

北京卓信大华资产评估有限公司对
福建紫天传媒科技股份有限公司关于
《关于对福建紫天传媒科技股份有限公司的重组问询函》
的回复之核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

贵部于 2022 年 12 月 22 日下发了《关于对福建紫天传媒科技股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函〔2022〕第 18 号），上市公司及相关中介机构对有关问题进行了认真分析与核查，北京卓信大华资产评估有限公司作为本次交易的评估机构，就上市公司对贵部所提问题的回复进行了认真核查，核查意见如下。

本回复的字体：

问询函所列问题	黑体
对问询函问题的回复及核查意见	宋体

目录

一、关于标的公司	1
问题 4:	1
问题 10:	7
二、关于估值情况	17
问题 14:	17
问题 15:	31
问题 16:	32
问题 17:	44
三、关于交易方案	65
问题 19:	65

一、关于标的公司

问题 4:

《报告书》显示，2019 年 2 月前，标的公司未实际开展业务。同时，标的公司因 2017 年度至 2018 年度存在未按规定申报缴纳增值税、城市维护建设税等违法行为，被税务部门出具《行政处罚决定书》，标的公司于 2022 年 1 月 25 日前补缴上述欠缴税款、罚款及其逾期利息，合计 983.40 万元。请你公司：

(1) 说明标的公司因 2017 年度至 2018 年度违法行为被税务部门处罚对应的具体事项及对应金额，与“标的公司 2019 年 2 月前未开展业务”的说法是否矛盾。

(2) 说明 6,372.26 万元应缴税费的测算过程、是否存在对应的罚款或逾期利息、未补缴原因、是否存在切实可行的补缴计划、评估过程中对未来现金流量预测时是否考虑了上述事项可能对标的公司造成的损失及对估值的具体影响。

(3) 说明上市公司与标的公司是否对应缴税费的责任进行约定，交易完成后如标的公司应税务机关要求补缴税款、罚款及逾期利息，导致上市公司遭受损失，交易对手方是否对上市公司进行赔偿，如是，请明确赔偿期限、交易对手方各自赔偿比例、赔偿保障措施，如否，请说明本次交易是否损害上市公司及中小股东权益，并充分提示风险。

请独立财务顾问、律师、评估师核查并发表明确意见。

一、说明标的公司因 2017 年度至 2018 年度违法行为被税务部门处罚对应的具体事项及对应金额，与“标的公司 2019 年 2 月前未开展业务”的说法是否矛盾。

(一) 标的公司因 2017 年度至 2018 年度违法行为被税务部门处罚的具体事项及对应处罚金额如下表所示：

时间	违法事实	少申报税款	罚款金额
2017 年 1 月至 2018 年 12 月	2017 年 1 月至 2018 年 12 月少计销售收入 31,683,052.83 元,造成 2017 年 1 月至 2018 年 12 月少缴增值税 1,900,983.17 元、城市维护建设税	增值税 1,900,983.17 元、城市维护建设税 133,068.83 元、教育费附加 57,029.5 元、地方教育附加 38,019.64 元。	1、处以少缴纳增值税 50% 的罚款，即 950,491.62 元；2、处以少缴纳城市维护建设税 50% 的罚款，即 66,534.46 元；3、从滞纳税款之日，按日加收

时间	违法事实	少申报税款	罚款金额
	133,068.83 元、教育费附加 57,029.5 元、地方教育附加 38,019.64 元。		滞纳金。
2017 年 1 月至 2018 年 12 月	2017 年 1 月至 2018 年 12 月少计销售收入 31,683,052.83 元，导致 2017 年度少申报企业所得税 516,909.04 元，2018 年度少申报企业所得税 1,869,317.54 元。	企业所得税 2,386,226.58 元。	1、处以少缴企业所得税 50% 的罚款，即 1,193,113.29 元；2、从滞纳税款之日，按日加收滞纳税款万分之五的滞纳金。
2017 年 1 月至 2018 年 12 月	少代扣代缴个人所得税 850,208.32 元，经责令追缴后，于 2020 年 6 月 29 日补缴。	个人所得税 850,208.32 元（已于 2020 年补缴）。	处以少代扣代缴个人所得税税款 0.5 倍的罚款，即 425,104.16 元。
2017 年	2017 年少代扣代缴（劳务报酬）个人所得税 85,620 元。	劳务报酬的个人所得税 85,620 元。	处以少代扣代缴劳务报酬的个人所得税 1.5 倍的罚款，即 128,430.00 元。
2017 年 1 月至 2019 年 12 月	逃避、拒绝或以其他方式阻挠税务机关检查。	-	罚款 2,000 元。

（二）根据标的公司提供的情况说明

“标的公司 2019 年 2 月前未开展业务”系指 2019 年 2 月前，标的公司主要从事互联网广告相关业务，但处于业务开拓期，并未形成完整的业务体系，也尚未形成成熟的互联网流量精准广告营销、品牌数字化线上服务、新零售直播内容服务的业务类型。为避免歧义，已修改相关表述为“2019 年 2 月前，标的公司业务尚处于开拓期，未形成完整业务体系。”

二、说明 6,372.26 万元应缴税费的测算过程、是否存在对应的罚款或逾期利息、未补缴原因、是否存在切实可行的补缴计划、评估过程中对未来现金流量预测时是否考虑了上述事项可能对标的公司造成的损失及对估值的具体影响。

（一）应缴税费的测算过程

标的公司主要税种和税率如下：

税种	计税依据	税率
企业所得税	应纳税所得额	25%
增值税	应税销售服务行为	6%
城市维护建设税	实缴流转税税额	7%
教育费附加	实缴流转税税额	3%
地方教育费附加	实缴流转税税额	2%

根据标的公司各期应纳税所得额、应税销售服务行为金额，测算得到标的公司报告期内应交税费明细如下：

单位：元

税费项目	2022年6月30日余额	2021年12月31日余额	2020年12月31日余额
增值税	12,584,397.39	9,840,484.94	6,007,362.67
企业所得税	50,078,773.18	42,263,126.03	23,996,214.72
城市维护建设税	617,962.45	664,012.26	540,069.12
教育费附加	264,853.91	284,576.69	231,458.20
地方教育费附加	176,569.23	189,717.76	154,305.44
印花税	0.00	39,049.70	0.00
合计	63,722,556.16	53,280,967.38	30,929,410.15

报告期内标的公司应交税费为会计师根据审定数据及会计准则计算的金额，未包含可能存在的罚款或滞纳金，标的公司未来将根据税务部门的实际要求进行缴纳；重组交易对方刘杰、丁文华已出具承诺，且上市公司已与重组交易对方在《购买资产协议》中约定：如因本次交易前标的公司相关行为导致其应税务机关要求补缴税款、罚款及滞纳金的，相关责任由重组交易对方丁文华、刘杰承担赔偿责任，承担责任方式为连带责任。

（二）是否存在对应的罚款或逾期利息、未补缴原因、是否存在切实可行的补缴计划

截至本回复出具之日，标的公司未制定明确的补缴计划，标的公司将严格按照税务机关的要求履行补缴义务，截至目前不存在对应的罚款或逾期利息。

1、2022年12月1日，标的公司及丁文华、刘杰出具《关于应缴税款事项的承诺函》，丁文华、刘杰承诺，如因本次交易前相关行为导致上市公司及标的公司受到行政处罚、刑事处罚、或者涉及与证券市场民事赔偿纠纷、合同纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁情形的，造成上市公司及标的公司、投资者或者任何第三方遭受损失的，承诺人将依法承担全部赔偿责任。赔偿责任范围包括但不限于

于权利方因该事项所产生的赔偿义务，包括向第三方所支付的赔偿金、违约金、滞纳金、罚款等，以及权利方因主张权利所发生的费用，包括律师费、诉讼费、保全费、担保费等。

2、根据《购买资产协议》第 9.1 条、《购买资产补充协议（二）》第二条约定，交易双方对锁定期约定如下。

1) 丁文华保证其于本次交易取得的全部标的股份自发行结束之日起十二个月内不进行转让，刘杰保证其于本次交易取得的全部标的股份自发行结束之日起三十六个月内不进行转让。

2) 在满足法定锁定期要求及重组交易对方各自承诺的前提下，其所持股份按照如下方式解锁：①如 2022 年度承诺净利润实现，则自 2022 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；②如 2023 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2023 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；③如 2024 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2024 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；④如 2025 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2025 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，且乙方根据《购买资产协议》《盈利预测补偿协议》《购买资产补充协议》及本协议约定履行完毕全部补偿义务后，则剩余标的股份全部解锁。依据该条款，标的公司完成上述应交税费的补缴或重组交易对方承担赔偿责任，与标的公司实现承诺净利润，均为重组交易对方解锁股份的必要条件，本次交易中股份支付的比例和金额较高，股份锁定期的设定保证了赔偿保障措施的充分性。

（三）评估过程中对未来现金流量预测时是否考虑了上述事项可能对标的公司造成的损失及对估值的具体影响

本次评估过程中对标的公司应交税费的余额及形成原因进行了分析，判断在本次评估基准日的应交税费余额 6,372.26 万元为标的公司按其所执行的会计准则正常计提的金额，其中：应交税费余额中的 1,737.04 万元系标的公司 2022 年 1-6 月经营活动中形成，本次评估将该部分应交税费纳入企业正常周转所需的营运资金考虑，并在营运资金净增加预测中考虑了其对未来现金流量的影响；应交税费余额中 4,635.22 万元系 2021 年及以前年度形成，本次评估考虑其形成时间

相对较长，出于谨慎原则将该部分应交税费作为非经营性负债考虑，并已在计算股权价值过程中予以扣减，即在最终的评估值中已充分考虑应交税费的影响。

三、说明上市公司与标的公司是否对应缴税费的责任进行约定，交易完成后如标的公司应税务机关要求补缴税款、罚款及逾期利息，导致上市公司遭受损失，交易对手方是否对上市公司进行赔偿，如是，请明确赔偿期限、交易对手方各自赔偿比例、赔偿保障措施，如否，请说明本次交易是否损害上市公司及中小股东权益，并充分提示风险。

（一）2022年12月1日，标的公司及丁文华、刘杰出具《关于应缴税款事项的承诺函》，丁文华、刘杰承诺，如因本次交易前相关行为导致上市公司及标的公司受到行政处罚、刑事处罚、或者涉及与证券市场民事赔偿纠纷、合同纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁情形的，造成上市公司及标的公司、投资者或者任何第三方遭受损失的，承诺人将依法承担全部赔偿责任。赔偿责任范围包括但不限于权利方因该事项所产生的赔偿义务，包括向第三方所支付的赔偿金、违约金、滞纳金、罚款等，以及权利方因主张权利所发生的费用，包括律师费、诉讼费、保全费、担保费等。

（二）根据《购买资产协议》第12.7条、《购买资产补充协议（二）》第三条约定，标的公司如因任何在重大资产重组实施完毕日前发生的事项，包括但不限于工商管理、税务、社会保险、住房公积金、境外投资及外汇管理事项受到主管机关的任何行政强制措施或行政处罚（包括但不限于罚款、滞纳金、停业等）或因履行任何协议、合同或其他任何权利义务与任何第三方产生争议而使得标的公司或其子公司或上市公司遭受任何损失、索赔或承担任何法律责任（包括但不限于直接损失和间接损失等），上市公司有权在任何时候要求丁文华、刘杰以连带责任方式向标的公司或其子公司或上市公司以现金方式承担赔偿责任或补偿责任。

（三）根据《购买资产协议》第9.1条、《购买资产补充协议（二）》第二条约定，交易双方对锁定期约定如下。

1、丁文华保证其于本次交易取得的全部标的股份自发行结束之日起十二个月内不进行转让，刘杰保证其于本次交易取得的全部标的股份自发行结束之日起三十六个月内不进行转让。

2、在满足法定锁定期要求及重组交易对方各自承诺的前提下，其所持股份

按照如下方式解锁：①如 2022 年度承诺净利润实现，则自 2022 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；②如 2023 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2023 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；③如 2024 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2024 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；④如 2025 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2025 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，且乙方根据《购买资产协议》《盈利预测补偿协议》《购买资产补充协议》及本协议约定履行完毕全部补偿义务后，则剩余标的股份全部解锁。依据该条款，标的公司完成上述应交税费的补缴或重组交易对方承担赔偿责任或补偿责任，与标的公司实现承诺净利润，均为重组交易对方解锁股份的必要条件，本次交易中股份支付的比例和金额较高，股份锁定期的设定保证了赔偿保障措施的充分性。

综上，上市公司及重组交易对方已通过合同协议、出具承诺函等方式明确约定，本次交易完成后，如因交易完成前标的公司相关行为而导致标的公司应税务机关要求补缴税款、罚款及滞纳金的，将由重组交易对方以连带责任方式承担赔偿责任或补偿责任，双方在签订的补充协议中进一步明确重组交易对方承担的赔偿责任不设有效期，该约定永久有效。上市公司已经采取了充分且必要的保障措施保障重组交易对方赔偿义务的履行。

四、中介机构核查情况

（一）评估师核查程序

- 1、查阅标的公司与上市公司签订的《购买资产协议》及其补充协议；
- 2、获取标的公司、刘杰、丁文华出具的承诺或说明；
- 3、查阅应交税费测算底稿。

（二）评估师核查意见

1、上市公司与标的公司已对应缴税费的责任进行约定，交易完成后如标的公司应税务机关要求补缴税款、罚款及逾期利息，导致上市公司遭受损失，由交易对手方对上市公司进行赔偿；

- 2、本次评估已在最终的评估值中充分考虑应交税费的影响。

问题 10:

报告期内,标的公司前五大客户销售占比分别为 99.10%、97.68%、85.65%。
2020 年、2021 年,标的公司主要客户为京东集团、伊利等电商平台或零售品牌;
2022 年上半年,标的公司前三大客户变为杭州奈斯、广州舜飞、宜搜科技,合计实现收入占当期收入比重为 54.88%,且均从事互联网广告营销业务;标的公司对京东集团、伊利等原主要客户实现收入金额大幅下降。请你公司:

(1) 分业务类型列示各报告期前十大客户明细,包括但不限于客户名称、客户类型(电商平台或平台商家)、所属行业、项目总消耗金额或 GMV、交易金额、标的公司提供的具体服务内容、对应广告投放平台、合作时间、是否签署年度框架合同或其他长期合同、客户所处行业等。

(2) 说明与京东集团等原主要客户交易金额大幅下降的原因、是否签订战略合作协议或长期合同,协议/合同主要内容。如否,评估是否已充分考虑大客户流失对标的持续经营、未来现金流及收入的影响。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

一、分业务类型列示各报告期前十大客户明细,包括但不限于客户名称、客户类型(电商平台或平台商家)、所属行业、项目总消耗金额或 GMV、交易金额、标的公司提供的具体服务内容、对应广告投放平台、合作时间、是否签署年度框架合同或其他长期合同、客户所处行业等。

(一) 品牌数字化线上服务

2020 年品牌数字化线上服务大客户明细:

单位: 万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或 GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
北京京东世纪贸易有限公司	平台品牌	电商平台	20,418.47	502.57	广告/数据	京准通/京东	2020 年全年	签署年度

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架协议或其他长期合同
					服务	数坊		框架协议合同
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	26,785.35	432.57	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2020 年全年	签署年度框架协议合同
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	94,429.60	237.10	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2020 年全年	签署年度框架协议合同

2021 年品牌数字化线上服务大客户明细：

单位：万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架协议或其他长期合同
北京京东世纪贸易有限公司	平台品牌	电商平台	18,566.66	629.70	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2021 年全年	签署年度框架协议合同
北京京东世纪信息技术有限公司	平台品牌	电商平台	215.82	10.18	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2021 年7-9 月	否
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	24,019.53	0.90	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2021 年全年	签署年度框架协议合同
新秀丽（中国）有限公司	品牌	消费品	297.57	10.80	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2021 年全年	签署年度框架协议合同

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	品牌	消费品	416.79	20.84	广告 / 数据服务	京准通/京东数坊	2021年5月	否
内蒙古伊利实业集团股份有限公司金山分公司	品牌	消费品	5,500.00	18.41	广告 / 数据服务	京准通/京东数坊	2020年9月1日-2021年8月31日	签署年度框架合同
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	76,156.34	207.50	广告 / 数据服务	京准通/京东数坊	2021年全年	签署年度框架合同

