部权益评估值为 498,500.00 万元。

以 2018 年 5 月 31 日为评估基准日，采用收益法确定启行教育的股东全部权益评估值为 498,500.00 万元，与以本次交易 2017 年 8 月 31 日为评估基准日预测净现金流及评估参数不变，按 2018 年 5 月 31 日基准日计算启行教育的股东全部权益的评估值 484,600.00 万元存在一定差异，主要原因如下：

①两次评估基准日之间内启行教育的经营策略发生了进一步的调整和优化，

主营业务有了一定程度的经营积累；

②启行教育在2017年8月31日之后增加股东启仁投资出资7,500.00万元；

③由于两次评估基准日的不同，无风险收益率和风险收益率等因素的变动，2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》采用的折现率高于2017年8月31日基准日《资产评估报告》采用的折现率，更为谨慎。

综上所述，启行教育基于行业发展态势、当前市场环境和自身实际经营情况变化，对经营效益指标进行了重新预测，具备合理性。经营指标的预测差异对启行教育的收益法估值影响程度较小，以2018年5月31日为评估基准日，采用收益法确定启行教育的股东全部权益评估值为498,500.00万元具备合理性。本次交易仍以启行教育2017年8月31日为评估基准日收益法评估结果作为标的资产定价参考基础，更为谨慎。

三、启行教育2018年预测经营业绩的可实现性及其对本次评估值的影响

（一）启行教育2018年预测营业收入的可实现性

1、启行教育2018年1-7月已实现营业收入情况良好

2018年1-7月，启行教育实现营业收入60,524.84万元（未经审计），由于启行教育营业收入具有一定的季节性，其中下半年营业收入占全年的比重较高，主要原因与境外院校的录取时间、开学时间、境内的寒暑假期间相关。正常情况下，每年下半年为高峰期。

报告期内，启行教育1-7月营业收入占全年营业收入比重如下表所示：

单位：万元

项目	2018年度		2017年度	2016年度
1-7月营业收入	60,524.84	60,524.84	57,293.33	54,343.94
全年营业收入	147,198.02（注1）	124,121.21（注2）	112,738.34	100,995.18
占比	41.12%	48.76%	50.82%	53.81%

注1：2018年全年营业收入为2017年8月31日基准日《资产评估报告》预测数；

注2：2018年全年营业收入为2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》预测数。

由上表可知，2018年1-7月启行教育已经完成的营业收入占2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》全年预测营业收入比例与历史年度占比不存在较

大差异。

2、启行教育 2018 年 1-7 月运营数据情况较好

2017 年以来，启行教育在留学咨询业务方面，正逐步新增个人背景提升、职场素质提升、艺术指导等服务，进一步挖掘单客户价值，与传统的留学服务产品比，新的服务产品综合单价提升，将有利于启行教育在保证客源稳步增长的前提下进一步提升留学咨询业务收入规模，为营业收入的稳定增长提供基础，此外，启行教育将在业绩承诺期内加大对学游项目的推广，力争使该业务成为收入增长的重要来源。

考试培训业务方面，启行教育已基本完成新产品启德国际课程、启德学府、学术英语、合作办学等项目的布局，上述业务将有望在业绩承诺期内进一步提升启行教育考试培训业务的收入，为启行教育实现预测收入提供有利条件。

在有效经营策略支持和良好市场开拓影响下，启行教育 2018 年 1-7 月取得了良好的运营效果，为实现 2018 年全年预测营业收入奠定了良好的基础。启行教育 2018 年 1-7 月运营效果情况请参见本回复“审核意见 12”之“三、启行教育 2018 及 2019 年度业绩承诺的可实现性的具体分析”相关内容。

3、拓展中小型留学机构等机构的合作，发展转推荐业务

在过去的市场开拓方针中，启行教育较为注重对客户的直接开发策略，力求在客户的签约数量、签约规模上进行积累，该市场开发策略虽然在历史上为启行教育积累了较多的客户，但投入的人力服务成本及市场开拓费用较高，并且随着推广成本的提升以及推广支出边际效应的递减，获客的效率也难以保持在较高水平。

随着 2017 年初留学业务资质的开放，国内中小规模的留学咨询机构数量增加，但中小留学机构普遍没有较深厚的院校资源，亦较难开展国际留学咨询业务，而启行教育多年以来保持着与已有合作院校的稳定合作关系且近年来境外合作院校不断增加，因此启行教育根据市场发展情况开始逐步调整业务拓展策略，在保证单个客户的签约数量及签约规模的基础上，加大了对机构客户的拓展力度，发展出转推荐业务模式，利用自身丰富的境外院校资源及留学咨询行业积累，与行业内的中小规模留学咨询机构开展合作为其推荐学生，并分享境外留学咨询业

务推荐收入。

综上所述，从启行教育营业收入季节性特点和已实现营业收入情况，同时考虑到启行教育的经营策略调整优化和服务产品升级的效果将在 2018 年下半年进一步显现，启行教育预计能够实现 2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》全年预测营业收入。

（二）启行教育 2018 年预测业绩实现情况对评估值的影响

2018 年 1-7 月，启行教育取得了良好的经营业绩，归属于标的公司母公司股东的净利润和标的公司承诺口径净利润分别同比增长 121.80%和 33.81%，启行教育 2018 年度预测净利润可实现性较高。

以 2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》评估值 466,700.00 万元为基准，在不考虑其它条件变化的情况下，若启行教育 2018 年未能完成预测净利润对评估值的影响如下表所示：

单位：万元

2018 年 预测净利润变动率	收益法评估值	评估值变动金额	评估值变动率
0%	466,700.00	-	-
-5.00%	465,600.00	-1,100.00	-0.24%
-10.00%	464,400.00	-2,300.00	-0.49%
-15.00%	463,300.00	-3,400.00	-0.73%
-20.00%	462,100.00	-4,600.00	-0.99%

由上表可知，仅考虑启行教育 2018 年经营业绩变动情况，若启行教育 2018 年未能完成预测净利润对本次交易评估值影响较小。

四、启行教育预测期内营业收入增长的依据及合理性

（一）启行教育所处国际教育行业面临较好的发展态势

1、国际教育行业市场概况

国际教育市场包括留学考试培训、国际预科课程、留学咨询、游学、出国后服务、实习与就业相关服务等。根据光大证券发布的教育行业研究报告，2017-2020 年国际教育行业总预测规模(含出国前和出国后)分别为 3,700 亿元，4,500 亿元，5,500 亿元和 6,600 亿元，三年增长率分别为 21.62%、22.22%和 20.00%。根据 Frost & Sullivan 的研究测算，我国国际教育行业中的留学咨询服务市场规模从 2012 年的 75 亿上升至 2017 年的 165 亿，年复合增长率 17.1%。预计从 2017 年到 2022 年，收入将进一步增长，年复合增长率达到 14.9%；留学考培市场总收入从 2012 年的 52 亿元增加到 2017 年的 125 亿元，年复合增长率为 19.2%。预计 2017 年至 2022 年，该市场总收入将进一步增长，年复合增长率达到 16.6%，总收入达到 269 亿元。

中国经济持续增长，人均可支配收入增加，导致了中国家庭财富的增加。鉴于人们普遍认为海外高等院校的教育可以提高职业前景，中国家庭在海外教育方面的消费倾向相对较高。这种现象反过来又推动了中国市场的稳步增长。由于中国公立学校没有提供与留学申请和相关语言测试相关的直接指导或支持，大量有意出国留学的学生必须寻求留学辅导机构的帮助，以此推动了这个市场的持续增长。

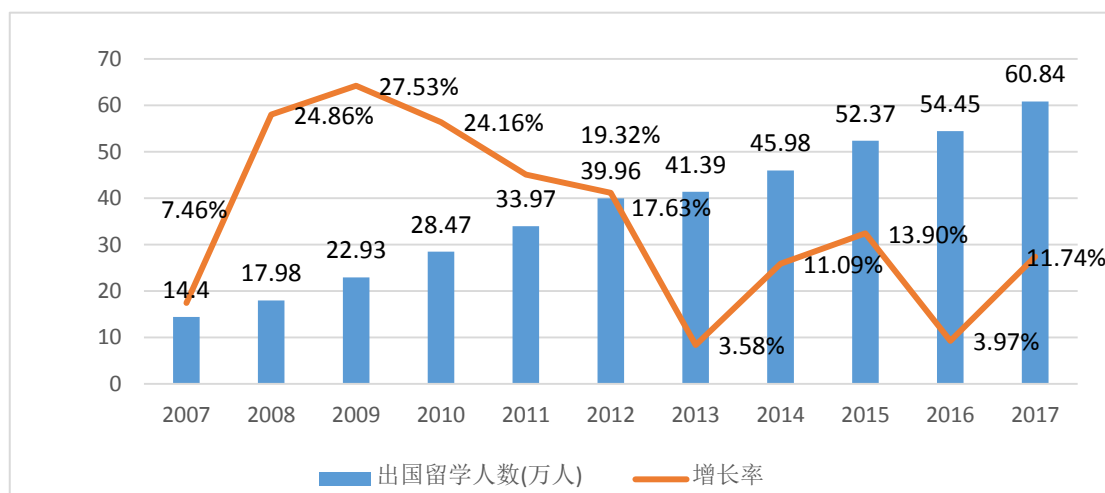
因此，预计未来中国国际教育市场快速增长势头将保持稳定。

2、国际教育行业特点及发展趋势

(1) 留学生人数稳定增长，以自费留学为主

国家统计局及教育部数据显示，2017 年度我国出国留学总人数为 60.84 万人，比 2016 年的 54.45 万人增长了 11.74%。最近十年，我国出国留学总人数有八年保持了两位数的增速上升，虽然最近年度增长幅度变缓，但随着中国富裕人口增多，教育消费理念升级，预计未来出国留学总人数仍将保持增长。

2007 年-2017 年中国出国留学人数增长情况



数据来源：国家统计局及教育部

同时根据教育部发布的数据，2017年出国留学的60.84万人中，国家公派3.12万人，单位公派3.59万人，作为国际教育行业的主要消费群体的自费留学生54.13万人，占留学总人数的88.97%。可以预计，未来自费留学形式仍将为中国学生留学的主要方式。

（2）留学生低龄化趋势明显

从年龄结构来看，中国海外留学生以18-25岁年龄段为主流，但低龄化趋势愈发明显。根据中国与全球化智库（CCG）和麦可思联合调研结果显示，2015年，中国高中生选择出国留学就读高中或者本科的比例明显增加。在国内读完高中再出国读大学的学生比例由2012年的61%下降到2015年的44%，出国读高中的学生比例则从2002年的17%上升到2015年的27%。以美国为例，在2005-2006年学年期间，本科和研究生的留学生比例分别为14.9%和76.1%，但至2013-2014学年期间，本科和研究生的留学比例分别为40.3%和42.2%，在此期间本科留学生的增速远超同期留学生的增速水平，而研究生留学人数增速则相对平稳。另据美国国务院教育和文化事务局与美国国际教育研究所发布的《2015美国门户开放报告》显示，2014-2015学年间，赴美读本科的中国学生突破12万人，较前一年增长12.70%，首次超过赴美研究生人数。

低龄留学群体由于认知能力和知识水平有限，选择留学机构进行咨询服务的比例更高，同时低龄留学群体客单价更高，按照一般市场情况，申请硕士客单价

通常在1.5万-5万元，申请本科客单价通常在5-10万元，申请高中、初中的客单价通常能达到10万元以上，使得单一客户收入贡献提升。

（3）产业链延伸，单客户价值提高

传统的国际教育主要集中在游学、语言培训、留学申请、签证等方面，而留学生从萌发留学意向到完成留学甚至境外就业期间，也存在较大的消费及服务需求，单客户价值仍有较大开发空间，其中旅游、移民、租房、转学等业务均值得挖掘。

如留学初期的境外延伸服务可帮助学生尽快熟悉留学地的生活环境与提升语言能力，减轻同时处理学业和新生活环境的双重压力，并协助学生更好地进行择业就业，延伸留学服务链条，促进留学服务升级，完善留学产业链，通过综合服务提高单客户价值。

（4）国际教育市场规模仍将保持快速增长趋势

根据光大证券发布的教育行业研究报告，2017-2020 年国际教育行业总预测规模（含出国前和出国后）分别为 3,700 亿元，4,500 亿元，5,500 亿元和 6,600 亿元，三年增长率分别为 21.62%、22.22%和 20.00%。根据 Frost & Sullivan 的研究测算，我国国际教育行业中的留学咨询服务市场规模从 2012 年的 75 亿上升至 2017 年的 165 亿，年复合增长率 17.1%。预计从 2017 年到 2022 年，收入将进一步增长，年复合增长率达到 14.9%；留学考培市场总收入从 2012 年的 52 亿元增加到 2017 年的 125 亿元，年复合增长率为 19.2%。预计 2017 年至 2022 年，该市场总收入将进一步增长，年复合增长率达到 16.6%，总收入达到 269 亿元。

（二）启行教育的行业地位与竞争优势

启行教育目前已成为领先的留学咨询服务机构，并依托留学咨询等传统服务发展全面的国际教育，在业内享有卓越声誉。启行教育是中国知名的国际教育企业，为客户提供国际留学相关服务，包含留学咨询服务和考试培训服务。启行教育的留学咨询业务在行业处于领先地位；考试培训业务在行业排名较为靠前，且正处于快速发展期。

1、启行教育留学咨询业务的行业地位和竞争优势

（1）整合式完整产业链

与传统留学中介机构只从事留学申请咨询业务不同，启行教育为学生提供整合式的完整服务链，从前期准备、留学申请、落地安置直至再进修及工作，启行教育均有相应的配套服务。完整的服务链使启行教育有能力更早的接触潜在客户群体，并凭借良好的服务将其转化为签约客户。与客户确立关系后，启行教育通过其完善的客户关系管理系统及专业的顾问团队维系其与客户的关系，寻求再合作的可能性，带来更多交叉销售业务，为启行教育规模的增长提供了有力保障。

（2）优秀的顾问团队

经验丰富、务实可靠的顾问团队对于国际教育企业的成功运营及客户维系至关重要，优秀的顾问团队在启行教育的发展过程中起到了不可或缺的作用。

启行教育顾问团队在学校选择、文书指导、申请流程等方面有着丰富的经验，近两年更引入留学规划概念，帮助学生进行阶段性的教育规划，全面提升学生的综合能力。通过多年的行业积累，顾问团队对不同国家的不同大学以及不同专业对生源的偏好都有着深厚的了解，有能力为学生量身打造最优申请计划，充分挖掘学生亮点，契合学校及专业招生要求。启行教育为每位留学咨询学生安排两名顾问，一名交付顾问负责学校选择、申请指引及签证办理等相关事务；一名文书顾问负责简历完善、文书指导等书面工作，通过个性化、本土化的咨询服务与学生及学生家长建立更加稳固的关系，提高学生的满意度及申请成功率。优秀的留学顾问团队及良好的申请结果不仅为启行教育赢得了良好的口碑，也为启行教育争取了更多新业务及回头业务。

（3）丰富的海外院校资源

启德教育集团拥有丰富的海外院校资源，与全球近 1,000 所境外院校、教育集团及政府部门签署了合作协议，签约院校广泛分布于教育水平发达的多个国家和地区，包括澳大利亚、加拿大、美国、英国、欧洲和亚洲等，同时还在全球拥有超过 5,000 家合作院校，是各大国际院校长期信赖的合作伙伴。同时启行教育也在全球主要留学目的地设立了分支机构。启行教育通过与海外学院的密切联系，清楚的把握了海外院校的招生程序，提高学生的申请成功率，给留学生带来了更多的选择空间。同时其国际化平台也为中国学子提供了与一流院校直接联系的机

会。在出国后服务越来越受到学生和家长重视的今天，启行教育丰富的海外院校资源和全球布局的境外网点将成为其延长服务链并进一步发展的一大竞争优势。

（4）高品牌知名度

①品牌荣誉

成立至今，启行教育一直保持着良好的品牌知名度，获得了社会的广泛认可，启行教育曾多次在新浪、网易、腾讯等国内主流媒体及网站举办的教育及留学机构品牌评比中获奖，如“回响中国”腾讯网教育年度盛典评选的“年度影响力教育集团”，新浪网“中国教育盛典”评选的“中国品牌实力教育集团”，网易教育年度大奖“金翼奖”评选的“年度最具综合实力教育集团”等。

