

凯撒同盛发展股份有限公司
拟收购凯撒世嘉旅游管理顾问股份有限公司、
宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业（有限合伙）持有
的深圳市活力天汇科技股份有限公司股权
资产评估说明

天兴评报字（2020）第 1398 号
（共一册，第一册）



北京天健兴业资产评估有限公司
PAN-CHINA ASSETS APPRAISAL CO., LTD

二〇二〇年九月八日

目录

第一部分 关于《评估说明》使用范围的声明	2
第二部分 关于进行资产评估有关事项的说明	3
第三部分 评估对象与评估范围说明	4
第一节 评估对象	4
第二节 评估范围	5
第四部分 经营状况调查总体说明	6
第一节 经营状况调查组织和核实	6
第二节 影响调查的事项及处理方法	6
第三节 核实结论	6
第五部分 市场法评估技术说明	6
第一节 市场法的应用前提及选择理由	6
第二节 市场法评估模型	8
第三节 宏观、区域经济因素及行业现状与发展前景分析	11
第四节 企业业务分析	22
第五节 企业财务分析	22
第六节 可比上市公司的选取及财务数据调整	25
第七节 市场法评估计算过程及结果	37
第六部分 评估结论及分析	41
第一节 评估结论	41

第一部分 关于《评估说明》使用范围的声明

本评估说明仅供委托人、资产评估委托合同中约定的其他资产评估报告使用人和法律、行政法规规定的资产评估报告使用人使用；除此之外，其他任何机构和个人不能成为资产评估报告的使用人。

第二部分 关于进行资产评估有关事项的说明

本部分内容由委托人和产权持有单位编写并盖章，内容见附件一。

委托人：凯撒同盛发展股份有限公司（以下简称“凯撒股份”）

产权持有单位：凯撒世嘉旅游管理顾问股份有限公司、宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业（有限合伙）

第三部分 评估对象与评估范围说明

第一节 评估对象

评估对象为凯撒世嘉旅游管理顾问股份有限公司、宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业（有限合伙）合计持有的深圳市活力天汇科技股份有限公司 25,281,136.00 股股权。评估对象无质押和其他权利限制情况。

投资标的公司深圳市活力天汇科技股份有限公司具体情况如下：

一、基本信息

企业名称：深圳市活力天汇科技股份有限公司(以下简称“活力天汇”)

住所：深圳市南山区粤海街道高新南九道 10 号深圳湾科技生态园 10 栋 B 座 13 层 01-08 号

法定代表人：李黎军

注册资本：39387.768000 万人民币

企业类型：股份有限公司(非上市)

股票公开转让场所：全国中小企业股份转让系统

挂牌时间：2017 年 09 月 11 日

成立日期：2005 年 09 月 22 日

经营范围：一般经营项目是：计算机软、硬件、通信设备的技术开发与相关技术服务（不含限制项目）；从事广告业务（法律、行政法规规定应进行广告经营审批登记的，另行办理审批登记后方可经营），酒店预订、旅客票务代理；经营电子商务；为餐饮企业提供管理服务；餐饮策划及技术咨询；国内贸易（不含专营、专卖、专控商品）；初级农产品销售；服装、纺织品、针织品、日用百货销售；文化用品、体育用品销售；建材销售；机械设备、五金产品、电子产品销售；首饰、工艺品销售；花卉批发、零售；水产品批发、销售；经营进出口业务；健康养生管理咨询；企业管理服务。（以上法律、行政法规、国务院决定禁止的项目除外，限制的项目须取得许可后方可经营），许可经营项目是：信息服

业务；红酒批发、零售；出版物批发、零售；网络预约出租汽车客运；预包装食品销售（含冷藏冷冻食品）。

二、公司股权结构及主要股东

活力天汇为新三板挂牌的非上市公众公司，评估基准日其主要股东及持股情况如下：

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例
王江	62,264,160	15.81%
李黎军	62,264,160	15.81%
凯撒同盛发展股份有限公司	41,532,448	10.54%
庭瑞投资有限公司	32,702,416	8.30%
深圳市活力大海科技合伙企业(有限合伙)	28,005,936	7.11%
宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业（有限合伙）	16,974,640.00	4.31%
凯撒世嘉旅游管理顾问股份有限公司	8,306,496.00	2.11%
合计	252,050,256.00	57.57%

第二节 评估范围

评估范围为凯撒世嘉旅游管理顾问股份有限公司、宁波凯撒世嘉资产管理合伙企业（有限合伙）合计持有的深圳市活力天汇科技股份有限公司 25,281,136.00 股股权。

第四部分 经营状况调查总体说明

第一节 经营状况调查组织和核实

接受资产评估委托后，北京天健兴业资产评估有限公司指定了评估项目总体负责人，组建了评估项目组。本次评估对象和评估范围为少数股权，评估人员对评估对象真实性和合法性进行了查证，通过公开资料，对投资标的公司的经营和财务状况进行了了解、调查。评估人员主要通过收集分析投资标的公司经营及财务信息和资料，对企业的经营业务进行调查，主要包括外部环境、经营情况、资产情况、财务状况等，收集了解的主要内容如下：

- 一、企业所在行业相关经济要素及发展前景、面临的竞争情况分析；
- 二、企业内部管理制度、人力资源、管理层构成等经营管理状况；
- 三、了解企业主要业务和产品构成，分析各产品和业务对企业销售收入的贡献情况及企业获利能力和水平；
- 四、了解企业的税收及其他优惠政策。

第二节 影响调查的事项及处理方法

未发现影响调查的事项及处理方法。

第三节 核实结论

评估人员依据客观、独立、公正、科学的原则，对投资标的公司的经营状况进行了认真、详细的核查，深圳市活力天汇科技股份有限公司认为上述调查在所有重要的方面反映了委托评估对象的真实状况，经营状况调查的结果有助于对评估对象的市场价值进行公允的评定估算。

第五部分 市场法评估技术说明

第一节 市场法的应用前提及选择理由

一、市场法的定义

企业价值评估中的市场法，是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

二、市场法的应用前提

资产评估师选择和使用市场法时应当关注是否具备以下四个前提条件：

1. 有一个充分发展、活跃的资本市场；
2. 在上述资本市场中存在着足够数量的与评估对象相同或相似的可比上市公司、或者在资本市场上存在足够的交易案例；
3. 能够收集并获得可比上市公司或交易案例的市场信息、财务信息及其他相关资料；
4. 可以确信依据的信息资料具有代表性和合理性，且在评估基准日是有效的。

三、市场法的选择理由

评估人员对被评估企业进行了相关的尽职调查和市场调研，经综合分析，本评估报告选用了上市公司比较法，选择的主要理由如下：

本次投资标的公司属于互联网零售行业，虽然在国内沪深股市上市的相关行业公司较少，但是中国香港和美国相关行业的上市公司较多，尤其是美国资本市场经过百年的发展，其市场已经相当成熟，其资本市场得投资者相对于国内投资者更为理性，更倾向于长期的价值投资，而非短期的投机回报，其股价更有参考性，因此本次评估用上市公司比较法是可行和合理的。

第二节 市场法评估模型

本次评估采用上市公司比较法，上市公司比较法是指获取并分析可比公司的股票价格 P 、经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象价值的具体方法。

首先选择与被评估企业处于同一行业的企业作为对比公司。其次再选择对比公司的一个或几个收益性或资产类参数，如净利润、净资产、营业收入、实收资本、总资产等作为“分析参数”，常用的分析参数为净利润、净资产、营业收入。通过计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系—称之为比率乘数，将上述比率乘数应用到投资标的公司的相应的分析参数中并考虑股权流通性折扣率从而得到被评估企业的每股市场价格。

上市公司比较法的基本操作步骤如下：

(1)分析投资标的公司的基本状况。主要包括企业类型、业务结构及市场分布、经营模式、规模、所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等。

(2)确定可比上市公司。主要结合所处行业、经营业务、经营模式等进行比较筛选。

(3)分析、比较投资标的公司和可比上市公司的主要经营指标。主要包括盈利能力、成长能力和面临的经营及财务风险。

(4)对可比上市公司选择适当的价值乘数，并采用适当的方法对其进行修正、调整，进而估算出投资标的公司的价值乘数。

(5)根据投资标的公司的价值乘数，确定投资标的公司的股权价值。

一、常用的价值比率

市场法中常用的价值比率形式包括以下三种：

(一) 权益价格/收益 (*Price to Earnings, P/E*) 比率

P/E 比率也称作市盈率，是市场法中应用最多的比率。收益指标为上一年度收益时，称为现期的 P/E 乘数 (*Current P/E*)；收益指标为最近四个季度的收益时，称为近期的 P/E (*Trailing P/E*) 乘数；收益指标为预期的下一年度收益时，称为未来的 P/E (*Forward P/E*)。在实际应用中，收益指标一般采取营业收益 (*Operating Income*)

或利息、税收、折旧和摊销前的收益（*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization, EBITDA*）。

（二）权益价格/净资产账面价值（*Price to Book Value, P/B*）比率

P/B 比率也称作市净率，比较适用于周期性较强的行业，拥有大量固定资产并且账面价值相对较为稳定的企业，银行、保险和其他流动资产比例高的企业。当采用企业资产的重置成本（*Replacement Cost of Assets*）代替企业资产的账面价值时的 *P/B* 比又称作托宾 Q（*Tobin's Q*）。

（三）权益价格/销售收入（*Price to Sales, P/S*）比率

P/S 比率也称作市销率，一般适用于资本密集、准垄断的公司，另外还适用于微利或亏损的企业。不管是营业收益，还是资产账面价值，它们都是会计计量标准，必然要受会计准则的影响，而销售收入受会计因素影响较小。*P/S* 比率在不同的行业变化较大，主要受销售利润率的影响。另外，对于特殊行业，价值比率可以采用股价相对业务量指标，比如矿产资源、互联网行业等。

二、价值比率影响因素

企业价值主要由三个基本变量：投资收益率、成长性和资本成本决定。在收益法模型中上述三个基本变量是外显的，在市场法中却是隐含的。*P/E*、*P/B*、*P/S* 比率模型同样是上述三个基本变量的函数。稳定增长股利折现模型：

$$P_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g}$$

其中， P_0 ：当期每股价值； DPS_1 ：下期期望股利； K_e ：权益资本成本； g ：持续稳定的股利增长率，且 $g < K_e$ 。

（一）稳定增长股利折现模型两边同时除以当前每股收益（ E_0 ），得到一个稳定增长企业的 *P/E* 比率模型：

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{DP * (1 + g)}{K_e - g}$$

其中， DP 代表股利支付率。

（二）稳定增长股利折现模型两边同时除以当前权益账面价值（ B_0 ），得到一

个稳定增长企业的 P/B 比率模型：

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE * DP * (1 + g)}{K_e - g}$$