2022年1-6月品牌数字化线上服务大客户明细:

单位: 万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
北京京东世纪贸易有限公司	平台品牌	电商平台	13,658.04	317.71	广告 / 数据服务	京准通 / 京东数坊	2022年全年	签署年度框架合同
广西京东拓先电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	1,967.64	6.07	广告 / 数据服务	京准通 / 京东数坊	2022年全年	签署年度框架合同
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	6,009.60	26.47	广告 / 数据服务	京准通 / 京东数坊	2022年全年	签署年度框架合同
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	18,018.96	35.85	广告 / 数据服务	京准通 / 京东数坊	2022年全年	签署年度框架合同

注: 上述数据剔除了代理充值的影响

(二) 互联网流量精准广告营销

2020年互联网流量精准广告营销大客户明细:

单位：万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	94,429.60	5,395.04	广告投放	京准通	2020年全年	签署年度框架合同
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	26,785.35	1,444.10	广告投放	京准通	2020年全年	签署年度框架合同
广西京东拓先电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	3,348.42	36.87	广告投放	京准通	2020年全年	签署年度框架合同
新百伦贸易（中国）有限公司	品牌	消费品	168.03	18.37	广告投放	京准通	2019年12月-2020年3月	否
北京觅罐科技有限公司	品牌	品牌经销商	132.00	6.60	广告投放	京准通	2020年6月	否
上海脉玺文化传播有限公司	品牌	品牌服务商	113.20	5.66	广告投放	京准通	2019年12月	否
杭州认养一头牛生物科技有限公司	品牌	消费品	53.03	4.39	广告投放	京准通	2020年3月-2020年12月	否
上海鲲驰贸易发展有限公司	品牌	品牌经销商	174.49	4.20	广告投放	京准通	2020年4月-2020年5月	否
北京市小仙炖电子商务有限公司	品牌	消费品	138.00	4.14	广告投放	京准通	2019年全年	否
霍城兑捷	品牌	品牌	79.25	3.17	广告	京准	2020	否

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
网络科技有限公司		服务商			投放	通	年全年	

2021 年互联网流量精准广告营销大客户明细：

单位：万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	76,156.34	4,266.96	广告投放	京准通	2021年全年	签署年度框架合同
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	24,019.53	1,138.15	广告投放	京准通	2021年全年	签署年度框架合同
杭州风与鲨数字科技有限公司	平台品牌	广告代理商	6,296.51	594.01	广告投放	广告DSP	2021年全年	签署年度框架合同
广西京东拓先电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	7,268.45	373.90	广告投放	京准通	2021年全年	签署年度框架合同
深圳市点拓传媒有限公司	平台品牌	广告代理商	1,903.99	179.62	广告投放	广告DSP	2021年全年	签署年度框架合同
广西京东彩石电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	3,859.06	101.63	广告投放	京准通	2021年全年	签署年度框架合同
广州掌购网络科技有限公司	平台品牌	广告代理商	639.65	48.28	广告投放	巨量	2021年全年	签署年度框架合同
深圳影恩诗电子商务有限公司	品牌	消费品	28.30	28.30	广告投放	快手	2021年11月	否
无锡市左西电子商务有限公司	品牌	消费品	28.30	28.30	广告投放	快手	2021年11-12月	否
成都快购科	平台	广告	20.69	22.37	广告	快手	2021	否

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
技有限公司	品牌	代理商			投放		年全年	

2022 年 1-6 月互联网流量精准广告营销大客户明细：

单位：万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
杭州奈斯互联科技有限公司	平台品牌	广告代理商	23,408.58	1,545.85	广告投放	巨量	2022 年全年	签署年度框架合同和长期合同
广州舜飞信息科技有限公司	平台品牌	广告代理商	23,229.25	1,314.86	广告投放	微博掘金	2022 年全年	签署年度框架合同
深圳宜搜天下科技股份有限公司	平台品牌	广告代理商	18,230.65	1,203.91	广告投放	DSP	2022 年全年	签署年度框架合同和长期合同
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	18,018.96	479.51	广告投放	京准通	2022 年全年	签署年度框架合同
杭州风与鲨数字科技有限公司	平台品牌	广告代理商	3,232.62	304.96	广告投放	DSP	2022 年全年	签署年度框架合同和长期合同
广州奇异果互动科技股份有限公司	平台品牌	广告代理商	4,774.45	225.21	广告投放	小米	2022 年全年	签署年度框架合同
广州掌购网络科技有限公司	平台品牌	广告代理商	2,811.24	212.17	广告投放	巨量	2022 年全年	签署年度框架合同和长期合同
新余萌宇互动科技有限公司	平台品牌	广告代理商	3,892.70	183.62	广告投放	巨量	2022 年全年	签署年度框架合同
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	6,009.60	111.08	广告投放	京准通	2022 年全年	签署年度框架合同
深圳市点拓传媒有限公	平台品牌	广告代理	1,085.09	102.37	广告投放	DSP	2022 年全	签署年度框架合同和长期合

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	合作时间	是否签署年度框架合同或其他长期合同
司		商					年	同

注：上述数据剔除了代理充值的影响

（三）新零售直播内容服务

2020 年新零售直播内容服务大客户明细：

单位：万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV ¹	交易金额	服务内容	投放平台	是否签署年度框架合同或其他长期合同
内蒙古伊利实业集团股份有限公司金山分公司	品牌	消费品	-	751.33	内容短视频直播	京东、抖音、快手	否
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	-	72.69	直播	抖音	否

2021 年新零售直播内容服务大客户明细：

单位：万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	是否签署年度框架合同或其他长期合同
内蒙古伊利实业集团股份有限公司金山分公司	品牌	消费品	-	3,409.86	内容短视频直播	京东、抖音、快手	否
京东（仙游）云计算有限公司	平台品牌	电商平台	-	46.70	直播	抖音	否
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	品牌	消费品	-	40.31	内容短视频直播	京东、抖音、快手	否
上海家化电子商务有限公司	品牌	消费品	-	31.59	直播	京东	否
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	-	4.38	直播	京东	否

2022 年 1-6 月新零售直播内容服务大客户明细：

¹ 由于客户商业数据保密的原因，标的公司无法获取新零售直播内容服务客户的 GMV 数据

单位：万元

客户名称	客户类型	所属行业	项目总消耗金额或GMV	交易金额	服务内容	投放平台	是否签署年度框架合同或其他长期合同
内蒙古伊利实业集团股份有限公司金山分公司	品牌	消费品	-	1,193.68	内容短视频直播	京东、抖音、快手	否

注：上述数据剔除了代理充值的影响

二、说明与京东集团等原主要客户交易金额大幅下降的原因、是否签订战略合作协议或长期合同，协议/合同主要内容。如否，评估是否已充分考虑大客户流失对标的持续经营、未来现金流及收入的影响。

（一）标的企业 2022 年与京东集团等客户交易金额下降的原因

1、新媒体平台在电商领域的高速增长引导广告主调整投放渠道

2022 年，快手、抖音等新媒体平台在电商领域持续发力，以抖音为例，根据抖音官方的数据，抖音已成为现今消费主力人群聚集地和最具消费潜力的市场，全国每天每 3.5 人就有 1 人打开抖音，投流资源规模巨大。2022 年新媒体平台凭借其积累的活跃用户数量及对用户兴趣的掌握，在“兴趣电商”领域持续发力，通过开展“618 好物节”等营销场景助力商家复产增效。上述趋势吸引越来越多的品牌商家在内容直播新零售模式上的转型与投入，因此广告主可以选择投放广告的投放平台有了多样化的选择。

2、部分客户的服务商政策调整导致标的公司业务重心转向新媒体平台

以京东集团为例，其平台竞标活动的服务费政策自 2021 年至今发生了如下变化：

时间	平台竞标活动服务费政策
2021 年 1 季度	季度消耗的 5%
2021 年 2 季度	频道活动：固定 4.5%服务费 非频道活动：3%+X
2021 年 3 季度	频道活动：固定 4%服务费 非频道活动：3%+X
2021 年 4 季度	频道活动：固定 3.25%服务费 非频道活动：2.25%+X
2022 年 1 季度	频道活动：固定 3.25%服务费

时间	平台竞标活动服务费政策
	非频道活动：2.25%+X
2022 年 2 季度	频道活动：固定 3.25%服务费 非频道活动：2.25%+X
2022 年 3 季度	频道活动：固定 2%服务费 非频道活动：1%+效果考核返点+人力成本补贴
2022 年 4 季度	频道活动：固定 2%服务费 非频道活动：1%+效果考核返点+人力成本补贴

注：其中“X”为投放效果考核指标

由上表统计可知，京东平台竞标活动服务费政策逐步下调了对标的公司等服务商的服务费比例。

上述服务商政策的调整导致标的公司主动将业务重心转向政策对其更有利的新媒体平台。根据标的公司与新媒体平台的相关合作方签订的广告投放合作协议，其合作关系在未来年度可以持续，且服务费用比例高于历史平均水平。

（二）标的企业签订战略合作协议及长期合同签订情况

客户名称	客户类型	所属行业	服务内容	投放平台	战略合作协议及长期合同周期
北京京东世纪贸易有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
广西京东彩石电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2021 年全年、2022 年全年
广西京东拓先电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
杭州奈斯互联科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	巨量	2022 年全年、2023-2026 年
广州舜飞信息科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	微博掘金	2022 年全年
深圳宜搜天下科技股份有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	DSP	2022-2023 年
杭州风与鲨数字科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	DSP	2021 年全年、2022 年全年、2023-2026 年

客户名称	客户类型	所属行业	服务内容	投放平台	战略合作协议及长期合同周期
广州奇异果互动科技股份有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	小米	2022 年全年
广州掌购网络科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	巨量	2021 年全年、2022 年全年、2023-2025 年
新余萌宇互动科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	巨量	2022 年全年
深圳市点拓传媒有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	DSP	2021 年全年、2022 年全年、2023-2026 年

注：标的公司与客户签署的长期合同属于框架性协议，系按照互联网广告行业惯例，为维系供应商资质而签订的，作为双方合作意向的证明。协议未对交易金额进行具体约定，也未约定明确的违约责任。因此对未来年度可实现收入金额不具有约束力，未来实际交易金额根据实际开展业务中的广告消耗金额确定。

（三）评估过程中对上述事项的考虑

本次评估过程中对标的企业 2022 年与京东集团等客户交易金额下降的原因及标的企业签订战略合作协议及长期合同签订情况进行了分析，结合标的企业 2022 年 1-6 月业务及财务数据，以及标的公司在行业经验、数据资源等方面的积累优势，判断标的企业与原主要客户仍保持着较为稳定的合作关系，与新媒体平台客户的合作关系在未来年度可以持续；与部分客户的交易金额下降的原因为新媒体平台在电商领域的高速增长引导广告主调整投放渠道，以及部分客户的服务商政策调整导致标的公司业务重心转向新媒体平台。在此基础上，本次评估结合各平台的发展趋势及行业分析，分别参考互联网广告市场规模增速和新媒体平台电商市场规模增速，对传统电商客户和新媒体平台客户的收入进行预测，充分考虑了客户结构变动对标的持续经营、未来现金流及收入的影响。

三、中介机构核查情况

（一）评估师核查程序

- 1、分析互联网广告行业发展趋势；
- 2、查阅报告期标的公司的业务及财务数据；
- 3、查阅标的公司与客户签订的合同、协议等。

（二）评估师核查意见

标的公司与京东集团交易金额下降是标的公司整体发展战略的调整所致，与

互联网广告行业整体情况相匹配，具有合理性。本次评估已充分考虑客户结构变动标的公司持续经营、未来现金流及收入的影响。

二、关于估值情况

问题 14:

本次交易选择收益法估值结果作为最终评估结论，标的资产净资产账面价值为 15,054.59 万元，评估值为 140,900.00 万元，增值率为 835.94%。标的公司预测期（2022 年度至 2027 年度）营业收入复合增长率为 22.49%，其中 2022 年、2023 年营业收入增长率分别为 81.08%、45.09%，综合毛利率维持在 60.81%-72.00%，销售费用率维持在 1.08%-1.95%，管理费用率维持在 4.15%-5.58%。请你公司：

（1）结合标的公司所处行业、在手订单执行情况、新增客户洽谈进度、现有客户续约安排等分析说明预计 2022 年度、2023 年度营业收入大幅增长的原因；结合标的公司技术优势及市场竞争力、市场拓展规划、未来需求预测等，按业务类型分类列示预测期各业务预计实现收入，说明在京东集团等主要客户销售大幅下滑、广告客户议价能力增强的趋势下，预测标的公司收入持续高速增长的原因及合理性。

（2）按业务类型分类列示预测期各业务的预计成本构成及金额、成本金额与销售相关服务量的匹配关系、毛利率等，并结合同行业可比公司毛利率变动情况等，说明标的公司预测期毛利率维持较高水平的原因及合理性。

（3）结合报告期期间费用率情况，分析预测期是否存在低估费用的情形，相关预测是否谨慎、合理。

请独立财务顾问核查并发表明确意见，请评估师结合评估底稿、评估具体工作详细说明相关评估依据及数据支持。

一、结合标的公司所处行业、在手订单执行情况、新增客户洽谈进度、现有客户续约安排等分析说明预计 2022 年度、2023 年度营业收入大幅增长的原因；结合标的公司技术优势及市场竞争力、市场拓展规划、未来需求预测等，按业务类型分类列示预测期各业务预计实现收入，说明在京东集团等主要客户销售大幅下滑、广告客户议价能力增强的趋势下，预测标的公司收入持续高速增长的原因及合理性。

（一）结合标的公司所处行业、在手订单执行情况、新增客户洽谈进度、现有客户续约安排等分析说明预计 2022 年度、2023 年度营业收入大幅增长的原因

标的公司 2022 年度、2023 年度营业收入预测如下：

单位：万元

主要产品名称	历史数据			预测期	
	2020 年	2021 年	2022 年 1-6 月	2022 年 7-12 月	2023 年
品牌数字化线上服务	1,444.77	898.33	401.78	712.26	1,160.38
互联网流量精准广告营销	7,272.06	6,837.45	5,795.01	9,877.36	22,649.06
新零售直播内容服务	831.06	3,660.64	1,208.95	2,641.51	6,132.08
合计	9,547.89	11,396.42	7,405.74	13,231.13	29,941.51

本次评估预测期第一期即 2022 年 7-12 月的财务数据与标的公司未经审计的实际发生的主要财务数据比较如下：

单位：万元

项目	2022 年 1-6 月	2022 年 7-12 月预测数据	2022 年度（预测）	2022 年实际发生数（未经审计）
净利润	3,862.09	6,076.34	9,938.43	10,408.29

综上，2022 年标的公司实际业绩数据可以覆盖预测数据，标的公司 2022 年全年业绩的预测可以实现。

1、标的公司所处行业概况

互联网带动了传统产业的变革和创新，广告和互联网相结合的互联网广告行业也在快速发展，互联网广告以其精准度高、互动性强以及营销成本相对较低等显著特性，吸引了越来越多的广告主，目前已经成为广告客户的主要投放方式之一，市场规模实现了高速增长。

2012 年以来，在互联网广告的推动之下全球广告市场规模开始加速增长，

2020 年疫情带来短期波动。2021 年全球广告市场快速从疫情影响中恢复，线上经济繁荣进一步推动全球广告市场规模取得 22.5% 的同比增长。从份额来看，互联网广告将持续抢占其他广告形式的份额。从增长来看，互联网广告的增长将超过广告大盘增长；全球电视广告以及广播广告等将保持非常低速的增长；户外广告以及影院广告增长接近大盘增速；而预计纸媒广告规模将持续下滑。

随着中国互联网广告产业链的参与主体不断丰富，产业生态逐渐健壮，2016 至 2021 年中国互联网广告市场呈现着较快的增速。在国家政策有效引导与防疫抗疫举措得力的支撑下，克服诸多不确定因素，2021 年实现了全社会各行业的稳步复苏。互联网行业受益于内生需求的增长，实现了广告收入 5,435 亿人民币（不含港澳台地区），同比增长 9.32%。

