

北京卓信大华资产评估有限公司
关于广东天龙油墨集团股份有限公司
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
(200930 号)所涉及问题的回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2020 年 6 月 1 日发出的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(200930 号)的要求，我公司组织人员就资产评估相关问题进行了逐项落实和说明，现将具体情况汇报如下：

目录

问题十.公开披露文件显示,上市公司 2015-2016 年分别收购了煜唐联创、北京优力、北京智创等互联网广告公司,合计形成商誉 15.33 亿元。2017、2018 年年报中,因收购标的业绩下降,分别计提 5.36、9.61 亿元商誉减值准备,导致公司连续两年亏损,被实施退市风险警示,本次交易,标的公司仍为互联网广告公司。请你公司补充披露:1)本次交易备考报表编制及本次交易收益法评估中,是否已充分辨认及合理判断睿道科技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、特许经营权、合同权益等。2)大额商誉确认对上市公司未来经营业绩的可能影响。3)在所述收购的互联网广告公司业绩大幅下滑的情况下,继续收购标的资产的相关考虑,是否有利于上市公司未来发展及保护投资者利益。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	3
问题十一.申请文件显示,标的资产预计 2019 年全年营业成本为 280,140.62 万元;预计 2020 年营业成本为 263,222.13 万元。请你公司:1)补充披露标的资产 2019 年全年业绩实现情况及全年营业成本情况;2)结合 2020 年预计实现的净利润情况,补充披露 2020 年营业成本的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	29
问题十二.申请文件显示,标的资产 2017 年实现净利润 1,287 万元,2018 年度实现净利润 3,485 万元。本次交易承诺 2020-2022 年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 5,400 万元、6,000 万元、6,700 万元。请你公司:1)补充披露截至反馈回复时,标的资产 2020 年业绩实现情况。2)结合行业特点,补充披露标的资产预测期业绩持续增长的合理性;3)结合报告期标的资产经营情况、行业竞争情况、标的资产在手订单情况、长期合作客户情况及新客户开拓情况等,补充披露盈利预测的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	35
问题十三.请你公司:1)补充披露本次评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等)取值依据及合理性。2)结合市场可比交易折现率情况,补充披露折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	59
问题十四.请申请人补充披露:1)新冠肺炎疫情对标的资产近期生产经营和财务状况的影响程度,包括:具体影响面,日常订单或合同的履行是否存在障碍,2020 年一季度及上半年业务指标是否有重大变化,是否会对全年经营业绩情况产生重大影响。2)如新冠肺炎疫情对标的资产生产经营有较大或重大影响,该影响是否为暂时性或阶段性,是否已采取必要的应对措施,对标的资产持续盈利能力是否有重大不利影响。3)收益法评估预测中是否充分考虑上述情况对预测期预计营业收入、净利润等主要财务数据和交易作价的影响及其合理性。请独立财务顾问及会计师核查并发表明确意见。.....	65

问题十.公开披露文件显示，上市公司 2015-2016 年分别收购了煜唐联创、北京优力、北京智创等互联网广告公司，合计形成商誉 15.33 亿元。2017、2018 年年报中，因收购标的业绩下降，分别计提 5.36、9.61 亿元商誉减值准备，导致公司连续两年亏损，被实施退市风险警示，本次交易，标的公司仍为互联网广告公司。请你公司补充披露：1)本次交易备考报表编制及本次交易收益法评估中，是否已充分辨认及合理判断睿道科技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、特许经营权、合同权益等。2)大额商誉确认对上市公司未来经营业绩的可能影响。3)在前述收购的互联网广告公司业绩大幅下滑的情况下，继续收购标的资产的相关考虑，是否有利于上市公司未来发展及保护投资者利益。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、本次交易备考报表编制及本次交易收益法评估中，是否已充分辨认及合理判断睿道科技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、特许经营权、合同权益等。

(一)备考报表编制是否已充分辨认及合理判断睿道科技拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产

大华会计师事务所在编制本次交易备考报表时，按照资产基础法的评估值对标的资产进行了合并。

北京卓信大华资产评估有限公司(以下简称“卓信评估”)在对睿道科技按照资产基础法进行评估时，对无形资产的具体辨认和判断情

况如下:

1、专利权、专有技术、特许经营权

截至 2019 年 9 月 30 日,北京睿道网络科技有限公司(以下简称“睿道科技”、“标的资产”、“标的公司”)无相关专利权、专有技术、特许经营权。

2、销售网络、客户关系、合同权益

睿道科技在开展业务过程中,形成了较为稳定的销售网络,维持了良好的客户关系,在市场竞争中获取了较好的合同权益,但销售网络、客户关系、合同权益无法单独从睿道科技经营活动中分离出来,也无法单独为睿道科技带来经济利益。销售网络、客户关系、合同权益作为睿道科技日常生产经营活动的组成要素的一部分,与睿道科技的专业团队与经营运作相结合,无法脱离睿道科技而单独发挥其价值。

因睿道科技与主要客户之间的销售网络、客户关系、合同权益无法脱离睿道科技而单独发挥其价值,本次资产基础法评估中未考虑其销售网络、客户关系和合同权益对企业价值的影响,未将其纳入资产基础法的评估范围。

3、商标

截至 2019 年 9 月 30 日,睿道科技及下属子公司持有的商标情况如下:

序号	权利人	商标名称	图案	注册号	类号	有效期
	睿道科技	RIDDLEMEDIA		27037682	35	2019.01.07-2029.01.06

睿道科技的商标作为服务的外在表现,主要起标识作用,不单独

对睿道科技业绩产生贡献，故本次资产基础法评估中未考虑其对企业价值的影响，未将其纳入资产基础法的评估范围。

4、软件著作权

截至 2019 年 9 月 30 日，睿道科技及其子公司拥有的软件著作权情况如下：

序号	软件名称	著作权人	登记号	首次发表日	登记日期	取得方式	他项权利
1	睿驰精准营销平台 V1.0	睿道科技	2017SR208844	2016.04.15	2017.05.25	原始取得	无
2	安卓广告展示 SDK 系统 V1.0	睿道科技	2017SR164702	2016.04.15	2017.05.08	原始取得	无
3	睿驰后台管理系统 V1.0	睿道科技	2017SR201562	2016.04.15	2017.05.24	原始取得	无
4	睿道网络广告官网及淘美商城平台 V1.0	睿道科技	2017SR183139	2016.04.15	2017.05.17	原始取得	无
5	H5 自动生成系统 V1.0	睿道科技	2017SR189656	2016.04.15	2017.05.19	原始取得	无
6	淘美商城订单管理平台 V1.0	睿道科技	2017SR189687	2016.04.15	2017.05.19	原始取得	无
7	交易数据自动化处理系统 V1.0	睿道科技	2017SR312442	2017.03.09	2017.06.27	原始取得	无
8	睿驰电商订单后台系统 V1.0	睿道科技	2017SR312433	2017.03.09	2017.06.27	原始取得	无
9	社交 APP 灵魂社区软件 V1.0	睿道科技	2017SR312413	2017.03.09	2017.06.27	原始取得	无
10	睿道企业员工管理系统 V1.0	睿道科技	2017SR282799	2017.03.09	2017.06.19	原始取得	无
11	睿道网络企业 erp 平台 V1.0	睿道科技	2017SR285056	2017.03.09	2017.06.19	原始取得	无
12	睿道一站式流量采购平台 V1.0	睿道科技	2017SR285067	2017.03.09	2017.06.19	原始取得	无
13	睿道 H5 自主建站系统 V1.0	睿道科技	2017SR284795	2017.03.09	2017.06.19	原始取得	无
14	睿点大数据统计平台 V1.0	睿道科技	2017SR284813	2017.03.09	2017.06.19	原始取得	无
15	社交 APP 翠花软件 V1.0	睿道科技	2017SR282764	2017.03.09	2017.06.19	原始取得	无
16	优品创意素材库平台 V1.1	睿道科技	2018SR1043470	2018.08.08	2018.12.20	原始取得	无
17	睿投广告投放系统 V1.1	睿道科技	2018SR1044829	2018.08.02	2018.12.20	原始取得	无
18	轻易赚 App 软件 V1.1	睿道科技	2018SR1042777	2018.08.20	2018.12.20	原始取得	无
19	睿投人工智能投放系统 V1.1	睿道科技	2018SR1042766	2018.08.28	2018.12.20	原始取得	无

序号	软件名称	著作权人	登记号	首次发表日	登记日期	取得方式	他项权利
20	建站宝建站系统 V1.1	睿道科技	2018SR1041318	2018.08.15	2018.12.20	原始取得	无
21	V 米视频下单制作系统 V1.0	睿道科技	2019SR1400567	2019.03.20	2019.12.19	原始取得	无
22	V 米短视频后台管理系统 V1.0	睿道科技	2019SR1413639	2019.06.15	2019.12.23	原始取得	无
23	红富视短视频平台 V1.0	睿道科技	2019SR1399953	2019.06.29	2019.12.19	原始取得	无
24	红富视带货王视频平台 V1.0	睿道科技	2019SR1413677	2019.07.21	2019.12.23	原始取得	无
25	红富视达人订单管理系统 V1.0	睿道科技	2019SR1413645	2019.10.20	2019.12.23	原始取得	无

睿道科技的软件著作权主要为企业依托媒体供应商后台端口，根据自身管理和业务开展的实际需求，自主研发的软件作品，主要用途为对短视频下单制作，短视频后台管理、投放管理、数据分析、汇总等。睿道科技的软件著作权主要为作为业务开展的协作管理、移动互联网精准营销服务辅助、业务审批、财务业务管控和 KPI 考核指标统计等，能够提升睿道科技的业务协作水平、日常管理水平和提高公司内部各部门的协作效率，但上述软件著作权不能单独对睿道科技业绩产生贡献，故本次资产基础法评估中未考虑其对企业价值的影响，未将其纳入资产基础法的评估范围。

5、域名

截至 2019 年 9 月 30 日，睿道科技及其子公司拥有的域名情况如下：

序号	权利人	域名证书	域名	有效期限
1	睿道科技	《中国国家顶级域名证书》	51ruitou.cn	2018.05.29-2021.05.29
2	睿道科技	《中国国家顶级域名证书》	riddlemedia.cn	2014.12.28-2020.12.28

睿道科技域名作为企业对外宣传网站和部分系统访问之用，不单独对睿道科技业绩产生贡献。故本次资产基础法评估中未考虑其对企

业价值的影响，未将其纳入资产基础法的评估范围。

综上，睿道科技是一家专业的移动互联网精准营销服务商，公司专注于为客户提供移动互联网精准营销解决方案。根据业务特点，睿道科技的销售网络、客户关系、合同权益、商标、著作权和域名以企业的效果优化能力、媒体资源、综合服务能力、研发能力、人才团队、过往业绩等为基础，离开企业难以单独存在，无法识别睿道科技的销售网络、客户关系、合同权益、商标、著作权和域名等无形资产并单独计量。因而，睿道科技的销售网络、客户关系、合同权益、商标、著作权和域名在本次资产基础法评估中均未考虑其对企业价值的影响，未将其纳入资产基础法的评估范围。

因此，备考报表编制时已充分辨认及合理判断睿道科技拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。

(二)本次交易收益法评估情况

本次评估所采用的收益法是在对企业未来收益预测的基础上计算评估价值的方法，不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其协同效应的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响，也考虑了企业的行业竞争力、公司的管理水平、客户关系、人力资源、要素协同作用等因素对股东全部权益价值的影响，是对企业整体获利能力的评估。

因此，收益法的评估结果已充分反映睿道科技所拥有的无形资产，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、特许经营权、合同权益等。

综上，本次交易备考报表编制及本次交易收益法评估中，已充分辨认及合理判断睿道科技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、特许经营权、合同权益等。

二、大额商誉确认对上市公司未来经营业绩的可能影响

(一)本次交易形成的商誉金额

根据大华会计师事务所出具的大华核字[2020]005135号《备考合并财务报表审阅报告》，依据《企业会计准则第20号-企业合并》的规定，将本次交易对价与模拟购买日睿道科技可辨认净资产公允价值之间的差额确认为商誉。

在确认2018年1月1日(“模拟购买日”)睿道科技可辨认净资产公允价值时，根据公司与资产出让方签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》及其补充协议，以拟购入的睿道科技2019年9月30日(“评估基准日”)的可辨认净资产为基础，前推该评估基准日的可辨认净资产的公允价值至模拟购买日，商誉计算过程如下：

单位：万元

项目	睿道科技
合并成本	-
现金对价	8,720.00
股份对价	34,880.00
合并成本小计	43,600.00
减：取得的可辨认净资产公允价值份额	7,167.22
商誉金额	36,432.78

如上表所示，假定本次交易于 2018 年 1 月 1 日完成，本次交易新增商誉为 36,432.78 万元，占上市公司 2019 年 12 月 31 日备考报表资产总额的比例为 10.09%。

(二)可比交易案例商誉确认情况

互联网广告营销行业是典型的轻资产行业，外延式并购是行业内的公司实现快速发展的主要途径。互联网广告营销行业内的上市公司的并购活动较为活跃，并购活动导致了行业内的公司合并报表层面确认的商誉金额相对较大，占总资产的比例亦相对较高。

同行业可比交易案例商誉确认情况如下：

单位：万元、%

证券简称	标的资产	购买日	商誉	商誉/总资产
星期六	遥望网络 88.5651%股权	2019 年 2 月 28 日	130,244.98	25.37%
联创股份	鳌投网络 50.10%股权	2017 年 10 月 31 日	58,246.52	9.60%
佳云科技	微赢互动 100% 股权	2015 年 12 月 31 日	80,042.56	31.14%
	金源互动 100% 股权	2015 年 1 月 1 日	37,065.41	46.35%
科达股份	派瑞威行 100% 股权	2015 年 8 月 31 日	82,724.15	9.06%
利欧股份	万圣伟业 100% 股权	2015 年 12 月 1 日	172,430.67	20.53%
可比公司算数平均	-	-	93,459.05	17.47%
天龙集团	睿道科技 100%股权	预计 2020 年 8 月	36,432.78	10.09%

注：同行业可比交易案例总资产取值为购买日后最近定期报告数据；天龙集团总资产取值为 2019 年 12 月 31 日的天龙集团备考报表。

如上表所示，近年来互联网广告营销行业内的上市公司的并购形成的商誉金额均值为 93,459.05 万元，商誉占总资产比例的均值为 17.47%。

上市公司本次交易形成的商誉金额相对较大是互联网广告营销行业的轻资产特性所决定的，本次交易形成的商誉金额低于同行业可比交易商誉均值，本次交易形成商誉占总资产的比例亦低于同行业可比交易占比均值，本次交易确认的商誉金额合理，与同行业可比上市公司相比不存在重大差异。