其中， DP 代表股利支付率； ROE 代表权益收益率。

（三）稳定增长股利折现模型两边同时除以当前销售收入（ S_0 ），得到一个稳定增长企业的 P/S 比率模型：

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{PM * DP * (1 + g)}{K_e - g}$$

其中， DP 代表股利支付率； PM 代表销售利润率。

通过上述价值比率基本决定变量分析，明白在不同的行业以及同一行业的不同企业之间价值比率如何随基本变量的变化而变化具有重要的意义。任何忽略基本决定变量的价值比率比较都可能会导致错误。

三、市场法评估模型

互联网企业为高成长的轻资产型企业，其行业的马太效应和长尾效应最为显著。长尾效应，英文名称 Long Tail Effect。“头”（head）和“尾”（tail）是两个统计学名词。正态曲线中间的突起部分叫“头”；两边相对平缓的部分叫“尾”。从人们需求的角度来看，大多数的需求会集中在头部，而这部分我们可以称之为流行，而分布在尾部的需求是个性化的，零散的小量的需求。而这部分差异化的、少量的需求会在需求曲线上形成一条长长的“尾巴”，而所谓长尾效应就在于它的数量上，将所有非流行的市场累加起来就会形成一个比流行市场还大的市场。因此，对于互联网企业的抢占市场份额的先发优势非常重要，所以很多互联网公司为了获取用户会通过一些盈利很低甚至无盈利的业务，而市盈率 P/E 指标对于互联网企业并不是一个很好的价值衡量指标，同时市净率 P/B 指标一般适用于重资产型企业和盈利及增长受资本约束的金融企业。也就是说，作为互联网公司，体现公司价值或股权价值的主要指标是用户数或活跃用户数，价值比率指标为 P/MAU 或 P/MDU ，考虑到投资标的公司及可比公司的用户数或活跃用户数公开数据无法找到，本次采用体现用户数指标的直接指标营业收入来代替，价值比率采用 P/S 。

市场法评估的具体公式为：

标的股权价值=标的公司调整后市销率(P/S)×合并口径营业收入÷流通股数×(1-流动性折扣)×拟收购股份数

其中:

标的公司调整后市销率(P/S)=修正后可比公司 P/S 的加权平均值

= $\sum(\text{可比公司 P/S} \times \text{可比公司 P/S 修正系数} \times \text{权重})$

可比公司 P/S 修正系数= \prod 影响因素 Ai 的调整系数

影响因素 Ai 的调整系数=标的公司系数/可比公司系数

第三节 宏观、区域经济因素及行业现状与发展前景分析

一、影响企业经营的宏观、区域经济因素

2019 年,全球经济下行叠加贸易争端为中国经济带来了不小的挑战,预计 2019 年全年 GDP 增速为 6.2%,较 2018 年下降 0.4 个百分点。

(一) 居民收入增速放缓和高债务制约消费反弹空间

居民收入增速回落和财富效应下降将制约消费增长。全球经济下行,居民对未来收入担忧加剧,同时,大规模减税降费对居民可支配收入的提振作用也在减弱,消费在居民对收入担忧出现实质好转前难以有效提振。另外,2012 年以来房价持续快速上涨,财富效应成为居民消费增长的重要因素,但随着房地产调控持续深入,目前房价逐步趋于稳定,财富效应下降将冲击居民消费。

居民杠杆率快速提升,居民按揭贷款偿债压力大。金融危机后,美日欧家庭部门都在去杠杆,但是中国“家庭部门债务/GDP 比值”与“家庭部门债务/家庭部门可支配收入比值”两个指标均快速提升,已经接近日本和欧元区。另外,中国家庭部门债务以按揭贷款为主,占比已提升至 70%以上,相反金融危机后美国按揭贷款占比下降且低于中国,中国高房贷比重不仅增加了居民偿债压力,同时还会挤出消费,掣肘经济增长和结构转型,家庭部门杠杆率快速上升的风险往往比企业杠杆率上升更值得警惕。

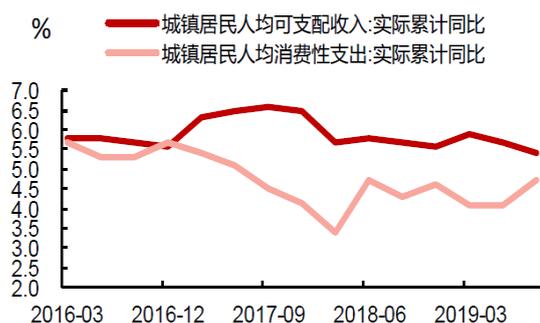


图 5.1 城镇居民人均可支配收入增速下行

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心



图 5.2 住户中长期贷款占住户贷款总额比重提升至70%以上

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

从历史数据来看，2007 年以及 2010-2011 年 CPI 大幅上行过程中，名义社零增速都有所提升，但实际社零增速小幅回落，主要是高通胀会侵蚀居民的实际购买力，并且影响消费者信心。预计 2020 年全年 CPI 同比增长 3.4%，高通胀会拉低消费实际增速，但名义社零增速小幅回升。

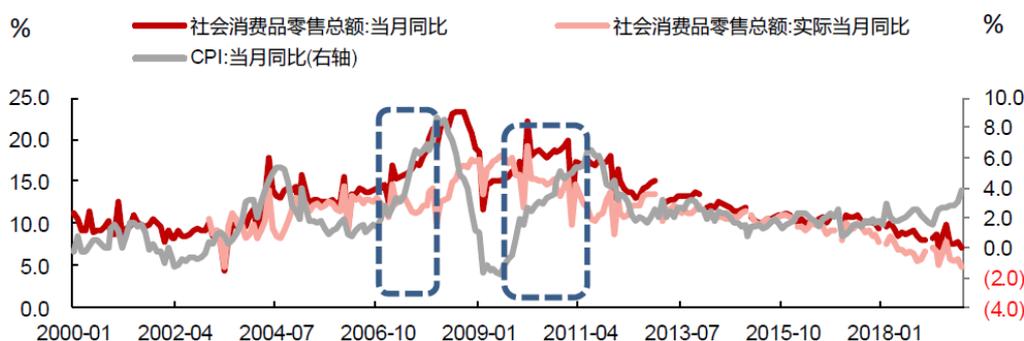


图 5.3 2007 年和 2010-2011 年的高通胀拉动名义社零增速提升

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

（二）投资：基建仍是主要对冲工具

2019 年 1-10 月基建投资累计同比增长 3.26%，较 18 年全年增速提升 1.41.08%，但仍处于历史低位，低于市场预期。2019 年宽财政政策意图明显，基建投资低于预期主要是，1) 地方隐性债务管控和非标监管未出现实质放松，政府上项目的意愿不强且金融机构配套融资难以匹配；加上存量隐性债务规模较大，借新还旧现象普遍，新上项目不足。2) 2019 年财政政策最大的亮点是 2.15 万亿地方政府专项债且发行节奏前置，但专项债资金 70%以上被用于土储和棚改等项目，加上前期专项债

运用管控较严格，比如专项债难以作为资本金等，因此专项债对基建投资的拉动作用较小。

预计 2020 年继续宽财政，全年基建增速回升至 6.8%。需求端的消费和地产投资增速预计会较 2019 年有所下滑，2020 年需求侧仍有一定的下行压力，预计逆周期政策仍会加码，专项债额度会增加到 3 万亿，发行节奏仍将前移，对经济的拉动呈现前高后低的效应。2020 年专项债对基建的拉动效应将会大于 19 年，主要是，1) 专项债将更多的用在新基建项目上；2) 专项债可以做部分项目的资本金以及基建项目资本金比例的调整都将有助于拉升基建投资；3) 金融机构配套融资或改善，在货币政策中性偏宽松以及财政政策加码的环境下，金融机构对城投风险偏好或呈现边际改善态势；同时，预计政策性银行也大概率加大对基建项目配套融资的支持，9 月末金稳会指出“政策性金融机构加大逆周期调节力度”。

2020 年作为大资管新规过渡期最后一年，大量非标亟需处置，若压缩的非标表内不能有效承接，对基建投资会形成一定冲击。房地产景气度下行带来地方政府出售土地收入增速的下行幅度，减税降费给地方政府财政收入带来的压力。整体来看，2020 年基建是稳经济的重要抓手，财政政策将根据实际情况持续加码，预测全年基建投资增速回升至 6.8%的水平。

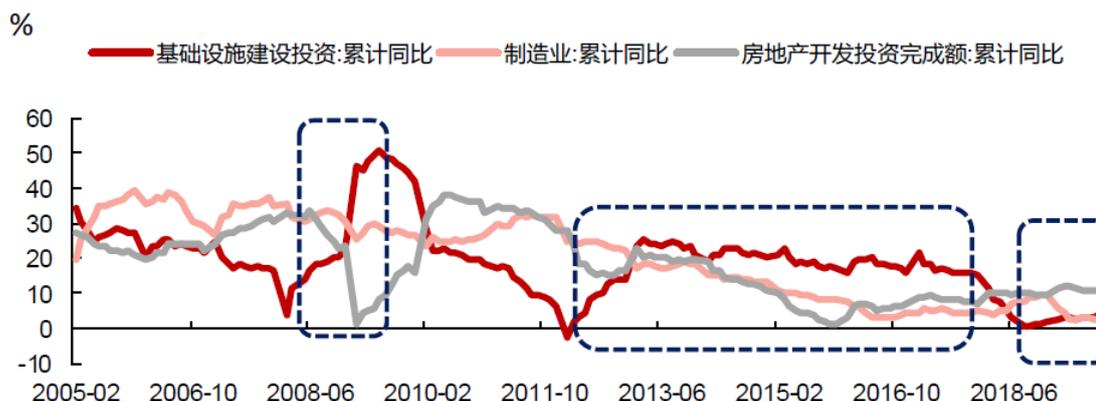


图 5.4 基建投资提供逆周期对冲

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

（三）制造业投资受外围环境影响

2019 年 1-10 月制造业投资累计同比增长 2.6%，位于历史低位，其中主要的原因是全球经济下行和贸易争端导致企业投资信心不足，以及出口增速受限和汽车

消费大幅下降的拖累。展望 2020 年，预计制造业投资在低基数效应、企业补库存、政策支持下或小幅回暖。但贸易争端的不确定性仍将制约制造业投资大幅反弹，目前看来，即使中美贸易争端短期缓和，但明年 2 月开始升温的美国总统大选中，贸易议题将成为参选人攻防的焦点，期间贸易争端的不确定性会一直存在，很难完全消除。