从平台类型来看，电商平台持续占据广告渠道领先地位，近五年来市场份额持续增长，2021 年继续占据市场收入总额的三分之一；在视频直播的迅速发展下，视频类平台广告收入持续大幅增长，市场份额持续提升至 21.66%，领先搜索类平台与社交类平台；搜索类平台连续三年在广告收入和市场份额方面出现下滑，社交类平台市场份额近几年趋于稳定。

同时，随着中国居民线上消费习惯愈加普及，互联网发展成为必要购买渠道，全年已形成 618、双 11 两大线上消费峰值，同时带动整体社会消费品零售总额增长，形成年度固定消费节点。根据国家统计局数据显示，近几年实物商品网上零售额规模在社会消费品零售总额的占比不断攀升，更是在 2021 年首次突破十万亿元；同时从全年的变化情况来看，网上零售额规模和占比也均呈上升趋势，且在 Q4 单季度超三万亿元，越来越多的流量进入线上消费渠道，为互联网广告行业提供了更多的生长空间。

在未来的发展中，由于互联网广告的用户定位、精准营销、效果可测等特性受到越来越多的广告主的关注，对高效营销途径的需求将使市场规模持续增长。同时，日益成熟的技术手段将继续助推行业的发展，如大数据、人工智能、云计算、5G 等。前沿技术的成熟及商业化或将优化当前的互联网广告行业格局，并发掘出更为广阔的市场空间。电商广告仍将占据领先优势，同时短视频广告也具有持续发力趋势。随着红人新经济生态的不断完善，目前我国不同媒体移动广告各方的占比结构已逐渐清晰，品牌主的预算更倾向于投入短视频和电商广告领域。

我国短视频广告在经历了前几年的高速增长期后，虽在 2021 年增速有所下降，但仍呈增长趋势。随着短视频平台的不断规范、内容生态的持续优化和商业业务的全面拓展，短视频平台逐渐成为品牌主们营销的主要阵地之一，在 2024 年预计突破 4,000 亿元。

电商直播等越来越多的创新型广告形式吸引了更加多元化的广告主入场。随着广告市场不断成熟、精细化，重质量已成为市场主旋律。中国网络营销预算增长依然显著，品牌方将越来越多的预算分配到线上渠道。从外部环境来讲，整体的互联网流量红利消退造成获客成本提升，成为品牌主网络营销的重要痛点，直接推动企业内部对营销效果的性价比的重视。

另一方面，国家将继续对互联网广告行业保持有利的支持和严格的监管。2022 年 4 月份出台的《“十四五”广告产业发展规划》中，肯定了广告产业近年来迅速发展，新模式、新业态、新技术不断涌现，对服务国家创新发展、促进消费和扩大内需具有重大意义，并强调鼓励广告产业技术创新与应用，深入推进广告产业数字化转型，鼓励支持互联网、人工智能、区块链、大数据、云计算等技术在广告产业广泛应用。同时，相关政策的出台也将继续规范行业内的营销活动，如明星代言、网络直播等，打击虚假违法广告行为，进一步为广告业市场营造良好的发展环境。

未来随着新门户网站的崛起、以及互联网使用率进一步普及、互联网广告行业技术、产业链的进一步完善，前瞻预测，2021 年至 2027 年中国互联网广告市场规模增速约为 8.55%，到 2027 年，我国互联网广告行业市场规模将接近 9,000 亿元；根据艾瑞咨询的相关行业研究报告，新媒体平台电商市场规模在 2023 年预计增长 40.9%，2021 年至 2023 年复合增长率预计达到 47.1%。同时，随着国家政策的进一步利好，越来越多的需求将会被释放，互联网广告行业将紧密结合产业上下游的资源，充分掌握用户需求的变化，极大丰富行业应用场景，通过产品质量与服务质量的不断优化升级，实现行业的进一步发展。

2、订单及客户情况

标的公司通常与重要客户签订年度框架合同，用以约定广告投放过程中双方合作的基本内容。在年度框架合同基础上，每笔业务订单通过交易系统、邮件、报价单等方式下单并执行；除上述年度框架合同外，标的公司与其他客户、供应

商签订单笔订单合同。上述合同具体情况如下：

（1）年度框架合同

标的公司通常与采购金额较大的客户签订年度框架合同。年度框架合同通常约定提供的服务范围、定价方式、费用结算方式及账期等基本交易内容，而不涉及具体的合同金额，亦不会对具体的营销活动或计划进行约定。

（2）单笔订单合同

标的公司与部分交易金额较小的客户、供应商通常按业务签订单笔订单合同，明确服务范围、服务价格、服务标准和结算方式等。

截至目前，标的公司与现有主要客户签订长期协议情况如下：

标的公司长期协议台账				
序号	客户名称	业务内容	合同覆盖时间	金额
1	深圳点拓传媒有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2026年12月31日	框架合同
2	杭州奈斯互联科技有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2026年12月31日	框架合同
3	杭州风与鲨数字科技有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2026年12月31日	框架合同
4	广州掌购网络科技有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2025年12月31日	框架合同
5	深圳宜搜天下科技股份有限公司	推广服务	2022年1月1日-2023年12月31日	框架合同

注：标的公司与客户签署的长期合同属于框架性协议，系按照互联网广告行业惯例，为维系供应商资质而签订的，作为双方合作意向的证明。协议未对交易金额进行具体约定，也未约定违约责任。因此对未来年度可实现收入金额不具有约束力，未来实际交易金额根据实际开展业务中的广告消耗金额确定。

（二）结合标的公司技术优势及市场竞争力、市场拓展规划、未来需求预测等，按业务类型分类列示预测期各业务预计实现收入，说明在京东集团等主要客户销售大幅下滑、广告客户议价能力增强的趋势下，预测标的公司收入持续高速增长的原因及合理性。

标的公司各类业务预计实现收入情况如下：

单位：万元

主要产品名称	预测数据					
	2022年7-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
品牌数字化	712.26	1,160.38	1,245.28	1,301.89	1,339.62	1,363.21

主要产品名称	预测数据					
	2022 年 7-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
互联网流量精准广告营销业务	9,877.36	22,649.06	28,901.89	34,456.70	38,927.09	42,425.46
新零售直播内容服务	2,641.51	6,132.08	8,396.23	9,952.83	11,509.43	13,018.87
合计	13,231.13	29,941.51	38,543.40	45,711.42	51,776.15	56,807.53

1、标的公司技术优势及市场竞争力、市场拓展规划

(1) 标的公司技术优势及市场竞争力

1) 行业经验积累优势

随着互联网广告呈现精细化的发展趋势，各细分行业广告主差异化的营销需求愈发强烈，也对互联网广告服务商在各细分行业的经验积累提出了更高的要求。通过多年的发展，标的公司积累了电商平台行业丰富的行业服务经验，能够满足不同品类广告主差异化的营销需求。因此，得益于多年的业务实践以及广泛的客户覆盖，标的公司具备行业经验积累优势。

2) 数据资源积累优势

大量的数据储备是开展互联网精准营销的基础，而互联网广告行业也是大数据技术商业化、规模化的典型应用场景。通过对历史用户数据的分析建模，标的公司提升了营销推广的效率，吸引了更多广告主用户，由此扩大了业务规模、积累了更多用户数据，形成了由数据驱动业务实践、由业务获取用户数据的良性闭环。

3) 管理团队优势

优秀的管理团队是企业持续发展的重要保障。标的公司管理团队兼备广告营销、互联网技术、资本运作与企业运营等领域的经验，能够领导标的发展方向。

标的公司执行董事刘杰拥有多年互联网从业经历，亲历了互联网广告行业的发展与变更。同时，戴裕琪、陈翠竹、周婷等核心管理团队成員积累了丰富的从业经验，同时相互之间熟悉度及信任度较高，具有较强的执行力和凝聚力，保障了管理团队的稳定性，为标的公司的长远发展提供了坚实的基础。

4) 专业、精细化的运营能力

在服务过程中，标的公司从以下几个方面着手，通过专业能力和精细化运营，实现更好的投放效果。

A、保证账户新鲜活跃度

在广告播放策略中会包含对同一用户看到同一广告、同一类目广告的次数判断，以保证用户体验，导致一条广告投放一段时间后，曝光量就会下降，投手会实时观察数据变化，及时更换创意。标的公司投流前会有多套投流计划及配套内容和素材，因此投流过程中可以有节奏、有目的地分批更新素材。

B、增加广告的相关性

相关性指广告曝光后内容受用户欢迎程度，即广告创意和用户需求的关联性。若广告被用户自己主动点击关闭，这条广告所属广告主下的其他广告曝光也会受到影响。标的公司会根据数据库内容，可以在创意内容和精准定向这两方面进行提高，保证投流过程中的效果转化。标的公司使用的创意素材能够兼具整洁、美观和直观的特点，并运用人群包、系统兴趣定向、行为定向、限制年龄地域等方式来精准定向，通过增加目标受众群体精准性提升广告效果。

C、素材规格齐全

标的公司的素材库中，涵盖了多平台多位置多尺寸的素材信息，投流前可批量生成，且素材模板化可应对临时变动的素材调整。投流过程中能够尝试不同规格广告位，增加曝光机会。

D、优化出价

标的公司利用服务上千家品牌商的投流转化数据经验，可提高竞价的精准性，一方面提升曝光，另一方面保证投放效率。

(2) 市场拓展规划

标的公司的客户为各行业的广告主、广告投放媒体代理商和广告主的广告服务商，销售模式主要包括直接销售和渠道销售。

直接销售指的是标的公司的销售团队和人员直接面向广告的最终需求方，通过与广告主的沟通和接触，了解广告主的营销需求，并根据广告主自身特色及营销需求制定个性化营销提案，从而将标的公司的服务与客户的需求联系起来。

标的公司的主要销售模式为渠道销售，渠道销售指的是标的公司通过广告服务商等渠道，获取广告主的广告需求。标的公司与广告服务商签署合作协议，在

一定期限内为广告服务商所服务的广告主提供服务，并按照广告主需求制定营销方案，并将营销方案通过合作的媒体平台进行投放。

2、预测标的公司收入持续高速增长的原因及合理性

（1）标的企业与京东集团等客户交易金额下降的原因

1）新媒体平台在电商领域的高速增长引导广告主调整投放渠道

2022 年，快手、抖音等新媒体平台在电商领域持续发力，以抖音为例，根据抖音官方的数据，抖音已成为现今消费主力人群聚集地和最具消费潜力的市场，全国每天每 3.5 人就有 1 人打开抖音，投流资源规模巨大。2022 年新媒体平台凭借其积累的活跃用户数量及对用户兴趣的掌握，在“兴趣电商”领域持续发力，通过开展“618 好物节”等营销场景助力商家复产增效。上述趋势吸引越来越多的品牌商家在内容直播新零售模式上的转型与投入，因此广告主可以选择投放广告的投放平台有了多样化的选择。

2）部分客户的服务商政策调整导致标的公司业务重心转向新媒体平台

以京东集团为例，其平台竞标活动的服务费政策自 2021 年至今发生了如下变化：

时间	平台竞标活动服务费政策
2021 年 1 季度	季度消耗的 5%
2021 年 2 季度	频道活动：固定 4.5%服务费 非频道活动：3%+X
2021 年 3 季度	频道活动：固定 4%服务费 非频道活动：3%+X
2021 年 4 季度	频道活动：固定 3.25%服务费 非频道活动：2.25%+X
2022 年 1 季度	频道活动：固定 3.25%服务费 非频道活动：2.25%+X
2022 年 2 季度	频道活动：固定 3.25%服务费 非频道活动：2.25%+X
2022 年 3 季度	频道活动：固定 2%服务费 非频道活动：1%+效果考核返点+人力成本补贴
2022 年 4 季度	频道活动：固定 2%服务费 非频道活动：1%+效果考核返点+人力成本补贴

注：其中“X”为投放效果考核指标

由上表统计可知，京东平台竞标活动服务费政策逐步下调了对标的公司等服务商的服务费比例。

上述服务商政策的调整导致标的公司主动将业务重心转向政策对其更有利的新媒体平台。根据标的公司与新媒体平台的相关合作方签订的广告投放合作协议，其合作关系在未来年度可以持续，且服务费用比例高于历史平均水平。

(2) 标的企业签订战略合作协议及长期合同签订情况

客户名称	客户类型	所属行业	服务内容	投放平台	战略合作协议及长期合同周期
北京京东世纪贸易有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
广西京东彩石电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2021 年全年、2022 年全年
广西京东拓先电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
广西京东新杰电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
重庆京东海嘉电子商务有限公司	平台品牌	电商平台	广告/数据服务/广告投放	京准通/京东数坊	2020 年全年、2021 年全年、2022 年全年
杭州奈斯互联科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	巨量	2022 年全年、2023-2026 年
广州舜飞信息科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	微博掘金	2022 年全年
深圳宜搜天下科技股份有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	DSP	2022-2023 年
杭州风与鲨数字科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	DSP	2021 年全年、2022 年全年、2023-2026 年
广州奇异果互动科技股份有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	小米	2022 年全年
广州掌购网络科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	巨量	2021 年全年、2022 年全年、2023-2025 年
新余萌宇互动科技有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	巨量	2022 年全年
深圳市点拓传媒有限公司	平台品牌	广告代理商	广告投放	DSP	2021 年全年、2022 年全年、2023-2026 年

注：标的公司与客户签署的长期合同属于框架性协议，系按照互联网广告行业惯例，为维系供应商资质而签订的，作为双方合作意向的证明。协议未对交易金额进行具体约定，也

未约定违约责任。因此对未来年度可实现收入金额不具有约束力，未来实际交易金额根据实际开展业务中的广告消耗金额确定。

(3) 预测标的公司收入持续高速增长的原因及合理性

本次评估过程中对标的企业 2022 年与京东集团等客户交易金额下降的原因及标的企业签订战略合作协议及长期合同签订情况进行了分析，结合标的企业 2022 年 1-6 月业务及财务数据，以及标的公司在行业经验、数据资源等方面的积累优势，判断标的企业与原主要客户仍保持着较为稳定的合作关系，与新媒体平台客户的合作关系在未来年度可以持续；与部分客户的交易金额下降的原因为新媒体平台在电商领域的高速增长引导广告主调整投放渠道，以及部分客户的服务商政策调整导致标的公司业务重心转向新媒体平台。得益于新媒体平台 2022 年在电商领域的高速增长和自身业务重心的转向，标的公司 2022 年实际业绩数据已可以覆盖预测数据，并且由于新媒体平台电商市场规模广阔且保持着较快增速，标的公司 2023 年在该市场中的业务规模预计可实现较大幅度增长。在此基础上，本次评估结合各平台的发展趋势及行业分析，分别参考互联网广告市场规模增速和新媒体平台电商市场规模增速，对传统电商客户和新媒体平台客户的收入进行预测，预测收入具有合理性及可实现性。

二、按业务类型分类列示预测期各业务的预计成本构成及金额、成本金额与销售相关服务量的匹配关系、毛利率等，并结合同行业可比公司毛利率变动情况等，说明标的公司预测期毛利率维持较高水平的原因及合理性。

(一) 按业务类型分类列示预测期各业务的预计成本构成及金额、成本金额与销售相关服务量的匹配关系、毛利率等

预测期各业务预计成本构成及金额、成本金额与销售相关服务量的匹配关系、毛利率如下：

(1) 品牌数字化

单位：万元

项目	预测数据					
	2022 年 7-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
营业收入	712.26	1,160.38	1,245.28	1,301.89	1,339.62	1,363.21
营业成本合计	161.74	324.06	377.44	438.25	507.44	558.19
直接人工	161.74	324.06	377.44	438.25	507.44	558.19
毛利率	77.29%	72.07%	69.69%	66.34%	62.12%	59.05%

(2) 互联网流量精准广告营销业务

单位：万元

项目	预测数据					
	2022 年 7-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
营业收入	9,877.36	22,649.06	28,901.89	34,456.70	38,927.09	42,425.46
营业成本合计	2,234.64	5,367.82	7,053.60	8,367.13	9,608.63	10,788.25
运营成本	1,325.20	3,357.18	4,240.65	4,682.39	5,035.77	5,300.82
直接人工	909.44	2,010.64	2,812.94	3,684.74	4,572.86	5,487.43
毛利率	77.38%	76.30%	75.59%	75.72%	75.32%	74.57%