本次备考报表的商誉确认假设 2018 年 1 月 1 日上市公司已经持有睿道科技 100%股权且在一个独立报告主体的基础上编制的，睿道科技 2018 年和 2019 年已分别实现净利润 3,624.02 万元和 5,168.13 万元，截至 2019 年 12 月 31 日睿道科技净资产已达 14,438.02 万元，与 2018 年 1 月 1 日相比，经审计的净资产增幅达 102.05%。截至本回复出具日，本次交易正在有序进行中，预计 2020 年 8 月完成交割，综合考虑交易完成时点和睿道科技净资产增长情况，本次交易最终按照实际交易完成时点净资产计算确认的商誉将低于 36,432.78 万元。

(三)商誉对上市公司未来经营业绩的影响

根据《企业会计准则》的规定，本次交易购买睿道科技 100%股权为非同一控制下企业合并，本次交易完成后，在上市公司合并资产负债表中将形成一定金额的商誉。根据《企业会计准则》的规定，本次交易形成的商誉不作摊销处理，但需在未来每年年度终了进行减值测试，若发生商誉减值，应将商誉减值部分计入当期损益。如果睿道科技未来经营状况未达预期，则存在商誉减值的风险。商誉减值会直

接影响上市公司的经营业绩，减少上市公司的当期利润，资产减值损失一经确认，在以后会计期间不得转回。

截至 2019 年 12 月 31 日，上市公司因本次交易在合并备考报表中确认的商誉金额为 36,432.78 万元。

睿道科技预测期业绩持续增长与我国互联网广告市场规模和移动互联网广告市场规模增长情况、互联网营销市场的新兴增长点、头部媒体平台的流量争夺态势及流量整合与导入服务需求增长情况等互联网广告营销行业发展情况及特点相符，标的资产预测期业绩持续增长有利于提高上市公司资产质量、改善上市公司财务状况和增强持续盈利能力，实现股东价值最大化，有利于上市公司未来发展及保护投资者利益。但如果睿道科技未来经营状况未达预期，上市公司合并报表层面的商誉将会面临减值的风险，将对上市公司的未来经营业绩造成一定不利影响。

上市公司因本次交易在合并报表层面形成的商誉账面价值及商誉减值对上市公司业绩影响的敏感性分析如下：

单位：万元

标的预测业绩完成情况	评估值	商誉余额	预测商誉	商誉减值	上市公司净利润影响
2019 年 9 月 30 日 评估值	43,690.00				
预测期各年净利润为 预测数据的 95%	40,950.00	36,432.78	33,782.78	2,650.00	-2,650.00
预测期各年净利润为 预测数据的 90%	38,220.00	36,432.78	31,052.78	5,380.00	-5,380.00
预测期各年净利润为 预测数据的 85%	35,480.00	36,432.78	28,312.78	8,120.00	-8,120.00
预测期各年净利润为 预测数据的 80%	32,740.00	36,432.78	25,572.78	10,860.00	-10,860.00
预测期各年净利润为 预测数据的 75%	30,000.00	36,432.78	22,832.78	13,600.00	-13,600.00
预测期各年净利润为 预测数据的 70%	27,260.00	36,432.78	20,092.78	16,340.00	-16,340.00

注：上述商誉的相关测算，基于天龙集团收购睿道科技的合并基准日 2018 年 1 月 1 日的可辨认净资产公允价值在未来保持不变的假设，最终商誉减值金额以减值测试日按照《企业会计准则》规定的减值测试程序进行测试后出具的减值测试报告载明的结果为准。

(四)上市公司应对商誉减值的措施

为应对商誉减值风险，上市公司将整合优质资源，加强业务、媒体和客户方面的合作；严格执行业绩承诺补偿及商誉减值补偿措施；注重人才培养，加强团队建设；优化子公司管控体系，在加强投后管理等方面制定了应对措施。具体措施包括：

1、加强内部整合，提升整合绩效以应对商誉减值风险

本次交易完成后，上市公司将在业务、资产、财务、机构及人员等方面对标的公司进行整合，充分发挥双方在业务、媒体资源、客户资源等方面的协同效应，促进双方协调、健康发展。在双方顺利整合的基础上，上市公司将充分利用自身资源为标的公司提供资金、管理等方面的支持，保持标的公司的持续竞争力，积极发挥标的公司的优势和提升并购后的协同效应。

2、严格执行业绩承诺补偿及商誉减值补偿措施，防范商誉减值风险带来的不利影响

根据《发行股份及支付现金购买资产协议》、《发行股份及支付现金购买资产协议之补充协议》及《业绩承诺补偿协议》，张耀宏、镇江睿览、镇江睿渥、镇江睿姿承诺标的公司的业绩如下：

标的公司 2020 年度、2021 年度、2022 年度的经审计的扣除非经常性损益前后孰低的净利润数额分别不低于 5,400.00 万元、6,000.00 万元及 6,700.00 万元。

如在承诺期内，上市公司聘请具有证券业务资格的会计师事务所对目标公司在利润补偿期各年度实现的净利润出具《专项审计(审核)报告》(以审计机构届时正式出具的报告名称为准)，确定目标公司在利润补偿期间各会计年度实际净利润与承诺净利润之差异，以此作为确定业绩承诺方应补偿现金或股份数量及具体实施之依据。若目标公司实际净利润低于承诺净利润的，则业绩承诺方应在业绩承诺期内对上市公司进行补偿。

在利润补偿期内，上市公司应在每年年度末进行商誉减值测试，由上市公司聘请具有证券业务资格的资产评估机构和会计师事务所分别对期末标的资产价值予以评估并出具《评估报告》，并进行减值测试，出具《商誉减值测试专项审核报告》(以审计机构届时正式出具的报告名称为准)。

经过商誉减值测试后，若因睿道科技 100%股权减值而计提的利润补偿期各期末商誉减值准备总额 $>$ 利润补偿期限内商誉减值已补偿股份总数 $\times$ 本次交易之股份发行价格+商誉减值现金已补偿金额总额，则业绩承诺方应向上市公司另行进行减值补偿；业绩承诺方应首先以所取得之上市公司股份进行补偿，股份不足补偿的部分，以现金补足。

3、注重人才培养，加强团队建设

上市公司将对业务人员开展企业文化和以上市公司规范运营管理为核心内容的培训，进一步加强团队建设，通过推进有效的绩效管理体系、提供多样化职业培训、持续健全人才培养制度；营造人

才快速成长与发展的良好氛围，增强员工文化认同感和规范运营意识，增强团队凝聚力，保障团队的稳定性；注重年轻管理人才的培养与发展，吸引互联网在广告营销行业资历丰富、执行力强的人才加入，对上市公司战略整合、组织整合、业务、资产、财务、机构及人员整合的落地给予强劲支撑。

4、优化子公司管控体系，进一步加强投后管理

上市公司将持续优化子公司管控体系，各子公司更加注重以客户为导向的利润考核机制，提高服务客户能力的同时，进一步优化资源整合力度、跨部门协作能力，通过创新的激励机制激发全员开拓市场的热情，巩固并提升公司行业地位。同时，上市公司进一步关注投后管理工作，通过外派董事长、董事、业务副总经理、财务负责人、行政人事负责人紧抓经营质量和控制整合风险，及早发现并解决风险苗头，维护上市公司及股东的利益。

综上，假定本次交易于 2018 年 1 月 1 日完成，本次交易新增商誉为 36,432.78 万元，本次交易正在有序进行中，预计 2020 年 8 月完成交割，综合考虑交易完成时点和睿道科技净资产增长情况，本次交易最终按照实际交易完成时点净资产计算确认的商誉将低于 36,432.78 万元；上市公司本次交易形成的商誉金额相对较大是互联网广告营销行业的轻资产特性所决定的，本次交易确认的商誉金额合理，与同行业可比上市公司相比不存在重大差异；若睿道科技未来经营状况未达预期，上市公司合并报表层面的商誉将会面临减值的风险，将对上市公司的未来经营业绩将造成一定不利影响；上市公司已

采取了有效措施应对商誉减值风险并已就商誉减值做了相关风险提示。

三、在前述收购的互联网广告公司业绩大幅下滑的情况下，继续收购标的资产的相关考虑，是否有利于上市公司未来发展及保护投资者利益

(一)此前上市公司收购的互联网广告公司经营概况

上市公司在 2014 年确立了向互联网营销业务转型的战略方向，上市公司紧抓市场契机，制定了新型发展战略——打造“双引擎”为核心、“全领域”为特色的新型传媒集团。在此战略指引下，先后收购了互联网营销产业链相关公司广州橙果、北京智创、北京优力和北京品众，四家互联网营销产业链公司各具业务特色和侧重点，综合覆盖了数字营销服务、中长尾媒体资源移动互联网营销、全媒体创新全案营销和搜索引擎营销等领域，广州橙果、北京智创、北京优力和北京品众的经营概况如下：

1、广州橙果

广州橙果为客户提供全网全程的数字营销服务，业务主要覆盖华南和华东地区，主要客户为国内大型汽车制造厂商等企业。

报告期内，广州橙果简要财务数据如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	-	28.75	117.39

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
净利润	126.43	-45.72	-1,106.01

报告期内，广州橙果因原管理层业务能力未能适应行业的持续发展变化，在全案服务行业竞争日益激烈的情况下，广州橙果核心客户逐步流失。随着营业收入的下滑，广州橙果已经不符合部分客户的投标条件，使得业务进一步流失。因广州橙果业务拓展的区域性限制，业绩持续下滑趋势难以扭转，导致经营亏损，于 2017 年大幅裁员并接近停业状态。

2、北京智创

北京智创专注于移动互联网营销，投放媒体主要为飞常准、携程旅行、蚂蜂窝等航旅类移动中长尾媒体资源，主要服务于群邑广告、瀚天星河等大中型广告公司，为奥迪、奔驰、宝马等汽车及快消品牌进行广告投放。

报告期内北京智创简要财务数据如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	8,496.19	15,866.32	19,739.95
净利润	-1,609.95	701.04	2,586.06

报告期内，北京智创营业收入分别为 19,739.95 万元、15,866.32 万元和 8,496.19 万元，净利润分别 2,586.06 万元、701.04 万元和 -1,609.95 万元，北京智创由于市场竞争加剧、媒体发展战略等原因导致业绩下滑。

3、北京优力

北京优力为广告主提供新媒体广告创意策划、活动管理执行、舆情监测、媒体发布等互联网全媒体营销服务，公司持续服务于微软、

奔驰、米其林、惠普、京东等国际大品牌客户。

报告期内，北京优力简要财务数据如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	14,508.50	18,318.91	15,056.37
净利润	1,306.39	1,263.48	1,419.97

报告期内，北京优力的营业收入分别为 15,056.37 万元、18,318.91 万元和 14,508.50 万元。2018 年较 2017 年增长 3,262.54 万元，增长率为 21.67%，2019 年较 2018 年减少 3,810.41 万元，降幅为 20.80%。净利润年度变动不大。北京优力 2018 年收入增长但净利润下降的原因主要系公司为开拓业务，增加了与部分低毛利大客户的合作。2019 年公司在对大客户“维稳拓新”的基础上，积极优化客户结构，减少了部分低毛利客户的合作，保持了较稳定的利润水平。

4、北京品众

北京品众（煜唐联创）成立以来定位于国内知名的搜索引擎营销全案代理商，提供基于大数据的整合精准营销服务，主要提供百度、360、神马等搜索竞价广告优化服务与 OPPO、VIVO、360 手机助手等手机厂商或平台分发优化服务。随着信息流广告和短视频成为市场新兴增长点，公司积极调整媒体战略，开始布局开展信息流广告业务，提升巨量引擎、腾讯等平台信息流广告业务的占比。

报告期内，北京品众主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	748,882.54	644,488.16	546,872.71
净利润	7,781.91	6,144.17	17,888.41

如上表所示，报告期内，北京品众营业收入呈持续增长趋势，分别实现营业收入 546,872.71 万元、644,488.16 万元和 748,882.54 万元；报告期内北京品众净利润分别为 17,888.41 万元、6,144.17 万元和 7,781.91 万元，因北京品众成立以来互联网营销服务侧重在搜索引擎等媒体的传统互联网广告代理业务，随着行业竞争加剧、互联网广告行业格局变化、2018 年金融行业监管政策收紧对北京品众金融行业客户的冲击、北京品众人力成本上升及投入较多资源狠抓运营管理并加强内部控制管理等，北京品众 2018 年度净利润下滑幅度较大。2019 年，北京品众在调整代理媒体发展方向、优化广告主及行业结构的情况下同时保持了收入规模的持续稳定增长，实现营业收入 748,882.54 万元，净利润亦回升至 7,781.91 万元。

未来北京品众将继续秉承全媒体大数据整合营销的理念，推进“信息流+搜索引擎+手机厂商”的多方向模式全方位发展，紧跟互联网技术和市场发展，重点发展信息流(含短视频)业务，稳定发展厂商媒体和传统搜索引擎业务，提升网服、游戏行业体量及营收份额，对金融行业营收下滑进行补充，确保整体营收依然保持理想增长，行业结构更趋稳定。

(二)继续收购标的资产的相关考虑，是否有利于上市公司未来发展及保护投资者利益

1、互联网广告营销行业发展迅速，前景向好

(1)国家相关产业政策为互联网营销行业提供了良好发展环境

2019 年，全国两会《政府工作报告》中提出，要全面推进“互联网+”，运用新技术新模式改造传统产业；打造工业互联网平台，拓展“智能+”，为制造业转型升级赋能；加快在各行业各领域推进“互联网+”，持续推动网络提速降费；发展“互联网+教育”，促进优质资源共享；2020 年，全国两会《政府工作报告》中再次指出，推动制造业升级和新兴产业发展。大幅增加制造业中长期贷款。发展工业互联网，推进智能制造。电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势。促进互联网和移动互联网行业的发展，已上升为国家战略，政策的大力支持为互联网营销行业的发展提供了良好的环境。

(2) 互联网营销行业持续增长，移动端广告渗透不断加深

得益于互联网网民增加、用户消费习惯改变及互联网营销的高效性，中国互联网营销行业发展迅速。根据艾瑞咨询 2019 年 6 月发布的《中国网络广告市场年度监测报告》，中国网络广告行业的市场规模已从 2015 年的 2,184.50 亿元增长至 2018 年的 4,844.00 亿元。从绝对值来看，中国网络广告产业生命力依然旺盛，预计在 2021 年市场规模将达到近万亿。2018 年移动互联网广告市场规模达到 3,663.00 亿元，移动互联网广告的整体市场增速远远高于网络广告市场增速。预计到 2021 年，中国移动互联网广告市场规模将达到 8,248.00 亿元，移动互联网广告在互联网广告市场的渗透率将达到 85.20%。

(3) 信息流广告和短视频是近年来互联网营销市场的新兴增长点

移动互联网营销市场发展渐趋成熟，互联网营销逐渐向内容化、原生化、跨屏化、数据化方向发展。随着搜索媒体增速放缓，以信息流广告为代表的移动互联网媒体成为市场新兴增长点。在信息流广告的市场份额中，以抖音为代表的短视频平台发展迅猛，强势锁定新生代消费主力，支持人群、兴趣、场景等多种方式，能够更好地让客户对品牌进行感知，完成推广目标。短视频新兴媒体的出现进一步丰富了营销模式，为互联网营销市场带来新的活力。