2019 年 1-10 月，制造业投资增速为主要需求项目（社零/基建/地产/制造业）中最弱的部门，表现甚至弱于 2016 年。但是从月度数据来看，制造业投资在短期内已经有一定的企稳迹象，11 月官方制造业 PMI 提升至荣枯线以上，财新制造业 PMI 重回扩张区间，2019 年的低基数为明年的小幅反弹创造了一定的基础。

汽车制造业约占我国制造业投资总额的 1.08%，19 年 1-10 月汽车制造业累计同比下降 0.3%（18 年增长 3.5%），是拖累制造业投资的重要因子之一。2020 年汽车消费将底部弱回升，汽车生产厂商库存处于低位，2020 年补库存推动汽车制造业投资回暖。

降融资成本和减税降费提供支撑。利率市场化持续推进着力于降低实体融资成本，政策鼓励金融机构加大对小微民企的信贷投放。预计 2020 年支持实体经济特别是制造业投资的政策大概率继续加码，减税降费会继续施行，为制造业投资反弹提供政策支持。但是需要指出的是，2019 年已经有不少政策刺激（例如下调制造业企业增值税），因此边际上政策刺激能提供的增量恐怕不会太大。总的来看，预计这两个支撑因素会在明年继续为制造业投资提供支撑，但不足以支持制造业投资的大幅反弹。

1-10 月工业企业利润累计下降 2.9%，如果剔除掉 2019 年的减税降费举措，工业企业利润的实际下滑幅度更大。从整个工业企业的运营周期来看，企业出现亏损之后会大幅降低投资扩张动力。从数据来看企业盈利领先制造业投资一年左右。企业利润的修复是明年制造业投资的一个制约因素。

我国制造业外向型特征突出，贸易争端激化后，全球经济下行，外需下降，2019 年 1-10 月我国美元计价的出口金额累计同比下降 0.2%，是拖累制造业投资增速创历史低位的重要原因。2020 年贸易争端以及全球经济增长仍具有较大的不确定性，制造业投资仍可能会受制约。

虽然近期制造业 PMI 在全球范围内有一定的企稳迹象，但是全球经济尤其是美国经济在 2020 年仍有相当的下行压力。另外美国的去全球化动力仍在，预计也会对制造业投资形成制约。

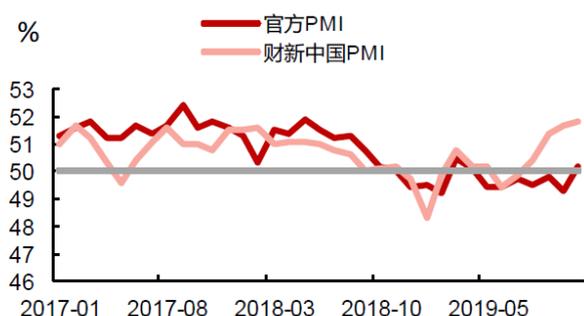


图 5.5 19 年前 11 个月有 8 个月官方 PMI 处于荣枯线以下

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心



图 5.6 工业企业利润负增制约制造业增速反弹

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

（四）进出口：贸易争端仍是主要影响因子

贸易争端仍是影响明年进出口的关键因子，全球经济下行拖累进出口增速。在中美贸易摩擦冲击以及全球经济下行外需放缓的环境下，2019 年我国进出口增速大幅回落，但由于进口下降速度大于出口增速，2019 年 1-10 月美元计价的进口累计下降 5.10%，出口累计仅下降 0.20%，我国净出口呈现较高增长态势，前三季度净出口对 GDP 累计同比拉动为 1.22%。展望 2020 年，近期中美贸易谈判局势有好转迹象，若后续加征关税部分取消将有效减轻我国进出口面临的拖累。但考虑到主要经济体制造业 PMI 均持续位于荣枯线以下，全球工业生产端面临较大的下行压力，外需低迷会继续拖累我国进出口增速。在假设 2020 年中美贸易争端维持现状的前提下，预计 2020 年出口同比增长 0.5%，进口同比下降 2.0%。

抢出口以及汇率贬值的支撑效应减弱，明年上半年的出口形势仍然严峻。1) 2019 年仍有抢出口。虽然自从 2019 年初以来，美国不断对中国商品加征关税，但 2019 年中国出口的表现整体仍然不错，1 至 10 月-0.2%的累计增速甚至远远好于 2015 年(-2.9%)和 2016 年(-7.1.08%)。虽然有中国对其他国家（例如东盟国家）贸易出口上升的原因，但实际上这期间中国对美国仍然有非常多抢出口，透支了 2020 年尤其是 2020 年上半年的出口增长。2) 2019 年人民币的走低缓解了很多贸易压力，但是在“汇率操纵国”事件后，人民币的贬值空间被大幅压缩，预计明年人民币汇率

方面对出口不会有太多的助力。3) 全球经济下行压力仍然存在。美国经济在 2020 年仍有不小的下行压力，甚至有滑向衰退的可能，对美国的出口仍有下行压力。

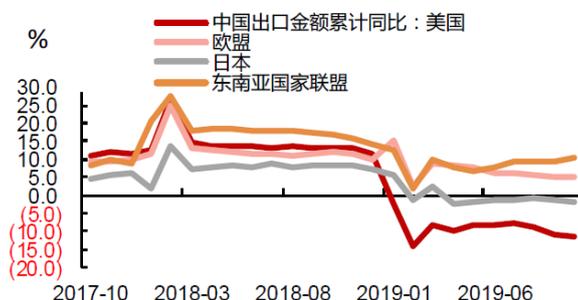


图 5.7 中国向美国出口金额大幅下降且未见明显好转迹象

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

(五) CPI 前高后低，PPI 通缩压力有所缓解

2019 年 3 月以来，食品项 CPI 的快速提升带动整体 CPI 持续上行，2019 年 10 月整体 CPI 同比增长 3.8%，创 2012 年 2 月以来新高，其中当月食品项 CPI 同比增长 15.5%，非食品项当月同比仅增长 0.9%，非食品项 CPI 处于持续下行态势。推动食品 CPI 超预期上涨的主要因素是猪肉价格不断创新高，2019 年 10 月猪肉对 CPI 同比拉动为 2.43 个百分点，非食品项 CPI 则受原油价格的低迷和需求疲软的拖累。

由于前几年环保政策的影响叠加非洲猪瘟疫情的爆发，生猪、能繁母猪存栏一直在减少，猪肉价格上涨幅度持续超预期。前几轮猪周期中，22 各省市生猪均价高点为 30 元/公斤，本轮生猪均价在 19 年 10 月底已突破 40 元/公斤，虽然之后小幅下调，但 11 月下旬的猪肉价格也在 33 元/公斤的高位。2006 年-2010 年猪蓝耳等疫情行情中，猪肉价格上涨趋势共持续了约两年，2018 年 3 月猪肉价格达到了此轮周期的高点，上涨幅度约 160%。此轮猪周期中生猪价格从 18 年 6 月份的 11 元/公斤左右涨到了 19 年 11 月初的阶段高点 40 元/公斤，上涨仅历时 1 年半，上涨幅度则达到了约 270%。9 月以来，从中央到地方，一系列稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施密集出台，猪肉价格的上涨情况得到了抑制，11 月以来猪肉价格小幅回调。但由于养殖周期的制约，猪肉产能难以在短期内恢复，一般来说，从能繁母猪补栏到生产生猪需要 1 年左右的时间，预计在政策支持下，母猪存栏有望在年底企稳，生猪出栏的回升要等到 2020 年下半年甚至 2021 年初。

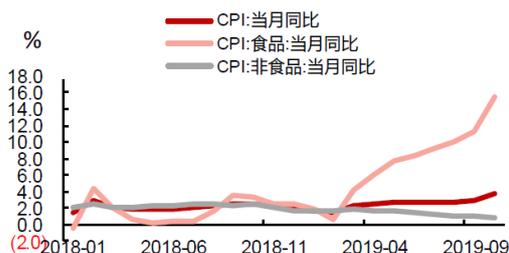


图 5.8 此轮通胀具有显著的结构特征

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

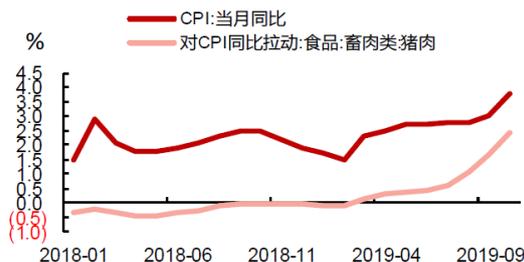


图 5.9 10 月猪肉价格上涨拉动当月 CPI 同比增加 2.43 个百分点

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

猪价仍是明年通胀的核心变量，当前猪价虽小幅回调，但根据预测，之后猪价大概率还会反弹，且高猪价一直会贯穿明年上半年，下半年或出现大幅下调。考虑到基数的原因，猪价同比增速高点或出现在明年一季度，预计拉动 CPI 高点达到 5%，此后逐季回落，在高基数效应下三四季度回落幅度会比较大，预计全年整体 CPI 同比增长 3.4%。

PPI 已连续四个月负增，且有扩大的趋势，2019 年 10 月当月 PPI 同比负增 1.60%，1-10 月累计同比负增 0.20%。PPI 主要取决于原油、钢材、煤炭等大宗商品价格走势，其中原油价格与 PPI 走势相关度最高。沙特 Aramco 目前处于上市周期，主要原油产能国沙特有维持油价的动机，从 2018 年四季度以来经过大幅调整过后的油价的继续下行空间不大，也就是说供给侧有助于油价维持稳定。但是从需求侧看，油价不存在大幅上升的逻辑。另外，明年基建投资加码（预计增长 6.8%）以及制造业投资小幅抬升（预计增长 3%）有助于工业需求回暖，带动 PPI 上升；工业企业去库存已经有一段时间，明年继续下行空间有限，也有助于价格回升。综合来看，预计明年 PPI 通缩压力会有所缓解，预计全年 PPI 累计同比增长 0.2%。