②市场知名度

启德教育集团在中国消费者及海外教育机构中均享有良好的知名度，而知名度及良好的口碑又提升了启德教育集团对留学客户及学生家长的吸引力，为启德教育集团带来客户积累。充足的学生源为启德教育集团留学的成功申请案例提供了基础支撑，成功案例又进一步提升启德教育集团的知名度，形成良性循环。

（5）多年行业经验积淀的成功案例

在国际教育行业中，过往成功案例是吸引客户的一大要素，成功案例可以比较客观的体现服务机构的服务水平及服务质量。启行教育深耕国际教育行业多年，积累了丰富的行业经验，并依据这些经验提炼出成体系的服务方案，并最终通过实践转化为各类成功的申请及优异的培训结果。

2016年至2018年，启行教育累计向美国前排名30学校推荐学生3,379名，英国排名前20学校输送学生17,421名，澳大利亚排名前8学校输送学生22,027名，加拿大排名前3的学校推荐学生1,245名。此外报告期内，启行教育递交申请的学生未能获得任一院校录取的概率分别为2.5%，2.0%，2.2%，拒录率保持在较低水平。

上述成果系启行教育品牌价值的体现，相较于小型机构只有个别的成功案例，较高的拒录率，启行教育大量的成功案例能够产生较强的“名校”效应，促使学生在选择服务提供方时更倾向于选择启行教育，进一步保证了启行教育生源的稳定性。

（6）丰富的海外布点，为业务延伸奠定基础

国际教育行业市场份额最大的板块在于留学后市场板块，目前行业内各大企业均在着力布局留学后市场板块业务，以期实现业务引流，从而打开更广阔的市场。

启行教育已在澳大利亚悉尼、阿德莱德、墨尔本、布里斯班，加拿大温哥华、多伦多，英国的曼彻斯特和美国的纽约等多个国家和城市设有海外办事处，为已经出国的学生提供留学后相关服务，并且已成功推出了相应的留学管家服务模式，协助学生完成入境后的一系列安置服务，包括环境融入、语言辅导、升学转学等，并保持与家长的沟通，在留学日益低龄化的趋势下，留学后服务的需求将会持续上升，启行教育丰富的海外网点布局及完善的留学地服务将会成为开展留学后服务的重要基础，有利于启行教育进一步延伸产业链长度。

2、启行教育考试培训业务的行业地位和竞争优势

“启德考培”是启行教育多年经营的留学考试培训品牌，目前已在全国 15 个城市建立考培中心，并在美国纽约、波士顿、澳大利亚悉尼及中国上海设有研发中心，教研核心团队由教学经验丰富的教师及毕业于世界名校的精英团队组成，“启德考培”已成为国际语言测评专业培训课程的重要品牌。启行教育考试培训业务的核心竞争优势主要有：

（1）专注于高端精品课程

启行教育的考试培训业务侧重于高端小班教学，设有 VIP 课程，3-6 人小班课程以及 6 人以上的大班课程，避开了传统竞争对手的大班教学模式，更注重教学质量保证与对学生的一对一辅导，同时，注重营造良好的学习环境，通过软硬件配套，打造高端课堂体验，成为启行教育考试培训的重要竞争优势。

（2）成熟的教学模式和自主研发体系

启行教育拥有成熟的教学大纲与教学方法，积极运用技术与互联网提升自己的服务，其首推的“混合式学习模式”和原创线上学习系统 Prepsmith 的自适应功能可更好地诊断学生的弱项，帮助学生进行针对性学习，提升学习效率，并将家长、教师和学生联系起来，实现从线下课堂教学到线上学生自学的高效学习闭环。

此外，启行教育通过多年的教学积累，利用集团优势自行研发了多套考试培训教案，覆盖了 SAT、ACT、AP、ELA、IELTS、TOFEL 等多个培训项目，通过对授

课教师的持续培训，不断提高授课教师的教学技巧和教学水平，其自主研发体系有助于学生提高学习效率，取得良好的考试成绩。

(3) 富有经验的教师团队，完善的服务体系

考试培训的教师均需通过 140 小时以上哈佛 CTC 标准教师认证培训，并通过评估团队考核，具备丰富的教学经验，且多以自身拥有国外留学经历的为主，熟知留学考试的难点与痛点，能切身把握考试热点与变化趋势，结合启行教育对教师的系统培训，提供高质量的教学。

除了授课教师外，启行教育还搭建了完整的服务体系，为每一班级配备学习顾问，督促学生的课后学习与作业，跟踪课堂表现与学习进度，并与授课老师一同参与与学生和家长的互动，实时反馈学生评价，与家长保持良好的沟通，同时，启行教育为学生建立个人电子档案，对学生的课堂出勤、模考成绩完整记录，并为学生制定考期规划，后续更可搭配留学咨询服务，助力学生成功留学，形成了完善的服务体系。

(三) 与可比交易案例相比启行教育预测期内营业收入增长合理性

经查询报告期内通过证监会审核的且与启行教育业务相近的并购重组案例，可比交易案例中标的公司收入增长率如下表所示：

上市公司	标的公司	预测期 第一年	预测期 第二年	预测期 第三年	预测期 第四年	预测期 第五年	预测期 第六年
百洋股份	火星时代	31.26%	15.23%	12.33%	4.32%	4.33%	-
开元股份	中大英才	51.01%	39.66%	30.91%	21.02%	13.91%	7.47%
开元股份	恒企教育	56.62%	34.02%	25.82%	15.07%	9.97%	5.78%
盛通股份	乐博教育	73.20%	29.09%	24.05%	15.93%	9.81%	-
文化长城	翡翠教育	51.33%	22.45%	21.73%	9.16%	3.10%	-
亚夏汽车	中公教育	60.77%	39.94%	26.95%	18.20%	10.29%	-
平均		54.03%	30.07%	23.63%	13.95%	8.57%	6.63%
神州数码（注 1）	启行教育	15.31%	13.88%	11.72%	10.24%	9.14%	7.31%
神州数码（注 2）	启行教育	10.10%	17.94%	16.45%	14.08%	9.82%	7.47%

注 1：预测期营业收入为 2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》预测数；

注 2：预测期营业收入为 2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》预测数。

由上表可知，预测期内，启行教育的营业收入增长率预测较同类交易概况相对具有较强的谨慎性。

综上所述，启行教育预测期内营业收入增长具有合理性。

五、启行教育预测期内境内留学咨询业务运营数据情况及预测依据

启行教育境内留学咨询服务收入是向客户收取的出国留学咨询服务费。启行教育根据客户咨询留学服务的出国需求，将境内留学咨询服务（主要为全套合同收入）主要分为五个地区进行日常管理。此外，启行教育的境内留学咨询其他业务收入还包括非全套合同收入、学游收入等。启行教育在与客户签署服务合同后，按照合同约定，根据双方履行合同情况确认相应的收入。

启行教育预测期内境内留学咨询服务收入的预测，主要以五个地区的境内留学合同数量和综合单价为基础进行预测，计算公式为：

$(\text{合同数量} \times \text{综合单价} \times \text{合同履约进度}) \times (1 - \text{退款率}) = \text{境内留学咨询业务收入}$

（一）预测期内境内留学咨询业务服务学生的数量、平均收费水平及预测依据

启行教育境内留学咨询业务收入是向客户收取的出国留学咨询服务费。启行教育根据客户咨询留学服务的出国需求，将境内留学咨询服务主要分为五个地区进行日常管理。以 2017 年 8 月 31 日为评估基准日的《资产评估报告》预测，启行教育预测期内境内留学咨询合同数量及平均收费水平如下表所示：

境内留学 咨询业务	项目	预测期						
		2017 年 9-12 月 E	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
地区一	合同数量(个)	2,846	6,639	7,113	7,585	8,051	8,505	8,942
	综合单价(元/个)	11,346.42	12,070.10	12,785.52	13,479.43	14,143.59	14,769.76	15,349.81
	服务收款(万元)	3,229.38	8,012.96	9,094.06	10,224.36	11,386.99	12,561.94	13,726.49
地区二	合同数量(个)	1,508	5,497	5,802	6,095	6,373	6,632	6,867
	综合单价(元/个)	13,263.05	13,325.69	14,083.35	14,813.67	15,507.79	16,156.90	16,752.40

	服务收款（万元）	2,000.08	7,324.76	8,171.28	9,029.52	9,883.21	10,714.47	11,504.34
地区三	合同数量（个）	2,246	4,811	5,112	5,406	5,689	5,960	6,213
	综合单价（元/个）	54,627.29	54,846.03	61,117.66	67,189.69	72,857.13	77,909.77	82,144.15
	服务收款（万元）	12,267.10	26,386.26	31,241.17	36,319.74	41,450.83	46,430.80	51,034.75
地区四	合同数量（个）	1,237	2,683	2,802	2,912	3,012	3,100	3,175
	综合单价（元/个）	21,163.63	22,404.98	24,090.46	25,782.29	27,464.02	29,118.12	30,726.26
	服务收款（万元）	2,617.37	6,011.23	6,749.74	7,507.62	8,271.59	9,026.68	9,756.62
地区五	合同数量（个）	3,466	10,175	10,202	10,248	10,287	10,318	10,338
	综合单价（元/个）	15,945.73	15,709.05	16,855.72	18,001.82	19,135.84	20,245.62	21,318.53
	服务收款（万元）	5,526.66	15,983.93	17,196.52	18,448.31	19,684.86	20,888.96	22,039.95

注：地区一主要为澳大利亚及新西兰，地区二主要为英国及爱尔兰，地区三主要为美国，地区四主要为加拿大，地区五主要为亚洲及欧洲（除英国及爱尔兰），下同。

以 2018 年 5 月 31 日为评估基准日的《加期资产评估报告》考虑了启行教育的留学咨询业务升级，并根据启行教育 2017 年实际业务开展情况调整了各地区的预测合同数量及收款金额，《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内境内留学咨询合同数量及平均收费水平如下表所示：

境内留学咨询业务	项目	报告期		预测期					
		2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
地区一	合同数量（个）	5,582	4,566	4,794	5,178	5,592	5,928	6,105	6,289
	综合单价（元/个）	10,675.67	11,398.88	11,968.83	12,926.33	13,960.44	15,007.47	15,757.85	16,388.16
	服务收款（万元）	5,959.16	5,204.73	5,738.22	6,693.05	7,806.78	8,895.82	9,620.83	10,305.84

地区二	合同数量 (个)	4,792	5,207	5,467	5,905	6,377	6,760	6,963	7,171
	综合单价(元 /个)	11,886.12	12,619.38	13,250.35	14,310.37	15,455.20	16,614.34	17,445.06	18,142.86
	服务收款(万 元)	5,695.83	6,570.91	7,244.43	8,449.90	9,855.96	11,230.87	12,146.19	13,011.00
地区三	合同数量 (个)	4,286	3,631	3,813	4,118	4,447	4,714	4,855	5,001
	综合单价(元 /个)	43,873.83	46,275.49	48,589.26	52,476.40	56,674.52	60,925.11	63,971.36	66,530.22
	服务收款(万 元)	18,804.32	16,802.63	18,524.90	21,607.44	25,202.92	28,718.73	31,059.31	33,270.73
地区四	合同数量 (个)	2,343	2,006	2,106	2,275	2,457	2,604	2,682	2,763
	综合单价(元 /个)	19,174.72	20,673.57	22,289.58	24,629.99	27,216.13	29,801.67	31,589.77	33,169.26
	服务收款(万 元)	4,492.64	4,147.12	4,694.85	5,602.84	6,686.43	7,760.94	8,473.39	9,163.97
地区五	合同数量 (个)	9,949	9,490	9,965	10,762	11,623	12,320	12,690	13,070
	综合单价(元 /个)	13,428.44	14,074.17	14,750.95	15,857.27	16,887.99	17,901.27	18,617.32	19,362.02
	服务收款(万 元)	13,359.96	13,356.39	14,698.58	17,065.05	19,628.23	22,054.27	23,624.54	25,306.61

《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内境内留学咨询合同数量及综合单价较以2017年8月31日为评估基准日的《资产评估报告》相应的预测数据存在一定差异，主要原因为启行教育调整业务发展策略导致，一方面更加注重服务质量提升和服务范围的延伸，以充分挖掘单个客户价值，力求不断提升客单价以提高企业盈利水平；另一方面结合前期相关业务和服务产品结构调整引起

的市场反应情况，合理调整新的服务产品的推出进度，以更好的适应不同细分市场的客户需求。此外，国际关系等外部市场情况相比以 2017 年 8 月 31 日为基准日预测时发生了一定变化，《加期资产评估报告》中充分考虑了启行教育业务发展策略调整的影响以及最新市场情况，合理预测了预测期内境内留学咨询合同数量及平均收费水平。

报告期内，2017 年度部分地区签约合同数量较 2016 年度存在一定的下降，主要原因系启行教育业务发展策略调整导致，《加期资产评估报告》中已充分考虑业务策略调整的影响，以及最新的国际关系等市场情况，预计 2018 年后将呈现价格和签约合同数量逐步提升，预测期的预测境内留学咨询合同数量及平均收费水平具有合理性。

具体而言，境内留学咨询签约合同数根据各地区的市场需求情况并参考各业务区域历史经营情况预测。随着中国富裕人口增多，教育消费理念升级，以及出国留学学生数量的增长，预计未来各年的签约合同个数将继续保持增长，随着时间的推移以及市场的逐步成熟，未来各年的境内留学咨询服务人数的增长速度逐步减缓。境内留学咨询服务单价主要参考各业务区域的市场平均价格水平，并考虑各区域标的公司的议价能力及市场竞争等因素综合确定。

（二）预测期内境内留学咨询业务平均服务周期及收入确认预测依据

启行教育境内留学咨询业务的全套合同平均服务周期一般为 12 个月至 13 个月不等，即绝大部分全套合同收入能够在 12 个月至 13 个月内确认收入。启行教育境内留学咨询业务的合同法律存续期一般在 42 个月左右（含诉讼时效 24 个月），启行教育收到境内留学咨询服务款项后根据合同履行进度确认对应的境内留学咨询业务收入，评估预测的未来年度合同履行进度如下表所示：

项目	签约当年（T）	T+1	T+2	T+3	T+4
地区一	69.90%	27.37%	2.30%	0.29%	0.15%
地区二	65.70%	31.39%	2.47%	0.37%	0.08%
地区三	28.45%	58.74%	10.75%	1.71%	0.36%
地区四	52.68%	44.04%	2.92%	0.22%	0.14%
地区五	31.88%	53.06%	12.69%	1.96%	0.41%

评估预测期内合同履行进度的确定主要参考报告期内的合同履行进度情况确定。

（三）预测期内境内留学咨询业务退费率及预测依据

启行教育在提供境内留学咨询业务时，部分预收的服务费因存在以下原因会将款项退还给客户。一是按照合同条款形成的退费情形出现，按照每个合同的退款条件进行退款，如拒签、拒录等原因；二是客户提出终止合同，但退费超出合同约定条款，原因多种多样，如对服务不满意、对已录取学校不满意、经济原因或者个人发展变化等等。

启行教育 2015 年、2016 年和 2017 年 1-8 月境内留学咨询业务的退费率情况如下表所示：

项目	2017 年 1-8 月	2016 年度	2015 年度
地区一	3.79%	4.52%	4.71%
地区二	3.39%	3.69%	3.73%
地区三	11.20%	10.54%	12.96%
地区四	8.78%	9.72%	11.53%
地区五	10.74%	12.06%	11.73%

注：境内留学咨询业务退费率=当年度退费金额/当年收款金额，“审核意见 18”中的退费率以收入作为统计口径，与上表退费率的计算口径不同。

由于各地区的院校申请和签证申请难度不一样，如北美地区普遍申请院校的难度偏高，语言要求高，名校录取率较低，而欧洲国家的部分院校申请难度也较高，根据境内留学咨询服务合同的约定，在未申请成功时需根据合同约定全额或部分退费。同时，受各地区政治经济环境因素的变化，如欧洲由于近年重大突发公共事件频发等因素致使学生中途放弃，同时，部分学生在留学申请过程中决定直接就业也导致主动放弃申请学校，若根据合同约定可申请退费亦可取得一定退款，上述因素导致了各地区之间退费率的差异。