(4)字节跳动与腾讯流量争夺日益剧烈，对流量整合与导入服务的需求与日俱增

字节跳动与腾讯作为头部广告资源平台，牢牢把握用户流量入口，通过技术及产品创新不断加大了对用户使用时长的争夺，占领了大部分市场份额。根据 QuestMobile 对移动互联网各巨头独立 APP 总使用时长的统计数据，截至 2019 年 9 月，腾讯系 APP 用户总使用时长占 42.00%，远高于其他系 APP；字节跳动系 APP 用户总使用时长占 12.50%，位居第二。字节跳动系 APP 用户总使用时长由 2017 年 6 月的 3.90% 增长至 2019 年 9 月的 12.50%，逐步占领了部分腾讯系 APP 的市场份额。随着移动互联网信息流广告与短视频行业的崛起和互联网用户需求逐渐差异化，面对激烈的流量争夺，头部互联网媒体对移动互联网精准营销服务商的依赖不断加深，针对流量整合与导入服务的需求也与日俱增。

2、强化数字营销业务的互补与协同效应，提升上市公司市场竞争力

上市公司在 2014 年确立了向互联网营销业务转型的战略方向，上市公司紧抓市场契机，制定了新型发展战略——打造“双引擎”为核心、“全领域”为特色的新型传媒集团。在此战略指引下，先后收购了互联网营销产业链相关公司广州橙果、北京智创、北京优力和北京品众，四家互联网营销产业链公司各具业务特色和侧重点，综合覆盖了数字营销服务、中长尾媒体资源移动互联网营销、全媒体创新全案营销和搜索引擎营销等领域。

上市公司各子公司在业务、媒体与客户资源上可实现互利共赢，强化数字营销业务的互补与协同效应，建立起一个强大的天龙集团新媒体体系，提高上市公司市场竞争力。本次交易具体的协同效应如下：

(1)业务互补与协同

上市公司充分推进各子公司业务深度融合，已形成从 CRM、移动互联、EPR 到搜索引擎的全互联网营销产业链布局。北京品众是国内知名的搜索引擎营销全案代理商，提供基于大数据的整合精准营销服务，拥有优质的互联网资源矩阵、领先的资源采购量级。北京优力是互联网营销和社会化媒体服务的综合性广告公司，为客户提供从品牌战略端规划到线上线下全面执行的一站式营销服务。本次交易通过对标的公司的业务整合，不断强化上市公司在移动互联网媒体精准营销业务的竞争优势。标的公司在短视频行业的前瞻性布局，契合上市公司对新兴媒体业务的战略规划，夯实了上市公司数字营销业务基础，助力上市公司打造全案整合营销服务的生态体系。

(2)媒体资源互补与协同

媒体资源是互联网营销行业中的核心竞争力之一。在本次交易前，上市公司已搭建了较全面的媒体流量矩阵，拥有搜索引擎、信息流、应用分发、垂直 App 等主流互联网媒体资源，其中，搜索引擎媒体资源是上市公司业绩增长的基础。为了应对现阶段互联网营销行业搜索媒体增速放缓、信息流及短视频等新兴媒体平台蓬勃发展的趋势，上市公司积极发力信息流媒体资源库建设，与巨量引擎、腾讯为代表的信息流媒体平台进行深度合作，为广告主提供更全面、更有效的广告营销服务。睿道科技是巨量引擎的主要代理商，同时与腾讯、爱奇艺、搜狐、凤凰、新浪等主流媒体保持了良好的合作关系，具有较强的流量资源整合和运营能力。标的公司所覆盖的核心媒体资源助力上市公司拓宽媒体资源池，完善信息流媒体布局，提升竞争优势，为广告主提供更全面、有效的广告营销服务。

(3)客户资源互补与协同

上市公司凭借多年的数字营销经验，优质的互联网资源矩阵，领先的资源采购量级，适应多媒体形式的高效运营团队，领先的技术研发平台，树立了优秀的品牌影响力，持续处于互联网营销的领跑者地位。上市公司已拥有数百家 KA 客户，万家以上中小长尾客户，覆盖网络服务、游戏、金融、汽车、软件、电商、旅游、教育等多个行业，形成了良性、健康的客户结构，庞大的客户基础，保证了公司业绩稳定增长。本次交易完成后，上市公司与标的公司在客户资源、业务信息等方面可以实现共享，有助于增加双方的业务开拓能力，为客户提供更多、更全面的服务，实现客户资源方面的协同效应。

3、进一步强化互联网营销产业链布局，加速推进上市公司数字营销新型传媒集团战略实施

上市公司在 2014 年确立了向互联网营销业务转型的战略方向，近年来通过外延式并购，先后收购了广州橙果、北京智创、北京优力和北京品众等数字营销公司，成功完成了从传统制造业到以新媒体为基础的数字营销行业的转型，搭建了从 CRM(客户关系管理)移动互联网、EPR(网络公共关系管理)至 SEM(搜索引擎营销)的全产业链布局。标的公司的移动互联网精准营销与广告投放代理业务将进一步丰富和细化上市公司数字营销链条上的产品和服务。其中标的公司在短视频业务的布局与发展，与上市公司“持续发展搜索营销，重点布局信息流和厂商业务，着力提升短视频业务的市场占有率”的战略目标相契合。上市公司通过本次交易战略性地融合在媒介资源方面和客户资源方面具有竞争优势的移动营销经营性资产，继续完善数字营销业务布局，网罗相关技术人才，在上市公司层面进行整合，打造企业级的数字营销品牌。本次交易有利于上市公司在向上对接广告主过程中做到“全策划”和“全执行”，向下对接媒体资源过程中做到“全覆盖”，加强服务数字营销客户的一站式能力，以打造全案整合营销服务商。

4、继续推进公司向创新型经济转型的中长期战略发展愿景，落地战略规划

随着互联网经济的兴起和迅猛发展，纸质营销传播方式逐步向数字化转变，在营销传播产业升级的背景下，上市公司抓住营销传播市场发展的方向，2014 年上市公司确立了向互联网营销业务转型的战

略方向。上市公司把稳固原有产品市场地位，做有规模、有特色的中国互联网营销领军集团作为中长期战略发展愿景，上市公司在中长期既要促进外延推动，又要重视内生发展，既要积极横向扩张又要不断纵向深挖，建立起一个强大的天龙新媒体体系，通过集合行业内优秀的互联网营销服务公司，并加大对资源型企业的投入，投资具有影响力的广告平台和流量入口，在业内率先形成“服务+资源”的大数据整合营销平台。

上市公司在此战略指引下，先后收购了互联网营销产业链相关公司广州橙果、北京智创、北京优力和北京品众，覆盖了数字营销服务、移动营销、社会化营销和搜索引擎营销等领域，其中北京品众以搜索引擎起家，聚焦 SEM，精准推送是品众的强项，基于大数据应用为客户提供精准的营销服务，近年来北京品众开始涉足信息流广告业务，取得了一定成效，但传统的搜索引擎业务占比依然较高。

自 2014 以来上市公司确立了进入创新型经济的中长期战略转型目标后，上市公司先后收购广州橙果、北京智创、北京优力和北京品众。收购前述四家互联网营销产业链公司是上市公司排除万难转型进入新领域的坚定尝试，因互联网营销领域是上市公司初次涉足的新行业，互联网技术更新迭代很快，随着技术的更新和互联网生态的发展，互联网营销行业商业环境、商业模式和发展趋势亦处于持续变化之中，因而，上市公司践行创新型经济转型战略的过程是一个持续渐进学习的过程，同时，兼并收购具有过程复杂、不确定性高的特点，在目标选择时会遇到信息不确定等因素造成的交易前风险，在交易时要

进行复杂的价格磋商，在整合时会遇到双方企业资源整合效率过低、文化整合失败等因素造成的交易后风险等，企业的并购能力和并购经验亦是持续学习积累的螺旋上升过程，通过发挥企业在持续并购中学习效应，企业能获取更大的学习效应即从以往经历中获得的知识会带来正向学习效应。上市公司收购上述四家互联网产业链公司的过程及后续经营情况亦体现了这种并购能力和并购经验学习效应的存在，通过上述四家的收购整合，上市公司完成了在互联网营销版图的初次转型，初步实现了产业整合，形成了初具规模的互联网营销业务产业链。同时，上市公司获取宝贵的并购经验和并购能力：(1)上市公司能够识别目标公司中战略、流程、资源中的独特价值，并能维持和管理好这种价值，使其至少不贬值或不流失；(2)上市公司能确保自身拥有的资源和能力在整合过程中不会被损害，能够维持到整合后新的竞争优势发挥作用；(3)上市公司能够将拥有的资源、能力与目标公司的资源、能力进行有效整合，创造出新的超出原来两个公司的竞争优势；(4)上市公司具备了规模持续扩张下的管理能力；建立了有效的管理机制和大规模企业需具备的管理体系；形成了健全的并购事前调研勘察、论证、甄别和风险评估机制；积累了丰富的外延收购整合经验并形成了相应的制度机制；提升了股权收购后的整合管理水平和风险控制能力。

睿道科技是一家专业的移动互联网精准营销服务商，专注于信息流广告业并前瞻性的进行了短视频业务布局，媒体平台包括巨量引擎和腾讯。上市公司拥有搜索引擎、信息流、应用分发、垂直 App 等

主流互联网媒体资源，上市公司本次交易是继续推进集合行业内优秀的互联网营销服务公司，并加大对资源型企业的投入，投资具有影响力的广告平台和流量入口的中长期战略规划的重要举措。

因此，收购标的资产是继续推进公司向创新型经济转型的中长期战略发展愿景，落地中长期战略规划的举措，延续了上市公司进入互联网营销领域的中长期战略规划，形成各个互联网营销子公司的业务相互联系，通过相互协同的子公司创造规模效应，打造上市公司互联网营销新版图。

5、提高上市公司收入规模和盈利水平，提升上市公司价值

睿道科技是一家专业的移动互联网精准营销服务商，公司专注于为客户提供移动互联网精准营销解决方案。经过多年的发展，睿道科技储备了丰富且优质的头部互联网流量资源，构建了多层次、多样化的流量资源池，具有较强的流量资源整合和运营能力，可以为客户提供多样化的营销服务，盈利能力较强。

本次交易完成后，上市公司在数字营销的业务布局将进一步完善，优化短视频业务布局并提升市场占有率，为业务资源深度整合形成协同效应打下坚实基础。上市公司未来在整合各子公司业务的基础上，将朝着全案整合营销服务商的数字营销业务策略方向发展，以期保持整体竞争力与可持续发展能力，提高上市公司收入规模和盈利水平，提升上市公司价值。

综上，本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善上市公司财务状况和增强持续盈利能力，实现股东价值最大化，有利于上市公司

未来发展及保护投资者利益。

四、核查意见

经核查，评估师认为：

本次交易备考报表编制及本次交易收益法评估中，已充分辨认及合理判断睿道科技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、特许经营权、合同权益等。假定本次交易于 2018 年 1 月 1 日完成，本次交易新增商誉为 36,432.78 万元，本次交易正在有序进行中，预计 2020 年 8 月完成交割，综合考虑交易完成时点和睿道科技净资产增长情况，本次交易最终按照实际交易完成时点净资产计算确认的商誉将低于 36,432.78 万元；上市公司本次交易形成的商誉金额相对较大是互联网广告营销行业的轻资产特性所决定的，本次交易确认的商誉金额合理，与同行业可比上市公司相比不存在重大差异；若睿道科技未来经营状况未达预期，上市公司合并报表层面的商誉将会面临减值的风险，将对上市公司的未来经营业绩将造成不利影响；上市公司已采取了有效措施应对商誉减值风险并已就商誉减值做了相关风险提示。互联网广告营销行业发展迅速，前景向好，本次能够强化数字营销业务的互补与协同效应，提升上市公司市场竞争力，本次交易是继续推进公司向创新型经济转型的中长期战略发展愿景，落地战略规划的战略举措，有利于提高上市公司资产质量、改善上市公司财务状况和增强持续盈利能力，实现股东价值最大化，有利于上市公司未来

发展及保护投资者利益。

问题十一.申请文件显示,标的资产预计 2019 年全年营业成本为 280,140.62 万元;预计 2020 年营业成本为 263,222.13 万元。请你公司: 1)补充披露标的资产 2019 年全年业绩实现情况及全年营业成本情况; 2)结合 2020 年预计实现的净利润情况,补充披露 2020 年营业成本的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、补充披露标的资产 2019 年全年业绩实现情况及全年营业成本情况。

标的资产 2019 年全年业绩实现情况及全年营业成本情况如下:

单位: 万元

项目	2019 年(预测数)	2019 年(完成数)	差异额	完成率
营业收入	293,041.17	293,041.64	0.47	100.00%
营业成本	280,140.63	280,641.08	500.45	100.18%
净利润	5,481.88	5,168.13	-313.75	94.28%

如上表所示, 2019 年睿道科技实现营业收入 293,041.64 万元, 实际发生营业成本 280,641.08 万元, 实现净利润 5,168.13 万元, 营业收入、营业成本和净利润分别完成预测数的 100%、100.18%和 94.28%, 2019 年睿道科技实际发生的营业成本和实现的净利润与预测数存在微小差异, 主要原因系 2019 年睿道科技从部分媒体获取的实际年度返点略低于预测数, 使得全年实际营业成本高于预测营业成本 500.45 万元, 相应的全年净利润低于预测净利润 313.75 万元。因媒体年度返点通常由媒体结合其当年的代理商管理政策、互联网广告营销服务提供商的整个年度的任务完成率和收入增长比等方面的综合因素于次年统一评定, 预测数与实际获得数存在一定差异属于正常

现象。

二、结合 2020 年预计实现的净利润情况，补充披露 2020 年营业成本的合理性

(一)2020 年预计实现的净利润情况

睿道科技 2020 年预计实现的净利润情况及与 2019 年对比情况如下：

单位：万元

项目	2019 年实现数	2020 年预测数	变动金额
营业收入	293,041.64	276,836.05	-16,205.59
营业成本	280,641.08	263,222.13	-17,418.95
毛利率	4.23%	4.92%	0.69%
净利润	5,168.13	5,909.74	741.61

如上表所示，睿道科技 2020 年预计实现营业收入 276,836.05 万元、预计发生营业成本 263,222.13 万元、预计实现净利润 5,909.74 万元。与 2019 年相比，睿道科技 2020 年预计实现营业收入较上年减少 16,205.59 万元，预计营业成本较上年下降 17,418.95 万元，预计实现净利润较上年增加 741.61 万元。

睿道科技 2020 年预计营业收入和营业成本较 2019 年均同步下降，但预计净利润较 2019 年有所上升，主要是因为睿道科技 2020 年预测的毛利率上升 0.69%所致。睿道科技 2020 年预测毛利率上升的主要原因为睿道科技与腾讯合作模式发生变化。