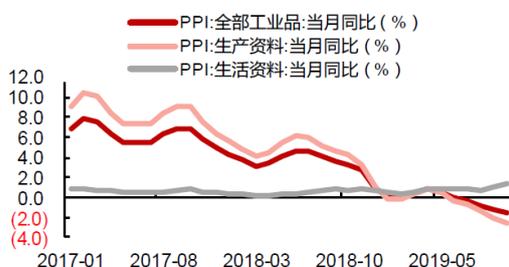


图 5.10 PPI 连续 4 个月负增，且有扩大态势

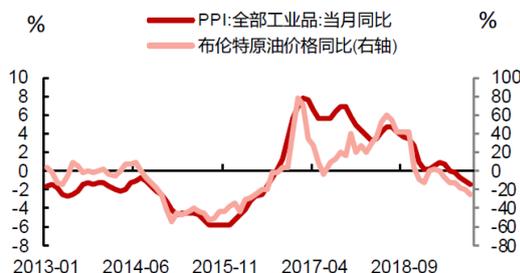


图 5.11 PPI 走势主要受原油价格影响

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

（六）货币政策：主线稳增长，核心是疏通传导机制

一般情况下，通胀大幅上升意味着需求过热，央行会采取紧缩的货币政策抑制总需求，但此轮高通胀主要是猪供给收缩带来的扰动，持续性和对经济内生增长影响较弱，且市场对此轮猪供给的通胀已经有比较强的预期，当前货币政策仍将以稳增长为主，通胀上更注重对市场预期的引导。从历史数据来看，我国经济增长敏感性指标 PPI 对我国货币政策具有很强的信号作用，当 PPI 进入负增长区域时，央行基本上都采取了降息的货币政策，而当 PPI 快速上行至高位时，央行基本上都采取加息的货币政策。CPI 对货币政策也具有一定的信号作用，一般情况下，CPI 和 PPI 变动方向是一致的，因此 CPI 对货币政策的信号作用差不多会得出和 PPI 相似的结论。不过，从具体效果来看，PPI 波峰波谷及走势与央行加降息具有更强的一致性，并且由于 PPI 波动更大，对货币政策的信号作用会更加直观，例如 2015 年央行 5 次降低存贷款基准利率，CPI 均处在比较温和的水平上，而 PPI 处在负增长区间。19 年以来 PPI 持续负增长，这也体现了核心 CPI 的持续通缩，货币政策偏宽松态势仍有必要。尤其是在 2019 年财政政策端大规模减税降费，明年财政政策边际增量不大的情况下，稳增长的任务更多的落到了货币政策上。

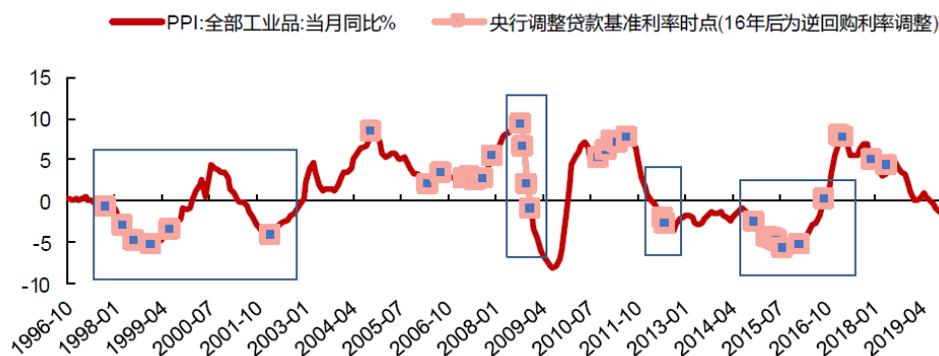


图 5.12 中国 PPI 对贷款基准利率具有非常强的信号作用

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心



图 5.13CPI 对货币政策也具有一定的信号作用，但不及 PPI

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

全球经济进入下行周期，终端需求偏弱，制造业难以出现明显起色；同时，地产投资增速在土地购置费增速下降拖累下大概率下行，稳增长仍依靠积极的财政政策来推动，专项债扩容以及配套融资都需要宽松的货币政策来支持。2020 年货币政策需要兼顾逆周期调节和稳定通胀预期的双重目标，以稳定经济增长为最重要的目标，货币政策基调偏宽松，但高通胀会影响货币宽松的节奏；另外，LPR 实际运用的进度也会影响货币政策的进度。预计在明年 1 季度 CPI 高点过后，货币政策操作空间更大。

当前货币政策核心在于通过完善 LPR 改革机制和加速推进 LPR 的运用，疏通货币政策传导机制，根据 LPR 定价的“358”监管要求，2020 年二季度以后将有 80% 以上的新增贷款使用 LPR 定价。在经济下行压力较大、LPR 持续推进的大环境下，预计 2020 年央行货币政策偏宽松，MLF 可能多次小幅下调，下调空间和节奏需积极关注经济增长、通胀预期和 LPR 实际运用等。降低信贷成本的前提是银行负债端成本下降，从 4 季度以来结构性存款迎重磅监管以及 OMO 利率下调等方面，均可以看到监管层在促进减轻银行负债端的压力。

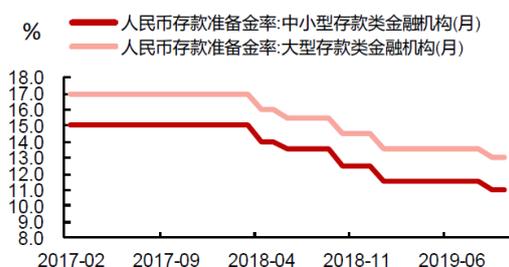


图 5.14 存款准备金率仍有下调空间



图 5.15 央行 19 年三次投放 TMLF

资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

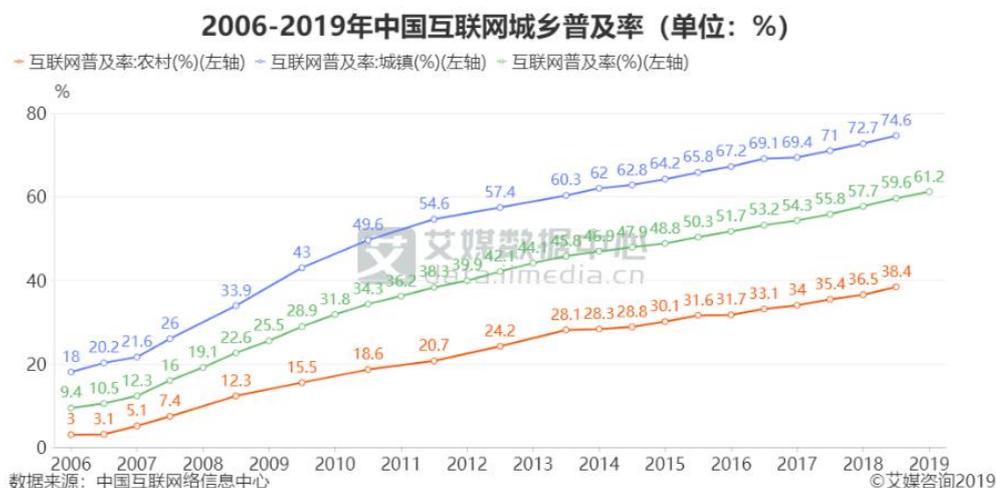
资料来源：WIND 资讯，西部证券研发中心

2020 年，货币政策需要兼顾逆周期调节和稳定通胀预期的双重目标，稳增长仍是主基调，货币政策基调在 2020 年预计偏宽松，但高通胀或会影响货币宽松的节奏，预计在明年 1 季度 CPI 高点过后，货币政策操作空间更大。货币政策需更具有针对性，核心在于通过完善 LPR 改革机制和加速推进 LPR 的运用，疏通货币政策传导机制。预计 2020 年 MLF 可能多次小幅下调，下调空间和节奏需积极关注经济增长、通胀预期和 LPR 实际运用等。同时，预计央行还会通过向银行体系提供长线资金来降低银行负债成本以及增加资金稳定性，但央行数量工具仍会采取定向工具，以普惠定向降准和 TMLF 操作等为主。

二、行业现状分析

1. 互联网普及率

艾媒咨询数据显示，2019 年中国互联网普及率达 61.2%。其中，城镇互联网普及率较高，达到 74.6%；而农村互联网普及率仅有 38.4%，还有待提高。自 2006 年以来，中国互联网普及率无论是城镇还是农村，都呈现仓储明显的逐年增长趋势。



2. 线上机票预订市场现状

根据比达咨询(bigdata-research)移动用户调查平台——《微参与》调查数据，在用户线上预定机票更倾向于选择 OTA 企业，尽管航空公司在加强官网、app、微信的直销比例，但用户认知已经形成，航空公司短期仍处于被动态势。从品牌来看，依靠机票比价搜索起家的去哪儿依旧是用户最常使用的机票预定渠道品牌，携程平台化后短期内依然无法改变这一局面；但是在移动端，携程旅行超越去哪儿旅行，

常使用用户数量位居行业首位。

比达咨询(bigdata-research)移动用户调查平台《微参与》对线上机票预定用户行为的调查发现：三分之二的用户通过线上预定机票;移动端预定的用户数超过 pc 端;在线上预定渠道中，去哪儿用户常用率最高，携程第二，具备流量优势的京东崛起，目前位居第十位;在移动端，携程旅行 app 使用用户最多，航空公司在移动端相对 pc 端整体表现更好。

(1)三分之二的用户通过线上预定机票

《微参与》调查数据显示：65.5%的用户选择通过线上方式预定机票，只有 34.5% 用户在线下预定。其中，线上预定方式中，通过电脑的用户占 30.6%，手机占 28.2%，平板是 6.7%;线下预定方式中，去代售点买机票的用户数最多，其次是直接去机场买票的，电话订票仅 8.9%。机票作为标准化程度较高，互联网对其渗透率超过 6 成，移动端的比例已经超过 pc，未来趋势主要是 pc 用户向移动端转移和线上订票方式向 40 岁以上人群渗透。

(2)品牌口碑和机票折扣是用户选择线上预定渠道品牌时最关注因素

用户在挑选线上机票渠道预定品牌时候，最关注的因素是品牌口碑和折扣，OTA 排名靠前的企业的在这两个方面占据明显优势，航空公司官网虽然有品牌，但缺乏价格优势，同时航空公司在 OTA 平台上有折扣直销旗舰店，进一步削弱了官网的竞争力。