(3) 新零售直播内容服务

单位：万元

项目	预测数据					
	2022 年 7-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
营业收入	2,641.51	6,132.08	8,396.23	9,952.83	11,509.43	13,018.87
营业成本合计	1,961.75	4,724.22	6,594.02	7,972.06	9,418.81	10,914.63
内容成本	1,637.74	3,801.89	5,205.66	6,170.75	7,135.85	8,071.70
直接人工	324.02	922.34	1,388.36	1,801.30	2,282.96	2,842.93
毛利率	25.73%	22.96%	21.46%	19.90%	18.16%	16.16%

(二) 并结合同行业可比公司毛利率变动情况等,说明标的公司预测期毛利率维持较高水平的原因及合理性

报告期内豌豆尖尖可比同行业类似业务板块毛利率如下:

证券代码	证券简称	业务板块	2022 年 1-6 月	2021 年度	2020 年度
300063	天龙集团	数字营销行业	4.96%	5.55%	4.21%
600986	浙文互联	互联网服务行业	4.35%	5.76%	7.20%
002400	省广集团	数字营销	6.74%	8.43%	8.99%
000676	智度股份	数字营销	6.99%	5.62%	1.28%
可比上市公司平均值			5.76%	6.34%	5.42%
标的公司		互联网流量精准 广告营销及品牌 数字化线上服务 业务	80.82%	60.04%	78.26%

由上表可以看出,豌豆尖尖的互联网流量精准广告营销及品牌数字化线上服务业务与目前同行业上市公司相比较毛利率差异较大,主要是由于豌豆尖尖的业务模式与同行业上市公司不同,相应收入确认原则也不同。

1、具体收入确认原则对比如下:

公司	业务板块	主要收入确认总体原则	具体政策
浙文互联	互联网服务行业	总额法	承接业务后，按照客户要求选择媒体并与其签订广告投放合同，与客户沟通确定投放方案或与媒体沟通编制媒介排期表，公司根据经客户确认的投放方案或媒介排期表执行广告发布，按照广告投放方案或广告排期的执行进度确认收入和成本。
天龙集团	数字营销行业	总额法	采购：公司每年度与媒体平台确认授权代理资格，大部分采用协商形式确定，其中部分平台需通过招投标机制确认年度合作行业，并授权成为行业代理商采购互联网媒体平台如巨量引擎、腾讯、百度、vivo、360、OPPO、快手、阿里等主流媒体的广告资源，包括信息流、搜索引擎广告等竞价资源与部分非竞价资源。 销售：代理客户进行媒体投放，并为客户投放的效果负责，媒体通常按照一定标准对代理商投放广告的实际消耗金额进行一定程度上现金或非现金形式的返还。
智度股份	数字营销	总额法	公司提供广告投放代理服务，公司分别与媒体和客户核对该媒体的广告有效投放量，并结合合同条款预估媒体返点和客户返点。根据合同的约定，需经双方确认具体结算数量的，以结算数量乘以合同中约定的单价确认收入；固定费用结算的，按照公司已提供服务并经客户确认的进度确认收入。涉及商业折扣的，按照扣除商业折扣后的金额确认收入。
豌豆尖尖	互联网流量精准广告营销+品牌营销	提供劳务确认收入	公司与客户签订服务合同（一般为平台公司或代理商），相关服务完成后，经双方确认后按照广告消耗量等乘以合同约定比例确认收入。

豌豆尖尖业务模式与同行业公司差异主要在于豌豆尖尖是服务商，为客户提供广告策划、设计、投放服务，按照广告策划效果收取服务费；同行业公司为广告代理商，一般与平台签订代理协议，需参与广告投放，对广告商品具有控制权，一般按照总额法确认收入成本。

2、按照收入准则说明豌豆尖尖收入确认

对照《企业会计准则第 14 号——收入》规定（自 2020 年 1 月 1 日起适用）分析豌豆尖尖主要收入确认方法：

序号	步骤	要求	公司实际情况
1	识别与客户订立的合同	合同双方或各方都批准该合同，承诺履行合同中的相关内容，合同具有法律约束力	公司与客户签订合同，明确豌豆尖尖为客户提供广告策划、代投放等服务，按照最终实际广告消耗乘以一定比例收取服务费
		该合同明确了合同各方与所转让商品或提供劳务相关的权利和义务	合同约定公司具有向客户提供服务的义务和收取服务费的权力

序号	步骤	要求	公司实际情况
		该合同有明确的与所转让商品相关的支付条款	合同约定了结算及支付条款
		该合同具有商业实质，即履行该合同将改变企业未来现金流量的风险、时间分布或金额	合同约定，公司为客户提供服务，需耗费相关人工费用，合同履行后将获得收取款项的权利，改变公司未来现金流量的风险、时间分布或金额
		企业因向客户转让商品而有权取得的对价很可能收回	公司拥有在提供相关服务后收回全部款项的权利
2	识别合同中的单项履约义务	消费者可以从商品或劳务中获得利益	公司为客户提供广告服务，客户可以通过广告获得利益
		企业承诺给客户的单项履约义务区别于其他承诺	公司为客服提供广告策划、代投服务，为单项履约承诺，可以单独履约，区别于其他承诺
3	确定交易价格	判断并获取交易价格	公司与客户在合同中约定，按照最终实际广告消耗乘以一定比例收取服务费
4	将交易价格或合同额分摊至各单项履约义务	需依据各单项履约义务的单独售价	公司根据合同约定及履约义务，将交易价格分摊到各单项履约义务中
5	履行履约义务时确认收入	一类为按时点确认，强调在取得控制权时确认；一类为按时段确认，即按履约进度确认。	按照履约进度按时段确认

由上表可以看出，豌豆尖尖互联网流量精准广告营销及品牌数字化线上服务业务主要是为客户提供广告策划及代投放服务，按照提供劳务服务模式结算，将收取的服务费确认为收入，成本主要为人工费用，因此豌豆尖尖毛利率较高。

标的公司通过对历史年度成本分析，结合自身情况，根据未来经营发展趋势以及行业特点，预计未来年期企业成本结构稳定，各项业务毛利率将随着业务规模的发展呈现下降趋势，具有谨慎性及合理性。

三、结合报告期期间费用率情况，分析预测期是否存在低估费用的情形，相关预测是否谨慎、合理。

（一）销售费用预测

销售费用为职工薪酬、房租水电等，该类费用主要与未来工资增长幅度、企业薪酬政策及业务规模相关。根据历史期人员工资水平，结合公司未来业务发展状况、未来销售人员人数和人均年工资，确定预测期销售费用。永续期与 2027

年持平。报告期销售费用率为 1.01%-1.70%，预测期销售费用率为 1.12%-1.95%，销售费用率水平及构成情况与构成情况与报告期内相近。

（二）管理费用预测

管理费用主要为职工薪酬、办公费、折旧费等。对各类费用分别预测如下：

管理人员薪酬：包括职工工资、各种社会保险、福利费等。该类费用主要与未来工资增长幅度及企业薪酬政策相关。根据历史期人员工资水平，结合公司未来业务发展状况，通过预测未来管理人员人数和人均年工资，确定预测期的人员工资。

折旧费：折旧为固定资产每年应计提的折旧费用，以评估基准日固定资产的账面原值，乘以年折旧率进行预测。

办公类费用：主要包括办公费、差旅费、招待费及其他管理费用等。根据各项管理费用在历史年度中的平均水平，参考企业历史年度的费用变动比例，结合人员数量、人均工资涨幅等因素确定预测期合理的增长率进行预测。

永续期与 2027 年持平。报告期管理费用率为 3.00%-4.32%，预测期管理费用率为 4.06%-5.58%，管理费用率水平及构成情况与构成情况与报告期内相近。

四、中介机构核查情况

（一）评估师核查程序

- 1、分析互联网广告行业发展趋势；
- 2、查阅报告期标的公司的业务及财务数据；
- 3、查阅标的公司与客户签订的合同、协议等；
- 4、查阅同行业可比公司财务数据、会计政策等。

（二）评估师核查意见

1、标的公司预测期收入增长趋势与新媒体平台在电商领域的高速增长趋势相匹配，预测收入具有合理性及可实现性；

2、标的公司毛利率水平由其业务性质及收入确认原则决定，预测期毛利率水平随着业务规模的发展呈现下降趋势，具有谨慎性及合理性；

3、标的公司预测期期间费用中的重要构成项目的预测依据充分、合理，与预测期内业务增长情况相匹配，不存在低估费用的情形。

问题 15:

标的公司采用轻资产运营模式，截至 2022 年 6 月 30 日，应收账款、其他应收款的期末余额合计占标的公司总资产的比例为 95.13%。本次评估未考虑资产流动性、12,959.45 万元资金占用款项、6,372.26 万元应缴税费对估值的影响。请你公司结合问题 3、4、10 的答复，说明未考虑前述事项对估值影响的原因及合理性。

请独立财务顾问核查并发表明确意见，请评估师结合评估底稿、评估具体工作详细说明相关评估依据及数据支持。

一、收益法未考虑流动性的原因

由于无法获取足够丰富的相关市场交易统计资料，缺乏关于流动性对评估对象价值影响程度的分析判断依据，本次采用收益法的评估结果未考虑流动性折价因素；对于正常经营活动形成的应收账款，本次评估将其纳入企业正常周转所需的营运资金考虑，并在营运资金净增加预测中考虑了其对未来现金流量的影响。

二、12,959.45 万元资金占用款项的评估处理

纳入本次评估范围的标的公司其他应收款中包括 12,959.45 万元资金占用款项，标的公司已于 2022 年 12 月 7 日收回该款项，故本次评估将该笔款项辨认为非经营性资产按照经审计确认后的账面值确认评估值。

三、6,372.26 万元应缴税费的评估处理

本次评估过程中对标的公司应交税费的余额及形成原因进行了分析，判断在本次评估基准日的应交税费余额 6,372.26 万元为标的公司按其所执行的会计准则正常计提的金额，其中：应交税费余额中的 1,737.04 万元系标的公司 2022 年 1-6 月经营活动中形成，本次评估将该部分应交税费纳入企业正常周转所需的营运资金考虑，并在营运资金净增加预测中考虑了其对未来现金流量的影响；应交税费余额中 4,635.22 万元系 2021 年及以前年度形成，本次评估考虑其形成时间相对较长，出于谨慎原则将该部分应交税费作为非经营性负债考虑，并已在计算股权价值过程中予以扣减，即在最终的评估值中已充分考虑应交税费的影响。

四、中介机构核查情况

（一）评估师核查程序

- 1、查阅标的公司与刘杰、标的公司与众信联动之间签署的还款协议；
- 2、获取刘杰、众信联动还款凭证；
- 3、获取标的公司、刘杰、丁文华出具的承诺或说明；
- 4、查阅营运资金、应交税费测算底稿。

(二) 评估师核查意见

- 1、本次评估将对于正常经营活动形成的应收账款纳入企业正常周转所需的营运资金考虑，已充分考虑其对未来现金流量的影响；
- 2、刘杰、众信联动对标的公司的占用资金已经全部偿还，本次评估将该等款项作为非经营性资产加回具有合理性；
- 3、本次评估已在最终的评估值中充分考虑应交税费的影响。

问题 16:

标的公司收益法评估过程中采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率 r, r 确定为 14.88%。请你公司:

(1) 补充披露本次收益法评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 、特定风险系数等)的确定过程、测算依据及合理性。

(2) 说明在确定折现率过程中可比公司的选择依据及合理性,并结合可比市场案例情况说明折现率的选取的合理性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表意见。

一、补充披露本次收益法评估折现率相关参数(无风险收益率、市场期望报酬率、 β 、特定风险系数等)的确定过程、测算依据及合理性。

本次评估采用加权平均资本成本定价模型(WACC)。

$$R(WACC)=Re \times We + Rd \times (1-T) \times Wd$$

式中:

Re: 权益资本成本

Rd: 付息负债资本成本

We: 权益资本结构比例

Wd: 付息债务资本结构比例

T：适用所得税税率。

其中，权益资本 Re 成本采用资本资产定价模型(CAPM)计算。

计算公式如下：

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

Rf：无风险收益率

MRP(Rm-Rf)：市场平均风险溢价

Rm：市场预期收益率

β ：预期市场风险系数

Rc：企业特定风险调整系数

（一）无风险收益率的确定

无风险收益率是指在当前市场状态下投资者应获得的最低收益率。通常国债是一种比较安全的投资，因此国债收益率可视为投资方案中最稳妥，也是最低的收益率，即安全收益率。本次评估，通过查询 Wind 金融终端，选取距评估基准日剩余到期年限为 10 年以上的国债平均到期收益率 3.88% 作为无风险收益率 Rf，选取的国债与计算过程如下：

证券代码	证券简称	剩余期限(年)	收盘到期收益率(%)
010706.SH	07 国债 06	14.87945	4.3105
019003.SH	10 国债 03	17.66849	4.1168
019018.SH	10 国债 18	17.97534	4.0664
019023.SH	10 国债 23	18.07945	3.2845
019026.SH	10 国债 26	18.12877	3.9960
019040.SH	10 国债 40	18.44384	4.2701
019105.SH	11 国债 05	18.65479	3.3569
019116.SH	11 国债 16	18.98082	4.1357
019212.SH	12 国债 12	19.99452	3.9639
019213.SH	12 国债 13	20.09041	4.1594
019218.SH	12 国债 18	10.24384	2.9230
019309.SH	13 国债 09	10.81096	2.7060
019316.SH	13 国债 16	11.11781	2.5934
019319.SH	13 国债 19	21.2137	3.2152
019325.SH	13 国债 25	21.44384	3.6611

证券代码	证券简称	剩余期限(年)	收盘到期收益率(%)
019409.SH	14 国债 09	11.8274	4.8210
019416.SH	14 国债 16	22.06575	4.8129
019417.SH	14 国债 17	12.11507	4.6801
019425.SH	14 国债 25	22.32603	4.3415
019508.SH	15 国债 08	12.82466	3.0310
019517.SH	15 国债 17	23.07397	3.1856
019521.SH	15 国债 21	13.23014	3.1833
019525.SH	15 国债 25	23.30685	3.7711
019536.SH	16 国债 08	23.81918	3.3831
019547.SH	16 国债 19	24.14521	3.3757
019559.SH	17 国债 05	24.64384	3.9225
019569.SH	17 国债 15	25.06575	3.3650
019577.SH	17 国债 22	25.31507	3.6376
019588.SH	18 国债 06	25.71781	4.2598
019599.SH	18 国债 17	26.06301	3.3332
019606.SH	18 国债 24	26.31233	3.3584
019620.SH	19 国债 10	27.06027	3.3542
019630.SH	20 国债 04	27.70959	3.3835
019642.SH	20 国债 12	28.20822	3.4038
019653.SH	21 国债 05	28.78356	3.4319
019662.SH	21 国债 14	29.30137	3.5578
019673.SH	22 国债 08	29.79178	3.3443
019806.SH	08 国债 06	15.85479	4.5454
019820.SH	08 国债 20	16.31507	3.9438
019905.SH	09 国债 05	16.77534	4.0562
019925.SH	09 国债 25	17.29315	4.6495
100706.SZ	国债 0706	14.87945	4.3105
100806.SZ	国债 0806	15.85479	4.5454
100820.SZ	国债 0820	16.31507	3.9438
100905.SZ	国债 0905	16.77534	4.0562
100925.SZ	国债 0925	17.29315	4.2191
101003.SZ	国债 1003	17.66849	4.1168
101018.SZ	国债 1018	17.97534	4.0664