(二)2020 年营业成本的合理性

睿道科技 2020 年预测营业成本较 2019 年营业成本下降 17,418.95 万元，具体分媒体列示的营业成本变动情况如下表：

单位：万元

项目	巨量引擎	腾讯	搜狐及其他媒体	合计
2019 年营业成本	212,570.71	56,650.68	11,419.69	280,641.08
毛利率	5.48%	-1.68%	8.09%	4.23%
2020 年营业成本	236,747.33	15,779.13	10,695.67	263,222.13
毛利率	4.88%	3.39%	7.82%	4.92%
毛利率差异率	0.60%	-5.07%	0.27%	-0.69%
毛利率波动影响成本	1,482.08	-827.85	31.53	685.77
预测收入增长率	10.68%	-70.69%	-6.62%	-5.53%
收入增长影响成本	22,694.54	-40,043.70	-755.55	-18,104.71
成本差异合计	24,176.61	-40,871.55	-724.01	-17,418.95

注：营业成本指主营业务成本。

睿道科技 2020 年预测营业成本分媒体变动分析如下：

1、2020 年巨量引擎系营业成本合理性

2020 年睿道科技预测巨量引擎系媒体营业成本较 2019 年营业成本增加 24,176.61 万元。其中，预测收入增加使得营业成本同步增加 22,694.54 万元，预测毛利率下降导致营业成本增加 1,482.08 万元。

2020 年预测巨量引擎收入增长率为 10.68%，主要是综合考虑媒体自身增长、睿道头部媒体聚焦战略、疫情影响等因素的影响，同时，基于预测的谨慎性，结合同行业可比公司毛利率变化趋势和睿道科技的毛利率变化趋势，2020 年巨量引擎预测毛利率较 2019 年下降了 0.60%，2020 年巨量引擎预测毛利较 2019 年降低了 1.35%，预测具备合理性。

2、2020 年腾讯系营业成本合理性

2020 年睿道科技预测腾讯系媒体的营业成本较 2019 年营业成本下降 40,871.55 万元，其中，预测收入降低使得营业成本下降 40,043.70

万元，预测毛利率上升促使营业成本下降 827.85 万元。

2020 年睿道科技预测腾讯系媒体营业收入和营业成本同步下降的原因：

睿道科技与腾讯的业务合作主要分为直接投放与渠道代理投放两种方式。自 2017 年开始，睿道科技成为腾讯的广告代理商，直接与腾讯开展业务合作。公司基于自身战略选择和竞争优势，结合头部媒体平台间的战略定位及返利政策，2019 年下半年逐步减少了直接与腾讯合作的业务规模，主要通过腾讯的其他直接代理商进行投放，以满足广告主的广告投放需求，根据腾讯的返点政策和睿道科技与腾讯签署的合作协议，在睿道科技与腾讯直接发生业务规模未能达到相应指标时，睿道科技将不能获取腾讯年度返点，由于前期给予客户的返点已经付出，在未能获得腾讯年度返点的情况下，睿道科技在腾讯的广告投放将呈亏损状态，使得 2019 年睿道科技在腾讯的广告投放呈亏损状况。

因睿道科技未来与腾讯的业务将通过渠道代理投放的方式开展，在渠道代理投放方式下，睿道科技将不在承担相应的年度业务规模压力，将专注于精准营销服务，故本次评估未来预测未考虑腾讯的投放代理服务收入及成本，相应的使得 2020 年睿道科技预测腾讯系媒体营业收入和营业成本同步下降，同时，因睿道科技在渠道代理投放方式下毛利率的回升，相应的影响 2020 年预测营业成本下降 827.85 万元。

上述预测与睿道科技目前的经营战略和经营实际相符，预测合

理。

3、2020 年搜狐及其他媒体营业成本合理性

2020 年睿道科技搜狐及其他媒体预测营业成本较 2019 年营业成本下降 724.02 万元，主要是因为搜狐及其他媒体的营业收入下降导致。由于睿道科技搜狐及其他媒体的销售收入占比相对较少，且 2020 年预测数与 2019 年实际数差异较小，睿道科技对该类媒体的战略未发生变化的情况下，反映了该类媒体的正常状况，该预测具备合理性。

综上，基于睿道科技自身战略选择和竞争优势，睿道科技与腾讯系媒体的合作方式由直接代理调整为通过渠道代理投放，在渠道代理投放方式下，睿道科技将不在承担相应的年度业务规模压力，将专注于精准营销服务，故本次评估未来预测未考虑腾讯的投放代理服务收入及成本，相应的使得 2020 年睿道科技预测腾讯系媒体营业收入和营业成本同步下降，同时，2020 年睿道科技与腾讯系媒体通过渠道代理商进行业务合作，2019 年在直接投放模式下由于未能完成年度业务规模而不能获取腾讯年度返点导致亏损的情形在 2020 年将不会出现，因而 2020 年睿道科技在腾讯系媒体的投放规模虽有所下降，但毛利率上升，使得 2020 年预测收入成本同步下降的同时，净利润上升。因此，2020 年睿道科技营业成本预测合理。

三、核查意见

经核查，评估师认为：

结合睿道科技 2020 年预计实现的净利润情况，睿道科技 2020 年

营业成本预测具备合理性。

问题十二.申请文件显示，标的资产 2017 年实现净利润 1,287 万元，2018 年度实现净利润 3,485 万元。本次交易承诺 2020-2022 年扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 5,400 万元、6,000 万元、6,700 万元。请你公司：1)补充披露截至反馈回复时，标的资产 2020 年业绩实现情况。2)结合行业特点，补充披露标的资产预测期业绩持续增长的合理性；3)结合报告期标的资产经营情况、行业竞争情况、标的资产在手订单情况、长期合作客户情况及新客户开拓情况等，补充披露盈利预测的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、补充披露截至反馈回复时，标的资产 2020 年业绩实现情况

标的资产 2020 年 1-5 月业绩实现情况如下：

单位：万元

项目/期间	2020 年 1-5 月 (未经审计)	2020 年度 (预测)	2020 年 1-5 月占 全年比重
营业收入	89,411.33	276,836.05	32.30%
扣非净利润	1,829.80	5,400.00	33.89%

如上表所示，根据未经审计的财务报表，标的资产 2020 年 1-5 月实现的营业收入为 89,411.33 万元，实现的扣非净利润为 1,829.80 万元，2020 年 1-5 月实现的扣非净利润占 2020 年度预测净利润的比例为 33.89%。同时，互联网营销行业存在一定的季节性，通常一季度为制定营销战略及预算的重要阶段，因此在营销投放规模上有所控制，随着广告主年度营销预算的确定，广告的投放量逐渐增加，主要表现在下半年的业绩收入通常好于上半年。标的资产 2019 年全年实现净利润 5,168.13 万元，2019 年 1-5 月实现扣非净利润 1,610.32 万元，占 2019 年净利润的比例为 31.16%，标的资产 2020 年 1-5 月实现净利

润占全年的比例与 2019 年 1-5 月占比情况较为接近。

因此，标的资产 2020 年 1-5 月业绩实现情况向好，实现的扣非净利润为 1,829.80 万元，2020 年 1-5 月实现的扣非净利润占 2020 年度预测净利润的比例为 33.89%，结合标的资产所在的互联网营销行业存在一定的季节性，及 2019 年 1-5 月净利润实现情况，预计 2020 年度实现的扣非净利润将不低于 5,400.00 万元，2020 年盈利预测具有较为确定的可实现性。

二、结合行业特点，补充披露标的资产预测期业绩持续增长的合理性

标的资产属于移动互联网广告营销行业，专注于为客户提供移动互联网精准营销服务，包括创意制作、精准投放、效果优化等移动互联网精准营销服务与移动互联网广告投放代理服务。标的资产报告期的主要媒体为巨量引擎和腾讯，侧重于移动互联网广告中的信息流广告业务。

互联网营销是基于互联网平台，利用信息技术与工具满足公司与客户之间交换概念、产品及服务的过程，通过在线活动创造、宣传、传递客户价值，并对客户关系进行管理，以达到一定营销目的的新型营销活动。

随着互联网的快速发展，互联网广告在整体广告市场所占比重迅速提升。进一步，互联网广告市场的增长，也带动了互联网营销行业的发展。互联网广告营销行业发展情况及特点如下：

(一)互联网营销行业持续增长，移动端广告渗透不断加深，行业发展趋势向好

得益于互联网网民增加、用户消费习惯改变及互联网营销的高效性，中国互联网营销行业发展迅速。根据艾瑞咨询 2019 年 6 月发布的《中国网络广告市场年度监测报告》，中国网络广告行业的市场规模已从 2015 年的 2,184.50 亿元增长至 2018 年的 4,844.00 亿元。从绝对值来看，中国网络广告产业生命力依然旺盛，预计在 2021 年市场规模将达到近万亿。



数据来源：艾瑞咨询 2019 年 6 月《中国网络广告市场年度监测报告》

随着移动互联网技术不断发展、移动互联网基础设施快速普及、网络带宽不断提升以及智能手机等互联网移动终端的不断普及，我国移动互联网行业在近几年呈现了爆发式增长，大量互联网用户从 PC 端向移动端转移，移动互联网广告市场增速可观。2018 年移动互联网广告市场规模达到 3,663.00 亿元，移动互联网广告的整体市场增速远远高于网络广告市场增速。预计到 2021 年，中国移动互联网广告

市场规模将达到 8,248.00 亿元，移动互联网广告在互联网广告市场的渗透率将达到 85.20%。

综上，互联网营销行业在未来将保持持续增长态势，移动互联网营销市场广阔，广告主需求旺盛。互联网营销行业总体上不存在市场萎缩或剧烈波动的情况，发展趋势向好。

(二)互联网媒体营销形式不断更新，信息流广告和短视频是近年来市场的新兴增长点

信息技术的发展是互联网营销行业发展的核心推动力，直接促进了互联网媒体营销形式、营销内容、投放策略及媒体资源的变革，使得互联网营销逐渐向内容化、原生化、跨屏化、数据化方向发展，互联网营销行业内媒体趋势不断变化。

在互联网营销发展初期阶段，广告承载媒体为以文字和图片为主的网站，门户网站迅速发展壮大。在互联网营销发展中期阶段，凭借丰富的网络资源及互联网用户习惯的养成，搜索关键词网络广告应运而生。但随着智能手机的普及、大数据及人工智能技术的应用，移动互联网逐渐进入繁荣时代，搜索媒体增速逐渐放缓，以信息流广告为代表的移动互联网媒体成为市场新兴增长点。基于大数据算法推荐的信息流广告，突破了传统广告位的空间限制，其原生的展现形式、精准的用户触达提升了广告转化效率，更有助于广告主的品牌传播。根据艾瑞咨询 2019 年 4 月发布的《中国信息流潜力市场展望报告》，预计 2020 年信息流广告市场仍将保持 45.00%以上的增长率，规模将

超过 2,500.00 亿元。字节跳动、腾讯等头部媒体作为流量领先的广告资源平台，汇集了大量的流量资源，产品形式更加多样化、场景化、生活化，进一步推动了信息流广告市场的发展。

根据艾瑞咨询 2019 年 6 月发布的《中国网络广告市场年度监测报告》，行业市场规模历史增长率与预测增长率如下：

增长率	2017 年	2018 年	2019 年 e	2020 年 e	2021 年 e
中国网络广告市场规模	30.00%	29.20%	29.10%	26.60%	22.30%
中国移动网络广告市场规模	45.67%	43.67%	40.08%	28.70%	24.90%
信息流广告规模	91.50%	58.30%	58.20%	47.10%	36.50%

在信息流广告的市场份额中，以抖音为代表的短视频平台发展迅猛，强势锁定新生代消费主力，支持人群、兴趣、场景等多种方式，能够更好地让客户对品牌进行感知，完成推广目标。同时，配合直播内容营销，广告在短视频信息流和播放流中得以充分展现，有效触达目标用户。根据极数 2020 年 2 月发布的《2019 年中国短视频行业发展趋势报告》，2019 年 12 月，短视频行业总体月活跃用户数为 8.07 亿，用户日均启动短视频 APP 达 26.1 亿次。短视频新兴媒体的出现进一步丰富了营销模式，为互联网营销市场带来新的活力。

综上，从行业内部来看，互联网媒体营销形式随着信息技术发展不断更新，呈现由门户网站到搜索媒体再到信息流媒体的发展趋势，广告类型也由文字和图片形式转变为短视频形式，互联网营销行业内部媒体平台的影响力趋势也逐渐发生变化，未来以巨量引擎为主的短视频信息流平台将成为广告主更加青睐的广告投放平台。

(三)字节跳动与腾讯流量争夺日益剧烈，对流量整合与导入服务的需求与日俱增

字节跳动与腾讯作为头部广告资源平台，牢牢把握用户流量入口，通过技术及产品创新不断加大了对用户使用时长的争夺，占领了大部分市场份额。字节跳动以基于数据挖掘的算法技术为核心驱动，从资讯分发、内容分发做起，踩准短视频流量爆发的风口，在短视频领域打造了“抖音+火山小视频+西瓜视频”的差异化产品矩阵，逐渐形成了“资讯分发+内容社区+短视频”的核心业务布局。腾讯依靠QQ和微信建立起来的海量用户优势，深耕社交与泛娱乐领域，提供娱乐、通讯、资讯等全方位服务，拥有庞大的互联网服务生态体系，占领了移动互联网端的各主要细分市场，实现流量的全覆盖。根据QuestMobile对移动互联网各巨头独立APP总使用时长的统计数据，截至2019年9月，腾讯系APP用户总使用时长占42.00%，远高于其他系APP；字节跳动系APP用户总使用时长占12.50%，位居第二。字节跳动系APP用户总使用时长由2017年6月的3.90%增长至2019年9月的12.50%，逐步占领了部分腾讯系APP的市场份额。随着移动互联网信息流广告与短视频行业的崛起和互联网用户需求逐渐差异化，面对激烈的流量争夺，头部互联网媒体对移动互联网精准营销服务商的依赖不断加深，针对流量整合与导入服务的需求也与日俱增。

移动互联网各巨头独立APP总使用时长占比



资料来源：QuestMobile

头部互联网媒体平台牢牢把握了用户流量入口，通过技术及产品创新不断加大了对用户使用时长的争夺，占领了绝大部分市场份额，与此同时各媒体平台的广告收入也进一步增长。2017年至2019年主要互联网媒体平台广告业务业绩情况如下：

单位：亿元

媒体平台广告收入	2019 年度	2018 年度	2017 年度
阿里巴巴	1,746.09	1,385.58	1,083.78
字节跳动	1,200.00	500.00	150.00
百度	780.93	819.12	731.46
腾讯	683.77	580.79	404.39
新浪	120.21	118.70	88.45

数据来源：字节跳动，中信证券《字节跳动：离千亿美元估值还有多远》及兴业证券《互联网广告向核心媒体集中，广告中间商尽享变革红利》，数据未经审计；其他媒体平台，上市公司定期报告，其中新浪广告收入为经汇率换算所得。

如上表所示，报告期内阿里巴巴广告收入稳居第一位，字节跳动在近三年内广告收入大幅增长，年均复合增长率达 182.84%。截至 2019 年末，字节跳动以 1,200.00 亿元的预计广告收入跃居第二位，与阿里巴巴的广告收入差距正逐渐缩小。字节跳动近年来以基于数据