除了最主要的两个因素外，关注是否有特价机票的用户占 40.0%，关注返现和点评的用户有 32.1%和 26.5%，关注机票的类型/档次丰富度的用户占 21.7%，其他因素的关注用户占比都低于 20%。

(3)用户常用率情况

从线上渠道预定品牌来看，去哪儿的常使用用户数量最多，占 61.7%，机票业务是去哪儿立身之本，机票业务对总营收的贡献超过 70%。携程位居第二，58.6%的用户常使用，同程、阿里旅行和途牛分别稳居第三到第五名，常使用用户占 42.8%、33.9%和 26.7%。除了 OTA 企业外，京东表现突出，有 10.4%的用户常使用，具备流量优势的电商品牌已经成为机票预定行业内重要的竞争者。

(4) 携程旅行 app 使用用户最多，航空公司 app 移动端表现好于 pc 端

从移动端来看，用户预定机票最常使用的 app 是携程旅行，其次是去哪儿旅行、途牛旅游、阿里旅行、同程旅游、艺龙旅行和驴妈妈旅游 6 家 OTA 企业的 app。在航空公司直销战略下，移动端表现较好，中国国航、南方航空、海南航空分别位于第八名到第十一名，常使用的用户分别为 9.9%、8.2%和 6.1%，明显好于 pc 端。剩余 app 的常使用率都不足 5%。

第四节 企业业务分析

一、经营业务及内容

深圳市活力天汇科技股份有限公司定位于移动互联网零售企业，以航空及高铁出行服务为切入点，通过为用户提供高品质的出行服务体验，获取高价值高黏性的优质用户，进而场景电商中，为正在消费崛起的新生代中产阶级提供高品牌溢价、高品质溢价的商品和服务，并在商品和服务交易的过程中获取收益。目前，活力天汇旗下提供出行服务的手机应用——“航班管家”和“高铁管家”是目前国内增长较快的机票和火车票的交易入口，日活跃用户与日消费用户数量较大。围绕出行服务，现已衍生出伙力食、伙力接送、伙力酒店、伙力商城等一系列场景电商业务。

第五节 企业财务分析

一、历史年度财务状况和经营状况

(一) 历史年度财务状况表

合并资产负债表

单位：万元

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
流动资产：			
货币资金	14,487.65	26,601.71	32,045.85
应收账款	6,459.34	7,064.74	7,995.23
预付款项	2,808.75	4,058.87	724.71
其他应收款(合计)	865.38	1,745.65	7,438.41
其他应收款	865.38	1,745.65	7,438.41
存货	779.94	1,104.03	1,029.50
其他流动资产	484.10	5.48	270.76
流动资产合计	25,885.15	40,580.48	49,504.46
可供出售金融资产	150.00	150.00	

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
其他权益工具投资			150.00
长期股权投资			175.12
固定资产(合计)	330.21	677.90	568.65
固定资产	330.21	677.90	568.65
无形资产	1,171.65	1,103.50	1,001.01
商誉	2,540.28	2,540.28	2,540.28
长期待摊费用	165.73	394.17	195.97
递延所得税资产	92.08	102.05	168.57
其他非流动资产	132.82		
非流动资产合计	4,582.76	4,967.91	4,799.61
资产总计	30,467.92	45,548.38	54,304.07
短期借款	0.00	500.00	5,604.72
应付账款	5,128.22	4,614.29	2,582.49
预收款项	1,214.34	16,515.94	3,561.99
应付职工薪酬	2,013.10	1,914.67	1,279.75
应交税费	229.78	166.19	345.82
其他应付款(合计)	1,626.82	1,842.02	21,530.56
应付利息		1.00	
其他应付款	1,626.82	1,841.02	21,530.56
其他流动负债	1,849.55	1,271.00	
流动负债合计	12,061.80	26,824.12	34,905.33
非流动负债:			
长期借款	0.00		
预计负债	52.00	52.00	52.00
递延所得税负债	281.79	247.89	214.09
非流动负债合计	333.79	299.89	266.09
负债合计	12,395.59	27,124.00	35,171.42
归属于母公司所有者权益合计	18,072.33	18,424.38	19,132.65
所有者权益合计	18,072.33	18,424.38	19,132.65
负债和所有者权益总计	30,467.92	45,548.38	54,304.07

(二) 历史年度经营状况表

合并利润表

单位: 万元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业总收入	33,983.77	48,323.41	51,371.75
营业收入	33,983.77	48,323.41	51,371.75
营业总成本	40,930.89	48,332.07	50,367.00
营业成本	14,425.16	19,070.08	20,232.82
营业税金及附加	327.67	374.96	304.83
销售费用	17,238.33	18,143.45	17,535.94
管理费用	8,223.91	3,199.04	3,910.88
研发费用		7,318.08	8,179.34

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
财务费用	374.14	9.84	203.19
其中：利息费用		1.81	208.99
减：利息收入		17.45	25.75
加：其他收益		252.22	730.04
投资净收益			-4.21
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			-4.88
资产减值损失	341.68	216.63	
信用减值损失			-429.11
资产处置收益		-10.86	-5.17
营业利润	-6,947.12	232.70	1,296.31
加：营业外收入	12.52	90.51	28.55
减：营业外支出	14.57	15.03	13.37
利润总额	-6,949.17	308.18	1,311.49
减：所得税	-52.97	-43.87	-99.24
净利润	-6,896.20	352.05	1,410.73
归属于母公司所有者的净利润	-6,896.20	352.05	1,410.73

注：2017 年、2018 年经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见审计报告(活力天汇年报中未披露审计报告号)，2019 年财务数据经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具普华永道中天审字(2020)第 15024 号无保留意见。

二、财务分析

（一）盈利能力分析

活力天汇 2017 年-2019 年的盈利能力指标具体情况如下：

项目	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
销售毛利率	57.55	60.54	60.61
销售净利率	-20.29	0.73	2.75
人力投入回报率 ROP	-61.21	2.64	10.49

上表中，ROP 是人力资源投入的利润回报率，代表每一元人工成本所带来的息税前利润回报，反映了人工效率。具体公式如下：

$$\text{人力投入回报率} = \text{息税前利润(TTM)} / \text{薪酬总额} * 100\%$$

由上表可以看出活力天汇评估基准日当年及近两年盈利能力水平及效率不断提高，公司处于快速成长期。

（二）偿债能力分析

活力天汇 2017 年-2019 年的偿债能力指标具体情况如下：

项目	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
流动比率	2.15	1.51	1.42
现金到期债务比	-	2,434.07	14.02
产权比率	68.59%	147.22%	183.83%
现金流量利息保障倍数	-46.70	6,714.67	3.76

上表中，现金到期债务比反映企业偿还到期债务的能力，具体公式如下：

现金到期债务比=经营活动产生的现金流量净额/(短期借款+一年内到期的非流动负债+应付票据)*100%

由上表可知虽然 2017 年至 2019 年投资标的公司的产权比率不断提高，但反映每一元到期债务的现金保障的现金到期债务比和反映每一元利息费用的现金流量保障的现金流量利息保障倍数指标仍然较好，表明投资标的公司流动性较为充裕、现金流量质量较好。快速增长的负债规模也侧面反映了投资标的公司处于快速增长期。

（三）成长能力分析

项目	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
基本每股收益(同比增长率)	80.73	104.79	128.57
稀释每股收益(同比增长率)	80.73	95.21	128.57

由上表可知，2017 年至 2019 年投资标的公司为股东带来回报的能力的效率不断提高，投资标的公司具有较强的成长能力。

第六节 可比上市公司的选取及财务数据调整

一、可比上市公司的选取

根据投资标的公司所处行业，即互联网零售行业，本次选取可比上市公司的具体思路为：一通过 WIND 查询到沪深股市、港股及美股资本市场中该行业的所有的上市公司，二进一步分析行业中各上市公司的经营业务和商业模式，选择与投资标的公司经营业务和商业模式最为接近的上市公司作为本次评估的可比上市公司。本次评估查询到的互联网零售行业上市公司具体情况如下：

（一）沪深股

证券代码	证券简称	上市日期	上市交易所	上市板	主要产品类型
002127.SZ	南极电商	2007-04-18	SZSE	中小企业板	电商生态服务、货品销售、品牌授权、柔性供应链园区
002640.SZ	跨境通	2011-12-08	SZSE	中小企业板	牛仔裤、西裤、休闲裤
603719.SH	良品铺子	2020-02-24	SSE	主板	炒货系列、海味零食、红枣干果、话梅果脯等

(二) 港股

证券代码	证券简称	上市日期	上市交易所	上市板	主要产品类型
0136.HK	恒腾网络	1997-09-25	HKEX	主板	主要从事互联网社区服务及相关业务、制造及销售照相及电子产品配件业务、投资及买卖证券以及物业投资。
0400.HK	科通芯城	2014-07-18	HKEX	主板	经营中国的 IC 及其他电子元器件交易型电商平台。
0572.HK	未来世界控股	2003-07-02	HKEX	主板	主要从事(i)证券买卖及投资；(ii)提供融资服务；(iii)物业投资；(iv)投资电影行业；(v)授权特许经营电商平台及(vi)贸易业务及相关服务
2360.HK	优品 360	2019-01-11	HKEX	主板	公司提供多种进口的预先包装休闲食品及其他主要来自海外的杂货产品，可大致分为：(i)朱古力及糖果；(ii)包装烘焙产品及零食；(iii)坚果及乾果；(iv)谷物及其他杂项食品；(v)饮品及酒类；(vi)个人护理产品；及(vii)其他产品，例如婴儿食品及产品，保健食品及补充剂以及杂项家居用品，例如清洁剂、餐具和雨具等。
3690.HK	美团点评-W	2018-09-20	HKEX	主板	公司是中国领先的生活服务电子商务平台,提供使用科技连接消费者与商家的平台和多样化的日常服务,包括餐饮外卖、到店餐饮、酒店及旅游预订及其他服务。
8079.HK	易还财务投资	2001-10-15	HKEX	创业板	公司主要从事杂货批发及零售和放贷业务,除此之外,该公司还从事金融工具及报价股份投资业务。
9618.HK	京东集团-SW	2020-06-18	HKEX	主板	京东商城是中国电子商务领域较受消费者欢迎和较具影响力的电子商务网站之一。
9988.HK	阿里巴巴-SW	2019-11-26	HKEX	主板	业务包括核心商业、云计算、数字媒体及娱乐以及创新业务。