评估预测年度内境内留学咨询业务的退费率的确定主要参考报告期内的退费率情况确定。

（四）预测期内境内留学咨询业务收入的确定

根据上述预测方法及计算公式，启行教育 2017 年 8 月 31 日基准日《资产评

估报告》预测期内境内留学咨询业务营业收入确定如下表所示：

单位：万元

境内留学咨询业务营业收入	2017年 9-12月E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
地区一	1,925.09	6,820.66	7,738.85	8,722.29	9,741.79	10,777.88	11,811.52
地区二	3,158.89	6,267.32	6,986.07	7,742.85	8,502.79	9,248.87	9,964.54
地区三	9,179.18	18,808.83	22,213.72	26,133.35	30,258.99	34,406.51	38,404.42
地区四	1,438.53	4,794.08	5,355.75	5,979.76	6,618.25	7,255.39	7,878.51
地区五	3,069.82	12,343.51	13,290.11	14,282.80	15,301.46	16,309.72	17,289.43
其他	5,657.07	20,158.69	22,743.39	25,248.70	27,432.89	29,424.80	30,534.34
合计	24,428.57	69,193.09	78,327.90	88,109.75	97,856.17	107,423.19	115,882.75
境内留学咨询业务收入增长率	-	25.78%	13.20%	12.49%	11.06%	9.78%	7.87%

注1：其他业务是指非全套项目业务、游学业务等，其他业务收入是以历史年度为基础按一定增长比例预测。

注2：游学业务是一次性收款，当年提供服务，一般不存在退款情况。

以启行教育2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》预测期内境内留学咨询业务营业收入则确定如下表所示：

单位：万元

境内留学咨询业务营业收入	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
地区一	5,073.15	6,123.28	4,988.80	5,703.02	6,641.09	7,611.71	8,349.75	8,978.14
地区二	5,039.63	6,491.73	6,263.46	7,183.22	8,366.39	9,601.82	10,566.14	11,372.09
地区三	11,745.98	11,172.77	14,362.28	15,712.91	18,125.59	20,966.79	23,608.29	25,654.31
地区四	3,615.21	3,773.30	3,721.54	4,310.96	5,134.83	6,032.96	6,777.11	7,375.04

地区五	10,563.64	12,201.39	11,638.60	12,882.15	14,759.04	16,818.93	18,629.08	20,100.21
其他	13,388.66	15,249.42	17,534.91	22,268.11	25,130.17	28,493.86	30,253.03	31,226.32
合计	49,426.26	55,011.89	58,509.59	68,060.37	78,157.11	89,526.07	98,183.40	104,706.11
境内留学咨询业务收入增长率	-	11.30%	6.36%	16.32%	14.83%	14.55%	9.67%	6.64%

注1:其他业务是指非全套项目业务、游学业务等,其他业务收入是以历史年度为基础按一定增长比例预测。

注2:游学业务是一次性收款,当年提供服务,一般不存在退款情况。

《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内境内留学咨询业务营业收入较以2017年8月31日为评估基准日的《资产评估报告》相应的预测数据存在一定差异,主要原因为启行教育调整业务发展策略导致。此外,市场情况相比以2017年8月31日为基准日预测时发生了一定变化。《加期资产评估报告》中充分考虑了启行教育业务发展策略调整的影响以及最新市场情况,具体情况请参见本题回复之“五、启行教育预测期内境内留学咨询业务运营数据情况及预测依据”之“(一)预测期内境内留学咨询业务服务学生的数量、平均收费水平及预测依据”。

六、启行教育预测期境外留学咨询业务运营数据情况及预测依据

启行教育预测期内境外留学咨询业务收入的预测,主要以五个地区的推荐学生人次和综合单价为基础进行预测,计算公式为:

推荐学生人次*综合单价=境外留学咨询业务收入。

(一) 预测期内境外留学咨询业务合作的数量及预测依据

启行教育的境外留学咨询服务收入是协助境外合作机构在中国进行宣传推广,向合作机构推荐优秀学生,从而向合作机构收取的服务费,即推荐学生的咨询服务收入。合作机构考虑启行教育的市场推广、市场调研的效果,并结合推荐学生入学情况,给予启行教育相应的咨询服务费用。截至2018年7月31日,启行教育的合作机构数量如下表所示:

境外留学咨询业务 合作机构数量	2018年1-7月	2017年	2016年	2015年
--------------------	-----------	-------	-------	-------

地区一	289	283	282	271
地区二	169	163	152	145
地区三	106	105	110	115
地区四	214	211	182	152
地区五	255	250	236	224
合计	1,033	1,012	962	907

由上表可知，启行教育的合作机构数量逐年稳步上升，评估预测期内合作机构数量的确定主要参考报告期内的合作机构数量确定。

（二）境外留学咨询业务合作收费模式

启行教育一般与境外院校合作机构签订《合作协议》，约定启行教育为境外院校提供宣传、市场推广、招生、面试、辅导申请等服务；境外院校则向启行教育提供学校信息、专业信息、课程信息及申请培训服务。启行教育成功向境外院校成功推荐学生入学后，境外院校则根据协议约定向启行教育支付境外留学咨询服务费。境外留学咨询服务费一般根据境外院校向学生收取费用的一定比例确定。

（三）预测期内境外留学咨询业务推荐学生的数量、平均收费单价及预测依据

根据以 2017 年 8 月 31 日为评估基准日的《资产评估报告》预测，启行教育预测期内境外留学咨询业务推荐学生的数量及平均收费情况如下表所示：

境外留学 咨询业务	项目	预测期						
		2017 年 9-12 月 E	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
地区一	推荐学生人次（人）	5,447	12,661	14,180	15,051	15,900	16,718	17,494
	综合单价（元/个）	7,874.03	11,512.72	11,924.02	12,231.88	12,426.48	12,624.18	12,750.42
	服务收款（万元）	4,288.61	14,576.33	16,908.73	18,410.51	19,758.53	21,104.88	22,305.28
地区二	推荐学生人次（人）	5,579	7,459	8,354	8,818	9,264	9,686	10,079
	综合单价（元/个）	11,646.65	12,086.40	12,751.16	13,299.45	13,738.34	14,191.70	14,404.58

	服务收款（万元）	6,497.90	9,015.28	10,652.46	11,727.74	12,727.20	13,746.09	14,518.10
地区三	推荐学生人次（人）	2,114	3,352	3,754	3,989	4,218	4,439	4,650
	综合单价（元/个）	8,720.30	11,645.28	13,217.39	14,605.22	15,481.53	16,410.42	16,902.73
	服务收款（万元）	1,843.16	3,903.21	4,961.77	5,825.41	6,529.98	7,285.16	7,860.12
地区四	推荐学生人次（人）	1,377	2,638	2,875	3,003	3,121	3,228	3,322
	综合单价（元/个）	8,174.91	7,739.79	8,297.05	8,828.06	9,322.44	9,769.91	10,063.01
	服务收款（万元）	1,125.69	2,041.60	2,385.57	2,650.68	2,909.11	3,153.30	3,343.04
地区五	推荐学生人次（人）	2,056	3,530	3,883	4,194	4,445	4,623	4,715
	综合单价（元/个）	4,960.32	6,762.16	7,373.21	7,952.48	8,464.05	8,872.54	9,140.21
	服务收款（万元）	1,019.85	2,386.98	2,862.95	3,334.90	3,762.39	4,101.73	4,309.98

在以 2018 年 5 月 31 日为评估基准日的《加期资产评估报告》中，结合了启行教育留学咨询业务的升级情况及 2017 年实际业务开展情况调整了各地区的推荐人次及单价，《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内境外留学咨询业务推荐学生的数量及平均收费情况如下表所示：

境外留学咨询业务	项目	报告期		预测期					
		2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
地区一	推荐学生人次（人）	10,004	9,679	10,502	11,394	12,306	12,921	13,309	13,708
	综合单价（元/个）	10,929.97	12,638.82	12,275.70	13,319.13	14,384.66	15,103.89	15,708.05	16,179.29
	服务收款（万元）	10,934.34	12,233.11	12,891.59	15,176.30	17,701.63	19,516.05	20,905.59	22,178.74
地区二	推荐学生人次（人）	5,830	5,640	6,119	6,640	7,171	7,529	7,755	7,988
	综合单价（元/个）	11,560.09	12,242.73	13,707.13	14,872.23	16,062.01	16,865.11	17,539.72	18,065.91
	服务收款（万元）	6,739.53	6,904.90	8,387.94	9,874.49	11,517.61	12,698.16	13,602.27	14,430.65
地区三	推荐学生人次（人）	2,672	1,823	2,370	2,571	2,726	2,876	2,962	3,051
	综合单价（元/个）	8,722.27	10,952.28	14,264.44	16,118.81	18,214.26	20,399.97	22,439.97	24,235.17

	服务收款 (万元)	2,330.59	1,996.60	3,380.53	4,144.70	4,964.52	5,866.08	6,646.26	7,393.30
地区四	推荐学生 人次(人)	2,200	2,282	2,350	2,503	2,653	2,799	2,883	2,970
	综合单价 (元/个)	6,473.45	7,022.61	7,871.58	8,737.46	9,611.20	10,380.10	11,210.51	12,107.35
	服务收款 (万元)	1,424.16	1,602.56	1,850.18	2,187.20	2,550.27	2,905.78	3,232.39	3,595.71
地区五	推荐学生 人次(人)	2,891	2,666	2,746	2,924	3,108	3,263	3,361	3,462
	综合单价 (元/个)	5,781.18	6,040.85	7,734.16	8,584.92	9,440.95	10,196.22	11,011.92	11,892.88
	服务收款 (万元)	1,671.34	1,610.49	2,123.78	2,510.63	2,934.07	3,327.23	3,701.21	4,117.23

《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内境外留学咨询推荐学生人次及综合单价较以2017年8月31日为评估基准日的《资产评估报告》相应的预测数据存在一定差异,主要由于境内留学咨询业务签约合同数量受启行教育服务升级影响增速有所放缓,推荐学生人数增速也有所放缓,同时各地区院校学费整体呈上升趋势,使得推荐学生的综合单价有所提升,《加期资产评估报告》考虑了上述不同评估基准日间的市场变化情况,合理预测了预测期内境内留学咨询合同数量及平均收费水平。

报告期内,各地区综合单价呈上升趋势,2017年度部分地区推荐学生人次较2016年度存在一定的下降,主要原因系启行教育业务发展策略调整导致,《加期资产评估报告》中已充分考虑业务策略调整的影响,并充分考虑了最新的市场情况,预计2018年后综合单价和推荐学生人次逐步提升,预测期的预测境外推荐学生人次及平均收费水平具有合理性。

具体而言,对于境外留学咨询服务收入预测,首先以历史年度启行教育向境外合作院校推荐学生的数量为基础,结合未来预计服务总人数的一定比例确定向境外院校推荐学生的数量;其次,推荐学生的综合咨询服务单价主要参考历史水平预测,由于无法对未来人民币汇率变动的幅度进行合理预测。因此,外汇汇率采用中国人民银行于评估基准日公布的外汇汇率对外币进行折算,未考虑汇率变动对境外留学咨询服务收入评估结果的影响。

启行教育依托自行开发的Lita系统,使留学咨询和考试培训的学生资源能够共享,联动留学和培训的学生需求,延伸扩大服务领域增加业务收入。除此之外,

从2017年起启行教育进行经营策略优化以及通过服务产品升级加入新产品，如职业领航、管家服务等，充分为学生打造全方位的服务链条。

基于上述因素，启行教育对境外留学咨询的运营数据进行了合理预测。

（四）预测期内境外留学咨询业务收入的确定

根据上述预测方法及计算公式，启行教育 2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》预测期内境外留学咨询业务营业收入确定如下表所示：

单位：万元

境外留学咨询营业收入	2017年 9-12月E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
地区一	4,288.61	14,576.33	16,908.73	18,410.51	19,758.53	21,104.88	22,305.28
地区二	6,497.90	9,015.28	10,652.46	11,727.74	12,727.20	13,746.09	14,518.10
地区三	1,843.16	3,903.21	4,961.77	5,825.41	6,529.98	7,285.16	7,860.12
地区四	1,125.69	2,041.60	2,385.57	2,650.68	2,909.11	3,153.30	3,343.04
地区五	1,019.85	2,386.98	2,862.95	3,334.90	3,762.39	4,101.73	4,309.98
其他	1,877.42	7,362.91	7,774.60	8,210.99	8,519.38	8,679.74	8,843.30
合计	16,652.62	39,286.32	45,546.07	50,160.23	54,206.58	58,070.90	61,179.82
境外留学咨询业务收入增长率	-	20.41%	15.93%	10.13%	8.07%	7.13%	5.35%

以启行教育 2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》预测期内境外留学咨询业务营业收入则确定如下表所示：

单位：万元

境外留学咨询营业收入	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
地区一	10,934.34	12,233.11	12,891.59	15,176.30	17,701.63	19,516.05	20,905.59	22,178.74
地区二	6,739.53	6,904.90	8,387.94	9,874.49	11,517.61	12,698.16	13,602.27	14,430.65

地区三	2,330.59	1,996.60	3,380.53	4,144.70	4,964.52	5,866.08	6,646.26	7,393.30
地区四	1,424.16	1,602.56	1,850.18	2,187.20	2,550.27	2,905.78	3,232.39	3,595.71
地区五	1,671.34	1,610.49	2,123.79	2,510.63	2,934.07	3,327.23	3,701.21	4,117.23
其他	6,792.45	8,278.45	8,939.67	10,810.51	13,403.66	15,599.20	17,326.35	18,615.96
合计	29,892.42	32,626.11	37,573.69	44,703.83	53,071.76	59,912.49	65,414.07	70,331.59
境外留学咨询业务收入增长率	-	9.15%	15.16%	18.98%	18.72%	12.89%	9.18%	7.52%

《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内境外留学咨询业务营业收入较以2017年8月31日为评估基准日的《资产评估报告》相应的预测数据存在一定差异，主要原因为启行教育调整业务发展策略导致，此外，市场情况相比以2017年8月31日为基准日预测时发生了一定变化。《加期资产评估报告》中充分考虑了启行教育业务发展策略调整的影响以及最新市场情况，具体情况请参见本审核意见回复之“六、启行教育预测期境外留学咨询业务运营数据情况及预测依据”之“（三）预测期内境外留学咨询业务推荐学生的数量、平均收费单价及预测依据”。

七、启行教育预测期内考试培训业务运营数据情况及预测依据

启行教育预测期内考试培训业务收入的预测，主要以招生人数、学生上课的综合单价以及上课课时为基础进行预测，计算公式为：

$$\text{招生人数} \times \text{综合单价} \times \text{学生课时消耗} = \text{考试培训业务收入}$$

（一）启行教育考试培训业务的服务项目

启行教育的考试培训业务主要是为学生提供留学相关的考试培训，其中包括托福（TOEFL），雅思（IELTS），以及其他种类考试如SAT、GRE和GMAT等。启行教育针对每个学生的教育需求、基础水平不同，按照服务学生人数数量的不同分别开班授课。

（二）预测期内考试培训业务招生人数、综合单价、课时消耗及预测依据

根据以2017年8月31日为评估基准日的《资产评估报告》预测，启行教育预测期内考试培训业务招收学生的数量、综合单价及课时消耗情况如下表所示：

考试培训	项目	预测期						
		2017 年 9-12 月 E	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
VIP 班 (1-2 人)	招生人数 (人)	1,170	4,244	4,414	4,591	4,729	4,871	4,968
	综合单价 (元/课时)	476.05	437.59	450.72	464.24	478.17	492.51	507.29
	课时消耗 (人/课时)	94	69	72	74	76	78	80
小班 (3-6 人)	招生人数 (人)	1,309	4,680	4,867	5,062	5,214	5,370	5,477
	综合单价 (元/课时)	161.83	146.33	150.72	155.24	159.90	164.70	169.64
	课时消耗 (人/课时)	196	151	157	162	167	170	173
大班 (6 人以上)	招生人数 (人)	3,776	10,327	11,061	11,961	12,845	13,529	14,078
	综合单价 (元/课时)	104.06	108.42	111.68	115.03	118.48	122.03	125.69
	课时消耗 (人/课时)	153	139	145	149	153	158	161