挖掘的算法技术为核心驱动，从资讯分发、内容分发做起，踩准短视频流量爆发的风口，在短视频领域打造了“抖音+火山小视频+西瓜视频”的差异化产品矩阵，逐渐形成了“资讯分发+内容社区+短视频”的核心业务布局，呈现了巨大的发展潜力，发展势头强劲。

(四)互联网营销行业存在一定程度的宏观经济相关性和季节性

互联网营销行业与整体宏观经济发展存在一定程度的相关性。由于宏观经济存在周期，互联网营销行业亦存在一定程度的周期性。宏观经济发展形势较好时，社会消费能力较强，广告主会增加营销投入力度，促进互联网营销行业市场规模的快速增长。宏观经济发展放缓时，受社会消费需求减弱的影响，广告主会相应削减营销投入，互联网营销行业市场规模增长减缓。

在传统电视媒体、纸媒体时代，信息传递是单向的，用户在使用线下传统媒体的过程中，会受到一定的时间约束性和空间限制性。但网络传媒的灵活性和机动性突破了时间和空间的限制，可以提供全天候不间断的网上营销信息发布、网上产品展示、互动交流的平台，进一步优化媒体资源的调配，信息传递更具互动性，用户覆盖区域更广。因此，相较于传统行业，互联网营销行业市场更为广阔，受宏观经济影响相对有限。

与此同时，互联网营销行业存在一定的季节性变化，主要表现在下半年的业绩收入通常好于上半年。主要原因为一季度为广告主制定营销战略及预算的重要阶段，因此在营销投放规模上有所控制。随着

广告主年度营销预算的确定,广告的投放量逐渐增加,就上半年而言,通常二季度的营销投放量占上半年的比重较高。下半年营销投放量大幅增长,且第四季度是互联网营销的传统旺季。一方面,接近年终,众多商家为了突击全年销售额相应增加广告投入和促销活动;另一方面,受中秋节、国庆节、双 11、双 12、圣诞节、元旦节等节日因素影响,广告主会产生大量的营销活动。

综上,互联网营销行业虽然与宏观经济发展相关,存在一定的季节性,但网络传媒的灵活性和机动性突破了时间和空间的限制,相较于传统行业,互联网营销行业市场更为广阔,受宏观经济影响相对有限。

(五)互联网营销行业内部竞争不断加剧,对代理商营销服务能力要求与日俱增

与传统营销行业的市场竞争格局不同,较低的进入门槛导致互联网营销行业内企业业务模式多样,数量众多,竞争的市场化程度较高,竞争日趋激烈。

近年来,互联网营销市场朝向两极分化的格局转变。不同产品类型寡头媒体的崛起导致各营销服务商均把资源向巨头媒体倾斜,各大营销服务商迅速瓜分头部媒体资源导致行业剩余发展空间下降;另外,针对某一个领域的垂直媒体新兴创意服务创业公司大量增多,更加造成了服务商之间行业竞争加剧。

互联网媒体资源的多样性和互联网用户需求的差异性导致广告

主对各类互联网媒体投放价值的判断难度进一步增加，从而更加依赖互联网营销服务商。随着互联网营销市场逐渐步入存量时代，竞争的升级使得代理商需要在商业模式和用户需求满足上做出更为精细化、人性化的创新，对代理商的营销服务能力要求与日俱增。

在这一背景下，对致力于发展成为行业龙头的互联网营销领先企业而言，既要准确把握行业和技术发展趋势、深刻理解互联网媒体的特性、熟悉互联网用户的行为习惯，又要拥有为客户提供综合营销解决方案的能力，互联网精准营销服务商是行业内领先企业发展的方向。互联网营销服务商需要持续进行资源整合，顺应行业发展趋势，充分发挥各自拥有的包括策略和创意的内容优势、数字平台技术优势、独特的媒体资源优势，形成核心竞争力，在稳固自身优势的前提下不断打造新的增长点，以获得更好的发展空间。

综上，伴随着我国网民数量持续增加，手机网民占比逐渐提升，我国互联网广告市场规模和移动互联网广告市场规模不断扩大；同时，信息流广告和短视频广告成为互联网营销市场的新兴增长点，字节跳动与腾讯在信息流和短视频领域的争夺日益剧烈，相应的头部媒体平台对流量整合与导入服务的需求与日俱增；互联网营销行业虽然与宏观经济发展相关，存在一定的季节性，但移动网络传媒的灵活性和机动性突破了时间和空间的限制，相较于传统行业，移动互联网营销行业市场更为广阔，受宏观经济影响较为有限；互联网营销行业内部竞争不断加剧，对代理商营销服务能力要求与日俱增，亦为具备竞争优势的代理商带来机遇。标的资产专注于为客户提供移动互联网精

准营销服务，其中，信息流广告业务为标的资产的业务重心，标的资产预测期业绩持续增长与我国互联网广告市场规模和移动互联网广告市场规模增长情况、互联网营销市场的新兴增长点、头部媒体平台的流量争夺态势及流量整合与导入服务需求增长情况等互联网广告营销行业发展情况及特点相符，标的资产预测期业绩持续增长具备合理性。

三、结合报告期标的资产经营情况、行业竞争情况、标的资产在手订单情况、长期合作客户情况及新客户开拓情况等，补充披露盈利预测的可实现性

(一)报告期标的资产经营情况

报告期内，标的资产经营情况如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	293,041.64	263,073.43	68,799.69
利润总额	6,522.02	4,478.61	1,692.53
净利润	5,168.13	3,624.02	1,361.64

报告期内，睿道科技业务发展良好，业绩增长趋势向好。报告期内睿道科技实现营业收入 68,799.69 万元、263,073.43 万元和 293,041.64 万元，2018 年营业收入较上年度增长 282.38%，2019 年营业收入较上年增长 11.39%；报告期内睿道科技实现净利润 1,361.64 万元、3,624.02 万元和 5,168.13 万元，2018 年净利润较上年度增长 166.15%，2019 年净利润较上年增长 42.61%。

(二)行业竞争情况

1、行业供求状况

从需求端来看，随着国家产业政策对互联网高精化发展的大力支持以及移动广告市场本身爆发式增长，移动互联网精准营销服务凭借着对主流消费人群卓越的触达能力以及显著高于传统媒体的精准化程度已然成为各种类型广告主预算配置最为核心的投放渠道。不论是对于主要定位品牌建设的大型成熟品牌企业(建设品牌知名度、品牌形象和强化购买意愿)，还是定位于高效转化的效果类广告主(如游戏商、电商和婚庆摄影服务商等)，移动数字媒体已经成为其首选的广告投放渠道，广告投放需求保持高速增长。

从供给端来看，互联网营销行业市场化程度较高，行业内企业众多，巨大的发展空间使得很多创新团队和新兴公司不断涌入。近年来随着行业并购速度的加快，行业集中度有一定程度的提升，但行业整体竞争较为充分。市场上主要存在两种类型的企业：一类为产品类企业，专注于自身产品经营，通过创意性产品来集聚流量，或通过直接投资的方式来获取富有发展潜力的新媒体资源；另一类为平台类企业，通过搭建移动广告平台整合广告主和媒体资源，进行广告投放的交易撮合，借助于专业化精准投放来实现广告效果的提升。无论是产品类企业还是平台类企业，在面对激烈的市场竞争情况下，都需要持续进行资源整合，在稳固自身优势的前提下不断打造新的增长点，以获得更好的发展空间。

2、行业竞争及集中度情况

(1)行业竞争格局

与传统营销行业的市场竞争格局不同，较低的进入门槛导致互联网营销行业内企业业务模式多样，数量众多，竞争的市场化程度较高，竞争日趋激烈。

近年来，互联网营销市场朝向两极分化的格局转变。不同产品类型寡头媒体的崛起导致各营销服务商均把资源向巨头媒体倾斜，各大营销服务商迅速瓜分头部媒体资源导致行业剩余发展空间下降；另外，针对某一个领域的垂直媒体新兴创意服务创业公司大量增多，也造成了服务商之间行业竞争加剧。

随着行业竞争的加剧，各家互联网营销服务商基于各自拥有的包括策略和创意的内容优势、数字平台技术优势、独特的媒体资源优势等展开激烈行业竞争，整个行业市场化程度较高。

(2)行业集中度

互联网营销行业竞争较为充分，从业企业数量较多，行业整体集中度较低。近年来，为了适应行业规模化发展的需求，不少企业通过并购的方式来实现规模的扩张，以更快、更好地切入新的领域。行业并购主要涉及传统营销集团的并购、产业链上下游的并购以及跨界并购。随着互联网营销领域内优秀企业的不断成长、壮大，领先企业与大量弱势企业之间的差距将会拉开，领先企业将在立足于内涵式发展的基础上，不断扩大自身业务规模的同时，通过外延式并购扩大市场份额。互联网营销领域的行业整合将不可避免，行业集中度也会随行业整合的日渐深入而不断提高。

综上，互联网营销行业竞争充分，市场化程度较高，行业整体格局较为分散，市场集中度较低，掌握相对竞争优势并做大做强依然是细分领域的发展方向，而行业整合、差异化发展以及技术进步将是互联网营销行业发展重点。

3、标的资产行业排名和地位

互联网媒体流量的竞争态势一定程度上反映了各互联网媒体平台的市场地位、流量价值和未来发展潜力，相应的可以通过互联网营销服务商所代理的互联网媒体平台市场份额、行业地位及未来发展潜力来评判互联网营销服务商的市场份额、行业地位及未来发展潜力，以巨量引擎、腾讯等头部媒体平台为主要供应商的互联网营销服务商将拥有更强的竞争力。睿道科技分别自 2016 年与 2017 年起，成为巨量引擎和腾讯的直接广告代理商。报告期内，睿道科技对巨量引擎和腾讯流量的采购金额由 2017 年的 47,022.56 万元，增长至 2019 年的 260,725.74 万元，对巨量引擎的采购金额占采购总额的比例逐年升高。

从巨量引擎公布的 2019 年度优秀合作伙伴名单(排名不分先后)来看，睿道科技流量采购规模已居代理商前列。除此之外，睿道科技还获得了今日头条 2017 年度“战略合作伙伴”称号和“2018 年度伏羲创意营销奖”，字节跳动“2019 年度效果营销案例大赛整合营销奖”等奖项。未来，睿道科技将与巨量引擎保持紧密的合作关系，将伴随巨量引擎共同发展，具有较强的竞争力。

从收入规模来看，2019 年度睿道科技的营业收入在 Wind 互联网营销指数(884207.WI)成分股（剔除未单独披露互联网营销板块业务

收入的公司）中排名第 14 位，互联网营销业务收入规模已处同行业中上游水平，已成为中国移动互联网营销行业的领先企业。

未来，睿道科技将继续顺应新兴媒体营销趋势，持续加强短视频业务的战略布局，深度挖掘短视频流量变现的方式，积极探索业务新的增长点。

4、标的资产核心竞争力

(1)效果优化优势

随着互联网营销行业整体趋于理性，客户对于广告投放的转化效果愈发关注。经过多年的发展，睿道科技组建了行业领先的广告效果优化团队，凭借着丰富的移动互联网营销经验，充分协调资源分配和产品投放，准确分析目标用户网络行为特征，挖掘其潜在需求。同时，睿道科技基于自主研发的睿投系统，直接对接巨量引擎和广点通等媒体平台的开放接口，整合多媒体投放平台的资源，监测产品传播效果，有效进行风控预警，洞察分析用户行为，提供营销反馈与策略支持。在专业的效果优化团队与自主研发睿投系统赋能下，睿道科技帮助客户制定基于目标用户的整体优化策略，有针对性地对广告物料、投放时段、目标人群、投放媒体、投放地域、人群拓展等方面进行优化，为客户提供创新、高效、符合成本要求的整体优化方案，有效地向目标用户展现广告信息，让流量充分利用、高效变现，同时让客户投放省时省力，降低投放成本，提升广告投放回报率水平。

(2)短视频布局优势

随着移动通讯设备的普及，用视频和声音表达生活状态、展现个

性已成为当下的流行趋势。短视频具有强社交互动性、碎片化消费与传播的特性，已成为移动互联网新的流量蓝海与价值洼地。在短视频营销爆发的趋势下，睿道科技积极布局短视频营销业务，以“策划+内容+形式”的广告内容创作思路，深度挖掘短视频流量变现的方式。睿道科技充分利用优品创意数据分析平台创意资源整合优势，实时跟踪不同点位、不同素材在不同媒体平台的投放情况，进行多维度的投放数据对比，洞察业内灵感来源，为公司和广告主提供创意参考、效果数据分析、创意方向和媒体属性分析等服务。睿道科技组建了专业的摄制团队，搭建了丰富多样的自有拍摄场景，打造了高效和各环节协调作业的拍摄模式，依据客户需求与媒体平台特性有针对性地进行高品质内容创作，已制作超万部高转化率的短视频素材，拥有丰富的短视频制作经验。

(3)媒体资源优势

睿道科技顺应互联网营销由 PC 端向移动端迁移的行业发展趋势，积极搭建移动互联网媒体资源矩阵，覆盖新闻资讯类、视频类、社交类、导航类、门户类等优势广告资源。睿道科技基于专业高效的媒介团队、强大的媒体采买能力，长期保持了与头部流量平台的良好合作伙伴关系，已成为巨量引擎(字节跳动旗下的营销服务品牌，整合今日头条、抖音短视频、火山小视频、西瓜视频等平台资源)、腾讯(腾讯广点通、微信朋友圈、QQ 浏览器)、微博和搜狐的重要代理商，持续吸引了优质的流量资源和互联网广告客户。在字节跳动踩准短视频流量爆发的风口、广告收入大幅增加的大背景下，睿道科技

紧随互联网广告发展变化趋势，在字节跳动平台上的广告投放保持着领先优势。睿道科技已获得多项主流媒体颁布的服务优化相关奖项，包括今日头条 2017 年度“战略合作伙伴”称号和“2018 年度伏羲创意营销奖”，字节跳动“2019 年度效果营销案例大赛整合营销奖”，巨量引擎“2019 年度卓越贡献合作伙伴奖”，腾讯 2018 年上半年“社交广告金牌服务商”称号和“2018 年度创新增长突破营销奖”等。

(4)客户资源优势

睿道科技致力于为客户提供移动互联网精准营销服务，以基于数据的精准营销提升广告投放回报率，与大量优质客户形成长期稳定的合作关系。睿道科技已服务超过 1,000 家客户，覆盖互联网服务、游戏、旅游、汽车等各细分行业，积累了包括五八同城、携程、瓜子二手车、漫灵软件、咪咕、豆悦等优质客户，赢得了广大企业客户的信赖和赞誉。

(5)管理团队优势

睿道科技的核心管理团队具有多年移动互联网营销行业经验，拥有丰富的业务资源，充分了解广告主的营销目标以及媒体渠道的流量变现诉求，在客户开拓、营销方案设计、媒体渠道选择与营销投放管理等方面拥有丰富的经验。同时，管理团队对移动互联网营销行业的发展趋势有较深入的洞察，能够积极跟踪互联网行业变化趋势，及时布局互联网行业的主要流量入口，不断优化公司的业务结构，有利于睿道科技互联网营销业务的可持续发展。