(三) 美股

序号	证券代码	证券简称	上市日	上市交易所	上市板	业务
1	AMZN.O	AMAZON	1997-05-14	NASDAQ	主板	经营电子商务、网上零售商
2	BABA.N	ALIBABA	2014-09-19	NYSE	主板	业务包括核心商业、云计算、数字媒体及娱乐以及创新业务。
3	BIGC.O	BIGCOMMERCE	2020-08-05	NASDAQ	主板	为客户提供的品牌电子商务商店, 以及其与热门在线市场、社交网络和离线销售点("POS")系统的跨渠道连接。
4	BKNG.O	BOOKING	1999-03-29	NASDAQ	主板	网上机票、酒店及汽车租赁等预定服务。
5	BWMX.O	BETTERWARE DE MEXICO	2020-03-16	NASDAQ	主板	一家领先的直接面向消费者公司, 主要专注于家庭组织领域。
6	CANG.N	CANGO	2018-07-26	NYSE	主板	中国领先的汽车交易服务平台, 连接了经销商, 金融机构, 汽车买家和其他行业参与者。
7	CARG.O	CARGURUS	2017-10-12	NASDAQ	主板	CarGurus, Inc. 是连接新旧二手车买卖双方的全球在线汽车市场。
8	CHWY.N	CHEWY	2019-06-14	NYSE	主板	纯玩宠物电子零售商
9	DADA.O	DADA NEXUS	2020-06-05	NASDAQ	主板	是中国领先的本地即时零售和配送平台。
10	DESP.N	DESPEGAR.COM	2017-09-20	NYSE	主板	该公司是拉丁美洲领先的在线旅游公司。
11	DLTH.O	DULUTH	2015-11-20	NASDAQ	主板	销售男女休闲装以及配饰。
12	EBAY.O	EBAY	1998-09-23	NASDAQ	主板	在线市场的商品和服务销售。
13	ETSY.O	ETSY	2015-04-16	NASDAQ	主板	致力于提供线上与线下客户联系、交易特色商品以及手工制品的交易平台
14	EXPE.O	EXPEDIA	2005-07-20	NASDAQ	主板	提供包括工具、信息、预定和体验在内的休闲旅游代理。

序号	证券代码	证券简称	上市日	上市交易所	上市板	业务
15	FLWS.O	1 800 FLOWERS COM	1999-08-03	NASDAQ	主板	提供鲜花, 植物, 礼篮, 美食, 糖果, 蜡烛, 气球毛绒动物。
16	FTCH.N	FARFETCH	2018-09-21	NYSE	主板	经营全球的大规模奢侈品数字市场
17	GRPN.O	GROUPON	2011-11-04	NASDAQ	主板	网络团购
18	IMBI.O	IMEDIA BRANDS	1991-06-01	NASDAQ	主板	一个多通道的电子零售商。
19	JD.O	JINGDONG	2014-05-22	NASDAQ	主板	京东商城是中国电子商务领域较受消费者欢迎和较具影响力的电子商务网站之一。
20	JMIA.N	JUMIA TECHNOLOGIES	2019-04-12	NYSE	主板	领先的泛非电子商务平台。其平台包括将卖家与消费者连接起来的市场, 其物流服务, 以及从卖方到消费者的包裹的运送和交付, 以及支付服务, 这有助于在特定市场中活跃在其平台上的参与者之间的交易。
21	KXIN.O	KAIXIN AUTO	2017-11-06	NASDAQ	主板	中国最大的优质二手车经销商集团
22	LE.O	LANDS'END	2014-03-20	NASDAQ	主板	零售服装、配件和鞋类, 以及家居产品
23	LITB.N	LIGHTINTHE BOX	2013-06-06	NYSE	主板	B2C 网站运营商, 网上零售。
24	LQDT.O	LIQUIDITY SERVICES	2006-02-23	NASDAQ	主板	在线拍卖
25	LTRPA.O	LIBERTY TRIPADVISOR-A	2014-08-27	NASDAQ	主板	主要从事旅游业和网络广告业务。
26	LTRPB.O	LIBERTY TRIPADVISOR-B	2014-08-27	NASDAQ	主板	主要从事旅游业和网络广告业务。
27	MKD.O	MOLECULAR DATA	2019-12-30	NASDAQ	主板	中国化工行业领先的技术驱动平台, 通过集成解决方案将化工价值链上的参与者连接起来。
28	MKGI.O	MONAKER	2018-02-22	NASDAQ	主板	Monaker Group, Inc. 是一家技术型旅游公司。
29	MMYT.O	MAKEMYTRIP	2010-08-12	NASDAQ	主板	主要提供各种旅行服务及产品。
30	NFLX.O	NETFLIX	2002-05-23	NASDAQ	主板	从事在线 DVD 租赁。

序号	证券代码	证券简称	上市日	上市交易所	上市板	业务
31	ONEW.O	ONEWATER MARINE	2020-02-07	NASDAQ	主板	Onewater Marine Inc.是美国最大、增长最快的高档休闲船零售商之一。
32	OSTK.O	OVERSTOCK COM	2002-05-30	NASDAQ	主板	提供折扣名牌、非名牌和清仓商品。
33	PCOM.O	POINTS INTERNATIONAL	2000-05-15	NASDAQ	主板	Points International Ltd.是一家致力于面向忠诚度计划运营商提供电子商务和技术服务的公司。
34	PDD.O	PINDUODUO	2018-07-26	NASDAQ	主板	专注于 C2B 拼团的第三方社交电商平台。
35	PETS.O	PETMED EXPRESS	2004-01-23	NASDAQ	主板	销售处方和非处方宠物药物,以及其他狗和猫保健产品,直接面向消费者。
36	PRTH.O	PRIORITY TECHNOLOGY	2016-11-14	NASDAQ	主板	主要从事消费者和商业支付解决方案的提供。
37	PRTS.O	CARPARTS.COM	2007-02-09	NASDAQ	主板	美国汽车零部件网络股份有限公司是一家致力于提供在线汽车售后配件与维修信息源的公司。
38	QRTEA.O	QURATE RETAIL-A	--	NASDAQ	主板	从事视频和在线商业行业
39	QRTEB.O	QURATE RETAIL-B	2006-05-04	NASDAQ	主板	从事视频和在线商业行业
40	QUOT.N	QUOTIENT TECHNOLOGY	2014-03-07	NYSE	主板	运营数字推广平台,连接大品牌、零售商与消费者
41	REAL.O	THEREALREAL	2019-06-28	NASDAQ	主板	是全球最大的认证,寄售奢侈品在线市场。
42	RMBL.O	RUMBLEON	2017-10-19	NASDAQ	主板	RumbleON,Inc.是一家在线零售商,让消费者和经销商在线完成二手摩托车的购买、出售和交易融资。
43	RUHN.O	RUHNN	2019-04-03	NASDAQ	主板	中国最大的互联网关键意见领袖
44	RVLV.N	REVOLVE	2019-06-07	NYSE	主板	时尚潮流购物网站
45	SECO.O	SECOO	2017-09-22	NASDAQ	主板	致力打造全球高端消费服务平台
46	STMP.O	STAMPSCOM	1999-06-25	NASDAQ	主板	主要提供互联网邮资方案。

序号	证券代码	证券简称	上市日	上市交易所	上市板	业务
47	TC.O	TUANCHE	2018-11-20	NASDAQ	主板	提供基于交易场景的线上线下融合的汽车营销解决方案和虚拟经销商服务。
48	TCOM.O	TRIP.COM	2003-12-09	NASDAQ	主板	主要从事向超过五千万注册会员提供包括酒店预订、机票预订、度假预订、商旅管理、高铁代购以及旅游资讯在内的全方位旅行服务。
49	TKAT.A	TAKUNG ART	2017-03-22	AMEX	主板	Takung Art Co.,Ltd.主要为艺术品物权、文化版权等各类文化艺术品权益提供交易平台。
50	TOUR.O	TUNIU	2014-05-09	NASDAQ	主板	主要从事旅游线路销售,为旅客提供各类旅游资讯及预订等一站式服务。
51	TRIP.O	TRIPADVISOR	2011-12-07	NASDAQ	主板	从事线上旅游搜索服务。
52	UXIN.O	UXIN	2018-06-27	NASDAQ	主板	中国二手车交易综合服务供应商
53	VIOT.O	VIOMI TECHNOLOGY	2018-09-25	NASDAQ	主板	致力于用互联网的方法改造传统家电行业,是全屋互联网家电的开创者,创造基于IoT和AI技术的互联网家电新物种,家电设备在多重场景下发生联动,构建全屋智能互联的全新体验
54	VIPS.N	VIPSHOP	2012-03-23	NYSE	主板	一家特卖网站,以比零售大幅优惠的折扣价,向中国消费者提供品牌正品。
55	VRM.O	VROOM	2020-06-09	NASDAQ	主板	一个创新的端到端电子商务平台。
56	W.N	WAYFAIR	2014-10-02	NYSE	主板	家居用品,箱包,玩具和宠物用品
57	YGYI.O	YOUNGEVITY INTERNATIONAL	2017-06-21	NASDAQ	主板	营养品和咖啡公司
58	YJ.O	YUNJI	2019-05-03	NASDAQ	主板	一家由社交驱动的精品会员电商。

投资标的公司主要场景为航班和酒店，即主要从事线上机票预定、酒店预订。经对比分析，评估人员认为 Booking Holdings Inc.(证券代码：BKNG.O)、携程国际有限公司(证券代码：TCOM.O)与投资标的公司业务及场景最可比，美团点评(证券代码：3690.HK)与投资标的公司业务及场景有交叉，也有可比性，因此选择上述三家上市公司作为可比公司。

二、可比上市公司简介及财务数据

可比上市公司基本情况及财务数据如下：

(一)Booking Holdings Inc. (证券代码：BKNG.O)