证券代码	证券简称	剩余期限(年)	收盘到期收益率(%)
101023.SZ	国债 1023	18.07945	3.9961
101026.SZ	国债 1026	18.12877	3.9960
101040.SZ	国债 1040	18.44384	4.2701
101105.SZ	国债 1105	18.65479	3.2979
101116.SZ	国债 1116	18.98082	4.5461
101212.SZ	国债 1212	19.99452	4.1075
101213.SZ	国债 1213	20.09041	4.1594
101218.SZ	国债 1218	10.24384	4.1349
101309.SZ	国债 1309	10.81096	4.0248
101316.SZ	国债 1316	11.11781	4.3632
101319.SZ	国债 1319	21.2137	4.8107
101325.SZ	国债 1325	21.44384	5.1086
101409.SZ	国债 1409	11.8274	4.8210
101416.SZ	国债 1416	22.06575	4.8129
101417.SZ	国债 1417	12.11507	4.6801
101425.SZ	国债 1425	22.32603	3.1781
101508.SZ	国债 1508	12.82466	4.1273
101517.SZ	国债 1517	23.07397	3.9758
101521.SZ	国债 1521	13.23014	3.7698
101525.SZ	国债 1525	23.30685	3.7711
101608.SZ	国债 1608	23.81918	3.5475
101619.SZ	国债 1619	24.14521	3.3813
101705.SZ	国债 1705	24.64384	3.8023
101715.SZ	国债 1715	25.06575	4.0881
101722.SZ	国债 1722	25.31507	4.3214
101806.SZ	国债 1806	25.71781	4.2598
101817.SZ	国债 1817	26.06301	4.0063
101824.SZ	国债 1824	26.31233	4.1173
101986.SZ	国债 1910	27.06027	3.8944
102004.SZ	国债 2004	27.70959	3.3645
102012.SZ	国债 2012	28.20822	3.3588
102105.SZ	国债 2105	28.78356	3.3644
102114.SZ	国债 2114	29.30137	3.5578

证券代码	证券简称	剩余期限(年)	收盘到期收益率(%)
102208.SZ	国债 2208	29.79178	3.3443
均值			3.88

数据来源：Wind 资讯

（二）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，是市场投资报酬率与无风险报酬率之差。

本次评估对市场投资报酬以上海证券交易所和深圳证券交易所股票交易价格综合指数（000001.SH、399106.SZ）为基础，通过查询 Wind 金融终端，选取上述指数以 1991 年至 2021 年为区间的年化月收益率的几何平均值，经加权后测算得出市场投资报酬率 $R_m=10.90\%$ ，在此基础上扣除上述区间期末无风险收益率 $R_{f1}=3.93\%$ ，最终计算得出市场风险溢价：

$$MRP=R_m-R_{f1}=6.97\%。$$

（三）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。通过查询 Wind 金融终端，在综合考虑可比上市公司与标的公司在业务类型、盈利能力、行业竞争力等多方面可比性的基础上，选取恰当可比上市公司的适当年期评估基准日有财务杠杆的 β 值、付息债务与权益资本比值，换算为无财务杠杆的 β 值，换算公式如下：

$$\beta/\beta_u=1+D/E \times (1-T)$$

式中： β =有财务杠杆的 β ；

β_u =无财务杠杆的 β ；

D=付息债务现时市场价值；

E=股东全部权益现时市场价值；

T=企业所得税率。

无财务杠杆的 β 值取其算术平均值为 1.0926，具体计算过程如下：

证券代码	证券简称	有财务杠杆 β	企业所得税率	带息债务/股权价值	剔除财务杠杆调整 β_u
300063.SZ	天龙集团	1.3596	25.00%	20.76%	1.1764
600986.SH	浙文互联	1.1964	25.00%	11.89%	1.0984
000676.SZ	智度股份	1.1635	25.00%	7.76%	1.0995
002400.SZ	省广集团	0.9981	15.00%	0.25%	0.9960
平均值				10.17%	1.0926

其中：有财务杠杆 β 、企业所得税率、带息债务/股权价值数据来源：Wind 资讯，剔除财务杠杆调整 β_u 为通过上述换算公式计算的结果

注：样本取样起始交易日期为评估基准日前 3 年，标的指数为沪深 300 指数。

评估人员在分析标的公司与可比公司在融资能力、融资成本等方面差异的基础上，结合标的公司未来年度的融资情况，采用可比公司的平均资本结构 10.17% 作为目标资本结构；确定资本结构时，已考虑与债权期望报酬率的匹配性以及计算模型中应用的一致性。

将上市公司的无财务杠杆的 β 值，依照标的公司的目标资本结构，通过上述换算公式，换算成标的公司的有财务杠杆的 β ，其中企业所得税为法定税率 25%，计算得出有财务杠杆的 β ：

$$\beta = \beta_u \times [1 + D/E \times (1 - T)] = 1.1759。$$

（四）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。

综合考虑标的公司的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素，评估人员判断被标的公司在流动性、应收款回收以及应对行业风向变化等方面面临一定风险，确定其特定风险系数 R_c 为 4%，具体分析过程如下：

风险因素	影响因素	调整系数
企业规模	标的公司规模偏小	0.5%
业务模式	业务模式已成型且相对稳定	-
所处经营阶段	处于快速发展期	0.5%
核心竞争力	具备行业经验和数据资源积累，具有一定行业地位	0.5%
主要客户及供应商依赖	客户相对集中	0.5%
盈利预测的稳健程度	预测数据主要基于行业与市场规模增速，未来应对行业风向变化面临一定风险	1%
其他	货币资金余额较低；应收款项占比较高	1%
合计		4%

（五）权益资本成本折现率的确定

将选取的无风险报酬率、风险报酬率代入折现率估算公式计算得出折现率为 16.08%。

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

$$=16.08\%$$

（六）加权平均资本成本折现率的确定

根据上述资本结构确定原则及方法，Wd、We、Rd 的确定如下：

以目标资本结构（D/E）10.17%为基础,计算得出：

付息债务资本结构比例 $Wd=10.17\%/(1+10.17\%)=9.23\%$ ；

权益资本结构比例 $We=1/(1+10.17\%)=90.77\%$ ；

Rd：本次评估在考虑被评估企业的经营业绩、资本结构、信用风险、抵质押以及担保等因素后，考虑到标的公司属于轻资产企业，无大额固定资产投资，借款需求以短期借款为主，因此 Rd 以 1 年期和 5 年期全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）均值确定，经查询中国人民银行公布的 LPR 数据,评估基准日 1 年期 LPR 为 3.7%,5 年期 LPR 为 4.45%,计算得出 $Rd=4.08\%$ ；

$$\text{则： } R=Re\times We+Rd\times(1-T)\times Wd$$

$$=14.88\%$$

折现率 R（WACC）为 14.88%。

二、说明在确定折现率过程中可比公司的选择依据及合理性，并结合可比市场案例情况说明折现率的选取的合理性。

（一）可比公司的选择依据及合理性

1、可比上市公司的选择标准

根据《资产评估执业准则-企业价值》的要求，资产评估专业人员所选择的可比企业与被评估单位应当具有可比性，本次评估确定可比上市公司的主要选取原则如下：

（1）可比公司至少有三年上市历史，以保证收益法评估中计算 β 值的条件；

（2）处于相同或相似行业、主营业务相同或相似，并且从事该业务的时间不少于两年；

（3）财务经营业绩相似；

（4）企业规模和成长性相当。

2、可比上市公司的确定

从主营业务产品形态上来看，标的公司营业收入主要来源于从整合营销策划、

视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放等全链路为品牌提供线上服务，故本次评估在选择可比公司时，做如下筛选判断：

- （1）通过 Wind 筛选出同行业或受相同经济因素影响的 A 股上市公司；
- （2）剔除“ST”类公司和基准日停牌重大资产重组、预计退市及上市日期距离基准日不足 3 年的公司，如“*ST 腾信”、“壹网壹创”、“丽人丽妆”、“三人行”等；
- （3）选取基准日盈利的可比公司；
- （4）选取主营收入按产品和行业分为以互联网营销为主的上市公司；
- （5）综合分析选取与被评估单位产品结构、会计政策、生产规模及经营水平等较为接近的可比公司；

经上述分析选取过程，本次选取了天龙集团、浙文互联、省广集团、智度股份四家公司作为可比上市公司。

3、可比上市公司概况

（1）可比公司一——天龙集团

公司名称：广东天龙科技集团股份有限公司

法定代表人：冯毅

公司股票简称：天龙集团（300063.SZ）

注册地址：肇庆市金渡工业园内

可比公司近两年及一期的财务状况如下表：

单位：万元

项目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2022 年 6 月 30 日
流动资产	281,931.49	303,851.76	295,074.20
非流动资产	36,056.57	38,630.65	38,887.70
资产总计	317,988.06	342,482.41	333,961.90
流动负债	185,391.54	187,317.52	170,693.27
非流动负债	1,962.31	7,474.89	7,262.17
负债总计	187,353.85	194,792.41	177,955.44
净资产	130,634.21	147,690.00	156,006.47
项目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
营业收入	1,067,494.76	1,064,150.43	487,736.08
净利润	12,466.83	13,747.33	7,079.91
经营性净现金流	8,296.96	286.50	-12,611.01

数据来源：Wind资讯

天龙集团是专注于互联网营销服务和精细化工产品制造的现代企业集团，主营业务包括互联网营销板块、油墨化工板块和林产化工板块，其中互联网营销业务占比 85%以上。

天龙集团从事互联网媒体精准营销业务，代理客户进行媒体投放，并为客户投放的效果负责。公司着力打造全案整合营销服务商，根据广告主实际需求提供媒介采买、效果优化、全案策划、短视频制作、电商直播、咨询投放、创意制作、效果监测、技术支持等服务，同时也为广大客户提供全方位定制化的移动营销解决方案以及社会化全案营销服务。

（2）可比公司二——浙文互联

公司名称：浙文互联集团股份有限公司

法定代表人：唐颖

公司股票简称：浙文互联（600986.SH）

注册地址：浙江省杭州市临安区锦南街道九州街 88 号

可比公司近两年及一期的经营状况如下表：

单位：万元

项目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2022 年 6 月 30 日
流动资产	543,010.48	628,802.60	672,879.44
非流动资产	158,141.71	136,254.86	135,670.90
资产总计	701,152.19	765,057.46	808,550.34
流动负债	324,377.27	359,540.46	395,730.31
非流动负债	2,245.20	1,340.66	1,582.91
负债总计	326,622.47	360,881.12	397,313.22
净资产	374,529.72	404,176.34	411,237.12
项目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
营业收入	926,056.73	1,429,379.18	774,159.03
净利润	10,010.29	30,457.68	6,531.40
经营性净现金流	-11,399.17	-60,177.42	-41,902.61

数据来源：Wind资讯

浙文互联是一家致力于为品牌方提供智能营销解决方案及提升品牌价值的数字文化公司。公司以策略、技术、内容为关键抓手，用数字化的营销解决方案创造价值。旗下业务划分为三大业务板块，构建了覆盖数据洞察、效果营销、效果优化与管理、品牌提升、媒介规划与投放、体验营销、公关、内容营销、自媒

体以及营销技术产品的数字营销全链条，并发展了虚拟数字资产、电竞赛事预测、中长视频内容营销、直播电商等业务赛道，为进一步提升企业品牌价值赋能。

浙文互联效果营销事业部，深耕效果营销领域，通过数据分析、沉淀与洞察，为各行业客户实现精准的目标用户触达，基于对大数据、技术研发、效果优化、媒介整合、策略、创意及行业发展的深度洞察，凭借强大的流量运营实力和品效结合的营销服务体系，深度挖掘流量价值，为各行业头部客户提供智能营销解决方案。

（3）可比公司三——省广集团

公司名称：广东省广告集团股份有限公司

法定代表人：陈钿隆

公司股票简称：省广集团（002400.SZ）

注册地址：广东省广州市海珠区新港东路 996 号保利世界贸易中心 G 座

可比公司近两年及一期的经营状况如下表：

单位：万元

项目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2022 年 6 月 30 日
流动资产	554,135.72	528,544.67	531,008.95
非流动资产	259,336.50	263,542.16	259,860.16
资产总计	813,472.22	792,086.83	790,869.11
流动负债	340,055.48	309,686.18	307,273.51
非流动负债	13,582.04	5,134.98	5,683.97
负债总计	353,637.52	314,821.16	312,957.47
净资产	459,834.70	477,265.67	477,911.64
项目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
营业收入	1,329,126.77	1,300,300.03	554,348.07
净利润	-90,119.05	19,294.86	8,280.86
经营性净现金流	37,268.78	59,535.57	-51,525.27

数据来源：Wind资讯

省广集团主营广告营销业务。近年来，公司顺应行业发展趋势和客户需求，大力发展数字营销业务，公司通过着力打造大数据技术驱动的全产业链全营销生态平台，使公司营销服务能力得到不断提升，能够满足日益多样化的客户需求，为客户提供全方位营销服务。

（4）可比公司四——智度股份

公司名称：智度科技股份有限公司

法定代表人：陆宏达

公司股票简称：智度股份

注册地址：广州市花都区新雅街凤凰南路 56 之三 401 室(部位之 8)

可比公司近两年及一期的经营状况如下表：

单位：万元

项目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2022 年 6 月 30 日
流动资产	409,043.59	304,603.46	278,298.86
非流动资产	192,895.29	203,762.92	204,129.21
资产总计	601,938.88	508,366.38	482,428.07
流动负债	212,157.20	122,859.53	81,483.10
非流动负债	21,632.41	4,242.02	2,876.73
负债总计	233,789.61	127,101.55	84,359.83
净资产	368,149.27	381,264.83	398,068.24
项目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
营业收入	1,077,849.15	584,433.65	159,105.10
净利润	-294,381.21	12,754.34	9,767.03
经营性净现金流	-22,110.51	18,143.79	29,353.55

数据来源：Wind资讯

智度股份基于在互联网搜索、大数据、AI、IOT、区块链等领域的技术沉淀，致力于开发与提供优质的互联网产品与服务，主要业务板块包括数字营销业务、互联网媒体业务和其他业务，其中数字营销业务占比 80%左右。公司深耕数字营销行业多年，积累了大量优质客户，并与客户伙伴们建立了长期信任的稳定合作关系，合作客户覆盖快消、金融、网服、娱乐、母婴、美妆、奢侈品等。公司持续研究互联网新时代的发展趋势与新技术研究、新兴媒体营销资源和表现形式，进行新业务的布局及拓展，继续深化与核心媒体、各行业头部客户的合作，目前处于整合营销领域领先地位。

4、可比上市公司与标的公司的可比性分析

确定折现率过程中选取可比公司的目的是计算风险系数 β 值，以衡量标的公司的相对风险，因此最主要的选取标准为与标的公司是否在业绩驱动因素方面趋同。四家上市公司与标的公司的主营业务概况及主要经营模式情况如下表：

公司名称	主营业务概况及主要经营模式
豌豆尖尖	豌豆尖尖主要从事互联网流量精准广告营销、品牌数字化线上服务、新零售直播内容服务等。作为互联网电商广告生态中的服务商，为广告主提供精细差异化的广告投放服务，以达成广告主的投放指标。

公司名称	主营业务概况及主要经营模式
智度股份	智度股份基于在互联网搜索、大数据、AI、IOT、区块链等领域的技术沉淀，致力于开发与提供优质的互联网产品与服务，主要业务板块包括数字营销业务、互联网媒体业务和其他业务，其中数字营销业务占比 80%左右。公司持续研究互联网新时代的发展趋势与新技术研究、新兴媒体营销资源和表现形式，进行新业务的布局及拓展，继续深化与核心媒体、各行业头部客户的合作。
省广集团	省广集团是中国本土最优秀的大型综合性广告公司之一、国家一级广告企业。主营为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体等业务。2020 年，省广集团 G-IN 平台正式上线，标志着省广集团的平台化转型全面启动。作为省广集团全新打造的智慧营销生态平台，通过“IP+MCN+AI”的产业赋能新范式，帮助不同产业赛道的企业客户提供“智慧营销服务”。
天龙集团	天龙集团从事互联网媒体精准营销业务，代理客户进行媒体投放，并为客户投放的效果负责。公司着力打造全案整合营销服务商，根据广告主实际需求提供媒介采买、效果优化、全案策划、短视频制作、电商直播、咨询投放、创意制作、效果监测、技术支持等服务，同时也为广大客户提供全方位定制化的移动营销解决方案以及社会化全案营销服务。
浙文互联	浙文互联是一家致力于为品牌方提供智能营销解决方案及提升品牌价值的数字文化公司。公司以策略、技术、内容为关键抓手，用数字化的营销解决方案创造价值。旗下业务划分为三大业务板块，构建了覆盖数据洞察、效果营销、效果优化与管理、品牌提升、媒介规划与投放、体验营销、公关、内容营销、自媒体以及营销技术产品的数字营销全链条，并发展了虚拟数字资产、电竞赛事预测、中长视频内容营销、直播电商等业务赛道，为进一步提升企业品牌价值赋能。