在以 2018 年 5 月 31 日为评估基准日的《加期资产评估报告》中，结合了考试培训业务新增产品及 2017 年业务实际开展情况调整了各班型的培训人次及综合单价。《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内考试培训业务招收学生的数量、综合单价及课时消耗情况如下表所示：

考试培训	项目	报告期		预测期					
		2016 年	2017 年	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
VIP 班	招生人数 (人)	3,368	3,832	4,130	4,543	4,997	5,497	5,937	6,293
	综合单价 (元/课时)	404.62	383.55	391.12	406.76	418.96	431.53	440.16	448.97
	课时消耗 (课时/人)	57	59	56	58	60	62	63	64
小班	招生人数 (人)	3,714	3,955	4,158	4,491	4,850	5,238	5,552	5,830
	综合单价 (元/课时)	135.3	129.63	131.34	136.59	140.69	143.50	146.37	149.30
	课时消耗 (课时/人)	125	130	123	127	132	136	139	142

	招生人数（人）	7,192	7,400	7,458	7,682	7,912	8,070	8,231	8,396
大班	综合单价（元/课时）	100.25	94.66	105.70	109.92	113.22	116.62	118.95	121.33
	课时消耗（课时/人）	106	138	153	176	194	210	223	232

《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内考试培训学生人次、综合单价及人均课时消耗较以 2017 年 8 月 31 日为评估基准日的《资产评估报告》相应的预测数据存在一定差异，主要由于启行教育的考试培训业务在业务拓展期受地域因素，行业壁垒等原因增长较平缓，但随着启行教育考试培训业务的产品不断丰富，每位学生报名的课程种类增多，单个学生的消耗课时增长较明显，预测期课程单价也根据 2017 年启行教育实际培训单价进行了调整。《加期资产评估报告》考虑了上述不同评估基准日间的市场变化情况，合理预测了预测期内境内留学咨询合同数量及平均收费水平。

启行教育预测期内考试培训业务运营数据预测主要基于以下因素：

1、参考启行教育历史年度的综合单价情况同时考虑预测年度内综合单价受物价指数及市场需求影响逐步提高；

2、随着时间的推移和课程体系的完善，未来各年雅思、托福、SAT、SSAT、GRE、GMAT、PTE等出国考试培训消耗课时数量将逐步提高课时数量逐步提高，单个学生可选择的课程种类增多、课程阶段增加，提升人均课时消耗；

3、依托推行的Prepsmith系统，使学生形成线上线下联动发展，打破线下服务在场地和人资方面的局限，快速扩大市场份额。积极增加教师和学生之间的互动，提高学生参培人数和培训业务收入；

4、通过口碑效应、拓展招生渠道、开拓机构合作业务等方式扩大客户来源，降低对留学咨询客户的依赖性，保证市场份额持续稳定增长。

（三）预测期内考试培训业务收入的确定

根据上述预测方法及计算公式，启行教育 2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》预测期内考试业务营业收入确定如下表所示：

单位：万元

考试培训业务	2017年 9-12月E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
考试培训收入合计	15,400.48	38,718.60	43,752.02	49,002.26	54,392.51	59,831.76	64,724.70
考试培训收入增长率	-	54.26%	13.00%	12.00%	11.00%	10.00%	8.18%

以启行教育 2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》预测期内考试培训业务收入则确定如下表所示：

单位：万元

考试培训业务	2016 年	2017 年	2018 年 E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
考试培训收入合计	21,676.51	25,100.33	28,037.93	33,627.73	39,247.14	45,037.65	49,975.22	54,492.40
考试培训收入增长率	-	15.80%	11.70%	19.94%	16.71%	14.75%	10.96%	9.04%

《加期资产评估报告》中启行教育报告期及预测期内考试培训收入较以 2017 年 8 月 31 日为评估基准日的《资产评估报告》相应的预测数据存在一定差异，具体原因请参见本题回复之“七、启行教育预测期内考试培训业务运营数据情况及预测依据”之“（二）预测期内考试培训业务招生人数、综合单价、课时消耗及预测依据”。

八、核查意见

经核查，评估师认为，截至目前，启行教育预测留学咨询业务收入和考试培训业务收入的经营业绩实际实现情况良好；启行教育预计能够实现 2018 年 5 月 31 日基准日《资产评估报告》全年预测营业收入；启行教育 2018 年未能完成预测业绩对本次评估值的影响较小；启行教育预测期内营业收入增长较快的预测依据具有合理性；启行教育境内留学咨询业务运营数据的预测依据具有合理性；启行教育境外留学咨询业务运营数据的预测依据具有合理性；启行教育考试培训业务运营数据的预测依据具有合理性。

审核意见 26:

申请文件显示,报告期内,标的资产的综合毛利率分别为 56.08%和 57.47%,其中留学咨询业务毛利率水平分别为 59.93%和 61.58%,考试培训业务毛利率分别为 41.97%和 43.13%。预测期内,留学咨询业务毛利率维持在 60.30%至 62.88%之间,考试培训业务毛利率稳定在 48.04%。请你公司:1)结合启行教育的业务开展情况、核心竞争优势、同行业可比公司可比业务毛利率水平等,分别补充披露报告期内启行教育留学咨询业务和考试培训业务毛利率水平的合理性。2)补充披露标的资产预测期内营业成本的明细情况及预测依据。3)结合报告期内标的资产不同业务的营业成本构成、毛利率情况、未来年度招生人数和留学咨询人数预测、产品单价情况、境外机构合作拓展等主要运营数据预测情况、未来年度行业发展、竞争对手情况等,补充披露标的资产留学咨询业务和考试培训业务毛利率均高于报告期水平的预测依据以及可实现性,是否符合谨慎性要求。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、启行教育报告期内留学咨询业务和考试培训业务毛利率水平的合理性

(一) 启行教育报告期内毛利率水平

报告期内,启行教育分业务的毛利率水平如下表所示:

项目	2018 年 1-5 月	2017 年度	2016 年度
留学咨询业务	58.73%	61.58%	59.93%
考试培训业务	32.02%	43.13%	41.97%
合计	52.79%	57.47%	56.08%

由上表可知,报告期内,2017 年度启行教育的综合以及分业务毛利率水平较 2016 年度均有所提升,体现出启行教育各项业务盈利能力的提升。由于 2018 年 1-5 月为留学咨询服务和考试培训服务的淡季,其收入确认与全年相比有差异较大,具有较为明显的季节性特征,但相关成本在全年分布相对稳定,因此 2018 年 1-5 月的毛利率相对偏低,与 2016 年度、2017 年度可比性较低。

(二) 启行教育留学咨询业务毛利率合理性分析

1、启行教育留学咨询业务的行业地位和竞争优势

启行教育目前已成为领先的留学咨询服务机构，并依托留学咨询等传统服务发展全面的国际教育，在业内享有卓越声誉。启行教育留学咨询业务的核心竞争优势主要有：

（1）整合式完整产业链

与传统留学中介机构只从事留学申请咨询业务不同，启行教育为学生提供整合式的完整服务链，从前期准备、留学申请、落地安置直至再进修及工作，启行教育均有相应的配套服务。完整的服务链使启行教育有能力更早的接触潜在客户群体，并凭借良好的服务将其转化为签约客户。与客户确立关系后，启行教育通过其完善的客户关系管理系统及专业的顾问团队维系其与客户的关系，寻求再合作的可能性，带来更多交叉销售业务，为启行教育规模的增长提供了有力保障。

（2）优秀的顾问团队

经验丰富、务实可靠的顾问团队对于国际教育企业的成功运营及客户维系至关重要，优秀的顾问团队在启行教育的发展过程中起到了不可或缺的作用。

启行教育顾问团队在学校选择、文书指导、申请流程等方面有着丰富的经验，近两年更引入留学规划概念，帮助学生进行阶段性的教育规划，全面提升学生的综合能力。通过多年的行业积累，顾问团队对不同国家的不同大学以及不同专业对生源的偏好都有着深厚的了解，有能力为学生量身打造最优申请计划，充分挖掘学生亮点，契合学校及专业招生要求。启行教育为每位留学咨询学生安排两名顾问，一名交付顾问负责学校选择、申请指引及签证办理等相关事务；一名文书顾问负责简历完善、文书指导等书面工作，通过个性化、本土化的咨询服务与学生及学生家长建立更加稳固的关系，提高学生的满意度及申请成功率。优秀的留学顾问团队及良好的申请结果不仅为启行教育赢得了良好的口碑，也为启行教育争取了更多新业务及回头业务。

（3）丰富的海外院校资源

启德教育集团拥有丰富的海外院校资源，与全球近 1,000 所境外院校、教育集团及政府部门签署了合作协议，签约院校广泛分布于教育水平发达的多个国家和地区，包括澳大利亚、加拿大、美国、英国、欧洲和亚洲等，同时还在全球拥有超过 5,000 家合作院校，是各大国际院校长期信赖的合作伙伴。同时启行教育

也在全球主要留学目的地设立了分支机构。启行教育通过与海外学院的密切联系，清楚的把握了海外院校的招生程序，提高学生的申请成功率，给留学生带来了更多的选择空间。同时其国际化平台也为中国学子提供了与一流院校直接联系的机会。在出国后服务越来越受到学生和家长重视的今天，启行教育丰富的海外院校资源和全球布局的境外网点将成为其延长服务链并进一步发展的一大竞争优势。

（4）高品牌知名度

①品牌荣誉

成立至今，启行教育一直保持着良好的品牌知名度，获得了社会的广泛认可，启行教育曾多次在新浪、网易、腾讯等国内主流媒体及网站举办的教育及留学机构品牌评比中获奖，如“回响中国”腾讯网教育年度盛典评选的“年度影响力教育集团”，新浪网“中国教育盛典”评选的“中国品牌实力教育集团”，网易教育年度大奖“金翼奖”评选的“年度最具综合实力教育集团”等。

②市场知名度

启德教育集团在中国消费者及海外教育机构中均享有良好的知名度，而知名度及良好的口碑又提升了启德教育集团对留学客户及学生家长的吸引力，为启德教育集团带来客户积累。充足的学生源为启德教育集团留学的成功申请案例提供了基础支撑，成功案例又进一步提升启德教育集团的知名度，形成良性循环。

（5）多年行业经验积淀的成功案例

在国际教育行业中，过往成功案例是吸引客户的一大要素，成功案例可以比较客观的体现服务机构的服务水平及服务质量。启行教育深耕国际教育行业多年，积累了丰富的行业经验，并依据这些经验提炼出成体系的服务方案，并最终通过实践转化为各类成功的申请及优异的培训结果。

2016年至2018年，启行教育累计向美国前排名30学校推荐学生3,379名，英国排名前20学校输送学生17,421名，澳大利亚排名前8学校输送学生22,027名，加拿大排名前3的学校推荐学生1,245名。此外报告期内，启行教育递交申请的学生未能获得任一院校录取的概率分别为2.5%，2.0%，2.2%，拒录率保持在较低水平。

上述成果系启行教育品牌价值的体现，相较于小型机构只有个别的成功案例，较高的拒录率，启行教育大量的成功案例能够产生较强的“名校”效应，促使学

生在选择服务提供方时更倾向于选择启行教育，进一步保证了启行教育生源的稳定性。

（6）丰富的海外布点，为业务延伸奠定基础

国际教育行业市场份额最大的板块在于留学后市场板块，目前行业内各大企业均在着力布局留学后市场板块业务，以期实现业务引流，从而打开更广阔的市场。

启行教育已在澳大利亚悉尼、阿德莱德、墨尔本、布里斯班，加拿大温哥华、多伦多，英国的曼彻斯特和美国的纽约等多个国家和城市设有海外办事处，为已经出国的学生提供留学后相关服务，并且已成功推出了相应的留学管家服务模式，协助学生完成入境后的一系列安置服务，包括环境融入、语言辅导、升学转学等，并保持与家长的沟通，在留学日益低龄化的趋势下，留学后服务的需求将会持续上升，启行教育丰富的海外网点布局及完善的留学地服务将会成为开展留学后服务的重要基础，有利于启行教育进一步延伸产业链长度。

2、留学咨询业务的开展情况

启行教育在业务经营中充分考察市场需求，从 2017 年起逐渐优化经营策略和进行服务产品升级，同时持续开拓新业务。

（1）启行教育在近年的留学咨询业务中逐步向留学规划业务升级，不仅关注客户“成功留学”，更为“留学成功”做好充分的规划和准备，为学生量身定做阶段性教育规划，除了上述传统留学服务外，启行教育在服务中向客户提供语言能力提升、学术能力提升、素质能力培养、留学文化适应等全方位的个性化服务，利用多样化的产品针对性的提升客户的综合素质。在上述服务定位升级及产品优化过程中，启行教育提升了境内留学咨询业务的客单价。

2016 年至 2018 年 5 月启行教育全套服务单客户收入稳定提升，具体情况如下：

单位：万元

境内留学咨询	2018 年 1-5 月	2017 年	2016 年
境内留学咨询收入	22,369.49	55,011.89	49,426.26
其中：全套服务收入	17,974.24	39,762.47	36,037.60

全套服务收入占境内留学咨询业务比例	80.35%	72.28%	72.91%
全套服务数量	8,469	20,937	22,605
全套服务单价	2.12	1.90	1.59
全套服务单价增长率(%)	11.75%	19.13%	-

由上表可以看出，2016年至2018年1-5月启行教育全套服务平均收入分别为1.59万元、1.90万元、2.12万元，2017年及2018年1-7月分别较上一期增长19.13%和11.75%，启行教育的服务定位升级及产品优化对其主要产品全套服务的单价提升效果较为明显。

(2) 启行教育近年来境外合作院校不断增加，因此启行教育根据市场发展情况开始逐步调整业务拓展策略，在保证单个客户的签约数量及签约规模的基础上，加大对合作机构的拓展力度，发展出转推荐业务模式，利用自身丰富的境外院校资源及留学咨询行业积累，与行业内的中小规模留学咨询机构开展合作等方式为其推荐学生，并分享境外留学咨询业务推荐收入。

同时，为启行教育贡献80%以上境外留学咨询业务收入的境外合作机构中约有54%具有阶梯式约定或存在额外推荐奖励，因此若启行教育能够成功帮助上述合作机构完成送生，将对启行教育境外留学咨询业务收入带来复合性增长。

(3) 随着留学咨询单客户收入的提升，同等业绩下启行教育需要服务的学生人数有所下降，使得启行教育留学咨询业务所需要的劳动力减少，相应的人力资源成本增速放缓。以直接面对学生的留学咨询业务前端人员留学销售序列及留学服务序列人员为例，启行教育2016年至2018年7月留学咨询业务前端人员数量呈下降趋势，薪酬增速放缓，具体情况如下：

单位：万元

境内留学咨询业务	2018年1-5月	2017年度	2016年度
收入	22,369.49	55,011.89	49,426.26
前端人员数量	1,463	1,532	1,545
前端人员总薪酬	7,699.09	19,110.43	17,456.61
前端人员平均薪酬	12.63	12.48	11.30

前端人员平均薪酬增长率	1.23%	10.43%	-
收入/前端人员总薪酬	2.91	2.88	2.83

注1：前端人员数量=当期每月末人数之和/当期总月份数；

注2：2018年1-5月前端人员平均薪酬已经年化处理。

由上表可见，报告期内启行教育的留学咨询业务前端人员数量分别为 1,545 人、1,532 人及 1,463 人，呈逐年下降趋势，人数累计减少 82 人。报告期内年化后的人均薪酬分别为 11.30 万元、12.48 万元及 12.63 万元，呈逐年上升趋势，与我国日益上升的社会劳动力成本趋势一致，但人均薪酬增速逐渐放缓，人员单位薪酬贡献的收入在逐年增加，显示出启行教育的留学业务升级及业务拓展完善降低了启行教育总体人工成本率，提升了启行教育的利润率。