1.公司简介

注册地	美国
注册地址详细信息	美国特拉华州
成立日期	1997
注册资本	8,000,000 USD
法定代表人	Jeffery H. Boyd
实际控制人	
第一大股东	The Vanguard Group
第一大股东(持股比例)	7.76%
所属 Wind 行业	可选消费--零售业--互联网与售货目录零售--互联网零售
员工总数(人)	25,000
主要办公地址	800 Connecticut Avenue, Norwalk, Connecticut 06854 United States
公司网站	www.bookingholdings.com
会计年结日	12-31
公司简介	Booking Holdings Inc.(原名:普利斯林公司; Priceline.com Incorporated)是一家在线旅游公司,提供网上订价系统,包括度假机票、酒店房间及出租汽车的旅游服务;同时提供个人财务服务,包括住宅按揭、置业贷款、新车销售以及长途电话服务。2014年4月1日,公司名由 Priceline.com Incorporated 变更为普利斯林公司(Priceline Group Inc.),反映其作为具有多个独立经营品牌的公司的演变。2018年2月21日,该公司将公司名称由普利斯林公司(Priceline Group Inc.)改为 Booking Holdings Inc.,此次更名是为了将企业名称与该公司目前最大的业务板块(Booking.com)保持一致。
经营范围	网上机票、酒店及汽车租赁等预定服务。

2. 主要财务数据

合并资产负债表

单位：万美元

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
现金及现金等价物	254,160.40	262,400.00	631,200.00

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
其他短期投资	485,987.30	366,000.00	99,800.00
应收款项合计	163,332.80	212,300.00	252,300.00
应收账款及票据	121,780.10	152,300.00	168,000.00
其他应收款	41,552.70	60,000.00	84,300.00
流动资产合计	903,480.50	840,700.00	983,300.00
固定资产净值	48,008.10	65,600.00	73,800.00
可供出售投资	1,042,160.00	770,700.00	372,600.00
其他长期投资		70,100.00	75,100.00
商誉及无形资产	491,449.40	503,500.00	486,700.00
其他非流动资产	60,028.30	18,100.00	148,700.00
非流动资产合计	1,641,645.80	1,428,000.00	1,156,900.00
总资产	2,545,126.30	2,268,700.00	2,140,200.00
应付账款及票据	66,752.30	113,400.00	123,900.00
短期借贷及长期借贷 当期到期部分	71,091.00		98,800.00
其他流动负债	211,943.50	242,100.00	313,900.00
流动负债合计	349,786.80	355,500.00	536,600.00
长期借贷	881,275.10	864,900.00	764,000.00
其他非流动负债	188,004.60	169,800.00	246,300.00
非流动负债合计	1,069,279.70	1,034,700.00	1,010,300.00
总负债	1,419,066.50	1,390,200.00	1,546,900.00
归属母公司股东权益	1,126,059.80	878,500.00	593,300.00
少数股东权益			
股东权益合计	1,126,059.80	878,500.00	593,300.00
总负债及总权益	2,545,126.30	2,268,700.00	2,140,200.00

合并利润表

单位：万美元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业总收入	1,268,108.20	1,452,700.00	1,506,600.00
主营业务收入	1,268,108.20	1,452,700.00	1,506,600.00
其他营业收入			
营业总支出	814,309.00	918,600.00	972,100.00
营业成本	25,053.70		
营业开支	789,255.30	918,600.00	972,100.00
营业利润	453,799.20	534,100.00	534,500.00
加：利息收入	15,719.40	18,700.00	15,200.00
减：利息支出	25,397.60	26,900.00	26,600.00
加：权益性投资损益			
其他非经营性损益	-4,288.80	-42,400.00	72,700.00
非经常项目前利润	439,832.20	483,500.00	595,800.00
加：非经常项目损益			
除税前利润	439,832.20	483,500.00	595,800.00
减：所得税	205,755.70	83,700.00	109,300.00

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
少数股东损益			
持续经营净利润	234,076.50	399,800.00	486,500.00
加：非持续经营净利润			
其他特殊项			
净利润	234,076.50	399,800.00	486,500.00
减：优先股利及其他调整项			
归属普通股股东净利润	234,076.50	399,800.00	486,500.00

(二)携程国际有限公司(证券代码：TCOM.O)

1.公司简介

注册地	开曼群岛
成立日期	1999 年 06 月
注册资本	1,750,000 USD
法定代表人	梁建章
实际控制人	
第一大股东	Baidu Entities
第一大股东(持股比例)	11.67%
所属 Wind 行业	可选消费--零售业--互联网与售货目录零售--互联网零售
员工总数(人)	44,300
主要办公地址	中国上海市金钟路 968 号
主要电话	86-21-34064880
公司网站	www.ctrip.com
会计年结日	12-31
公司简介	携程国际有限公司是中国领先的在线旅行服务公司。该公司主要从事向超过五千万注册会员提供包括酒店预订、机票预订、度假预订、商旅管理、高铁代购以及旅游资讯在内的全方位旅行服务。在机票预订方面，该公司是中国领先的机票预订服务平台，覆盖国内外所有航线，并在四十五个大中城市提供免费送机票服务。
经营范围	主要从事向超过五千万注册会员提供包括酒店预订、机票预订、度假预订、商旅管理、高铁代购以及旅游资讯在内的全方位旅行服务。

2.主要财务数据

合并资产负债表

单位：万美元

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
现金及现金等价物	279,192.43	313,702.06	285,585.28

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
交易性金融资产			
其他短期投资	430,503.17	535,508.22	330,523.78
应收款项合计	162,111.83	235,152.70	318,482.84
应收账款及票据	69,772.16	82,585.38	109,816.23
其他应收款	92,339.67	152,567.32	208,666.61
存货			
其他流动资产	34,605.29	72,444.34	39,505.75
流动资产合计	906,412.72	1,156,807.32	974,097.65
非流动资产：			
固定资产净值	85,940.14	85,557.76	87,941.86
权益性投资	92,871.22	391,566.62	735,042.00
持有至到期投资	612.16		
可供出售投资	283,928.26		
其他长期投资	13,971.93		
商誉及无形资产	1,071,230.87	1,045,416.13	1,041,942.60
土地使用权	1,480.84	1,369.62	1,304.44
其他非流动资产	23,556.72	26,911.64	28,984.26
非流动资产合计	1,573,592.13	1,550,821.77	1,895,215.16
总资产	2,480,004.86	2,707,629.09	2,869,312.81
流动负债：			
应付账款及票据	114,156.34	170,678.40	176,227.75
应交税金	14,193.98	14,847.30	20,770.62
交易性金融负债			
短期借贷及长期借贷 当期到期部分	249,705.89	524,696.93	437,430.12
其他流动负债	267,163.29	291,992.07	357,257.53
流动负债合计	645,219.50	1,002,214.71	991,686.02
非流动负债：			
长期借贷	447,189.48	351,818.39	280,052.18
其他非流动负债	64,204.66	60,715.12	66,010.15
非流动负债合计	511,394.13	412,533.51	346,062.33
总负债	1,156,613.63	1,414,748.22	1,337,748.34
股东权益：			
归属母公司股东权益	1,296,161.94	1,263,477.68	1,482,784.32
少数股东权益	27,229.28	29,403.19	48,780.14
股东权益合计	1,323,391.22	1,292,880.87	1,531,564.46
总负债及总权益	2,480,004.86	2,707,629.09	2,869,312.81

合并利润表

单位：万美元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业总收入	409,837.95	451,174.38	511,252.54
主营业务收入	409,837.95	451,174.38	511,252.54
其他营业收入			
营业总支出	365,055.56	413,218.32	439,006.91
营业成本	71,595.74	92,143.61	105,673.58

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业开支	293,459.82	321,074.72	333,333.33
营业利润	44,782.38	37,956.06	72,245.64
加：利息收入	15,114.47	27,669.31	30,016.34
减：利息支出	19,685.41	21,972.26	24,038.88
加：权益性投资损益	-996.54	-466.25	-4,974.05
其他非经营性损益	-12,401.92	1,340.48	2,766.55
非经常项目前利润	26,812.99	44,527.33	76,015.60
加：非经常项目损益	25,854.19	-17,003.73	49,267.51
除税前利润	52,667.18	27,523.60	125,283.11
减：所得税	19,597.25	11,554.38	24,970.61
少数股东损益	288.39	-233.13	-186.35
持续经营净利润	32,781.54	16,202.35	100,498.84
加：非持续经营净利润			
其他特殊项			
净利润	32,781.54	16,202.35	100,498.84
减：优先股利及其他调整项			
归属普通股股东净利润	32,781.54	16,202.35	100,498.84

(三)美团点评(证券代码：3690.HK)

1.公司简介

注册地	开曼群岛
注册地址详细信息	PO Box 309,Ugland House Grand Cayman,KY1-1104 Cayman Islands
成立日期	2015-09-25
注册资本	100,000 USD
法定代表人	王兴
第一大股东	Huai River Investment Limited
第一大股东(持股比例)	12.29%
所属 Wind 行业	可选消费--零售业--互联网与售货目录零售--互联网零售
员工总数(人)	54,580
证券事务联系人	刘绮华
主要办公地址	北京市朝阳区望京东路 4 号恒基伟业大厦 B 座及 C 座
电子邮件	yixiang.wang@dianping.com;ir@meituan.com
公司网站	about.meituan.com
公司简介	公司是中国领先的生活服务电子商务平台。公司用科技连接消费者和商家，提供服务以满足人们日常「吃」的需求，并进一步扩展至多种生活和旅游服务。2017 年，在公司平台上完成的交易笔数超过 58 亿，交易金额达约人民币 3,570 亿元。同年，公司为全国超过 2,800 个市县的 3.1 亿年度交易用户和约 440 万年度活跃商家提供了服务。公司在消费者的日常生活中扮演着重要的角色。公司旨在通过向商家提供

	广泛的解决方案，助力生活服务业实体经济转型升级。公司通过先进的大数据和人工智能(AI)技术助力服务行业。公司是全球服务业电子商务模式的创新先锋。
经营范围	公司是中国领先的生活服务电子商务平台,提供使用科技连接消费者与商家的平台和多样化的日常服务,包括餐饮外卖、到店餐饮、酒店及旅游预订及其他服务。