(三)标的资产在手订单情况

睿道科技与客户签订的互联网广告推广业务合同合作周期一般为自然年度，签订的合同多为框架合同，一般约定投放平台、合作内容、结算方式、数据统计方式、返货政策等条款。截至 2020 年 5 月底，睿道科技已签订的互联网广告推广业务合同已达 579 份，睿道科技与客户的合同执行情况正常，截至 2020 年 5 月底，睿道科技已签署合同收入实现情况及预计收入情况如下：

单位：万元

2020 年 1-5 月 签署合同份数	2020 年 1-5 月签署 合同 1-5 月实现收入	2020 年 1-5 月签署 合同全年预测收入	2020 年 1-5 月签署 合同全年预测收入/2020 年盈利预测总收入
579	83,817.89	241,127.37	87.10%

注 1：2020 年 1-5 月已签署合同指经双方签署且睿道科技收回的合同；

注 2：2020 年 1-5 月已签署合同对应的全年预测收入是根据睿道科技 2020 年 1-5 月合同执行情况、合同剩余期限、结合客户全年投放预算及客户关系分析确定的。未来合同执行情况和市场条件的变化，可能会对上述预估造成影响；

注 3：2020 年 1-5 月签署合同对应 1-5 月实现收入情况未经审计。

如上表所示，截至 2020 年 5 月底，睿道科技已签署的正在执行中的互联网广告推广业务合同 579 份，睿道科技 2020 年 1-5 月已签署合同实现收入 83,817.89 万元，已签署的正在执行中的互联网广告推广业务合同全年预测收入 241,127.37 万元，达到 2020 年盈利预测总收入的 87.10%。由于移动互联网营销行业受广告主预算确定、投放周期等影响，存在一定的季节性，一般情况下每年一季度时广告客户年度投放预算尚未确定，因此投放规模相对较小。随着广告主年度营销预算的确定，广告的投放量逐渐增加，主要表现在下半年的业绩收入通常好于上半年，带动行业整体收入规模提升。因此，预计 2020

年 6-12 月广告主投放需求将稳步增加，睿道科技相关业务合同数量也将进一步上升，为营业收入的实现提供了稳健的业务保障。

综上，睿道科技 2020 年 1-5 月已签署的正在执行中的互联网广告推广业务合同全年预测收入 241,127.37 万元，达到 2020 年盈利预测总收入的 87.10%，结合移动互联网营销行业的季节性特征、睿道科技 2020 年 1-5 月已签署的正在执行中的互联网广告推广业务合同已实现收入情况、报告期各期睿道科技新客户开拓业绩贡献情况、报告期内的实际经营数据和业务洽谈及经营情况，预计睿道科技 2020 年盈利预测收入实现的可能性较大，故目前的在手订单规模为未来收入预测的实现提供了有力保障，亦提高了业绩的可实现性。

(四)长期合作客户情况及新客户开拓情况

1、长期合作客户情况

(1)各报告期前五大客户业务合作稳固

报告期内，凭借效果优化优势、短视频布局优势、媒体资源优势和客户资源优势，睿道科技与主要长期合作客户保持了长期良好、稳定的合作关系，取得了核心客户的认可，睿道科技对报告期各期前五大客户销售实现情况如下：

单位：万元

序号	客户	2019 年度	2018 年度	2017 年度
1	五八同城信息技术有限公司	18,236.56	33,507.24	11,640.79
2	广州市漫灵软件有限公司及其关联公司	38,137.27	13,399.78	48.90
3	金瓜子科技发展(北京)有限公司/瓜子技术开发(合肥)有限公司	13,283.36	10,791.49	2,515.59

序号	客户	2019 年度	2018 年度	2017 年度
4	睿晟广告(北京)有限公司	7,097.38	10,293.81	-
5	咪咕视讯科技有限公司	14,865.42	1,637.39	-
6	携程计算机技术(上海)有限公司	1,729.55	11,405.00	1,381.74
7	深圳市豆悦网络科技有限公司	11,004.51	840.46	0.15
8	广州尚品宅配家居股份有限公司	493.07	3,249.76	1,856.68
9	上海颂煜网络科技有限公司	95.51	1,303.94	2,506.95
10	深圳市丽妃莱科技发展有限公司	-	420.33	1,721.71
合计		104,942.63	86,849.20	21,672.51
营业收入		293,029.56	263,054.20	68,771.91
占营业收入的比例		35.81%	33.02%	31.51%

报告期内，睿道科技与报告期各期前五大客户保持了长期良好、稳固的业务合作关系，报告期各期前五大客户除深圳市丽妃莱科技发展有限公司 2019 年因自身投放策略调整未继续在睿道科技投放广告外，报告期各期前五大客户均持续通过睿道科技实施其互联网营销计划。

报告期各期前五大客户实现销售收入分别为 21,672.51 万元、86,849.22 万元和 104,942.63 万元，占当期营业收入的比例分别为 31.51%、33.02%和 35.81%，各报告期前五大客户实现销售收入占比呈持续上升趋势，睿道科技与主要客户合作长期稳定且持续增长，为盈利预测实现提供了重要保障。

(2)前三十大客户中存量客户广告投放增长显著

2019 年睿道科技前三十大客户中存量客户的收入及占比情况：

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
2019 前三十大客户中存量客户	102,428.44	69,807.26	16,992.57
营业收入	293,029.56	263,054.20	68,771.91
占比	34.95%	26.54%	24.71%

注：2019 前三十大客户中存量客户指 2019 年前三大客户中自 2017 年至 2019 年持续合作的客户。

2019 年睿道科技前三十客户实现销售收入 179,784.71 万元，占

当期营业收入的比例为 61.35%，其中，2019 年睿道科技前三十客户中存量客户报告期内分别实现销售收入 16,992.57 万元、69,807.26 万元和 102,428.44 万元，2018 年度和 2019 年度前三十客户中存量客户收入同比分别增长达 310.81%和 46.73%，增长显著。睿道科技与存量大客户合作持续稳定，存量客户的广告投放需求呈现稳定的增长趋势，存量客户收入贡献水平稳步提升，因此，盈利预测收入持续增长具有合理性，未来收入增长具有可持续性。

2、新客户开拓情况

(1)报告期新客户开拓情况

报告期内，睿道科技重大新客户开拓情况如下：

单位：个、万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
重大新客户数量	21.00	31.00	15.00
重大新客户收入	49,908.89	69,421.20	14,027.89
当年营业收入	293,041.64	263,073.43	68,799.69
占比	17.03%	26.39%	20.39%

注：重大新客户统计口径为 2017 年当年新增广告投放收入在 600.00 万元以上的客户，2018 年和 2019 年当年新增广告投放收入在 1,000.00 万元以上的客户；2020 年 1-5 月数据未经审计。

报告期内，睿道科技重大新客户开拓数量分别为 15 家、31 家和 21 家，睿道科技每年拓展的规模以上客户数量保持在较高水平。2017 年至 2019 年睿道科技拓展的规模以上客户实现收入分别为 14,027.89 万元、69,421.20 万元和 49,908.89 万元，占当期营业收入的比例分别为 20.39%、26.39%和 17.03%。报告期内，睿道科技新增规模以上客户对当年业绩贡献较大，睿道科技与新增规模以上客户持续合作情况良好，与存量客户之间的合作持续深入,粘性不断强化，为未来收入增长提供了有力支撑。

(2)2020 年 1-5 月新客户开拓情况

2020 年 1-5 月重大新客户开拓情况如下：

单位：万元

项目	2020 年 1-5 月收入	2020 年度预测收入
重大新客户数量：23	6,675.67	28,687.50
当期营业收入/预测营业收入	89,411.33	276,836.05
占比	7.47%	10.36%

注：重大新客户统计口径为 2020 年 1-5 月新增广告投放收入在 120.00 万元以上的客户；2020 年 1-5 月数据未经审计。

2020 年 1-5 月，睿道科技重大新客户开拓数量已达 23 家，实现销售收入 6,675.67 万元，占当期营业收入的比例为 7.47%，预计睿道科技 2020 年 1-5 月新增规模以上客户 2020 年销售收入将达到 28,687.50 万元，占 2020 年全年预测收入的比例为 10.36%。2020 年 1-5 月睿道科技重大新客户开拓情况较好，重大新客户开拓数量已超过 2019 年全年数量，鉴于互联网营销行业存在一定的季节性，主要表现在下半年的业绩收入通常好于上半年，预计睿道科技下半年新增规模以上客户数量及销售收入将保持增长趋势，新增规模以上客户将对睿道科技未来业绩的实现提供有力保障。

报告期内，睿道科技凭借其效果优化优势、短视频布局优势和媒体资源优势在行业树立了良好的口碑，成为了中国移动互联网营销行业领先企业，睿道科技根据广告主需求的多样性制定不同的投放策略，寻找足够数量的精准目标人群，优化业务的推广效果，大幅度提升不同广告主与睿道科技的合作意愿，最大化开发存量客户的潜在需求。睿道科技与长期合作客户保持了长期良好、稳定的合作关系，取得了核心客户的认可；报告期内睿道科技积极开拓新客户并取得良好成效，客户数量持续增长，新增规模以上客户对经营业绩贡献显著，

是睿道科技业绩持续增长的重要引擎；报告期后即 2020 年 1-5 月，睿道科技持续展现了其较强的业务扩展能力，2020 年 1-5 月睿道科技重大新客户开拓数量已达 23 家，为 2020 年及未来业绩实现奠定了重要基础。

综上，睿道科技长期合作客户合作关系持续、稳固，存量客户收入贡献水平稳步提升；睿道科技新客户开拓能力较强，规模以上新增客户业绩贡献水平较高；睿道科技原有客户广告投放量不断扩大，新增客户持续增长，为睿道科技未来业绩增长提供较为坚实的保障。因此，睿道科技盈利预测收入持续增长具有合理性，未来收入增长具有可持续性。

四、核查意见

经核查，评估师认为：

标的资产 2020 年 1-5 月业绩实现情况向好，实现的扣非净利润为 1,829.80 万元，2020 年 1-5 月实现的扣非净利润占 2020 年度预测净利润的比例为 33.89%，结合标的资产所在的互联网营销行业存在一定的季节性、2019 年 1-5 月净利润实现情况，预计 2020 年度实现的扣非净利润将不低于 5,400.00 万元；标的资产预测期业绩持续增长与我国互联网广告市场规模和移动互联网广告市场规模增长情况、互联网营销市场的新兴增长点、头部媒体平台的流量争夺态势及流量整合与导入服务需求增长情况等互联网广告营销行业发展情况及特点相符，标的资产预测期业绩持续增长具备合理性；标的资产

2020 年 1-5 月的在手订单已达到 579 份，目前的在手订单规模为未来收入预测的实现提供了有力保障，标的资产披露盈利预测具有较为确定的可实现性。

问题十三.请你公司：1)补充披露本次评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等)取值依据及合理性。2)结合市场可比交易折现率情况，补充披露折现率取值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露本次评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等)取值依据及合理性。

(一)折现率模型

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

$$R = R_e \times W_e + R_d \times (1 - T) \times W_d$$

式中：

R_e ：权益资本成本；

R_d ：债务资本成本；

W_e ：权益资本价值在投资性资产中所占的比例；

W_d ：债务资本价值在投资性资产中所占的比例；

T ：适用所得税税率。

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。

计算公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

R_f ：无风险收益率

MRP ： $R_m - R_f$ ：市场平均风险溢价

R_m ：市场预期收益率

β : 预期市场风险系数

R_c : 企业特定风险调整系数

其中：目标资本结构(W_d/W_e)按照现行市场价值确定公司的目标资本结构，或者参考可比公司的资本结构。

(二)各项参数的选取过程

1、无风险收益率的确定

无风险收益率是对资金时间价值的补偿，这种补偿分两个方面，一方面是在无通货膨胀、无风险情况下的平均利润率，是转让资金使用权的报酬；另一方面是通货膨胀附加率，是对因通货膨胀造成购买力下降的补偿。由于现实中无法将这两种补偿分开，它们共同构成无风险利率。本次评估在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，取所选定的国债到期收益率的平均值作为无风险收益，因此本次无风险收益率 R_f 取 3.9688%。

2、市场平均风险溢价的确定

市场风险溢价(Market Risk Premium)是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，是市场预期回报率与无风险利率的差。

市场风险溢价=成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额

式中：成熟股票市场的基本补偿额取 1928-2018 年美国股票与国债的算术平均收益差 6.26%；国家风险补偿额取 0.98%。

则： $MRP=6.26\%+0.98\%$

=7.24%

本次评估市场风险溢价取 7.24%。

3、风险系数β值的确定

β值被认为是衡量公司相对风险的指标。根据被评估单位的业务特点，通过 Wind 证券资讯终端系统，查取可比上市公司的评估基准日有财务杠杆的β值、债务与权益资本比值，并求取平均数，企业所得税率为 25%，换算为无财务杠杆的β值，取其算术平均值，即 1.1457。具体情况如下：

序号	名称	贝塔系数	年末所得税率	债务 / 股权价值	无杠杆贝塔系数	代码
1	利欧股份	1.1477	25%	15.89%	1.0255	002131.SZ
2	天龙集团	1.2093	25%	16.30%	1.0776	300063.SZ
3	佳云科技	1.375	25%	13.35%	1.2499	300242.SZ
4	科达股份	1.6302	25%	15.23%	1.4630	600986.SH
5	联创股份	0.9747	25%	9.11%	0.9123	300343.SZ
平均值		1.2674		13.98%	1.1457	

被评估单位评估基准日存在有付息债务，参考上述可比上市公司的平均资本结构 D/E=13.98%。

将上述确定的参数代入权益系统风险系数计算公式，计算得出被评估单位的权益系统风险系数。

$$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$$

$$= 1.2658$$

4、公司特定风险的确定

公司特定风险是指企业在经营过程中，由于市场需求变化、生产要素供给条件变化以及同类企业间的竞争，资金融通、资金周转等可能出现的不确定性因素对被评估单位预期收益带来的影响。

由于被评估单位为非上市公司，而评估参数选取的可比公司是上市公司，故需通过特定风险系数调整。特有风险主要从以下几个方面考虑：

(1)睿道科技为非上市公司，相对上市公司来说，其风控水平、抗风险能力和融资能力相对偏弱一些；

(2)睿道科技主要从事移动互联网营销，主要的供应商为巨量引擎和腾讯。一旦这些媒体的行业政策、经营情况、经营政策和代理商政策变更，或者媒体的经营状况发生较大变动，将对睿道科技的经营业绩造成较大的影响。

(3)睿道科技经过多年的经营，组建了行业领先的广告效果优化团队，有稳定的媒体服务商和广告主客源，凭借着多年积累的销售网络及客户关系，在行业中有一定知名度，未来竞争优势明显。