综合上述启行教育留学咨询业务的开展情况，启行教育报告期内毛利率的整体提升具有合理性。

3、同行业可比公司可比业务的毛利率水平分析

同行业可比公司中，与启行教育留学咨询业务可比的相关业务毛利率具体情况如下表所示：

公司简称	主营业务情况	毛利率	
新通国际 (留学规划)	新通国际是拥有完整国际化教育服务链的国际教育服务提供商，也是国内具有影响力的留学及语言培训机构，主营业务包括语言培训、国际学术课程、游学课程、留学规划服务等。	2015 年度	60.39%
		2014 年度	54.82%
学美教育	学美教育是为就读美国名校学生提供专业指导的高端留学咨询公司，公司留学咨询业务主要由美国名校本科、美国名校研究生和知本科、美国名校研究生和知（私立寄宿制）高中三大类构成，并形成了以美国知名大学的本科、研究生为主，美国知名高中为辅的业务格局。	2017 年度	78.66%
		2016 年度	76.30%
东西方教育	东西方教育是提供专业出国留学整体解决方案的服务机构，根据学生需要可为其提供国际预科教育、外语培训、出国留学咨询及国际文化交流等多项内容的专业化服务，同时也与众多国外高等院校建立了长期合作关系，为其推送国内的优质生源。	2017 年度	41.52%
		2016 年度	43.58%
博智教育 (留学服务)	博智教育专注于线下面授培训与线上服务与培训相结合的留学考试培训业务，以及留学申请辅导服务业务，主要服务对象是有美欧留学计划的大学生、高中生和在职人员，为其提供 GMAT, TOEFL 等相关留学考试系统性培训和留学申请辅导服务。	2014 年度	43.25%
		2013 年度	58.10%

注 1：新通国际数据来自《保龄宝生物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（草案）》，学美教育、东西方教育数据来自年报披露信息，博智教育数据来自公开转让说明书；

注 2：新通国际和博智教育的毛利率仅取留学规划服务/留学服务的毛利率。

新通国际是兼具留学咨询服务与考试培训业务及相关服务的综合教育服务机构，在全国主要城市拥有连锁分支机构，在业务范围和规模上与启行教育较为相似。

学美教育定位于为美国名校学生提供专业高端服务，主要产品包括美国知名高中项目、美国名校本科项目与美国名校研究所项目，由于公司主要是针对申请在美国名校就读的学生，其收费水平在行业中属于较高水平。

东西方教育的业务结合留学咨询服务、考试培训业务以及与国内院校的合作办学。东西方教育的留学咨询业务以威久留学为品牌，每年帮助数千名中国学生前往英国、美国、澳大利亚、加拿大、荷兰、爱尔兰、新西兰、法国、德国、意大利、西班牙等十几个国家留学。

博智教育主营留学考试培训与留学申请辅导服务业务，在 GMAT 培训领域具有较强竞争力。

启行教育留学咨询业务与以上同行业可比公司/可比业务的毛利率情况如下表所示：

公司简称	时间	营业收入（万元）	毛利率
新通国际 (留学规划)	2015 年度	31,500.63	60.39%
	2014 年度	24,349.36	54.82%
学美教育	2017 年度	3,240.04	78.66%
	2016 年度	3,007.37	76.30%
东西方教育	2017 年度	14,695.10	41.52%
	2016 年度	13,487.64	43.58%
博智教育 (留学服务)	2014 年度	465.22	43.25%
	2013 年度	486.19	58.10%
启行教育 (留学咨询)	2017 年度	87,638.00	61.58%
	2016 年度	79,318.67	59.93%

由于新通国际在业务领域、区域与规模上与启行教育较为相似，其留学规划

服务的毛利率水平也与启行教育的留学咨询业务最为接近。

学美教育专注于美国留学市场，美国院校一般无需留学咨询服务机构为其提供境外留学咨询服务，因此学美教育的收入均来自学生收费且单客价格更高，同时，学美教育未将房屋租赁费用计入主营业务成本而采用进行费用化处理，因此，学美教育的毛利率较启行教育高。

东西方教育的留学咨询业务以英国院校为主，英国院校的申请费用相对较低，相较于以美国、加拿大或澳洲等国家院校为主要目标国家的同行业公司，该公司出国留学咨询业务的平均收费较低，同时，该公司将市场推广费用等计入主营业务成本，导致东西方教育的毛利率水平低于启行教育的留学咨询业务。

博智教育的留学服务业务规模较小，其 2013 年度的毛利率水平与启行教育相近，2014 年度由于获得英国、香港学校录取通知书的学员比重提高，而这两个留学业务线的服务价格较美国学校申请低，同时，受翻译服务价格有所上涨，导致博智教育 2014 年度毛利率下滑。

综上所述，启行教育的留学咨询业务在行业中处于领先地位，其业务网络覆盖全国主要城市，具备专业且经验丰富的人才队伍，拥有丰富的海外院校资源，通过全产业链布局，以全方位的服务能力和丰富多样的产品线形成了盈利稳定的基础；与同行业可比公司相比，启行教育留学咨询业务的总体毛利率水平和变动趋势与可比公司可比业务不存在较大差异。

（三）启行教育考试培训业务毛利率合理性分析

1、启行教育考试培训业务的行业地位和竞争优势

“启德考培”是启行教育多年经营的留学考试培训品牌，目前已在全国 15 个城市建立考培中心，并在美国纽约、波士顿、澳大利亚悉尼及中国上海设有研发中心，教研核心团队由教学经验丰富的教师及毕业于世界名校的精英团队组成，“启德考培”已成为国际语言测评专业培训课程的重要品牌。启行教育考试培训业务的核心竞争优势主要有：

“启德考培”是启行教育多年经营的留学考试培训品牌，目前已在全国 15 个城市建立考培中心，并在澳大利亚悉尼，中国上海和北京设有研发中心，教研核心团队由教学经验丰富的教师及毕业于世界名校的精英团队组成，“启德考培”已成为国际语言测评专业培训课程的重要品牌。启行教育考试培训业务的核心竞

争优势主要有：

（1）专注于高端精品课程

启行教育的考试培训业务侧重于高端小班教学，设有 VIP 课程，3-6 人小班课程以及 6 人以上的大班课程，避开了传统竞争对手的大班教学模式，更注重教学质量保证与对学生的一对一辅导，同时，注重营造良好的学习环境，通过软硬件配套，打造高端课堂体验，成为启行教育考试培训的重要竞争优势。

（2）成熟的教学模式和自主研发体系

启行教育拥有成熟的教学大纲与教学方法，积极运用技术与互联网提升自己的服务，其首推的“混合式学习模式”和原创线上学习系统 Prepsmith 的自适应功能可更好地诊断学生的弱项，帮助学生进行针对性学习，提升学习效率，并将家长、教师和学生联系起来，实现从线下课堂教学到线上学生自学的高效学习闭环。

此外，启行教育通过多年的教学积累，利用集团优势自行研发了多套考试培训教案，覆盖了 SAT、ACT、AP、ELA、IELTS、TOFEL 等多个培训项目，通过对授课教师的持续培训，不断提高授课教师的教学技巧和教学水平，其自主研发体系有助于学生提高学习效率，取得良好的考试成绩。

（3）富有经验的教师团队，完善的服务体系

考试培训的教师均需通过 140 小时以上哈佛 CTC 标准教师认证培训，并通过评估团队考核，具备丰富的教学经验，且多以自身拥有国外留学经历的为主，熟知留学考试的难点与痛点，能切身把握考试热点与变化趋势，结合启行教育对教师的系统培训，提供高质量的教学。

除了授课教师外，启行教育还搭建了完整的服务体系，为每一班级配备学习顾问，督促学生的课后学习与作业，跟踪课堂表现与学习进度，并与授课老师一同参与与学生和家长的互动，实时反馈学生评价，与家长保持良好的沟通，同时，启行教育为学生建立个人电子档案，对学生的课堂出勤、模考成绩完整记录，并为学生制定考期规划，后续更可搭配留学咨询服务，助力学生成功留学，形成了完善的服务体系。

2、考试培训业务的开展情况

（1）报告期内，启行教育考试培训业务不同班级的学生人数、消耗课时、

收入、平均课时单价等运营数据取得了良好的运营效果，具体情况如下表所示：

考试 培训班级	学生人数 (人)	消耗课时 (小时)	收入 (万元)	平均课时单价 (元/小时)
2018 年 1-5 月				
VIP	1,971	80,363	3,286.91	409.01
小班	1,875	163,023	2,283.86	140.09
大班	3,666	346,848	3,574.76	103.06
合计	7,512	590,234	9,145.54	154.95
2017 年度				
VIP	3,832	227,587	8,729.01	383.55
小班	3,955	515,395	6,680.82	129.63
大班	7,400	1,023,710	9,690.50	94.66
合计	15,187	1,766,691	25,100.33	142.08
2016 年度				
VIP	3,368	192,356	7,783.04	404.62
小班	3,714	464,009	6,278.20	135.30
大班	7,192	759,614	7,615.27	100.25
合计	14,274	1,415,978	21,676.51	153.09

注：VIP班规模为1-2人，小班规模为3-6人，大班规模为6人以上。

由上表可见，2017 年度启行教育考试培训业务主要营业数据及收入均呈增长趋势，与启行教育近年来着力发展启德考培、启德学府和国际课程等考试培训业务的发展趋势一致。2017 年度启行教育考试培训业务总体平均课时单价由 153.10 元/小时下降至 142.13 元/小时，系由于启行教育基于培训成果及反馈略微调整了各类课程结构，在保持课程总价稳定的前提下适当地延长了大班中雅思、托福、GRE/GMAT、基础英语培训等课程的培训课时，同时，VIP 和小班中各类课时单价不同的班课占比在不同年份有所波动，使得 2017 年平均课时单价有所下

降。

2018 年 1-5 月,启行教育考试培训业务总体平均课时单价上升至 154.95 元,主要由于启行教育提升了雅思、托福、基础英语等课程的单价所致。2018 年 1-5 月启行教育实现考试培训业务收入 9,145.54 万元,实现收入占 2017 年考试培训收入的 36.44%,鉴于启行教育考试培训业务收入主要集中在暑期,预计 2018 年 6-12 月启行教育留学咨询收入将实现进一步增长。

(2) 针对国内蓬勃发展的国际教育市场,启行教育于 2018 年成立了新的考试培训业务事业部“启德国际课程”事业部,全面布局国际课程和少儿英语培训业务,除了 2017 年已经成立的上海网点,启行教育今年在成都、深圳陆续成立了新的国际课程和少儿英语培训网点,虽然上述网点因前期投资较大,业务培育期收入较少等原因发生亏损,但为启行教育更早的介入客户学习周期提供了重要渠道,随着上述网点的业务逐渐成熟及正在规划的南京、苏州和西安等网点的布局落地,“启德国际课程”业务部有望在 2019 年为启行教育创造较大的业绩增幅。

(3) 除了在留学咨询业务端发展合作机构外,启行教育也在加强考试培训业务合作机构的推广力度,通过与境内学校、教育部门、政府单位等机构合作,直接引流其个人客户。从 2017 年底至今,启行教育已累计开拓考试培训合作机构 17 家,截至目前预计培训学生人数约 2,000 人,提升了启行教育考试培训业务获客效率。

综合上述启行教育考试培训业务的开展情况,启行教育报告期内毛利率的整体提升具有合理性。

3、同行业可比公司可比业务的毛利率水平分析

同行业可比公司中,与启行教育考试培训业务可比的相关业务的毛利率具体情况如下表所示:

公司简称	主营业务情况	毛利率	
新东方 (语言培训与 备考课程)	新东方教育科技集团是一家集教育培训、教育研发、图书杂志音像出版、出国留学服务、职业教育、在线教育、教育软件研发等于一体的大型综合性教育科技集团。目前集团以外语培训和基础教育为核心,拥有短期培训系统、高等教育系统、基础教育系统、职业教育系统、教育研发系	2017 财政年度	58.73%
		2016 财政年度	58.31%

	统、出国咨询系统、文化产业系统、科技产业系统等多个发展平台。		
博智教育 (培训业务)	博智教育专注于线下面授培训与线上服务与培训相结合的留学考试培训业务，以及留学申请辅导服务业务，主要服务对象是有美欧留学计划的大学生、高中生和在职人员，为其提供 GMAT, TOEFL 等相关留学考试系统性培训和留学申请辅导服务。	2014 年度	56.73%
		2013 年度	24.76%
卓越教育	卓越教育是华南地区最大及全国第五大 K12 课外教育服务提供商，提供多元化的 K12 课外教育服务及产品，包括优学项目、英才项目及全日制备考项目。	2017 年度	42.28%
		2016 年度	41.99%
龙文教育	龙文教育以提供个性化中小学教育一对一辅导服务为主要业务，经过多年发展，现在 20 多个城市广泛设立辅导网点，已发展成为全国布局的知名一对一辅导机构。	2015 年度	28.83%
		2014 年度	23.25%

注 1：新东方、博智教育、数据来自年报披露信息，卓越教育数据来自首次公开发行股票招股说明书（申请版本），龙文教育数据来自《东莞勤上光电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（修订稿）》；

注 2：新东方、朴新教育的毛利率为语言培训与备考服务/海外留学辅导服务毛利率；

注 3：博智教育的培训业务包括 GMAT 班课与一对一培训。

新东方是大型综合性教育集团，其语言培训与备考课程业务包括海外留学考试培训、国内英语专业考试培训、K12 辅导培训以及成人语言培训，目前语言培训与备考课程业务中 K12 课外辅导培训的收入占比已超过留学考试培训。

博智教育主营留学考试培训与留学申请辅导服务业务，在 GMAT 培训领域具有较强竞争力，其中 2013-2014 年度留学申请辅导服务业务收入占总收入的比重约为 70%。

卓越教育专注于 K12 课外教育辅导，辅导科目主要为语文、数学、英语、物理、化学等，其业务覆盖地域主要为华南地区，截至 2017 年底，卓越教育在全国 10 个城市拥有 180 家教学中心。由于公开披露信息的留学考试培训机构数量较少，而卓越教育主营业务涉及培训，且客户群体与启行教育有一定的重合度，因此亦将卓越教育纳入可比公司范围。

龙文教育主要针对处于 K12 教育阶段的中小学生进行一对一的课外辅导服务。截至 2017 年底，龙文教育在全国 20 多个城市设有营业网点近 400 个。由于公开披露信息的留学考试培训机构数量较少，而龙文教育主营业务涉及培训，且客户群体与启行教育有一定的重合度，因此亦将龙文教育纳入可比公司范围。

启行教育考试培训业务与以上同行业可比公司/可比业务的毛利率情况如下

表所示:

单位: 万元

公司简称	时间	营业收入	毛利率
新东方 (语言培训与备考课程)	2017 财政年度	151,049.70	58.73%
	2016 财政年度	123,857.20	58.31%
博智教育 (培训业务)	2014 年度	1,122.99	56.73%
	2013 年度	580.16	24.76%
卓越教育	2017 年度	114,170.10	42.28%
	2016 年度	89,613.10	41.99%
龙文教育	2015 年度	70,015.37	28.83%
	2014 年度	75,393.37	23.25%
启行教育 (考试培训)	2017 年度	25,100.33	43.13%
	2016 年度	21,676.51	41.97%

同行业可比公司中,新东方和博智教育均提供留学考试培训,新东方已成为留学考试培训和 K12 课外辅导培训的行业领头羊,由于新东方的培训课程以大班教学为主,而大班教学由于规模效应具有更高的毛利率,因此新东方的毛利率高于启行教育的考试培训业务。

博智教育 2013 年至 2014 年毛利率水平波动较大,主要是因为 GMAT 班课业务的学员总数和每班次平均学生数在 2014 年增长明显,且该公司在 2014 年投入电子教学系统并注销部分分校,导致教务人员和教师数量下降,使得 2014 年度的毛利率从 2013 年的 24.76%增长至 2014 年的 56.73%,同时,博智教育的 GMAT 班课业务在 2013 年和 2014 年的毛利率分别为 13.11%与 62.54%,一对一培训业务的这两年的毛利率分别为 36.47%与 40.43%;GMAT 班课学员人数在 50 人以下,毛利率空间较一对一培训高。启行教育的班课类型中 VIP 与小班课型合计占比较高,即使是大班课型的学生人数也在 30 人以下,因此毛利率水平与行业中的小班与一对一培训的毛利率水平相近。报告期内,启行教育考试培训的毛利率水平在博智教育一对一培训业务和 GMAT 班课业务的毛利率水平之间,与其班型特点相符。