通过主营业务概况以及主要的销售模式对比可以看出，四家上市公司与标的主营业务均为包括分析与策略、创意产出、内容制作、智能投放及监测评估在内的全产业链营销服务，四家上市公司与标的公司在主营业务概况以及主要的经营模式具有较高的可比性。

本次评估已按照《资产评估执业准则-企业价值》的要求，采用一定的标准筛选可比上市公司，筛选过程符合评估执业标准，具有较强的合理性。将筛选出的可比上市公司与标的企业从经营模式等方面进行对比，认为其与标的企业具有较强的可比性；在收入确认原则方面，考虑到可比上市公司与标的企业在营业收入、营业成本等科目的确认方式上存在一定差异，而 β 值是由上市公司相对市场的行情表现确定的，上述差异对 β 值的影响程度较低。因此，本次筛选的天龙集团、浙文互联、省广集团、智度股份四家公司符合确定折现率过程中可比公司的采用条件。

（二）结合可比市场案例情况说明折现率的选取的合理性

近年来同行业并购案例中收益法评估选取的折现率情况如下所示：

证券代码	上市公司	交易标的	折现率
600556.SH	ST 慧球	天下秀 100%股权	13.04%
002291.SZ	星期六	遥望网络 100%股权	12.97%
300612.SZ	宣亚国际	星言云汇 60%股权	12.33%
002115.SZ	三维通信	巨网科技 100%股权	13.67%
平均数			13.01%
中位数			12.97%
300280.SZ	紫天科技	豌豆尖尖 100%股权	14.88%

同行业并购案例数据来源：Wind 资讯

根据上表可以看出，近期可比交易案例选取折现率平均值为 13.01%，中位数为 12.97%，低于与本次收益法评估选取的折现率，本次评估所选取的折现率略高于同行业并购案例的折现率，折现率取值客观、谨慎，具有合理性。

三、中介机构核查意见

（一）评估师核查程序

- 1、查阅同行业可比公司行情、风险指标；
- 2、查阅可比市场案例折现率指标；
- 3、查阅折现率测算底稿。

（二）评估师核查意见

1、折现率采用加权平均资本成本定价模型，无风险收益率、市场期望报酬率、贝塔系数、特定风险系数等参数选取客观、谨慎，计算方法正确，具有合理性；

2、根据可比公司选取标准，选择天龙集团、浙文互联、省广集团、智度股份 4 家可比上市公司计算标的公司折现率，本次评估所选取的折现率略高于同行业并购案例的折现率，折现率取值客观、谨慎，具有合理性。

问题 17：

本次交易同时采用市场法对标的公司进行评估，选取的 4 家可比公司分别为天龙集团、浙文互联、省广集团、智度股份，本次评估选取的可比公司为上市公司，标的公司属于非上市公司，使用 EV/EBIT 作为价值比率进行评估，评估值为 141,700.00 万元，增值率为 841.24%。请你公司：

（1）结合标的公司行业地位、市场份额，与可比上市公司的经营模式、盈利能力、资产规模、流动性等差异，说明二者是否具有可比性及可比公司的完整

筛选过程及其合理性。

(2) 说明市场法评估中各指标比较修正的具体选取计算依据、计算过程及修正系数的合理性，选取 23.82% 的流动性折扣率比例的依据，补充披露非经营性资产负债、非经常性收入、非经常性支出的详细计算过程。

请独立财务顾问、评估师核查并发表意见。

一、请你公司结合标的公司行业地位、市场份额，与可比上市公司的经营模式、盈利能力、资产规模、流动性等差异，说明二者是否具有可比性及可比公司的完整筛选过程及其合理性。

(一) 可比上市公司的筛选过程

根据《资产评估执业准则-企业价值》的要求，资产评估专业人员所选择的可比企业与标的公司应当具有可比性，本次评估确定可比上市公司的主要选取原则如下：

- 1、可比公司至少有三年上市历史，以保证收益法评估中计算 β 值的条件；
- 2、处于相同或相似行业、主营业务相同或相似，并且从事该业务的时间不少于两年；
- 3、财务经营业绩相似；
- 4、企业规模和成长性相当。

根据上述选取原则，本次按照以下步骤筛选标的企业的可比上市公司：

步骤一：通过 Wind 筛选出同行业或受相同经济因素影响的 A 股上市公司。

从主营业务产品形态上来看，标的公司营业收入主要来源于从整合营销策划、视觉设计、大数据分析、线上品牌运营、精准广告投放等全链路为品牌提供线上服务。因此从业务角度，本次筛选出 2020 年和 2021 年均从事新媒体营销、广告投放和互联网广告等业务相关的上市公司，初步分析共 33 家上市公司符合筛选条件，如下：

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成-2021 年年报
000607.SZ	华媒控股	广告及策划：29.12%；报刊发行：17.71%；户外广告：17.28%；教育业：14.5%；印刷：9.39%；	广告及策划：26.36%；户外广告：17.6%；教育业：12.86%；报刊发行：12.35%；移动广告数据营销服务：10.04%；印刷：

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成-2021 年年报
		商品销售：4.28%；新媒体：4.28%；其他：3.43%	9%；新媒体：4.27%；商品销售：3.88%；其他：3.65%
000676.SZ	智度股份	数字营销业务：88.24%；互联网媒体业务：10.29%；其他：0.88%；其他业务：0.58%	数字营销业务：79.59%；互联网媒体业务：15.59%；其他业务：2.78%；其他：2.04%
002027.SZ	分众传媒	楼宇媒体：95.69%；影院媒体：3.96%；其他媒体：0.35%	楼宇媒体：91.79%；影院媒体：7.9%；其他媒体：0.31%
002103.SZ	广博股份	导航广告业务：47.15%；本册：16.68%；办公用品：11.71%；办公直销类产品：11.19%；跨境电子商务：6.09%；其他：4.58%；包装物：2.6%	导航广告业务：52.68%；办公用品：16.65%；休闲生活类：10.9%；办公直销类产品：10.79%；创意文具类：4.68%；其他：4.29%
002131.SZ	利欧股份	媒介代理服务：80.4%；微型小型水泵：10.16%；工业用泵：3%；数字营销服务：2.63%；配件：1.91%；园林机械收入：0.85%；口罩及相关防护用品：0.64%；其他业务：0.39%；其他：0.02%	媒介代理服务：77.38%；民用及商用泵：10.87%；工业用泵：3.2%；数字营销服务：2.43%；金属材料贸易：2.31%；配件：2%；园林机械收入：1.25%；其他业务：0.46%；其他：0.09%；口罩及相关防护用品：0.01%
002137.SZ	实益达	LED 照明产品：60.21%；数字营销：18.62%；消费类电子：17.14%；其他业务：4.03%	LED 照明产品：55.57%；消费类电子：30.7%；数字营销：12.22%；其他业务：1.51%
002247.SZ	聚力文化	装饰纸：39.9%；浸渍纸：24.26%；装饰板：18.13%；PVC 装饰材料：13.66%；其他：3.09%；其他业务：0.96%	装饰纸：44.11%；浸渍纸：25.05%；装饰板：15.88%；PVC 装饰材料：14.19%；其他业务：0.76%
002400.SZ	省广集团	数字营销：70.4%；媒介代理：24.89%；公关活动：1.75%；自有媒体：1.5%；品牌管理：1.41%；其他业务：0.05%	数字营销：70.78%；媒介代理：24.71%；公关活动：1.94%；品牌管理：1.57%；自有媒体：0.91%；其他业务：0.06%；其他：0.03%
002591.SZ	恒大高新	互联网营销：31.77%；防磨抗蚀：25.96%；垃圾炉防护：20.57%；隔音降噪：9.94%；其他业务：7.02%；余热发电总承包项目：3.17%；互联网广告投放充值业务：1.4%；贸易及其他：0.16%	移动信息服务：27.24%；垃圾炉防护：16.98%；隔音降噪：16.74%；防磨抗蚀：16.06%；互联网营销：13.98%；余热发电总承包项目：5.36%；其他业务：2.74%；互联网广告投放充值业务：0.87%；贸易及其他：0.02%

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成-2021 年年报
002712.SZ	思美传媒	营销服务：92.54%；影视内容：4.79%；数字版权运营及服务：2.67%	营销服务：96.87%；数字版权运营及服务：2.89%；影视内容：0.24%
002878.SZ	元隆雅图	促销品：57.15%；新媒体营销服务：27.08%；促销服务：11.42%；特许纪念品业务：2.97%；贵金属工艺品业务：1.26%；出租收入：0.12%	促销品：43.59%；新媒体营销服务：32.24%；促销服务：14.17%；特许纪念品业务：9.04%；贵金属工艺品业务：0.85%；出租收入：0.1%
300058.SZ	蓝色光标	出海广告投放：60.24%；全案推广服务：18.9%；全案广告代理：13.81%；海外公司业务：7.05%	出海广告投放：70.84%；全案推广服务：15.36%；全案广告代理：8.27%；海外公司业务：5.53%
300063.SZ	天龙集团	数字营销：91.54%；松香、松节油、树脂：5.05%；水性油墨：1.99%；溶剂油墨：1.38%；其他业务：0.05%	数字营销：87.64%；松香、松节油、树脂：8.12%；水性油墨：2.32%；溶剂油墨：1.86%；其他业务：0.07%
300071.SZ	福石控股	公关广告：60.9%；数字营销：22.69%；体验营销：16.41%	公关广告：48.95%；数字营销：35.85%；体验营销：15.2%
300242.SZ	佳云科技	移动互联网广告业务：99.9%；其他：0.1%	移动互联网广告业务：99.49%；其他：0.51%
300269.SZ	ST 联建	LED 显示应用产品：64.22%；公关服务：20.35%；户外广告传媒：13.9%；其他业务：1.54%	LED 显示应用产品：84.49%；公关服务：13.31%；其他业务：2.2%
300280.SZ	紫天科技	广告收入：91.73%；液压机系列：7.91%；其他业务：0.18%；配件：0.13%；机械压力机系列：0.06%	广告收入：100%
300295.SZ	三六五网	线上网络营销服务：75.14%；互联网金融平台服务业务：21.81%；线下研究咨询及其他服务：2.48%；其他业务：0.57%	线上网络营销服务：70.26%；互联网金融平台服务业务：24.65%；其他：4.09%；其他业务：1%
300343.SZ	联创股份	新材料产品：61.53%；整合数字营销：38.47%	含氟新材料：54.97%；聚氨酯新材料：39.91%；互联网营销：5.13%
300392.SZ	*ST 腾信	互联网广告服务：98.97%；互联网公关服务：0.61%；其他业务：0.42%	互联网广告服务：98.54%；其他业务：1.1%；互联网公关服务：0.36%
300612.SZ	宣亚国际	营销技术运营类收入：61.3%；营销解决方案类收入：37.79%	营销技术运营类收入：67.58%；营销解决方案类收入：28.17%；数据技术产品服务类：4.25%

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成-2021 年年报
300766.SZ	每日互动	增长服务：48.2%；公共服务：25.41%；风控服务：10.78%；移动应用开发者服务：9.71%；品牌服务：4.09%；其他：1.81%	增长服务：35.44%；公共服务：33.77%；风控服务：15.55%；移动应用开发者服务：8.73%；品牌服务：4.52%；其他数据服务：1.46%；其他：0.52%
300781.SZ	因赛集团	品牌管理：66.23%；媒介代理：18.77%；公关传播：12.04%；数字营销：2.96%	品牌管理：64.29%；媒介代理：22.87%；公关传播：7.75%；数字营销：3.13%；战略咨询：1.95%；其他业务：0.01%
300805.SZ	电声股份	互动展示：32.14%；零售终端管理：28.09%；商品销售：20.8%；品牌传播：18.96%	零售终端管理：35.24%；互动展示：27.4%；商品销售：23.98%；品牌传播：13.34%；其他业务：0.04%
600070.SH	浙江富润	互联网广告：61.79%；钢管销售及加工：15.53%；纺织品销售及加工：13.82%；数据营销：5.59%；运营商号卡推广服务：1.25%；其他业务：1.09%；口罩及医疗器械销售：0.61%；电商业务：0.3%；光伏电力：0.02%	互联网广告：76%；运营商号卡推广服务：14.87%；电商业务：4.86%；数据营销：3.31%；其他业务：0.85%；技术服务：0.05%；口罩及医疗器械销售：0.05%
600242.SH	*ST 中昌	大数据营销托管：55.84%；效果营销：32.16%；精准营销：10.66%；大数据营销业务：1.09%；其他业务：0.17%；大数据营销软件：0.08%	
600986.SH	浙文互联	互联网服务：97.59%；商品房销售收入：1.74%；公路桥梁施工及附属设施收入：0.67%	互联网服务：99.48%；其他：0.52%
603598.SH	引力传媒	数字营销：88.95%；传播策略与媒介代理：10.94%；专项广告服务：0.11%	数字营销：91.09%；传播策略与媒介代理：8.75%；专项广告服务：0.16%
603729.SH	龙韵股份	全案服务：78.27%；媒介代理：18.08%；酒类销售：3.65%	全案服务：54.26%；媒介代理：39.98%；酒类销售：5.57%；租赁收入：0.2%
603825.SH	华扬联众	互联网广告服务：92.92%；买断式销售代理：6.48%；影视节目：0.6%	互联网广告服务：89.56%；新零售：8.96%；买断式销售代理：1.31%；影视节目：0.17%
605168.SH	三人行	数字营销服务：91.39%；场景活动服务：5.26%；其他主营业务：2.72%；校园媒体营销服务：0.63%	数字营销服务：89.86%；场景活动服务：5.19%；其他主营业务：4.03%；校园媒体营销服务：0.84%；其他业务：0.09%

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成-2021 年年报
300792.SZ	壹网壹创	品牌线上管理服务：40.14%；品牌线上营销服务：32.36%；线上分销：27%；其他业务：0.5%	品牌线上管理服务：53.09%；线上分销：23%；品牌线上营销服务：19.94%；内容电商服务：2.95%；其他业务：0.91%；技术咨询服务：0.11%
605136.SH	丽人丽妆	化妆品电商零售业务：94.84%；品牌营销服务：4.33%；其他：0.83%	美妆洗护品类：97.5%；其他：2.5%

数据来源：Wind 资讯

步骤二：剔除“ST”类公司和基准日停牌重大资产重组、预计退市及上市日期距离基准日不足 3 年的公司，剔除后剩余可选上市公司为 24 家，如下：

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成--2021 年年报
000607.SZ	华媒控股	广告及策划：29.12%；报刊发行：17.71%；户外广告：17.28%；教育业：14.5%；印刷：9.39%；商品销售：4.28%；新媒体：4.28%；其他：3.43%	广告及策划：26.36%；户外广告：17.6%；教育业：12.86%；报刊发行：12.35%；移动广告数据营销服务：10.04%；印刷：9%；新媒体：4.27%；商品销售：3.88%；其他：3.65%
000676.SZ	智度股份	数字营销业务：88.24%；互联网媒体业务：10.29%；其他：0.88%；其他业务：0.58%	数字营销业务：79.59%；互联网媒体业务：15.59%；其他业务：2.78%；其他：2.04%
002027.SZ	分众传媒	楼宇媒体：95.69%；影院媒体：3.96%；其他媒体：0.35%	楼宇媒体：91.79%；影院媒体：7.9%；其他媒体：0.31%
002103.SZ	广博股份	导航广告业务：47.15%；本册：16.68%；办公用品：11.71%；办公直销类产品：11.19%；跨境电子商务：6.09%；其他：4.58%；包装物：2.6%	导航广告业务：52.68%；办公用品：16.65%；休闲生活类：10.9%；办公直销类产品：10.79%；创意文具类：4.68%；其他：4.29%
002131.SZ	利欧股份	媒介代理服务：80.4%；微型小型水泵：10.16%；工业用泵：3%；数字营销服务：2.63%；配件：1.91%；园林机械收入：0.85%；口罩及相关防护用品：0.64%；其他业务：0.39%；其他：0.02%	媒介代理服务：77.38%；民用及商用泵：10.87%；工业用泵：3.2%；数字营销服务：2.43%；金属材料贸易：2.31%；配件：2%；园林机械收入：1.25%；其他业务：0.46%；其他：0.09%；口罩及相关防护用品：0.01%
002137.SZ	实益达	LED 照明产品：60.21%；数字营销：18.62%；消费类电子：17.14%；其他业务：4.03%	LED 照明产品：55.57%；消费类电子：30.7%；数字营销：12.22%；其他业务：1.51%