2.主要财务数据

合并资产负债表

单位：万港元

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
流动资产：			
现金及现金等价物	2,321,881.42	1,945,182.83	1,495,477.13
交易性金融资产	3,002.60		
其他短期投资	3,281,594.19	5,203,426.04	6,120,157.96
应收款项合计	361,987.30	646,336.45	544,817.59
应收账款及票据	51,739.30	53,223.01	75,550.02
其他应收款	310,247.99	593,113.44	469,267.57
存货	10,572.19	45,679.53	30,724.84
其他流动资产	533,402.04	507,856.31	977,931.52
流动资产合计	6,512,439.74	8,348,481.17	9,169,109.04
非流动资产：			
固定资产净值	109,543.13	454,098.95	600,171.58
权益性投资	233,538.90	240,059.69	254,927.55
持有至到期投资			
可供出售投资			
其他长期投资	724,666.77	720,908.13	799,986.83
商誉及无形资产	2,375,013.34	3,866,241.04	3,650,402.44
土地使用权			
其他非流动资产	49,961.72	141,212.05	262,605.33
非流动资产合计	3,492,723.86	5,422,519.86	5,568,093.73
总资产	10,005,163.59	13,771,001.03	14,737,202.77
流动负债：			
应付账款及票据	319,029.44	609,559.80	755,347.63
应交税金	99,055.40	84,888.27	108,662.06
交易性金融负债			
短期借贷及长期借贷 当期到期部分	19,380.08	205,432.55	396,591.46
其他流动负债	2,017,030.18	2,732,287.38	2,824,393.27
流动负债合计	2,454,495.10	3,632,168.00	4,084,994.42
非流动负债：			
长期借贷		53,647.11	52,097.17
其他非流动负债	12,395,853.02	211,895.34	323,660.05
非流动负债合计	12,395,853.02	265,542.46	375,757.22

项目	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31
总负债	14,850,348.12	3,897,710.45	4,460,751.64
股东权益：			
优先股			
普通股股本	11.72	43.83	43.43
储备	-4,792,269.50	10,799,133.87	11,113,339.21
库存股			
其他综合性收益	-59,833.47	-926,507.76	-830,451.00
普通股权益总额	-4,852,091.25	9,872,669.94	10,282,931.63
归属母公司股东权益	-4,852,091.25	9,872,669.94	10,282,931.63
少数股东权益	6,906.72	620.63	-6,480.50

合并利润表

单位：万港元

项目	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业总收入	4,058,808.60	7,444,336.68	10,892,010.98
主营业务收入	4,058,808.60	7,444,336.68	10,887,553.98
其他营业收入			4,457.01
营业总支出	4,598,444.09	9,005,608.54	10,807,545.16
营业成本	2,596,988.07	5,720,420.00	7,279,481.90
营业开支	2,001,456.02	3,285,188.54	3,528,063.25
营业利润	-539,635.49	-1,561,271.86	84,465.83
加：利息收入	9,320.62	59,365.56	116,399.56
减：利息支出		2,807.69	19,673.02
加：权益性投资损益	-1,246.31	-5,508.67	11,984.30
其他非经营性损益	-3,233.96	-2,467.02	-82,874.37
非经常项目前利润	-534,795.13	-1,512,689.68	110,302.31
加：非经常项目损益	-1,730,240.94	-11,668,183.06	198,075.64
除税前利润	-2,265,036.07	-13,180,872.75	308,377.95
减：所得税	6,486.10	215.48	58,744.67
少数股东损益	-8,525.32	-1,771.74	-290.70
持续经营净利润	-2,262,996.85	-13,179,316.48	249,923.98
加：非持续经营净利润			
其他特殊项			
净利润	-2,262,996.85	-13,179,316.48	249,923.98
减：优先股利及其他调整项			
归属普通股股东净利润	-2,262,996.85	-13,179,316.48	249,923.98

第七节 市场法评估计算过程及结果

一、可比公司价值比率影响因素的确定和计算

本次评估选用市销率 P/S，据前文市场法评估模型中的介绍，市销率 P/S 的主要驱动因素是营业净利率、增长潜力和风险。目标公司和可比上市公司各驱动因素的计算结果如下表所示：

公司简称	BOOKING	TRIP.COM	美团点评-W	活力天汇
营业净利率	32.29	19.62	2.29	2.76
成长能力	11.93%	22.64%	95.46%	46.54%
风险	7.25%	7.36%	5.36%	9.92%

其中，营业净利率的计算公式为：

营业净利率=净利润/营业收入

成长能力为各公司 2016-2019 年收入的复合增长率，具体情况如下：

证券简称	证券代码	营业收入				g-收入
		2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	
BOOKING	BKNG.O	1,074,300.60	1,268,108.20	1,452,700.00	1,506,600.00	11.93%
TRIP.COM	TCOM.O	277,186.68	409,837.95	451,174.38	511,252.54	22.64%
美团点评-W	3690.HK	187,293.15	519,237.05	950,391.62	1,398,590.29	95.46%
活力天汇	871860.OC	16,323.5224	33,983.7734	48,323.4075	51,371.75	46.54%

注：表中可比上市公司的币种为美元，活力天汇的币种为人民币元。

风险指标根据匹配原则，选取股权资本成本 K_e ，具体计算过程及结果如下：

证券简称	权益资本成本	无风险报酬率	有财务杠杆的 Beta	无财务杠杆的 Beta	资本结构	所得税率	市场风险溢价
	$K_e = R_f + \beta \times RP_m$	R_f	β_l	β_U	D/E	T	RPm
BOOKING	7.25%	1.92%	0.9737	0.3180	2.61	21.00%	5.47%
TRIP.COM	7.36%	1.92%	0.9947	0.5718	0.87	15.00%	5.47%
美团点评-W	5.36%	1.79%	0.5733	0.4335	0.43	25.00%	6.22%
活力天汇	9.92%	3.14%	0.9298	0.4411	1.3033	15.00%	7.29%

注：上市公司计算风险，即权益成本 K_e 所用无风险报酬率选用其所在资本市场币种的 10 年期国债到期收益率，市场风险溢价 RPm 采用美股指标并加上当地市场的国家风险，有财务杠杆的 Beta、资本结构 D/E、所得税税率均采用其自身的数据。活力天汇权益成本 K_e 的计算过程如下：

权益资本成本 K_e 按照国际惯常作法采用资本资产定价模型（CAPM）估算，计算公式如下：

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

式中各参数的确定过程如下：

R_f 无风险收益率取中国十年期国债到期收益率；

β 权益系统风险系数跟据可比上市公司有杠杆的 β ，卸载杠杆后取平均值得到活力天汇的无杠杆 β_L ，加载活力天汇自身的杠杆(目标资本结构)，得到其 β 。

MRP 市场风险溢价取中国市场风险溢价。

二、调整系数的确定

以目标公司作为比较基准和调整目标。系数调整的具体情况如下：

各项指标的权重		BKNG.O			TCOM.O			3690.HK		
		初始价值比率	调整分值	经权重调整后待估对象分值	初始价值比率	调整分值	经权重调整后待估对象分值	初始价值比率	调整分值	经权重调整后待估对象分值
营业净利率	20%	11.69	-12	0.18	7.10	-7	0.19	0.83	3	0.21
成长能力	40%	0.26	7	0.43	0.49	5	0.42	2.05	-2	0.39
风险	40%	0.73	-3	0.39	0.74	-3	0.39	0.54	-5	0.38
调整系数				0.99			0.99			0.98

初始价值比率=投资标的公司指标/可比企业指标

营业净利率、成长能力与 P/S 倍数正相关，风险与与 P/S 倍数负相关，因此本次设定的打分标准如下：

指标	打分标准	
营业净利率及成长能力	(0,0.5]6 分至-10 分	(0.5,1)1 分至 5 分
	(5,10]-6 分至-10 分	(10,15]-11 分至-15 分
风险	(0,0.5]-6 分至-10 分	(0.5,1]-1 分至-5 分
	(5,10]6 分至 10 分	(10,15] 11 分至 15 分

三、计算修正后的比率乘数和股权价值确定

经权重调整后待估对象分值=可比企业 PS×（1+调整分值%）×指标权重

PS 基准比率乘数计算结果如下表：

项目	BKNG.O	TCOM.O	3690.HK
调整前 PS	5.75	4.00	5.95
调整后 PS	5.71	3.98	5.82
加权平均 PS	5.04		

考虑到在经营业务及模式等方面，BKNG.O 和 TCOM.O 与投资标的公司活力天汇可比性最强，本次评估确定加权平均 PS 时给予较高权重，具体计算方式如下：

$$\begin{aligned} \text{加权平均 PS} &= 5.71 \times 0.4 + 3.98 \times 0.4 + 5.82 \times 0.2 \\ &= 5.04 \end{aligned}$$

四、评估结果

根据以上评估工作，凯撒同盛发展股份有限公司拟收购的深圳市活力天汇科技股份有限公司 25,281,136.00 股股权，对应的股权价值的确定公式为：

$$\text{标的股权价值} = \text{标的公司调整后市销率(P/S)} \times \text{合并口径营业收入} \div \text{流通股数} \times (1 - \text{流动性折扣}) \times \text{拟收购股份数}$$

其中，流动性折扣确定思路为：

市场流动性折扣(DLOM)是相对于流动性较强的投资，流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流动性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流动性的缺失。借鉴国际上定量研究流动性折扣率的方式，本次评估通过对比上市公司新股 IPO 的发行定价与该股正式上市后的交易价格来估算流动性折扣。考虑到本次评估的价值比率加权平均 PS 以美股可比上市公司为主，且香港资本市场发展时间较段，相比于美股资本市场其成熟度较弱。本次评估取距离评估基准日较近的 2018 年至 2019 年美股资本市场互联网零售行业上市首日、上市 20 日、上市 60 日、上市 120 日的收盘价对比情况，分别计算各样本上市公司上市首日、上市 20 日、上市 60 日、上市 120 日的流动性折扣，取平均值得到上市首日、上市 20 日、上市 60 日、上市 120 日的流动性折扣，取上述四个流动性折扣的平均值作为本次评估的流动性折扣，本次评估流动性折扣取值为 8.82%。

经计算，25,281,136.00 股权价值评估值为 15,147.40 万元。

第六部分 评估结论及分析

第一节 评估结论

北京天健兴业资产评估有限公司受凯撒同盛发展股份有限公司的委托，根据有关法律、行政法规和资产评估准则的规定，坚持独立、客观、公正的原则，采用市场法，按照必要的评估程序，对深圳市活力天汇科技股份有限公司 25,281,136.00 股股权进行了评估。根据以上评估工作，得出如下评估结论：

经市场法评估，凯撒同盛发展股份有限公司拟收购的深圳市活力天汇科技股份有限公司 25,281,136.00 股股权账面价值 14,997.25 万元，评估值 15,147.40 万元，评估增值 150.15 万元，增值率 1.00%。