卓越教育是 K12 课外教育辅导机构,其主营业务收入主要来源于优学项目,

优学项目分为小班辅导业务与个性化辅导业务，小班辅导课堂通常不超过 20 名学生，其班课类型与启行教育较为相似。2016 年和 2017 年度，卓越教育的毛利率分别为 41.99%和 42.28%，与启行教育考试培训业务的毛利率水平相似。

龙文教育专注于 K12 课外教育辅导的一对一服务，2014 年和 2015 年度，龙文教育的毛利率分别为 23.25%和 28.83%，由于一对一培训的毛利率较低，龙文教育的毛利率水平较启行教育考试培训业务的毛利率水平低。

综上所述，启行教育的考试培训业务以其自主研发的教材体系、教学系统和教学方法，专业与富有经验的教师队伍，完善的服务体系，在行业中树立起精品高端的教学品牌，与留学咨询业务联通形成一站式服务，通过与同行业各公司的业务发展模式和毛利率变动情况的对比分析可见，启行教育考试培训业务的毛利率水平与其业务发展模式一致，处于行业合理水平，具有合理性。

二、启行教育预测期内营业成本的明细情况及预测依据

（一）报告期内启行教育营业成本主要构成

启行教育营业成本主要由职工薪酬费用、租金及物业费、游学团费、办公费、培训费等经营成本等构成。其中主要营业成本为职工薪酬和租金及物业费，报告期内以上两项成本费用占营业成本的比重如下：

单位：万元

营业成本	2018年1-5月		2017年度		2016年度	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
职工薪酬费用	13,206.82	68.00%	32,293.44	67.36%	29,276.47	66.00%
租金及物业费	3,260.92	16.79%	7,214.30	15.05%	6,707.47	15.12%
小计	16,467.74	84.79%	39,507.74	82.41%	35,983.94	81.12%
其他成本	2,953.95	15.21%	8,434.69	17.59%	8,377.26	18.88%
营业成本合计	19,421.69	100.00%	47,942.43	100.00%	44,361.20	100.00%

由上表可知，启行教育报告期内营业成本主要构成为职工薪酬费用、租金及物业费两项，合计占比均超过80%，能够较好的反映启行教育营业成本的变动情况。

（二）两次资产评估报告预测期的毛利率变动情况

两次资产评估报告对预测期内启行教育营业成本和毛利率指标的预测情况对比如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》						
营业收入	147,198.02	167,625.99	187,272.23	206,455.26	225,325.85	241,787.27
营业成本	63,177.89	68,718.88	77,079.42	85,510.26	94,417.59	101,697.20
毛利率	57.08%	59.00%	58.84%	58.58%	58.10%	57.94%
评估值	466,700.00					
2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》						
营业收入	124,121.21	146,391.93	170,476.01	194,476.21	213,572.69	229,530.10
营业成本	49,855.12	58,191.34	67,941.31	78,422.81	86,182.46	93,031.62
毛利率	59.83%	60.25%	60.15%	59.67%	59.65%	59.47%
评估值	498,500.00					

根据 2017 年启行教育的实际经营情况、自身经营策略优化等因素，2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》预测启行教育 2018 年及之后各期的毛利率较原评估预测有一定程度的提升，主要原因有：

1、启行教育优化经营策略、提升服务及战略定位，由留学咨询服务向留学规划服务升级，进而提升了境内留学咨询业务的主要服务产品的综合业务单价；

2、积极开展与中小型留学机构等合作，发展转推荐业务，在提高经营效率的同时，能够获得更高的与向境外院校推荐学生人次相关的收入阶梯比例，进而提升留学咨询业务的整体毛利率；

3、考试培训业务成立新事业部，开展国际课程及少儿英语培训业务，同时积极与境内学校、教育部门及政府单位签约，引流合作机构资源，提升了启行教育考试培训业务获客效率，进而能够提升考试培训业务的毛利率；

4、启行教育采取事业部管理和职能部门管理相结合的矩阵式管理模式，在

总部设立留学、考试培训、学府、学游及国际课程五大事业部，统筹管理各下属机构的业务开展，随着分支机构的不断开立，规模效应将进一步显现，有助于综合毛利率的提升；

5、启行教育通过业务和服务升级并拓展合作机构，面对的客户群体数量将逐步较少，单位业务人工数量也将逐步降低所需要的员工人数减少，相应的薪酬总成本增速降低，也有助于毛利率的提升。

（三）启行教育预测期内营业成本的明细情况及预测依据

启行教育的主营业务分为留学咨询服务和考试培训业务两类，评估预测根据启行教育报告期内职工薪酬、租金及物业费等各项成本明细与收入的对应关系，对预测期内主营业务成本的预测依据如下：

1、启行教育留学咨询业务人员主要是顾问、咨询、文案等业务人员，考试培训业务人员主要是培训教师及其助理人员等，上述业务人员的成本与各项业务营业收入挂钩，所以预测期内业务人员职工薪酬的预测，根据未来各项业务收入的一定比例确定。该比例主要参考启行教育历史年度各项成本明细占营业收入的比例水平，并考虑启行教育未来招募业务人员，提高单位业务人员的能效等带来的影响确定；

2、启行教育租金及物业费是为开展经营活动而租用的房屋租赁支出，预测期内未来年度预测主要依据目前已签订的房屋租赁合同约定的租金和面积，历年市场租金水平的增幅，以及未来随业务的发展新增租赁的可能性对租赁费进行预测；

3、学游团费的预测主要参考历史学游收取的费用与实际游学团费支出比例确定；

4、对于折旧和摊销费用，主要依据评估基准日固定资产现状和企业会计政策进行预测；

5、其他经营成本随着启行教育各项业务规模的扩大而增长，考虑到历年占营业收入比例相对稳定，故主要以其成本支出占各项业务收入的一定比例进行预测，预测时上述比例参考启行教育历年实际水平确定。

根据上述预测方法并综合各项因素，2017年8月31日基准日《资产评估报告》预测期内营业成本明细数据如下表所示：

单位：万元

营业成本	2017年 9-12月E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
职工薪酬费用	17,193.91	41,679.39	44,469.14	48,865.52	54,400.66	60,364.74	65,406.92
租金及物业费	3,908.44	9,318.22	10,579.99	12,782.85	14,123.94	15,454.88	16,628.56
游学成本	131.74	4,953.55	5,448.90	6,243.53	6,847.41	7,520.94	7,761.93
折旧和摊销	407.09	997.86	1,130.51	1,265.11	1,401.07	1,537.17	1,658.43
短期项目成本	429.43	1,133.95	1,294.88	1,445.36	1,589.54	1,729.94	1,850.86
其他费用	368.37	674.98	769.09	859.07	946.59	1,032.50	1,107.25
差旅费	288.71	518.28	589.95	659.19	726.99	793.79	852.17
快递费	156.78	404.77	462.09	515.84	567.43	617.72	661.09
水电费	171.67	385.55	437.73	489.51	541.11	592.39	637.71
赞助活动费用	150.23	396.70	453.00	505.65	556.09	605.20	647.51
住宿成本	141.29	355.22	401.40	449.56	499.02	548.92	593.81
网络使用及维护	117.34	305.27	347.52	388.29	428.20	467.51	501.86
佣金和提成	139.05	359.89	409.23	457.41	504.92	551.89	593.12
教材成本	129.80	326.39	368.83	413.09	458.51	504.34	545.56
通讯费	84.63	222.22	253.46	283.02	311.57	339.50	363.69
培训费	93.78	239.78	271.95	304.22	336.59	368.89	397.54
劳务费	50.17	130.66	148.77	166.22	183.27	200.05	214.69
办公用品	29.84	77.30	87.91	98.26	108.45	118.52	127.35
境外服务成本	116.72	308.20	351.94	392.84	432.03	470.19	503.06

设备租赁费	29.11	75.59	86.01	96.12	106.04	115.82	124.38
专业咨询费	55.29	70.37	79.72	89.21	98.80	108.39	116.94
清洁安保	25.96	66.89	75.99	84.96	93.86	102.69	110.47
低值易耗品	27.52	71.00	80.68	90.20	99.63	108.97	117.20
维修费	20.87	53.47	60.67	67.86	75.05	82.22	88.56
业务招待费	14.91	38.56	43.84	49.01	54.11	59.15	63.58
装修费	1.71	4.36	4.94	5.52	6.11	6.70	7.23
会议费	6.60	9.48	10.75	12.02	13.30	14.58	15.72
合计	24,290.96	63,177.89	68,718.88	77,079.42	85,510.26	94,417.59	101,697.20
营业成本/ 营业收入	43.01%	42.92%	41.00%	41.16%	41.42%	41.90%	42.06%

2017年8月31日基准日《资产评估报告》预测期内预测期内职工薪酬费用和租金及物业费两项费用占营业成本的比重如下：

单位：

万元

营业成本	2017年 9-12月E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
职工薪酬费用	17,193.91	41,679.39	44,469.14	48,865.52	54,400.66	60,364.74	65,406.92
职工薪酬费用占营业成本比重	70.78%	65.97%	64.71%	63.40%	63.62%	63.93%	64.32%
租金及物业费	3,908.44	9,318.22	10,579.99	12,782.85	14,123.94	15,454.88	16,628.56
租金及物业费占营业成本比重	16.09%	14.75%	15.40%	16.58%	16.52%	16.37%	16.35%
其他费用	3,189.40	12,180.28	13,669.75	15,431.05	16,985.66	18,597.97	19,661.72
其他成本占营业成本比重	13.13%	19.28%	19.89%	20.02%	19.86%	19.70%	19.33%

由上表可知，预测期内营业成本主要构成中，职工薪酬费用占营业成本比重较报告期内略有下降，预测期内职工薪酬的变动趋势与启行教育的经营策略和业务发展方向相一致；租金及物业费占营业成本比重稳中有升，符合启行教育的业务规模变动和房屋租赁市场价格的一般变动情况。

考虑启行教育的预测期内毛利率变动的整体影响，以及根据启行教育经营变化对营业成本构成明细带来的影响，2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》对启行教育预测期内营业成本主要构成数据如下表所示：

单位：万元

营业成本	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
职工薪酬费用	29,276.47	32,293.44	32,203.08	37,110.79	43,225.08	49,880.15	54,384.89	58,530.83
职工薪酬费用占营业成本比重	66.00%	67.36%	64.59%	63.77%	63.62%	63.60%	63.10%	62.91%
租金及物业费	6,707.47	7,214.30	7,951.15	9,571.23	11,154.62	12,751.64	14,155.49	15,293.39
租金及物业费占营业成本比重	15.12%	15.05%	15.95%	16.45%	16.42%	16.26%	16.43%	16.44%
其他成本	8,377.26	8,434.69	9,700.89	11,509.32	13,561.61	15,791.02	17,642.08	19,207.40
其他成本占营业成本比重	18.88%	17.59%	19.46%	19.78%	19.96%	20.14%	20.47%	20.65%
营业成本合计	44,361.20	47,942.43	49,855.12	58,191.34	67,941.31	78,422.81	86,182.46	93,031.62

启行教育预测期成本构成及占比与报告期无重大差异。随着启行教育 2017 年、2018 年留学咨询业务的转型升级、境外留学咨询业务转推荐业务开展以及考培业务机构客户的拓展，预测期职工薪酬占营业成本比重逐年略有下降，租金及物业成本、其他成本占营业成本比重逐年略有上升。

三、启行教育预测期内留学咨询和考试培训业务毛利率的预测依据及可实现性

2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》对启行教育预测期内留学咨询业务和考试培训业务毛利率变动情况预测如下表所示：

毛利率	2017年9-12月E	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
留学咨询业务	61.27%	60.30%	62.88%	62.67%	62.35%	61.73%	61.56%
考试培训业务	45.58%	48.04%	48.04%	48.04%	48.04%	48.04%	48.04%
合计	56.99%	57.08%	59.00%	58.84%	58.58%	58.10%	57.94%

基于启行教育自身经营状况和业务发展情况的变化预计，2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》对启行教育预测期内留学咨询业务和考试培训业务毛利率变动情况预测如下表所示：

毛利率	2016年	2017年	2018年E	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
留学咨询业务	59.93%	61.58%	64.83%	64.54%	64.42%	63.84%	64.02%	63.86%
考试培训业务	41.97%	43.13%	42.72%	45.85%	45.85%	45.85%	45.35%	45.35%
合计	56.08%	57.47%	59.83%	60.25%	60.15%	59.67%	59.65%	59.47%

启行教育预测期毛利率与报告期无重大差异。启行教育通过优化服务产品结构、进一步提升综合业务单价、加强内部费用管控等方式提升各业务单元毛利率、有效降低期间费用增幅，增强盈利能力，启行教育2018年及2019年毛利率较报告期略有小幅上升，2019年后毛利率逐年小幅下降，毛利率变化具有合理性。

（一）启行教育报告期内留学咨询业务和考试培训业务营业成本构成对预测期毛利率的影响

报告期内启行教育的留学咨询业务和考试培训业务的营业成本构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018年1-5月		2017年度		2016年度	
	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重	金额	占营业成本比重
留学咨询业务						
职工薪酬费用	9,353.33	70.83%	23,248.12	69.05%	22,021.76	69.29%
租金及物业费	1,645.05	12.46%	3,707.26	11.01%	3,449.96	10.86%
其他成本	2,206.04	16.71%	6,711.61	19.94%	6,309.92	19.85%
合计	13,204.43	100.00%	33,666.99	100.00%	31,781.64	100.00%

考试培训业务						
职工薪酬费用	3,853.49	61.98%	9,045.32	63.36%	7,254.70	57.67%
租金及物业费	1,615.87	25.99%	3,507.05	24.57%	3,257.51	25.90%
其他成本	747.91	12.03%	1,723.08	12.07%	2,067.35	16.43%
合计	6,217.26	100.00%	14,275.44	100.00%	12,579.56	100.00%

由上表可知，与整体营业成本结构类似，启行教育留学咨询业务和考试培训业务的营业成本中，职工薪酬费用和租金及物业费占据了绝大部分比例。报告期内，职工薪酬费用和租金及物业费占留学咨询业务和考试培训业务的营业成本的比例均超过 80%，其中考试培训业务接近 90%。

就留学咨询业务而言，职工薪酬费用构成了其营业成本的主要支出，报告期内均接近 70%。2017 年以来，启行教育在注重原有签约数量规模的基础上，一方面对个人的业务服务进行逐步转型升级，提供更加全面、更有深度的一揽子服务，提高综合服务单价；另一方面，在保证单个客户的签约数量及签约规模的基础上，启行教育加大了对合作机构的拓展力度，发展出转推荐业务模式。通过业务和服务升级并拓展合作机构，启行教育所面对的客户群体数量减少，减轻了市场推广的压力，所需要的员工人数减少，相应的薪酬总成本增速降低，故而预测期内职工薪酬费用占营业收入的比例逐渐降低，具有合理性。租金及物业费也占据留学咨询业务营业成本一定比重，但留学咨询业务的开展与租赁场地直接关系不明显，业务规模的扩大并不要求租赁场地的同步增加，因此随着留学咨询业务规模的提升，租金及物业费占营业收入的比例将逐渐降低。

就考试培训业务而言，职工薪酬费用是其营业成本的重要组成部分，场地及租赁费也占据了相当重要的比例，考虑到考试培训业务规模的扩大与其职工薪酬费用和场地及租赁费关联程度较高，且该两项支出均与国民经济发展呈一定程度线性关系增长，因此预测期内，该两项营业成本支出占比营业收入相对较为稳定。

（二）启行教育报告期内留学咨询业务和考试培训业务毛利率变动情况对预测期毛利率的影响

报告期内启行教育的留学咨询业务和考试培训业务的毛利率变动情况如下表所示：

毛利率	2018 年 1-5 月	2017 年度	2016 年度
留学咨询业务	58.73%	61.58%	59.93%
考试培训业务	32.02%	43.13%	41.97%
合计	52.79%	57.47%	56.08%