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成--2021 年年报
002247.SZ	聚力文化	装饰纸：39.9%；浸渍纸：24.26%；装饰板：18.13%；PVC装饰材料：13.66%；其他：3.09%；其他业务：0.96%	装饰纸：44.11%；浸渍纸：25.05%；装饰板：15.88%；PVC装饰材料：14.19%；其他业务：0.76%
002400.SZ	省广集团	数字营销：70.4%；媒介代理：24.89%；公关活动：1.75%；自有媒体：1.5%；品牌管理：1.41%；其他业务：0.05%	数字营销：70.78%；媒介代理：24.71%；公关活动：1.94%；品牌管理：1.57%；自有媒体：0.91%；其他业务：0.06%；其他：0.03%
002591.SZ	恒大高新	互联网营销：31.77%；防磨抗蚀：25.96%；垃圾炉防护：20.57%；隔音降噪：9.94%；其他业务：7.02%；余热发电总承包项目：3.17%；互联网广告投放充值业务：1.4%；贸易及其他：0.16%	移动信息服务：27.24%；垃圾炉防护：16.98%；隔音降噪：16.74%；防磨抗蚀：16.06%；互联网营销：13.98%；余热发电总承包项目：5.36%；其他业务：2.74%；互联网广告投放充值业务：0.87%；贸易及其他：0.02%
002712.SZ	思美传媒	营销服务：92.54%；影视内容：4.79%；数字版权运营及服务：2.67%	营销服务：96.87%；数字版权运营及服务：2.89%；影视内容：0.24%
002878.SZ	元隆雅图	促销品：57.15%；新媒体营销服务：27.08%；促销服务：11.42%；特许纪念品业务：2.97%；贵金属工艺品业务：1.26%；出租收入：0.12%	促销品：43.59%；新媒体营销服务：32.24%；促销服务：14.17%；特许纪念品业务：9.04%；贵金属工艺品业务：0.85%；出租收入：0.1%
300058.SZ	蓝色光标	出海广告投放：60.24%；全案推广服务：18.9%；全案广告代理：13.81%；海外公司业务：7.05%	出海广告投放：70.84%；全案推广服务：15.36%；全案广告代理：8.27%；海外公司业务：5.53%
300063.SZ	天龙集团	数字营销：91.54%；松香、松节油、树脂：5.05%；水性油墨：1.99%；溶剂油墨：1.38%；其他业务：0.05%	数字营销：87.64%；松香、松节油、树脂：8.12%；水性油墨：2.32%；溶剂油墨：1.86%；其他业务：0.07%
300242.SZ	佳云科技	移动互联网广告业务：99.9%；其他：0.1%	移动互联网广告业务：99.49%；其他：0.51%
300295.SZ	三六五网	线上网络营销服务：75.14%；互联网金融平台服务业务：21.81%；线下研究咨询及其他服务：2.48%；其他业务：0.57%	线上网络营销服务：70.26%；互联网金融平台服务业务：24.65%；其他：4.09%；其他业务：1%
300343.SZ	联创股份	新材料产品：61.53%；整合数字营销：38.47%	含氟新材料：54.97%；聚氨酯新材料：39.91%；互联网营销：5.13%

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成--2021 年年报
300612.SZ	宣亚国际	营销技术运营类收入：61.3%； 营销解决方案类收入：37.79%	营销技术运营类收入：67.58%； 营销解决方案类收入：28.17%； 数据技术产品服务类：4.25%
300766.SZ	每日互动	增长服务：48.2%；公共服务：25.41%；风控服务：10.78%；移动应用开发者服务：9.71%；品牌服务：4.09%；其他：1.81%	增长服务：35.44%；公共服务：33.77%；风控服务：15.55%；移动应用开发者服务：8.73%；品牌服务：4.52%；其他数据服务：1.46%；其他：0.52%
300781.SZ	因赛集团	品牌管理：66.23%；媒介代理：18.77%；公关传播：12.04%；数字营销：2.96%	品牌管理：64.29%；媒介代理：22.87%；公关传播：7.75%；数字营销：3.13%；战略咨询：1.95%；其他业务：0.01%
300805.SZ	电声股份	互动展示：32.14%；零售终端管理：28.09%；商品销售：20.8%；品牌传播：18.96%	零售终端管理：35.24%；互动展示：27.4%；商品销售：23.98%；品牌传播：13.34%；其他业务：0.04%
600070.SH	浙江富润	互联网广告：61.79%；钢管销售及加工：15.53%；纺织品销售及加工：13.82%；数据营销：5.59%；运营商号卡推广服务：1.25%；其他业务：1.09%；口罩及医疗器械销售：0.61%；电商业务：0.3%；光伏电力：0.02%	互联网广告：76%；运营商号卡推广服务：14.87%；电商业务：4.86%；数据营销：3.31%；其他业务：0.85%；技术服务：0.05%；口罩及医疗器械销售：0.05%
600986.SH	浙文互联	互联网服务：97.59%；商品房销售收入：1.74%；公路桥梁施工及附属设施收入：0.67%	互联网服务：99.48%；其他：0.52%
603598.SH	引力传媒	数字营销：88.95%；传播策略与媒介代理：10.94%；专项广告服务：0.11%	数字营销：91.09%；传播策略与媒介代理：8.75%；专项广告服务：0.16%
603825.SH	华扬联众	互联网广告服务：92.92%；买断式销售代理：6.48%；影视节目：0.6%	互联网广告服务：89.56%；新零售：8.96%；买断式销售代理：1.31%；影视节目：0.17%

数据来源：Wind 资讯

步骤三：选取基准日及比较期间盈利的可比公司。

标的公司基准日及比较期间处于盈利状态，为保持同一标准，本次从上市公司中筛选出基准日及比较期间同样盈利的上市公司，共 18 家，如下：

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年报	主营收入构成--2021 年报
000607.SZ	华媒控股	广告及策划:29.12%; 报刊发行:17.71%; 户外广告:17.28%; 教育业:14.5%; 印刷:9.39%; 商品销售:4.28%; 新媒体:4.28%; 其他:3.43%	广告及策划:26.36%; 户外广告:17.6%; 教育业:12.86%; 报刊发行:12.35%; 移动广告数据营销服务:10.04%; 印刷:9%; 新媒体:4.27%; 商品销售:3.88%; 其他:3.65%
000676.SZ	智度股份	数字营销业务:88.24%; 互联网媒体业务:10.29%; 其他:0.88%; 其他业务:0.58%	数字营销业务:79.59%; 互联网媒体业务:15.59%; 其他业务:2.78%; 其他:2.04%
002027.SZ	分众传媒	楼宇媒体:95.69%; 影院媒体:3.96%; 其他媒体:0.35%	楼宇媒体:91.79%; 影院媒体:7.9%; 其他媒体:0.31%
002103.SZ	广博股份	导航广告业务:47.15%; 本册:16.68%; 办公用品:11.71%; 办公直销类产品:11.19%; 跨境电子商务:6.09%; 其他:4.58%; 包装物:2.6%	导航广告业务:52.68%; 办公用品:16.65%; 休闲生活类:10.9%; 办公直销类产品:10.79%; 创意文具类:4.68%; 其他:4.29%
002247.SZ	聚力文化	装饰纸:39.9%; 浸渍纸:24.26%; 装饰板:18.13%; PVC 装饰材料:13.66%; 其他:3.09%; 其他业务:0.96%	装饰纸:44.11%; 浸渍纸:25.05%; 装饰板:15.88%; PVC 装饰材料:14.19%; 其他业务:0.76%
002400.SZ	省广集团	数字营销:70.4%; 媒介代理:24.89%; 公关活动:1.75%; 自有媒体:1.5%; 品牌管理:1.41%; 其他业务:0.05%	数字营销:70.78%; 媒介代理:24.71%; 公关活动:1.94%; 品牌管理:1.57%; 自有媒体:0.91%; 其他业务:0.06%; 其他:0.03%
002591.SZ	恒大高新	互联网营销:31.77%; 防磨抗蚀:25.96%; 垃圾炉防护:20.57%; 隔音降噪:9.94%; 其他业务:7.02%; 余热发电总承包项目:3.17%; 互联网广告投放充值业务:1.4%; 贸易及其他:0.16%	移动信息服务:27.24%; 垃圾炉防护:16.98%; 隔音降噪:16.74%; 防磨抗蚀:16.06%; 互联网营销:13.98%; 余热发电总承包项目:5.36%; 其他业务:2.74%; 互联网广告投放充值业务:0.87%; 贸易及其他:0.02%
002712.SZ	思美传媒	营销服务:92.54%; 影视内容:4.79%; 数字版权运营及服务:2.67%	营销服务:96.87%; 数字版权运营及服务:2.89%; 影视内容:0.24%
002878.SZ	元隆雅图	促销品:57.15%; 新媒体营销服务:27.08%; 促销服务:11.42%; 特许纪念品业务:2.97%; 贵金属工艺品业务:1.26%; 出租收入:0.12%	促销品:43.59%; 新媒体营销服务:32.24%; 促销服务:14.17%; 特许纪念品业务:9.04%; 贵金属工艺品业务:0.85%; 出租收入:0.1%

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年报	主营收入构成--2021 年报
300058.SZ	蓝色光标	出海广告投放:60.24%; 全案推广服务:18.9%; 全案广告代理:13.81%; 海外公司业务:7.05%	出海广告投放:70.84%; 全案推广服务:15.36%; 全案广告代理:8.27%; 海外公司业务:5.53%
300063.SZ	天龙集团	数字营销:91.54%; 松香、松节油、树脂:5.05%; 水性油墨:1.99%; 溶剂油墨:1.38%; 其他业务:0.05%	数字营销:87.64%; 松香、松节油、树脂:8.12%; 水性油墨:2.32%; 溶剂油墨:1.86%; 其他业务:0.07%
300295.SZ	三六五网	线上网络营销服务:75.14%; 互联网金融平台服务业务:21.81%; 线下研究咨询及其他服务:2.48%; 其他业务:0.57%	线上网络营销服务:70.26%; 互联网金融平台服务业务:24.65%; 其他:4.09%; 其他业务:1%
300343.SZ	联创股份	新材料产品:61.53%; 整合数字营销:38.47%	含氟新材料:54.97%; 聚氨酯新材料:39.91%; 互联网营销:5.13%
300612.SZ	宣亚国际	营销技术运营类收入:61.3%; 营销解决方案类收入:37.79%	营销技术运营类收入:67.58%; 营销解决方案类收入:28.17%; 数据技术产品服务类:4.25%
300766.SZ	每日互动	增长服务:48.2%; 公共服务:25.41%; 风控服务:10.78%; 移动应用开发者服务:9.71%; 品牌服务:4.09%; 其他:1.81%	增长服务:35.44%; 公共服务:33.77%; 风控服务:15.55%; 移动应用开发者服务:8.73%; 品牌服务:4.52%; 其他数据服务:1.46%; 其他:0.52%
300781.SZ	因赛集团	品牌管理:66.23%; 媒介代理:18.77%; 公关传播:12.04%; 数字营销:2.96%	品牌管理:64.29%; 媒介代理:22.87%; 公关传播:7.75%; 数字营销:3.13%; 战略咨询:1.95%; 其他业务:0.01%
600986.SH	浙文互联	互联网服务:97.59%; 商品房销售收入:1.74%; 公路桥梁施工及附属设施收入:0.67%	互联网服务:99.48%; 其他:0.52%
603825.SH	华扬联众	互联网广告服务:92.92%; 买断式销售代理:6.48%; 影视节目:0.6%	互联网广告服务:89.56%; 新零售:8.96%; 买断式销售代理:1.31%; 影视节目:0.17%

数据来源: Wind 资讯

步骤四: 选取主营收入按产品和行业分为以互联网营销为主的上市公司。

由于前述所选的上市公司主营业务虽与标的公司同属于广告、营销板块,但在细分领域仍存在差异,因此从标的公司细分业务入手,进一步选取与标的公司主营业务接近或可比的上市公司。经筛选后,满足条件的上市公司共 5 家,如下:

证券代码	证券简称	主营收入构成-2020 年年报	主营收入构成-2021 年年报
000676.SZ	智度股份	数字营销业务：88.24%；互联网媒体业务：10.29%；其他：0.88%；其他业务：0.58%	数字营销业务：79.59%；互联网媒体业务：15.59%；其他业务：2.78%；其他：2.04%
002400.SZ	省广集团	数字营销：70.4%；媒介代理：24.89%；公关活动：1.75%；自有媒体：1.5%；品牌管理：1.41%；其他业务：0.05%	数字营销：70.78%；媒介代理：24.71%；公关活动：1.94%；品牌管理：1.57%；自有媒体：0.91%；其他业务：0.06%；其他：0.03%
300063.SZ	天龙集团	数字营销：91.54%；松香、松节油、树脂：5.05%；水性油墨：1.99%；溶剂油墨：1.38%；其他业务：0.05%	数字营销：87.64%；松香、松节油、树脂：8.12%；水性油墨：2.32%；溶剂油墨：1.86%；其他业务：0.07%
300612.SZ	宣亚国际	营销技术运营类收入：61.3%；营销解决方案类收入：37.79%	营销技术运营类收入：67.58%；营销解决方案类收入：28.17%；数据技术产品服务类：4.25%
600986.SH	浙文互联	互联网服务：97.59%；商品房销售收入：1.74%；公路桥梁施工及附属设施收入：0.67%	互联网服务：99.48%；其他：0.52%

数据来源：Wind 资讯

步骤五：综合分析选取与标的公司产品结构、会计政策、生产规模及经营水平等较为接近的可比公司。

经分析，宣亚国际在 2019-2021 年净利润均值为负，且存在较大幅度波动，在盈利水平和成长性方面与标的企业存在较大差距，因此剔除该上市公司。

经上述分析选取过程，本次选取了天龙集团、浙文互联、省广集团、智度股份四家公司作为可比上市公司。

（二）可比上市公司与标的公司的可比性分析

将所选的四家可比上市公司与标的公司在经营模式、盈利能力、资产规模、流动性等方面进行比较，从而分析所选上市公司与标的公司的可比性，比较分析情况如下：

1、经营模式

四家上市公司与标的公司的主营业务概况及主要经营模式情况如下表：

公司名称	主营业务概况及主要经营模式
豌豆尖尖	豌豆尖尖主要从事互联网流量精准广告营销、品牌数字化线上服务、新零售直播内容服务等。作为互联网电商广告生态中的服务商，为广告主提供精细差异化的广告投放服务，以达成广告主的投放指标。

公司名称	主营业务概况及主要经营模式
智度股份	智度股份基于在互联网搜索、大数据、AI、IOT、区块链等领域的技术沉淀，致力于开发与提供优质的互联网产品与服务，主要业务板块包括数字营销业务、互联网媒体业务和其他业务，其中数字营销业务占比 80%左右。公司持续研究互联网新时代的发展趋势与新技术研究、新兴媒体营销资源和表现形式，进行新业务的布局及拓展，继续深化与核心媒体、各行业头部客户的合作。
省广集团	省广集团是中国本土最优秀的大型综合性广告公司之一、国家一级广告企业。主营为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体等业务。2020 年，省广集团 G-IN 平台正式上线，标志着省广集团的平台化转型全面启动。作为省广集团全新打造的智慧营销生态平台，通过“IP+MCN+AI”的产业赋能新范式，帮助不同产业赛道的企业客户提供“智慧营销服务”。
天龙集团	天龙集团从事互联网媒体精准营销业务，代理客户进行媒体投放，并为客户投放的效果负责。公司着力打造全案整合营销服务商，根据广告主实际需求提供媒介采买、效果优化、全案策划、短视频制作、电商直播、咨询投放、创意制作、效果监测、技术支持等服务，同时也为广大客户提供全方位定制化的移动营销解决方案以及社会化全案营销服务。
浙文互联	浙文互联是一家致力于为品牌方提供智能营销解决方案及提升品牌价值的数字文化公司。公司以策略、技术、内容为关键抓手，用数字化的营销解决方案创造价值。旗下业务划分为三大业务板块，构建了覆盖数据洞察、效果营销、效果优化与管理、品牌提升、媒介规划与投放、体验营销、公关、内容营销、自媒体以及营销技术产品的数字营销全链条，并发展了虚拟数字资产、电竞赛事预测、中长视频内容营销、直播电商等业务赛道，为进一步提升企业品牌价值赋能。