综上所述，本次评估时企业特定风险调整系数取 2.00%。

5、权益资本成本折现率的确定

将选取的无风险收益率、风险收益率代入折现率估算公式计算得出折现率为 15.13%。

$$Re=Rf+\beta\times MRP+Rc$$

$$=15.13\%$$

6、债务资本成本的确定

债务资本成本是债权人投资被评估单位所期望得到的回报率，债权回报率也体现债权投资所承担的风险因素。Rd 按照基准日企业实际的贷款利率 5.29%计算。

7、加权平均资本成本折现率的确定

根据目标公司基准日资本结构情况

Wd：债务资本价值在投资性资本中所占的比例 12.26%；

We：权益资本价值在投资性资本中所占的比例 87.74%；

则： $R = R_e \times W_e + R_d \times (1 - T) \times W_d$

$$= 13.76\%$$

二、结合市场可比交易折现率情况，补充披露折现率取值的合理性。

近年市场可比交易案例的折现率情况如下：

证券代码	证券简称	标的资产	评估基准日	预测折现率
002291.SZ	星期六	遥望网络 88.5651%股权	2018/5/31	12.97%
300343.SZ	联创股份	鳌投网络 49.90%股权	2018/3/31	12.19%、12.11%
300242.SZ	佳云科技	微赢互动 100%股权、金源互动 100%股权	2014/5/31	13.40%、14.12%
600986.SH	科达股份	派瑞威行 100%股权	2014/12/31	12.59%
002131.SZ	利欧股份	万圣伟业 100%股权	2015/3/31	12.80%
算数平均		-	-	12.88%
300063.SZ	天龙集团	睿道科技 100%股权	2019/9/30	13.76%

由上表可见，近年市场可比交易的折现率区间为 12.11%-14.12%，平均值为 12.88%，睿道科技收益法评估选取的折现率高于可比交易的平均值，本次评估所选取的折现率与同行业并购案例的折现率选择差异不大，位于同行业折现率区域范围内，因此睿道科技的折现率取值合理。

三、核查意见

经核查，评估师认为：

本次评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等)取值依据充分，具备合理性；通过与同行业上市公司可比交易案例对比，本次交易折现率取值合理。

问题十四.请申请人补充披露：1)新冠肺炎疫情对标的资产近期生产经营和财务状况的影响程度，包括：具体影响面，日常订单或合同的履行是否存在障碍，2020年一季度及上半年业务指标是否有重大变化，是否会对全年经营业绩情况产生重大影响。2)如新冠肺炎疫情对标的资产生产经营有较大或重大影响，该影响是否为暂时性或阶段性，是否已采取必要的应对措施，对标的资产持续盈利能力是否有重大不利影响。3)收益法评估预测中是否充分考虑上述情况对预测期预计营业收入、净利润等主要财务数据和交易作价的影响及其合理性。请独立财务顾问及会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、新冠肺炎疫情对标的资产近期生产经营和财务状况的影响程度，包括：具体影响面，日常订单或合同的履行是否存在障碍，2020年一季度及上半年业务指标是否有重大变化，是否会对全年经营业绩情况产生重大影响。

(一)疫情对国内经济的影响

2020年第一季度，新冠肺炎疫情在全国范围内蔓延，为防控疫情需要，国内采取了较为严格的管控措施，居民居家隔离、春节假期延长、企业复工复产延后等措施有效地阻断了病毒的传播途径，相应的，经济活动也因此受到较大的影响，2020年第一季度GDP亦出现6.8%的负增长。

根据统计局最新数据显示，2020年5月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.4%，增速较4月份回升0.5个百分点。5月份社会

消费品零售总额同比下降 2.8%，降幅比 4 月份进一步收窄 4.7 个百分点。表明在新冠疫情危机后，中国经济正重返正轨，消费需求也逐步复苏。

(二)疫情对移动互联网广告营销行业的影响

疫情冲击了正常经济运行和发展，影响消费者收入和企业盈利水平，进而在一定程度上影响部分广告主的广告投放预算，特别是旅游、出行、餐饮和网服等行业的广告主投放，随着中国经济的重启和复苏，大部分受到疫情影响的行业互联网营销广告投放需求将逐步回升至正常水平。同时，疫情爆发期间，用户使用互联网的时长持续增加，短视频行业、移动社交行业、在线教育行业、新闻资讯行业 and 游戏等行业的投放需求呈现增长态势。

根据 AIS 全媒体广告监测的数据显示，2020 年 Q1 整体广告市场投放总量呈下降态势，同比降幅达 25.5%。但户外广告投放的影响远大于互联网广告，根据公开信息显示，国内 15 家已上市头部互联网公司广告收入同比增长约 4.00%。表明互联网广告营销市场所受影响相对较小，具体至移动互联网精准营销服务行业，各公司所受影响出现进一步分化，以本次评估选取的同行业可比上市公司为例，第一季度的经营情况如下：

单位：万元

证券代码	证券简称	营业收入(2019 年第一季度)	营业收入(2020 年第一季度)	同比变动
002131.SZ	利欧股份	330,051.50	381,841.91	15.69%
300063.SZ	天龙集团	158,786.19	253,996.25	59.96%

证券代码	证券简称	营业收入(2019 年第一季度)	营业收入(2020 年第一季度)	同比变动
300242.SZ	佳云科技	97,599.87	177,612.54	81.98%
600986.SH	科达股份	377,875.36	226,035.69	-40.18%
300343.SZ	联创股份	83,582.74	41,862.71	-49.91%
合计		1,047,895.66	1,081,349.10	3.19%

数据来源：Wind

如上表所示，同行业可比上市公司 2020 年第一季度营业收入与上年同期相比大多呈现出可观的增长，利欧股份、天龙集团和佳云科技均实现了两位数增长，科达股份和联创股份因自身战略调整和客户结构等因素影响营业收入同比下降幅度较大。其中，科达股份因 2020 年其互联网营销子公司派瑞威行对业务进行战略调整，大幅缩减销售规模，仅维持与头部媒体腾讯、头条的合作，投放量较 2019 年大幅下降；联创股份受汽车行业持续下滑，汽车行业整体产销量均呈下降趋势导致其收入占比较大的汽车行业客户整体媒介投放量缩减，同时受疫情影响联创股份互联网营销业务销售订单有所下降，导致 2020 年第一季度营业收入降幅较大。

综上，新冠肺炎疫情对 2020 年第一季度经济影响较大，随着国内疫情逐渐被控制，自 2020 年 5 月份开始，国内经济社会正重返正轨，消费需求也逐步复苏；新冠肺炎疫情对移动互联网广告精准营销服务行业影响相对较小，但由于经营战略、客户群体和媒体结构等具体业务侧重点的不同，不同公司所受影响的差异也较为明显。

(三)疫情对睿道科技近期生产经营和财务状况的影响

1、疫情对睿道科技经营活动的影响

睿道科技是一家专业的移动互联网精准营销服务商，专注于为客户提供移动互联网精准营销解决方案。从行业的特性来看，公司移动互联网广告营销投放业务全部通过互联网进行操作，投放业务活动本身基本不受疫情影响。公司内部管理主要依托网络进行，素材制作业务主要在室内进行，受疫情的影响较小。疫情初期受制于交通出行受阻，公司商旅出行有所减少，新客户开拓多通过远程的方式进行。但疫情延缓了睿道科技旅游、出行类客户和一般网服类广告主的投放需求和投放计划，进而影响了睿道科技旅游、出行类客户和一般网服类客户营业收入。

因此，新冠肺炎疫情对标的资产近期生产经营活动具有一定程度的影响，因移动互联网广告营销投放业务全部通过互联网进行操作，标的资产的日常订单和合同履行不存在障碍。

2、疫情对睿道科技财务状况的影响

睿道科技 2020 年 1-5 月营业收入出现了负增长，主要原因是：

①睿道科技基于自身战略选择和竞争优势，优化了客户结构并调整了与腾讯系媒体的业务合作方式，使得游戏类客户的投放代理业务规模大幅下降；②疫情冲击了国内经济运行和发展，疫情一方面延缓了部分广告主的投放需求；另一方面，疫情进一步激发并加速了短视频、移动社交、在线教育和新闻资讯等行业的市场需求增长，上述行业客户广告投放需求增长显著。具体情况如下：

(1)2020 年 1-5 月睿道科技营业收入情况

2020 年 1-5 月，睿道科技分月的营业收入情况如下表：

单位：万元

月份	2020 年	2019 年	同比增长率	环比增长率
1 月	18,762.41	20,461.81	-8.31%	-
2 月	16,556.67	21,991.21	-24.71%	-11.76%
3 月	16,007.18	27,515.35	-41.82%	-3.32%
4 月	15,792.22	25,648.93	-38.43%	-1.34%
5 月	22,292.85	21,083.23	5.74%	41.16%
合计	89,411.33	116,700.53	-23.38%	-

注：2020 年 1-5 月财务数据未经审计。

2020 年 1-5 月，睿道科技实现营业收入 89,411.33 万元，同比增长-23.38%。从月度数据来看，受睿道科技优化客户结构并调整与腾讯系媒体的业务合作方式和疫情延缓了部分广告主的投放需求两方面因素的影响，2020 年 3 月和 4 月份，睿道科技收入同比均下降了 41.82%和 38.43%；随着睿道科技优化调整客户结构工作的推进、国内疫情逐步得到控制以及疫情受益的在线教育行业等市场需求持续增长，2020 年 5 月，睿道科技当月收入已经超过去年同期，同比增长率为 5.74%，环比增长率为 41.16%，表明睿道科技优化调整客户结构情况较好，同时疫情对标的的影响亦逐渐弱化，标的的营业收入水平逐步回升至正常水平。

(2)2020 年 1-5 月睿道科技分行业的营业收入情况

2020 年 1-5 月，睿道科技按行业分类的收入统计如下：

单位：万元

营业收入	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月
旅游、出行类	252.54	27.31	47.26	24.85	24.93
同比增长率	-82.87%	-98.00%	-96.32%	-96.77%	-94.36%
一般网服类	7,538.31	4,682.84	5,652.93	6,740.26	12,111.37
同比增长率	-24.95%	-56.73%	-51.77%	-37.74%	28.08%
金融、保险类	1,926.87	2,411.84	1,883.67	1,234.31	2,191.50
同比增长率	20.17%	98.83%	39.40%	-26.72%	-6.72%
游戏类	8,624.28	7,397.08	6,470.73	6,459.04	5,808.32

营业收入	2020 年 1 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 4 月	2020 年 5 月
同比增长率	17.76%	-13.85%	-50.32%	-47.08%	-33.22%
在线教育类	420.41	2,037.60	1,952.59	1,333.76	2,156.73
同比增长率	2,414.63%	86,003.03%	1,384.65%	720.33%	1,476.26%
合计	18,762.41	16,556.67	16,007.18	15,792.22	22,292.85
同比增长率	-8.31%	-24.71%	-41.82%	-38.43%	5.74%

注：2020 年 1-5 月财务数据未经审计。

如上表所示，2020 年 1-5 月，睿道科技不同行业客户营业收入因受不同因素影响，变动情况存在一定差别。按照影响因素对分行业的营业收入变动情况分析如下：

①疫情一方面延缓了旅游、出行类客户和一般网服类广告主的投放需求；另一方面疫情进一步激发并加速了在线教育等行业的市场需求增长，上述行业客户广告投放需求增长显著。

a、旅游、出行类客户

2020 年 1 月 24 日，文旅部办公厅下发紧急通知，要求当日起全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”产品。这意味着，包含国内游、出境游在内的所有团队旅游和“机票+酒店”旅游产品将暂时停止销售和服务。疫情期间，居民居家隔离、景区关门、活动取消、酒店封闭、旅行社及在线旅游企业停止收客等情况导致国内旅游业全面暂停，旅游、出行类客户的广告预算被大大缩减。睿道科技的旅游、出行类广告主投放意愿低迷，相应的 2020 年 2-4 月广告投放较同期下滑 95%以上，且预计该类客户上半年无法恢复正常。

b、一般网服类客户

网服行业以互联网作为载体，围绕满足人民日益增长的生活需求，通过对线上、线下的有效融合，构建包含信息、支付、服务的完整生态圈，涉及了“吃、住、行、娱”等细分领域。一般网服类客户的覆盖面较广，受疫情的影响较大。网服类客户 2020 年 2-3 月广告投放较同期下滑 50%以上，4 月疫情基本得到控制以来，网服类客户的投放需求逐月反弹，至 5 月份收入同比已经转为正增长，增长率 28.08%。相对其他行业，网服类客户的更具韧性，若国内不出现疫情二次大规模爆发，预计疫情对该类客户的影响已消除。

c、在线教育类客户

疫情期间，幼儿园、中小学和高校延迟开学，线下课外培训机构暂停。在“停课不停学”的大方向下，教育部组织学生在家接受大规模在线课程学习。此举扩大了在线教育用户规模、推动在线教育普及，多家在线教育平台发挥了互联网获客快的优势，集中投放，推动在线教育的加速渗透。同时各大媒体也加大对在线教育的倾斜力度，力争获得更多的份额。睿道科技紧跟趋势，集中公司主要资源，加大对在线教育类客户的开拓和服务，使得该类客户收入较去年同期，取得了十倍以上增长。

综上，疫情延缓了旅游、出行类客户和一般网服类广告主的投放需求和投放计划，同时，疫情激发并加速了在线教育等行业的市场需求增长，上述行业客户广告投放需求增长显著。2020 年 1-5 月睿道科技营业收入较上年同期下降 27,289.20 万元，同比下降了 23.38%，其中，在疫情延缓需求行业客户收入下降与疫情受益行业客户收入上升

的综合影响下，睿道科技受疫情影响行业客户合计营业收入较上年同期下降 13,655.27 万元，同比下降 23.28%；受疫情影响行业客户合计营业收入下降规模占 2020 年 1-5 月营业收入下降总额的比例为 50.04%。因此，从受疫情影响行业客户广告投放合计收入下降的金额和占比来看，疫情对睿道科技 2020 年 1-5 月的营收情况有一定的影响。

②睿道科技基于自身战略选择和竞争优势，结合头部媒体平台间的战略定位及返利政策，优化客户结构并调整了与腾讯系媒体的业务合作方式，使得游戏类客户的广告投放业务规模大幅下降。

人民日常的娱乐方式有 KTV、聚会和影视等，疫情期间，人们居家隔离，可供选择的娱乐方式较少，主要集中于游戏、社交平台、短视频等，促使游戏类客户加大广告投放，2020 年 2-4 月广告投放需求较同期大幅上升，但睿道科技出于自身战略的考虑，对游戏类客户信用政策以及最低毛利要求方面进一步严格，因此游戏类收入下降主要由于睿道科技对客户结构的主动调整，将资源倾斜在高毛利率的行业及客户，积极开拓疫情受益行业客户，减少了部分低毛利游戏客户投放所致。同时，因睿道科技未来与腾讯的业务将通过渠道代理投放的方式开展，在渠道代理投放方式下，睿道科技将不再承担相应的年度业务规模压力，将专注于精准营销服务，相应的减少了腾讯的投放代理业务规模，尤其是减少游戏类客户的投放代理业务规模。