报告期内，启行教育各项业务毛利率整体呈提升趋势。其中启行教育的境内留学咨询业务毛利率稳步提升，境内留学咨询业务合同的平均单价有所上升，境外留学咨询服务同步保持了较好的增长趋势。受季节性因素影响，2018 年 1-5 月为留学咨询业务的淡季，确认境内留学咨询业务以及境外留学咨询业务收入进度与全年相比有差异较大，但相关成本在全年分布相对稳定，因此 2018 年 1-5 月的毛利率相对偏低，可比性较低；2016 年至 2017 年，启行教育的考试培训业务毛利率也有所提升，但由于 2018 年 1-5 月并非考试培训业务开展的旺季，课时消耗较少，可比性较低。同时，部分新增业务在开拓初期毛利率较低，影响了考试培训业务整体的毛利率，因此考试培训业务 2018 年 1-5 月的毛利率相对偏低，未来随着整体运营效率的提升，预测期考试培训业务毛利率较报告期内有所提升具有合理性。

因此，结合启行教育报告期内的毛利率变动情况，预测期内毛利率有所提升具有合理性。

（三）启行教育留学咨询业务和考试培训业务运营参数情况对预测期毛利率的影响

报告期内，启行教育境内留学咨询业务的签约合同个数、签约金额、合同平均签约金额及收入确认金额以及考试培训业务的不同班级的学生人数、消耗课时、收入、平均课时单价等主要运营数据均取得了良好的效果，整体参数情况与毛利率变动情况相吻合。

预测期启行教育境内留学咨询业务的合同数量、综合单价、收入确认等运营参数的预测情况及合理性，请参见本回复“审核意见 25”之“五、启行教育预测期内境内留学咨询业务运营数据情况及预测依据”；境外留学咨询业务的合作机构数量、推荐学生人次、综合单价以及服务收款等运营参数的预测情况及合理性，请参见本回复“审核意见 25”之“六、启行教育预测期内境外留学咨询业

务运营数据情况及预测依据”；考试培训业务的招生人数、综合单价、课时消耗等运营参数的月情况及合理性，请参见本回复“审核意见 25”之“七、启行教育预测期内考试培训业务运营数据情况及预测依据”。

（四）未来行业发展情况对启行教育预测期留学咨询业务和考试培训业务毛利率影响情况

根据光大证券发布的教育行业研究报告，2017-2020 年留学市场预测规模分别为 3,700 亿元、4,500 亿元、5,500 亿元和 6,600 亿元，三年增长率分别为 21.62%、22.22%和 20.00%。根据 Frost&Sullivan 报告显示，中国海外留学咨询服务市场的总收入从 2012 年的 75 亿元增加到 2017 年的 165 亿元，年复合增长率为 17.1%。预计从 2017 年到 2022 年，收入将进一步增长，年复合增长率达到 14.9%；留学考培市场总收入从 2012 年的 52 亿元增加到 2017 年的 125 亿元，年复合增长率为 19.2%。预计 2017 年至 2022 年，该市场总收入将进一步增长，年复合增长率达到 16.6%，总收入达到 269 亿元。

未来行业发展情况请参见本回复审核意见 25”之“四、启行教育预测期内营业收入增长的依据及合理性”。

启行教育面临着良好的市场发展前景，为其各项业务在预测期内毛利率的提升奠定了良好的外部环境基础。

（五）启行教育同行业可比公司毛利率变动趋势对预测期留学咨询业务和考试培训业务毛利率影响情况

1、留学咨询业务

启行教育留学咨询业务与同行业可比公司/可比业务的毛利率情况如下表所示：

公司简称	时间	毛利率
新通国际 (留学规划)	2015 年度	60.39%
	2014 年度	54.82%
学美教育	2017 年度	78.66%
	2016 年度	76.30%
东西方教育	2017 年度	41.52%

	2016 年度	43.58%
博智教育 (留学服务)	2014 年度	43.25%
	2013 年度	58.10%
启行教育 (留学咨询)	2017 年度	61.58%
	2016 年度	59.93%

由上表可知，与启行教育留学咨询业务最为相近的新通国际的留学规划业务，在 2014 年度至 2015 年度的毛利率提升较快；此外，在报告期与启行教育留学咨询业务类似的学美教育毛利率亦有提升；因业务侧重点的差别东西方教育毛利率有小幅下降，博智教育由于业务体量较小导致每年的毛利率受业务线的影响较大，但这两家公司的毛利率仍保持在相对较高的水平。因此，预测期内，基于谨慎考虑启行教育的留学咨询业务的毛利率保持相对稳定具有合理性。

2、考试培训业务

启行教育考试培训业务与同行业可比公司/可比业务的毛利率情况如下表所示：

公司简称	时间	毛利率
新东方 (语言培训与备考课程)	2017 财政年度	58.73%
	2016 财政年度	58.31%
博智教育 (培训业务)	2014 年度	56.73%
	2013 年度	24.76%
卓越教育	2017 年度	42.28%
	2016 年度	41.99%
龙文教育	2015 年度	28.83%
	2014 年度	23.25%
启行教育 (考试培训)	2017 年度	43.13%
	2016 年度	41.97%

由上表可知，与启行教育考试培训业务相似的同行业可比公司/可比业务的毛利率均有不同程度的提升。因此，预测期内，启行教育的考试培训业务的毛利率变动趋势预测具有合理性。

综上所述，启行教育预测期内留学咨询业务和考试培训业务的毛利率变动趋势具有合理性和可实现性，符合谨慎性要求。

四、核查意见

经核查，评估师认为，报告期内启行教育留学咨询业务和考试培训业务毛利率水平具有合理性；启行教育预测期内营业成本的明细情况及预测依据具有合理性；启行教育留学咨询业务和考试培训业务毛利率均高于报告期水平的预测依据具有合理性和可实现性，符合谨慎性要求。

审核意见 27:

申请文件显示，报告期内，启行教育销售费用率分别为 21.24%和 19.90%，管理费用率分别为 16.27%和 16.69%。预测期内，标的资产销售费用率维持在 20.15%左右，管理费用率将由 15.40%下降至 12.53%。销售费用主要为职工薪酬、佣金和提成费用及市场推广费用，研发费用主要为职工薪酬、折旧和摊销费用及奖励和资助。请你公司：1）补充披露预测期内标的资产管理费用率较报告期内明显下降的原因，并结合管理费用构成、同行业可比公司管理费用率水平等，补充披露预测期内管理费用率水平的合理性。2）结合标的资产未来年度主营业务发展预期，市场开拓情况、佣金和提成奖励政策等，补充披露预测期内销售费用主要构成的预测依据，与未来年度收入规模的匹配性。3）以列表形式，按照成本费用归集口径，分别补充披露预测期内计入营业成本、销售费用和管理费用的员工人数、平均工资水平及薪酬总额，并对比报告期内水平、可比公司职工薪酬水平及业务运营当地居民收入水平等，进一步补充披露预测期内职工薪酬费用的充分性及与业务发展规模的匹配性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、两次资产评估报告预测期的管理费用率和销售费用率变动情况

两次资产评估报告对预测期内启行教育管理费用率和销售费用率指标的预测情况对比如下表所示:

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》						
管理费用	22,665.04	24,531.22	26,243.87	27,769.48	29,073.75	30,292.67
管理费用率	15.40%	14.63%	14.01%	13.45%	12.90%	12.53%
销售费用	29,695.53	33,787.27	37,722.42	41,564.79	45,344.58	48,641.81
销售费用率	20.17%	20.16%	20.14%	20.13%	20.12%	20.12%
管理费用率+ 销售费用率	35.57%	34.79%	34.15%	33.58%	33.02%	32.65%
评估值	466,700.00					
2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》						
管理费用	20,604.93	22,335.79	25,038.67	27,683.32	29,732.02	31,536.29
管理费用率	16.60%	15.26%	14.69%	14.23%	13.92%	13.74%
销售费用	23,422.55	27,675.13	32,447.79	37,031.71	40,701.37	43,794.26
销售费用率	18.87%	18.90%	19.03%	19.04%	19.06%	19.08%
管理费用率+ 销售费用率	35.47%	34.16%	33.72%	33.27%	32.98%	32.82%
评估值	498,500.00					

根据2017年启行教育的实际经营情况，2018年5月31日基准日《加期资产评估报告》对启行教育预测期内管理费用和销售费用的结构性预测进行了一定的调整，但预测期内管理费用率和销售费用率的合计数较2017年8月31日基准日《资产评估报告》预测情况差异较小。

二、预测期内启行教育管理费用率较报告期内明显下降的原因及合理性

（一）启行教育报告期内管理费用主要构成情况

启行教育管理费用主要包括管理人员职工薪酬费用、租金及物业费、折旧摊销、研发费用、办公费、差旅费、业务招待费、维修费和其他费用等。其中主要构成为管理人员职工薪酬费用、租金及物业费、折旧摊销等，报告期内以上费用占管理费用的比重如下：

单位：万元

项目	2018年1-5月		2017年		2016年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
职工薪酬费用	3,870.31	48.16%	10,272.97	54.61%	8,104.80	49.32%
租金及物业费	552.39	6.87%	1,264.53	6.72%	1,180.23	7.18%
折旧和摊销	2,014.63	25.07%	4,463.29	23.73%	4,109.40	25.01%
小计	6,437.33	80.10%	16,000.79	85.06%	13,394.43	81.51%
管理费用	8,036.47	100%	18,811.30	100%	16,432.19	100%
营业收入	41,141.06		112,738.33		100,995.19	
管理费用率	19.53%		16.69%		16.27%	

由上表可知，报告期内管理人员职工薪酬费用、租金及物业费、折旧摊销三项占管理费用的比重均超过 80%，是启行教育管理费用主要构成部分。此外，2018 年 1-5 月的管理费用率高于 2016 年、2017 年的管理费用率，主在原因是启行教育营业收入具有一定的季节性，其中下半年营业收入占全年的比重较高，而管理费用支出相对比较均衡，导致上半年管理费用率高于全年管理费用率。

（二）启行教育预测期内管理费用构成明细及变动合理性

2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》中启行教育预测期内管理费用构成明细如下表所示：

单位：万元

管理费用	2017年 9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
职工薪酬费用	2,085.18	10,166.67	11,183.33	12,078.00	12,802.68	13,314.79	13,847.38
租金及物业费	470.58	1,428.07	1,570.88	1,696.55	1,798.34	1,888.26	1,982.67
折旧和摊销	1,542.73	4,851.61	4,718.96	4,584.36	4,448.40	4,312.30	4,191.04
其他费用	2,538.89	6,218.70	7,058.04	7,884.96	8,720.05	9,558.40	10,271.59
合计	6,637.38	22,665.04	24,531.22	26,243.87	27,769.48	29,073.75	30,292.67

1、对启行教育管理费用中职工薪酬费用的预测，根据历史年度管理员工薪酬的涨幅，国家物价消费水平，在上年管理员工成本的基础上考虑一定增长比例确定；

2、对于租金及物业费，未来年度预测主要依据目前已签订的房屋租赁合同约定的租金和面积，历年市场租金水平的增幅，以及未来随业务的发展新增租赁的可能性进行预测；

3、对于折旧和摊销费用，主要依据评估基准日固定资产现状和企业会计政策进行预测；

4、对于研发费用、业务招待费等其他费用，一般与营业收入相关，主要依据历史年度费用占营业收入比例综合确定。对一些与营业收入关联性不强的其他管理费用，参考历史实际水平综合确定。

预测期内启行教育管理费用率逐年下降的主要原因有：占据管理费用比例较大的管理人员职工薪酬随着启行教育经营策略的调整优化，有望逐步降低，其中2018年1-5月在营业收入存在季节性因素影响的情况下降幅明显；折旧和摊销、租金及物业费等管理费用支出，其支出或分摊较为刚性，增长幅度不随收入同比增长，导致预测期内管理费用占收入比例逐年下降。

三、预测期内启行教育销售费用构成依据及销售费用率合理性

（一）启行教育报告期内销售费用主要构成情况

启行教育销售费用主要包括销售人员职工薪酬费用、市场推广费、租金及物业费、折旧摊销、佣金和提成、办公费、差旅费、业务招待费、维修费和其他费用等。其中主要构成为销售人员职工薪酬费用、市场推广费、佣金和提成，报告期内以上费用占销售费用的比重如下：

单位：万元

销售费用	2018年1-5月		2017年度		2016年度	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
职工薪酬费用	3,252.87	35.71%	7,687.86	34.27%	6,855.02	31.96%
市场推广费	4,178.87	45.88%	10,235.28	45.62%	9,992.61	46.58%

佣金和提成	963.86	10.58%	2,631.17	11.73%	2,883.18	13.44%
小计	8,395.60	92.17%	20,554.31	91.62%	19,730.81	91.98%
销售费用合计	9,109.14	100.00%	22,435.27	100.00%	21,450.47	100.00%
营业收入	41,141.06		112,738.33		100,995.19	
销售费用率	22.14%		19.90%		21.24%	

由上表可知，报告期内销售人员职工薪酬费用、市场推广费、佣金和提成三项占管理费用的比重均超过 90%，是启行教育销售费用主要构成部分。此外，2018 年 1-5 月的销售费用率高于 2016 年、2017 年的销售费用率，主在原因是启行教育营业收入具有一定的季节性，其中下半年营业收入占全年的比重较高，而销售费用支出相对比较均衡，导致 2018 年 1-5 月销售费用率高于全年销售费用率。

（二）启行教育预测期内销售费用构成明细及合理性

2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》中启行教育预测期内销售费用构成明细如下表所示：

单位：万元

销售费用	2017年 9-12月	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
职工薪酬费用	4,034.61	9,923.11	11,300.23	12,624.65	13,917.85	15,189.98	16,299.70
市场推广费	5,190.59	13,527.29	15,404.59	17,210.05	18,972.95	20,707.13	22,219.91
佣金和提成	1,803.92	3,962.60	4,512.52	5,041.40	5,557.81	6,065.81	6,508.96
其他费用	769.39	2,282.52	2,569.92	2,846.30	3,116.18	3,381.67	3,613.24
合计	11,798.50	29,695.53	33,787.27	37,722.42	41,564.79	45,344.58	48,641.81

1、对于销售人员职工薪酬费用、市场推广费用、佣金及提成等预测，考虑其费用的发生与营业收入具有相关性，预测以历史年度费用占营业收入比例综合确定；

2、对于租金及物业费，未来年度预测主要依据目前已签订的房屋租赁合同约定的租金和面积，历年市场租金水平的增幅，以及未来随收入的增长新增租赁的可能性进行预测；

3、对于折旧和摊销费用，主要依据评估基准日固定资产现状和启行教育的会计政策进行预测，其他销售费用支出则参考历史实际水平综合确定。

启行教育所处的行业为国际教育行业，根据光大证券发布的教育行业研究报告，2017-2020 年国际教育行业总预测规模（含出国前和出国后）分别为 3,700 亿元，4,500 亿元，5,500 亿元和 6,600 亿元，三年增长率分别为 21.62%、22.22% 和 20.00%。根据 Frost & Sullivan 的研究测算，我国国际教育行业中的留学咨询服务市场规模从 2012 年的 75 亿上升至 2017 年的 165 亿，年复合增长率 17.1%。预计从 2017 年到 2022 年，收入将进一步增长，年复合增长率达到 14.9%；留学考培市场总收入从 2012 年的 52 亿元增加到 2017 年的 125 亿元，年复合增长率为 19.2%。预计 2017 年至 2022 年，该市场总收入将进一步增长，年复合增长率达到 16.6%，总收入达到 269 亿元，行业整体增速较为明显。

启行教育目前已成为领先的留学咨询服务机构，并依托留学咨询等传统服务发展全面的国际教育，在业内享有卓越声誉已经建立起较为明显的声誉和品牌优势。启行教育的主营业务发展预期、市场地位和竞争力决定了其无需进行大量的增量投入市场推广来获取业务；对于业务销售费用中的职工薪酬费用和佣金和提成支出，启行教育具有明确和严格的佣金和提成奖励政策，与销售业绩直接正相关，与营业收入的匹配性较高。