游戏类客户的营业收入较上年同期下降 15,080.66 万元，同比下降 30.26%，游戏类客户营业收入下降规模占 2020 年 1-5 月营业收入下降总额的比例为 55.26%。

③自身投放周期影响下的正常变动，如金融、保险类客户。

金融受疫情冲击主要是通过其存量和增量业务间接体现，保险业短期与疫情相关的保险销售走强但中长期影响有限，证券行业在业务经营及估值层面受此次疫情影响的敏感性都更大。睿道科技金融、保险类客户的整体影响不大，第一季度收入同比增长率 49.30%，2020 年 4-5 月的收入同比增长率为负数，主要系金融、保险类客户广告自身投放周期所致，金融、保险类客户营业收入下降金额占 2020 年 1-5 月营业收入下降总额的比例为-5.30%。

综上，新冠肺炎疫情对移动互联网广告精准营销服务行业影响相对较小，但由于经营战略、客户群体和媒体结构等具体业务侧重点的不同，不同公司所受影响的差异也较为明显；新冠肺炎疫情对标的资产近期生产经营活动和财务状况具有一定程度的影响，标的资产的日常订单和合同履行不存在障碍；受睿道科技基于自身战略选择和竞争优势优化客户结构并调整与腾讯系媒体的业务合作方式和疫情延缓了部分广告主的投放需求并激发了在线教育等行业客户广告投放需求两方面因素的影响，睿道科技 2020 年 1-5 月营业收入同比有所下降，其中，在疫情延缓需求行业客户收入下降与疫情受益行业客户上升综合影响下，睿道科技受疫情影响行业客户合计营业收入较上年同期下降 13,655.27 万元，同比下降 23.28%，受疫情影响客户营业收入

下降金额占营业收入下降总额的比例为 50.04%；因主动进行客户结构调整导致的游戏类客户营业收入下降金额占 2020 年 1-5 月营业收入下降总额的比例为 55.26%。随着睿道科技优化调整客户结构工作的推进和国内疫情逐步得到控制，睿道科技营业收入水平逐步回升至正常水平。

因此，新冠肺炎疫情对标的资产近期生产经营活动和财务状况具有一定程度的影响，随着疫情形式好转，除个别行业客户外，该影响已经逐渐消除，不会对全年经营业绩情况产生重大影响。

二、如新冠肺炎疫情对标的资产生产经营有较大或重大影响，该影响是否为暂时性或阶段性，是否已采取必要的应对措施，对标的资产持续盈利能力是否有重大不利影响

疫情冲击了正常经济运行和发展，影响消费者收入和企业盈利水平，进而在一定程度上影响部分广告主 2020 年上半年的广告投放预算，特别是旅游、出行、餐饮和网服等行业的投放客户，但疫情爆发期间，用户使用互联网的时长持续增加，短视频行业、移动社交行业、在线教育行业、新闻资讯行业 and 游戏等行业的投放需求呈现增长态势。总体来看，新冠肺炎疫情对移动互联网广告精准营销服务行业影响相对较小，但因客户群体的不同，不同公司所受影响的差异也较为明显。

从睿道科技 2020 年 1-5 月的广告投放数据来看，新冠肺炎疫情对睿道科技生产短期的经营产生了一定程度的影响，就整体而言，该

影响主要存在于 2020 年 2-4 月份，影响集中在旅游、出行类客户和一般网服类客户，该影响为暂时性和阶段性影响，自 5 月份开始，除个别行业客户外(旅游、出行类客户)，其余均已恢复至正常水平；睿道科技针对疫情，积极开拓疫情受益行业客户，效果良好。同时，2020 年睿道科技与腾讯系媒体通过渠道代理商进行业务合作，2019 年在直接投放模式下由于未能完成年度业务规模而不能获取腾讯年度返点导致亏损的情形在 2020 年将不会出现，因而 2020 年睿道科技在 1-5 月腾讯系媒体的投放规模虽有所下降，但毛利率上升，使得睿道科技 2020 年 1-5 月净利润同比有所上升，进一步对冲了新冠肺炎疫情对睿道科技短期生产经营的影响。

因此，新冠肺炎疫情对标的资产生产经营未造成重大影响，对标的资产旅游、出行等行业客户广告投放造成了一定程度影响，该影响为暂时性和阶段性影响，标的资产已采取必要应对措施，对标的资产持续盈利能力没有重大不利影响。

三、收益法评估预测中是否充分考虑上述情况对预测期预计营业收入、净利润等主要财务数据和交易作价的影响及其合理性

收益法评估预测中已充分考虑上述情况对预测期预计营业收入、净利润等主要财务数据和交易作价的影响，具体情况如下：

(一)收益法预测时对疫情影响的考虑

1、本次收益法评估对疫情影响的考虑总体情况

本次进行评估预测时恰逢疫情爆发，收益法预测已考虑疫情可能对睿道科技经营造成的影响，预测时点对疫情考虑的思路为按不同媒体不同方式考虑一定的折扣。具体如下表：

媒体	类别	方式	增长基数	原预测增长率			考虑疫情影响后预测增长率		
				2020 年	2021 年	2022 年	2020 年	2021 年	2022 年
巨量引擎	精准营销	直客	1	20%	15%	15%	10%	15%	15%
巨量引擎	品牌	渠道	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%
巨量引擎	投放代理	直客	1	40%	30%	30%	15%	30%	30%
巨量引擎	投放代理	渠道	1	20%	15%	15%	10%	15%	15%
巨量引擎汇总				25.79%			10.67%		
腾讯	精准营销	直接投放	2	定量预测	定量预测	定量预测	定量预测	定量预测	定量预测
腾讯	精准营销	渠道投放	3	10%	15%	15%	-23%	15%	15%
腾讯	品牌	直客	4	-100%	0%	0%	-100%	0%	0%
腾讯	品牌	渠道	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%
腾讯	投放代理		4	-100%	0%	0%	-100%	0%	0%
腾讯汇总				-60.36%			-70.68%		
腾讯剔除 4 类				-15.57%			-37.55%		
其他媒体			2	定量预测	定量预测	定量预测	定量预测	定量预测	定量预测
其他合计				-6.49%			-6.49%		

注：1 为预测 2019 年全年消耗数，2 为 QQ 浏览器各长期客户预测加总数据，3 为按下半年年化后测算的全年数据。4 为睿道放弃类业务，未来不再预测。

2、本次收益法评估对疫情影响的考虑金额情况

在原预测未考虑疫情影响的情况下，2020 年睿道科技原预测营业收入为 316,594.18 万元，本次评估实际预测的 2020 年营业收入为 276,836.05 万元，本次评估中已经考虑的疫情影响收入金额为 39,758.13 万元，已考虑的疫情影响收入金额占原预测营业收入金额比例为 12.56%，本次交易评估中对疫情的影响已充分考虑。

具体情况如下表：

单位：万元

项目	金额
2020 年不考虑疫情影响预测收入	316,594.18
本次评估预测的 2020 年营业收入	276,836.05
本次评估中已考虑的疫情影响金额	-39,758.13
疫情影响预测金额占不考虑疫情影响预测收入比例	-12.56%

如上表所示，本次评估中因疫情因素对收入的影响已作出谨慎的考虑。

(二)标的公司 2020 年 6-12 月预计受疫情影响的敏感性分析

1、2020 年 1-5 月实际业绩与不受疫情影响的预测数对比情况

2020 年 1-5 月实际业绩与不受疫情影响的预测数对比如下：

单位：万元

项目	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
2019 年收入金额	20,461.81	21,991.21	27,515.35	25,648.93	21,083.23
未考虑疫情预测收入	18,853.72	21,047.88	28,639.19	26,727.98	21,081.34
2020 年实际收入	18,762.41	16,556.67	16,007.18	15,792.22	22,292.85
完成率	99.52%	78.66%	55.89%	59.08%	105.75%

注：2020 年 1-5 月财务数据未经审计。

对比结果显示，至 2020 年 5 月，实际收入已经恢复至正常水平。

2、2020 年 6-12 月预计受疫情影响的敏感性分析

(1)变动指标及范围

结合疫情发展与企业的实际情况，对 2020 年 6-12 月恢复情况按好、中、差三种方式进行分析。判断标准如下：

恢复情况	判断标准
好	以 2020 年 4-5 月加权平均恢复水平为基础，逐月恢复 11%，至 106%停止
中	以 2020 年 4-5 月加权平均恢复水平为基础，逐月恢复 6%，至 103%停止
差	以 2020 年 4-5 月加权平均恢复水平为基础，逐月恢复 4%，至 100%停止

注：因 2020 年 5 月，实际收入已达到期初不考虑疫情的收入预测的 106%，故在“好”情形预测中，设定期初不考虑疫情的收入预测的 106%为最终状态，恢复率则分别按双月加权恢复率 22.23%的 1/2、1/4、1/6 取整作为逐月恢复率。

(2)敏感性分析结果

三种状态恢复情况如下：

恢复状态	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
好	90.66%	101.66%	106.00%	106.00%	106.00%	106.00%	106.00%
中	85.66%	91.66%	97.66%	103.00%	103.00%	103.00%	103.00%
差	83.66%	87.66%	91.66%	95.66%	99.66%	100.00%	100.00%

分别按以上三种可能情形按媒体逐月进行分析。分析结果如下：

单位：万元

媒体	2020年预测	2020年1-5月实际	2020年6-12月预测(好)	2020年6-12月预测(中)	2020年6-12月预测(差)
巨量引擎	248,900.52	73,056.45	186,150.09	176,908.00	169,406.07
腾讯	16,332.25	8,563.29	11,677.95	11,101.40	10,635.13
其他	11,603.27	7,791.58	9,456.47	9,002.39	8,628.06
小计		89,411.33	207,284.51	197,011.79	188,669.26
合计	276,836.05		296,695.84	286,423.12	278,080.59

综上，对2020年6-12月的恢复情况按好、中、差三种方式进行分析，全年推算收入均高于收益法评估预测数，表明预测的2020年营业收入具有可实现性。

(三)本次疫情对睿道科技毛利的影响情况

本次评估预测之时，对睿道科技的毛利水平进行了分析，从毛利获取的角度，不同行业的毛利水平存在一定差异。

在收益法预测时，对行业的结构的假设是按2019年同比例不变考虑，2019年度最终的分行业毛利水平如下表所示：

单位：万元

客户类别	收入	成本	毛利	毛利率
旅游、出行类	8,936.05	8,532.67	403.38	4.51%
一般网服类	153,004.86	144,629.99	8,374.88	5.47%
金融、保险类	23,027.76	21,845.79	1,181.97	5.13%
游戏类	107,548.74	105,157.09	2,391.65	2.22%
在线教育类	512.15	475.54	36.61	7.15%

客户类别	收入	成本	毛利	毛利率
合计	293,029.56	280,641.08	12,388.48	4.23%

从睿道科技 2020 年 1-5 月份实际完成业绩来看，高毛利率行业收入占比有一定提升，如按 2019 年同期毛利测算，毛利率理论上应当提升 0.09%。具体如下：

单位：万元

客户类别	2020 年 1-5 月营业收入	客户占比	2019 年占比	毛利贡献程度
旅游、出行类	376.90	0.42%	3.05%	-0.12%
一般网服类	36,725.71	41.08%	52.21%	-0.61%
金融、保险类	9,648.19	10.79%	7.86%	0.15%
游戏类	34,759.45	38.88%	36.70%	0.05%
在线教育类	7,901.09	8.84%	0.17%	0.62%
合计	89,411.33			0.09%

注：2020 年 1-5 月财务数据未经审计。

故从对睿道科技客户行业结构来看，睿道科技 2020 年 1-5 月份的客户行业结构要优于预期。因此，睿道科技 2020 年 1-5 月收入下降，除在线教育类、旅游、出行类和一般网服类与疫情相关之外，游戏类等收入变动系睿道科技基于自身发展战略和竞争优势对其客户结构进行主动调整所致。通过睿道科技采取积极的应对措施和主动进行客户结构调整，本次疫情对睿道科技毛利没有造成不利影响。

(四)本次疫情对睿道科技净利润的影响情况

根据本次净利润预测思路，净利润=毛利润-期间费用+其他收益-所得税。(预测未考虑不确定的营业外收支以及投资收益等)

从对期间费用预测的逻辑来看，2020 年预测销售费用 2,832.24 万元、管理和研发费用 3,496.83 万元，合计 6,329.06 万元。其中归属于不变成本的职工薪酬预测金额 3,915.29 万元，与人员密切相关的租

赁费 414.90 万元。折旧及摊销预测金额 142.56 万元，占睿道科技预测的销售、管理和研发费用费用的 70.67%。该部分费用与业务收入的敏感性不高，其余成本则基本随业务收入的变动发生变化，而预测的财务费用与企业资金缺口相关，与收入的关联度不大。

因此，当业务收入比预期降低之时，由于销售、管理和研发费用中存在相当比例的不变成本，该类费用的下降幅度会低于收入的下降程度，最终对净利润的影响会大于对收入的影响程度，由于我们对收入敏感性分析中的结论均高于原预测收入，而目前的客户结构优于预测的客户结构。故原预测中对疫情的考虑已足够充分。

(五)本次疫情对交易作价的影响及其合理性

综上，新冠疫情对睿道科技所在行业影响较小，对睿道科技旅游、出行、网服等行业客户广告投放造成了一定程度影响，该影响为暂时性和阶段性影响，疫情激发的在线教育等行业市场需求持续增长成为睿道科技未来新得增长点；标的资产已采取必要应对措施，对标的资产持续盈利能力没有重大不利影响。同时，睿道科技主动对客户结构进行调整及根据自身战略和竞争优势调整了与腾讯的合作模式亦使得 2020 年 1-5 月收入有所下降。新冠疫情对睿道科技的毛利和净利润影响有限，且该影响在对交易估值作价之时已经充分考虑，本次交易作价具有谨慎性与合理性。

四、核查意见

经核查，评估师认为：

新冠肺炎疫情对标的资产近期生产经营活动和财务状况具有一定程度的影响，因移动互联网广告营销投放业务活动全部通过互联网进行操作，标的资产的日常订单和合同履行不存在障碍；新冠肺炎疫情对标的资产生产经营未造成重大影响，对标的资产旅游、出行、网服等行业客户广告投放造成了一定程度影响，该影响为暂时性和阶段性影响，中长期来看，激发了在线教育等行业客户广告投放增长，标的资产已采取必要应对措施，对标的资产持续盈利能力没有重大不利影响；收益法评估中以已充分考虑上述情况对预测期预计营业收入、净利润等主要财务数据和交易作价的影响，本次交易作价具备合理性。

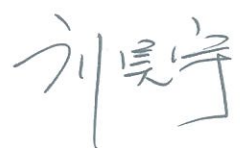
(以下无正文)

(本页无正文, 为北京卓信大华资产评估有限公司关于广东天龙油墨集团股份有限公司《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(200930 号)所涉及问题的回复之签章页)

法定代表人:  (林 梅)

资产评估师:  (柳睿钊)



资产评估师:  (刘昊宇)



北京卓信大华资产评估有限公司

2020年07月10日