启行教育对于未来销售费用的预测，是以未来营业收入为基础预测的，因此与未来年度营业收入规模具有匹配性。

四、启行教育管理费用率、销售费用率与可比公司相比的合理性

报告期完整年度内启行教育与可比公司管理费用率、销售费用率的对比情况如下表所示：

公司简称	2017 年度			2016 年度		
	管理费用	销售费用	管理费用率+	管理费用	销售费用	管理费用率+

	率	率	销售费用率	率	率	销售费用率
新通国际（注 1）	7.41%	19.13%	26.54%	6.04%	22.38%	28.52%
学美教育（注 2）	—	14.53%	—	—	18.39%	—
东西方教育	12.22%	15.59%	27.81%	13.13%	18.11%	31.24%
博智教育	24.29%	30.46%	54.75%	17.77%	35.86%	53.63%
新东方（注 3）	30.84%	12.94%	43.78%	31.86%	13.39%	45.25%
平均	18.69%	18.53%	38.22%	17.20%	21.63%	39.66%
启行教育	16.69%	21.24%	37.93%	16.27%	19.90%	36.17%

注 1、新通国际财务数据为 2014 年度和 2015 年度；

注 2、学美教育管理费用中核算了全部租赁成本，存在较大的统计口径差异，计算平均值时予以剔除；

注 3、新东方的管理费用取 general and administrative expenses。

由上表可知，由于核算口径存在不同，报告期内完整年度内启行教育管理费用率和销售费用率的整体情况与同行业可比公司相比不存在重大差异。

与启行教育主营业务结构最为类似的新通国际和东西方教育，报告期内完整年度内管理费用率和销售费用率均呈现下降趋势。预测期内，启行教育的管理费用率和销售费用率虽然由于经营效率的提升整体呈小幅下降的趋势，但仍高于新通国际和东西方教育，具有谨慎性和合理性。

五、预测期内启行教育职工薪酬费用的充分性及与业务发展规模的匹配性

（一）启行教育报告期与预测期内职工薪酬费用情况

1、报告期内启行教育计入营业成本、销售费用和管理费用的员工人数、平均工资水平及薪酬总额

启行教育的营业成本、管理费用、销售费用中与员工薪酬相关的成本费用主要包括工资、奖金提成、社会保险、住房公积金、职工福利费、工会经费等，其中主要为工资和奖金。

报告期内启行教育职工薪酬成本分配具体情况如下表所示：

项目	2018 年 1-5 月	2017 年度	2016 年度
----	--------------	---------	---------

计入营业成本			
职工薪酬费用（万元）	13,206.82	32,293.44	29,276.47
员工人数（人）	2,245	2,288	2,226
平均工资水平（万元/年）	14.12	14.11	13.15
计入销售费用			
职工薪酬费用（万元）	3,252.87	7,687.86	6,855.02
员工人数（人）	698	658	605
平均工资水平（万元/年）	11.18	11.69	11.32
计入管理费用			
职工薪酬费用（万元）	3,870.31	10,272.97	8,104.80
员工人数（人）	593	575	563
平均工资水平（万元/年）	15.65	17.87	14.39
合计			
职工薪酬费用（万元）	20,330.00	50,254.27	44,236.29
员工人数（人）	3,537	3,521	3,395
平均工资水平（万元/年）	13.80	14.27	13.03

注1、2018年1-5月的平均工资水平为年化数据。

注2、员工人数为当期每月末人数之和/当期总月份数

报告期内，启行教育的平均职工薪酬整体呈上升趋势，2018年1-5月的平均薪酬水平较2017年略低，主要原因是2018年1-5月的薪酬年化数据中未包含年终奖所致。

2、预测期内启行教育标的公司计入营业成本、销售费用和管理费用的员工人数、平均工资水平及薪酬总额

预测期内启行教育职工薪酬成本分配具体情况如下表所示：

项目	2017 年 9-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
计入营业成本							
职工薪酬费用（万元）	17,194.00	41,679.39	44,469.14	48,865.52	54,400.66	60,364.74	65,406.92
员工人数（人）	2,517	2,349	2,387	2,498	2,649	2,799	2,889
平均工资水平（万元/年）	16.44	17.74	18.63	19.56	20.54	21.56	22.64
计入销售费用							
职工薪酬费用（万元）	4,034.61	9,923.11	11,300.23	12,624.65	13,917.85	15,189.98	16,299.70
员工人数（人）	762	707	767	816	857	891	910
平均工资水平（万元/年）	13.21	14.03	14.73	15.47	16.24	17.05	17.91
计入管理费用							
职工薪酬费用（万元）	2,085.18	10,166.67	11,183.33	12,078.00	12,802.68	13,314.79	13,847.38
员工人数（人）	581	624	666	699	719	726	733
平均工资水平（万元/年）	15.86	16.30	16.79	17.29	17.81	18.34	18.89
合计							
职工薪酬费用（万元）	23,313.70	61,769.17	66,952.70	73,568.17	81,121.19	88,869.51	95,553.99
员工人数（人）	3,860	3,680	3,821	4,013	4,225	4,416	4,532
平均工资水平（万元/年）	15.77	16.78	17.52	18.33	19.20	20.12	21.08

注：2017年9-12月的平均工资水平为年化数据。

预测期内，结合启行教育的服务模式的改变、人员结构的优化并根据过往员工人数增加趋势，预测启行教育的员工人数在 2018 年小幅调整后将保持每年平稳增长。2017 年上半年度，启行教育开始逐步全面调整业务发展策略，对原有留学业务模式进行转型升级，不仅关注客户“成功留学”，更为“留学成功”做好充分的规划和准备，为学生量身定做阶段性教育规划。2018 上半年启行教育对人员结构进行持续优化，例如逐渐将分散化的文案人员集中设置文案中心、相

应调整针对低客单价产品服务的顾问、客服、营销序列人员规模，导致文案、顾问、客服、营销序列所需员工短期内将存在一定的下降。2018 年及以后随着人员结构调整完成，随着业务量的拓展，相应序列人员将随业务规模的扩大逐渐增长。启行教育的平均工资水平将同步上涨，一方面是由于整体工资水平的增高，另一方面启行教育的奖金提成与其经营业绩有关，预测期内启行教育的员工人数和职工薪酬费用的增长均随着启行教育业务规模的扩大而同步增加，具有合理性。

（二）启行教育薪酬水平与同行业公司运营当地居民收入水平的可比性

根据市场上已公开披露的信息，2016 年及 2017 年同行业可比公司职工平均薪酬水平如下表所示：

单位：万元

公司简称	2017 年度	2016 年度
新通国际	-	-
学美教育	12.93	13.50
东西方教育	9.46	7.90
博智教育	15.44	14.25
新东方	-	-
平均	12.61	11.88
启行教育	14.27	13.03

注1:保龄宝《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》未披露新通教育2016年及2017年平均薪酬水平。

注2:博智教育、学美教育和东西方数据来源于WIND资讯，由于并未披露当期的总职工薪酬，因此采用现金流量表中支付给职工以及为职工支付的现金进行近似比较；

注3：新东方年度报告未披露员工薪酬信息；

注4:启行教育员工人数=当期每月末人数之和/当期总月份数；

注5：启行教育2017年度实际平均员工年薪14.27万元，低于预测水平，与启行教育2017年以来的经营策略调整优化相符合。

由上表可见 2016 年和 2017 年行业可比公司平均工资水平为 11.88 万元/年和 12.61 万元/年，启行教育的员工平均薪酬分别为 13.03 万元/年和 14.27 万元/年。报告期内启行教育的平均工资水平均高于可比公司员工薪酬且呈增长水平，具有合理性。人力资源是教育行业的核心竞争力之一，启行教育的薪资水平在行

业内具有较高竞争力，重视高端人才的培养，人才的集聚将进一步带动公司业务良性发展。

2016 年及 2017 年，启行教育主要营业网点所在运营当地居民收入水平（年薪）如下：

单位：万元

序号	城市	2017 年度	2016 年度
1	北京地区	10.16	9.25
2	上海地区	8.56	7.80
3	深圳地区	9.91	8.95
4	广州地区	9.75	8.81
5	杭州地区	6.70	6.12
6	济南地区	7.02	6.40
7	长沙地区	8.52	8.31
8	武汉地区	7.77	7.06
平均		7.04	8.55
启行教育		14.27	13.03

注：数据来源为各地区政府网站、各地区人力资源和社会保障局、各地区统计局。

启行教育人均工资水平明显高于当地平均工资水平，主要因为人才系教育行业的关键资源，同时启行教育作为教育行业的领先企业，业绩较好，人均产值较高。

（三）预测期内启行教育职工薪酬费用充分性与业务发展规模的匹配性

预测期内，启行教育的员工人数、职工薪酬及营业收入的具体预测情况如下表所示：

单位：万元

预测期	2017 年 9-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
-----	------------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

职工薪酬费用	23,313.70	61,769.17	66,952.70	73,568.17	81,121.19	88,869.51	95,553.99
员工人数	3,860	3,680	3,821	4,013	4,225	4,416	4,532
平均工资水平	15.77	16.78	17.52	18.33	19.20	20.12	21.08
营业收入	56,481.67	147,198.02	167,625.99	187,272.23	206,455.26	225,325.85	241,787.27
职工薪酬费用占营业收入比例	41.28%	41.96%	39.94%	39.28%	39.29%	39.44%	39.52%

预测期内，启行教育职工薪酬费用增加，一方面是由于工资水平提高，近年来受宏观经济增长等因素的影响，预测未来职工薪酬有一定的涨幅；另一方面是由于员工人数增加，考虑到未来年度启行教育仍将保持较快速度的增长，预测员工数量在 2018 年小幅调整后将保持每年平稳增长，与启行教育业务发展情况相适应。启行教育员工人均薪酬高于同行业可比公司以及运营所在区域平均工资水平，且预测期内随着其经营规模的扩大，启行教育给予员工更好的薪酬福利，相应员工人均工资也有所增长。

2017 年以来，启行教育在注重原有签约数量规模的基础上，一方面对个人的业务服务进行逐步转型升级，提供更加全面、更有深度的一揽子服务，提高综合服务单价；另一方面，在保证单个客户的签约数量及签约规模的基础上，启行教育加大了对合作机构的拓展力度，发展出转推荐业务模式。通过业务和服务升级并拓展合作机构，启行教育所面对的客户群体数量减少，减轻了市场推广的压力，所需要的员工人数减少，相应的薪酬总成本增速降低，故而预测期内职工薪酬费用占营业收入的比例逐渐小幅降低，具有合理性。

因此，启行教育的职工薪酬费用的增长与其业务的发展规模相匹配且具有充分性。

六、核查意见

经核查，评估师认为，预测期内启行教育管理费率较报告期内下降的具有合理性；预测期内标的公司销售费用率具有合理性，与未来年度收入规模相匹配；启行教育员工薪酬与可比公司以及运营所在地薪资水平相比，均具有较好竞争力，与启行教育的业务发展相匹配，具有合理性。

审核意见 28:

请你公司进一步补充披露未来年度营运资金占用金额的测算过程、依据和合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、启行教育预测期营运资金测算依据及合理性

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金，如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、应收账款等所需的基本资金以及应付的款项等。

营运资金的预测，一般根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展加以调整，通过计算一个资金周转周期内营运资金周转率，确定每年企业营运资金需求量及营运资金占营业收入的比例。

启行教育提供的境内留学咨询业务和考试培训业务一般是先收款再提供服务，营业收入结算根据提供服务的进度结转确认，因此预收账款较大，受此影响造成启行教育的营运资金为负数，并且未来随着营业收入和预收账款的增长随之增加。

对未来营运资金的预测，根据启行教育报告期内营运资金占营业收入的比例、未来的经营性水平，以及同比公司的营运资金占用等因素，确定启行教育未来年度营运资金与营业收入的比例，从而预测未来年度的营运资金，并以此确定营运资金的增加额。

由于本次交易采用的《资产评估报告》（中同华评报字（2017）第 1015 号）收益法评估结果已经过期，评估机构根据启行教育截至 2018 年 5 月 31 日实际经营状况、营运资金占营业收入的比例水平，重新预测了启行教育来年度的营运资金，两次资产评估报告所采用的预测方法保持一致。

二、启行教育预测期营运资金的预测过程

启行教育报告期内营运资金构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018年5月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
最低现金保有量	6,500.00	6,500.00	6,000.00
应收账款	1,947.11	2,951.37	1,957.23
预付账款	5,443.95	4,731.32	4,352.03
其他应收款	3,545.03	3,402.03	3,224.02
存货	78.00	81.73	57.73
其他流动资产	551.87	373.19	437.07
流动资产合计①	18,066.00	18,039.60	16,028.10
应付账款	404.50	244.51	313.61
预收账款	49,283.15	52,354.34	56,632.81
应付职工薪酬	3,460.42	6,641.38	6,306.82
应交税费	2,259.41	1,103.67	744.50
其他应付款	2,015.00	2,176.81	1,968.94
流动负债合计②	57,422.50	62,520.70	65,966.70
营运资金=①-②	-39,356.50	-44,481.10	-49,938.60
营运资金/营业收入	-31.68%	-39.46%	-49.45%

注 1、上述数据已扣除非经营性资产和非经营性负债；

注 2、最低现金保有量根据启行教育每月付现成本支出估算。

报告期内启行教育营运资金占营业收入的比例分别为-49.45%、-39.46%和-31.68%。报告期内，启行教育营运资金占营业收入的比例下降，下降的主要原因是营运资金结构中的各项流动资产和流动负债的变动幅度与营业收入增长速度不一致，主要是预付账款、应交税费有较大比例的增长且应收账款有一定程度提升，同时由于经营策略的调整使得预收账款比例有所下降。

对未来营运资金的预测，主要是根据启行教育历史年度营运资金占营业收入的比例，未来的经营性水平，以及对比公司的营运资金占用等因素确定启行教育未来年度营运资金与营业收入的比例，从而预测未来年度的营运资金，并以此确

定营运资金的增加额。另外，出于谨慎性考虑，2023 年及以后年度（终值）考虑营运资金增加额为 0。

三、两次资产评估报告预测期的营运资金变动情况及对评估值的影响

以 2018 年 5 月 31 日为基准日的《加期资产评估报告》预测的营运资金占用，和以 2017 年 8 月 31 日为基准日的《资产评估报告》预测的营运资金占用对比情况如下：

单位：万元

2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》						
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营运资金占用	-57,436.87	-62,725.88	-67,268.45	-71,062.19	-74,177.59	-75,969.90
营运资金变动	-5,328.83	-5,289.01	-4,542.57	-3,793.74	-3,115.39	-1,792.31
营运资金占用 /营业收入	-39.02%	-37.42%	-35.92%	-34.42%	-32.92%	-31.42%
2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》						
项目	2018 年 6-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营运资金占用	-43,442.42	-49,041.30	-54,552.32	-59,315.24	-61,936.08	-63,120.78
营运资金变动	-5,085.91	-5,598.87	-5,511.03	-4,762.92	-2,620.84	-1,184.70
营运资金占用 /营业收入	-35.00%	-33.50%	-32.00%	-30.50%	-29.00%	-27.50%

注：折现率及折现数按 2018 年 5 月 31 日《加期资产评估报告》的数据计取。

以 2018 年 5 月 31 日为基准日的《加期资产评估报告》预测营运资金占用/主营业务收入比例较 2017 年 8 月 31 日为基准日的《资产评估报告》预测营运资金占用/主营业务收入比例有所下降，主要原因是考虑到启行教育历史年度营运资金占用/主营业务收入比例逐步下降，基于谨慎性原则，降低了预测期内营运

资金占用/主营业务收入比例。因此，营运资金占用金额的测算过程和依据具备合理性。

两次资产评估报告预测的营运资金占用变动值经折现后的金额差异情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
2017 年 8 月 31 日基准日《资产评估报告》	-5,146.06	-4,645.96	-3,540.26	-2,623.21	-1,911.22	-975.54
2018 年 5 月 31 日基准日《加期资产评估报告》	-4,911.47	-4,918.15	-4,295.03	-3,293.36	-1,607.82	-644.82
两次资产评估报告差异	-234.59	272.19	754.77	670.15	-303.40	-330.72
合计	828.40					

由上表可知，在不考虑折现的情况下，两次资产评估报告预测的营运资金占用变动对评估值的影响金额仅为 828.40 万元，占 2017 年 8 月 31 日基准日的《资产评估报告》的评估值 466,700.00 万元的比重仅为 0.18%，影响程度较小。

三、核查意见

经核查，评估师认为，启行教育营运资金占用金额的测算过程、依据具备合理性。