通过主营业务概况以及主要的销售模式对比可以看出，四家上市公司与标的主营业务均为包括分析与策略、创意产出、内容制作、智能投放及监测评估在内的全产业链营销服务，四家上市公司与标的公司在主营业务概况以及主要的经营模式具有较高的可比性。

2、盈利能力与资产规模

标的公司与可比公司的盈利能力与基准日资产规模情况对比如下表：

对比项目	指标名称	标的公司	智度股份	省广集团	天龙集团	浙文互联
盈利能力	净资产收益率 (%)	54.56	9.49	7.76	4.06	3.53
	总资产报酬率 (%)	49.38	5.89	5.39	2.87	2.46
基准日资产规模	总资产 (万元)	21,842.78	482,428.07	790,869.11	333,961.90	808,550.34
	净资产 (万元)	15,054.59	398,068.24	477,911.64	156,006.47	411,237.12

数据来源：Wind 资讯

四家上市公司与标的公司在盈利能力方面存在差异，但盈利能力方面的差异

可在市场法中经过打分修正，该差异存在合理。

从经营模式来看，四家上市公司与标的公司皆属于典型的轻资产公司，该类公司市场价值与公司资产数额关联度较低，因此标的公司与上市公司的资产规模差异对其可比性的影响较小。

3、流动性

本次选取的可比公司为上市公司，标的公司豌豆尖尖属于非上市公司，在流动性上存在差异，本次已通过考虑“缺少流动折扣率”将该差异进行修正。

综上所述，本次已按照《资产评估执业准则-企业价值》的要求，采用一定的标准筛选可比上市公司，筛选过程符合评估执业标准，具有较强的合理性。将筛选出的可比上市公司与标的企业从经营模式等方面进行对比，认为其与标的企业具有较强的可比性；在收入确认原则方面，考虑到可比上市公司与标的企业在营业收入、营业成本等科目的确认方式上存在一定差异，而息税前利润等指标可以弱化上述差异的影响，本次市场法采用 EV/EBIT（企业价值/息税前利润）的价值比率计算标的公司股权价值，上述差异对该价值比率的计算过程影响程度较低。因此，本次筛选的天龙集团、浙文互联、省广集团、智度股份四家公司符合市场法-可比上市公司比较法的采用条件。

二、请你公司说明市场法评估中各指标比较修正的具体选取计算依据、计算过程及修正系数的合理性，选取 23.82%的流动性折扣率比例的依据，补充披露非经营性资产负债、非经常性收入、非经常性支出的详细计算过程。

（一）各指标修正过程及计算依据

1、价值比率修正参数的确定

首先，企业的根本属性就是实现股东价值最大化，本评价体系以投入产出水平和盈利质量为核心，从企业价值和股东价值两个角度来反映企业的盈利能力状况，主要采用净资产收益率和总资产报酬率等财务指标来体现。本次评估对可比上市公司与标的公司均采用相同计算方式计算该等财务指标，计算方式如下：

净资产收益率=归母净利润/归母所有者权益；

总资产报酬率=息税前利润/资产总额。

其次，企业资产是创造财富的源泉，资产质量的高低间接反映企业盈利能力。本体系从资产效率的角度反映资产营运水平，采用的主要指标是总资产周转率和

应收账款周转率。本次评估对可比上市公司与标的公司均采用相同计算方式计算该等财务指标，计算方式如下：

总资产周转率=营业收入/资产总额；

应收账款周转率=营业收入/应收账款。

再次，资本结构在很大程度上决定着企业的偿债和再融资能力，决定着企业未来的盈利能力，是企业财务状况的一项重要指标，本体系从资产负债结构以及资产流动性的角度反映企业财务状况，采用的主要指标是资产负债率和速动比率。本次评估对可比上市公司与标的公司均采用相同计算方式计算该等财务指标，计算方式如下：

资产负债率=负债总额/资产总额；

速动比率=速动资产/流动负债。

最后，公司的发展不仅需要短期盈利，更需要长期持久的健康发展，本体系从盈利以及规模增长的角度反映企业的成长性，采用的主要指标是营业利润增长率和资本保值增值率。本次评估对可比上市公司与标的公司均采用相同计算方式计算该等财务指标，计算方式如下：

营业利润增长率=（营业利润-上一年度营业利润）/上一年度营业利润；

资本保值增值率=（每股净资产-上一年度每股净资产）/上一年度每股净资产。

2、修正财务指标的确定

根据评估基准日的公司审计报告和可比公司公开披露的财务数据，对标的公司和可比公司在同口径下进行修正，得出财务指标如下：

财务指标描述表

修正因素		标的公司	天龙集团	浙文互联	省广集团	智度股份
盈利能力	净资产收益率	54.56	9.49	7.76	4.06	3.53
	总资产报酬率	49.38	5.89	5.39	2.87	2.46
营运能力	总资产周转率	0.84	3.22	1.95	1.62	1.05
	应收账款周转率	4.91	4.23	3.17	4.26	5.36
偿债能力	资产负债率	34.83	56.88	47.17	39.75	25.00
	速动比率	284.80	146.44	174.89	170.53	244.35
成长能力	营业利润增长率	-8.73	-5.93	619.29	115.45	104.82
	资本保值增值率	174.61	102.92	94.35	119.02	107.43

数据来源：Wind 资讯

3、修正系数的确定

(1) 各财务指标的标准分

根据标的公司主营业务类型以及所属行业特性，本次评估参照国务院国资委考核分配局编制的《2022 年企业绩效评价标准值》中相关行业标准，分别选取各财务指标的“优秀值”、“良好值”、“平均值”、“较低值”和“较差值”，对应五档评价标准的标准系数分别为 1.0、0.8、0.6、0.4、0.2。各财务评价标准值如下：

评价内容		指标	权数	1	2	3	4	5
指标	权重 (%)			优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
盈利能力指标	34	净资产收益率	20	13.6	6.9	2.4	-1.4	-6.7
		总资产报酬率	14	7.4	4.0	2.1	-0.5	-5.0
营运能力指标	22	总资产周转率	10	0.9	0.5	0.3	0.2	0.1
		应收账款周转率	12	22.6	12.2	5.0	2.2	1.3
偿债能力指标	22	资产负债率	10	53.0	58.0	63.0	73.0	88.0
		速动比率	12	135.0	123.9	104.4	86.7	54.1
成长能力指标	22	营业利润增长率	10	13.4	10.6	4.5	-6.4	-10.3
		资本保值增值率	20	109.6	105.9	102.2	98.3	91.5

数据来源：国务院国资委考核分配局《2022 年企业绩效评价标准值》

(2) 财务指标打分过程

将上市公司及标的公司调整后的财务评价指标实际值对照标准值，按照以下计算公式，计算各项基本指标得分：

绩效评价总得分=∑单项指标得分

单项指标得分=本档基础分+调整分

本档基础分=指标权数×本档标准系数

调整分=功效系数×(上档基础分-本档基础分)

上档基础分=指标权数×上档标准系数

功效系数=(实际值-本档标准值)/(上档标准值-本档标准值)，若某一指标评价档位处于优秀值，则单项指标得分=优秀值档基础分

本档标准值是指上下两档标准值中居于较低的一档标准值。

各档基础分根据各指标权数计算如下：

评价内容		指标	权数	1	2	3	4	5
指标	权重 (%)			优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
	34	净资产收益率	20	20.0	16.0	12.0	8.0	4.0

评价内容		指标	权重 (%)	指标	权数	1	2	3	4	5
指标	权重 (%)					优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
盈利能力指标		总资产报酬率	14			14.0	11.2	8.4	5.6	2.8
营运能力指标	22	总资产周转率	10			10.0	8.0	6.0	4.0	2.0
		应收账款周转率	12			12.0	9.6	7.2	4.8	2.4
偿债能力指标	22	资产负债率	10			10.0	8.0	6.0	4.0	2.0
		速动比率	12			12.0	9.6	7.2	4.8	2.4
成长能力指标	22	营业利润增长率	10			10.0	8.0	6.0	4.0	2.0
		资本保值增值率	20			20.0	16.0	12.0	8.0	4.0

(3) 财务指标打分结果及修正系数

修正系数=目标公司财务指标得分/可比公司财务指标得分

根据上述对影响因素的描述及修正系数确定的方法，各影响因素修正系数计算过程如下：

1) 标的公司：

修正因素	盈利能力		营运能力		偿债能力		成长能力		综合评分
	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	应收账款周转率	资产负债率	速动比率	营业利润增长率	资本保值增值率	
实际值	54.56	49.38	0.84	4.91	34.83	284.80	-8.73	174.61	
评价档位	优秀值	优秀值	良好值	较低值	优秀值	优秀值	较差值	优秀值	
本档标准值	13.6	7.4	0.5	2.2	53.0	135.0	-10.3	109.6	
上档标准值	-	-	0.9	5.0	-	-	-6.4	109.6	
功效系数	-	-	0.86	0.97	-	-	0.40	-	
本档基础分	20.0	14.0	8.0	4.8	12.0	10.0	2.4	10.0	
上档基础分	-	-	10.0	7.2	-	-	4.8	-	
调整分	-	-	1.72	2.32	-	-	0.97	-	
指标得分	20.00	14.00	9.72	7.12	12.00	10.00	3.37	10.00	86.21

2) 天龙集团：

修正因素	盈利能力		营运能力		偿债能力		成长能力		综合评分
	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	应收账款周转率	资产负债率	速动比率	营业利润增长率	资本保值增值率	
实际值	9.49	5.89	3.22	4.23	56.88	146.44	-5.93	102.92	
评价档位	良好值	良好值	优秀值	较低值	良好值	优秀值	较低值	平均值	

修正因素	盈利能力		营运能力		偿债能力		成长能力		综合评分
	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	应收账款周转率	资产负债率	速动比率	营业利润增长率	资本保值增值率	
本档标准值	6.9	4.0	0.9	2.2	58.0	135.0	-6.4	102.2	
上档标准值	13.6	7.4	-	5.0	53.0	-	4.5	105.9	
功效系数	0.39	0.56	-	0.73	0.22	-	0.04	0.19	
本档基础分	16.0	11.2	10.0	4.8	9.6	10.0	4.8	6.0	
上档基础分	20.0	14.0	-	7.2	12.0	-	7.2	8.0	
调整分	1.54	1.56	-	1.74	0.54	-	0.10	0.39	
指标得分	17.54	12.76	10.00	6.54	10.14	10.00	4.90	6.39	78.27

3) 浙文互联:

修正因素	盈利能力		营运能力		偿债能力		成长能力		综合评分
	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	应收账款周转率	资产负债率	速动比率	营业利润增长率	资本保值增值率	
实际值	7.76	5.39	1.95	3.17	47.17	174.89	619.29	94.35	
评价档位	良好值	良好值	优秀值	较低值	优秀值	优秀值	优秀值	较差值	
本档标准值	6.9	4.0	0.9	2.2	53.0	135.0	13.4	91.5	
上档标准值	13.6	7.4	-	5.0	-	-	-	98.3	
功效系数	0.13	0.41	-	0.35	-	-	-	0.42	
本档基础分	16.0	11.2	10.0	4.8	12.0	10.0	12.0	2.0	
上档基础分	20.0	14.0	-	7.2	-	-	-	4.0	
调整分	0.51	1.15	-	0.83	-	-	-	0.84	
指标得分	16.51	12.35	10.00	5.63	12.00	10.00	12.00	2.84	81.33

4) 省广集团:

修正因素	盈利能力		营运能力		偿债能力		成长能力		综合评分
	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	应收账款周转率	资产负债率	速动比率	营业利润增长率	资本保值增值率	
实际值	4.06	2.87	1.62	4.26	39.75	170.53	115.45	119.02	
评价档位	平均值	平均值	优秀值	较低值	优秀值	优秀值	优秀值	优秀值	
本档标准值	2.4	2.1	0.9	2.2	53.0	135.0	13.4	109.6	
上档标准值	6.9	4.0	-	5.0	-	-	-	-	
功效系数	0.37	0.41	-	0.73	-	-	-	-	
本档基础分	12.0	8.4	10.0	4.8	12.0	10.0	12.0	10.0	
上档基础分	16.0	11.2	-	7.2	-	-	-	-	

修正因素	盈利能力		营运能力		偿债能力		成长能力		综合评分
	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	应收账款周转率	资产负债率	速动比率	营业利润增长率	资本保值增值率	
调整分	1.48	1.14	-	1.76	-	-	-	-	
指标得分	13.48	9.54	10.00	6.56	12.00	10.00	12.00	10.00	83.58

5) 智度股份:

修正因素	盈利能力		营运能力		偿债能力		成长能力		综合评分
	净资产收益率	总资产报酬率	总资产周转率	应收账款周转率	资产负债率	速动比率	营业利润增长率	资本保值增值率	
实际值	3.53	2.46	1.05	5.36	25.00	244.35	104.82	107.43	
评价档位	平均值	平均值	优秀值	平均值	优秀值	优秀值	优秀值	良好值	
本档标准值	2.4	2.1	0.9	5.0	53.0	135.0	13.4	105.9	
上档标准值	6.9	4.0	-	12.2	-	-	-	109.60	
功效系数	0.25	0.19	-	0.05	-	-	-	0.41	
本档基础分	12.0	8.4	10.0	7.2	12.0	10.0	12.0	8.0	
上档基础分	16.0	11.2	-	9.6	-	-	-	10.00	
调整分	1.00	0.54	-	0.12	-	-	-	0.83	
指标得分	13.00	8.94	10.00	7.32	12.00	10.00	12.00	8.83	82.09

修正系数表

修正因素	目标公司	天龙集团	浙文互联	省广集团	智度股份
综合评分	86.21	78.27	81.33	83.58	82.09
修正系数		1.10	1.06	1.03	1.05

综上，本次从公司价值影响因素出发来选取价值比率修正财务指标，利用上市公司公开数据及标的公司经审计后的财务数据，采用相同口径计算各自财务指标，并根据国务院国资委考核分配局编制的《2022 年企业绩效评价标准值》中相关行业标准对各公司的各项财务指标进行打分，以此为基础计算修正系数。上述计算与修正过程符合评估执业标准，较为严谨，修正系数计算有据可依，具有较强的合理性。

(二) 流动性折扣选取依据

本次采用上市公司并购市盈率与非上市公司并购市盈率比较计算得出流动性折扣率。

标的公司主要从事互联网流量精准广告营销、品牌数字化线上服务、新零售直播内容服务等。根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)，标的公司所处行业属于“L72 商务服务业”，细分领域属于“L7251 互联网广告服务”。因此确定本次评估选取对应的“商务服务业”的流动性折扣率为 23.82%。数据如下：

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较 计算非流动性折扣比例表					
行业名称	非上市公司并购		上市公司		非流动性折扣比例
	样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
采矿业	12	20.50	77	28.62	28.37%
电力、热力生产和供应业	23	15.64	78	20.52	23.78%
水的生产和供应业	17	15.43	13	22.58	31.67%
房地产业	32	11.23	117	15.40	27.08%
建筑业	22	5.45	95	9.28	41.27%
运输业	8	16.50	82	21.20	22.17%
教育	3	32.40	9	45.00	28.00%
货币金融服务	15	6.56	40	7.89	16.86%
其他金融业	20	19.80	15	28.67	30.94%
资本市场服务	8	17.89	55	26.75	33.12%
科学研究和技术服务业	28	25.92	55	48.35	46.39%
农、林、牧、渔业	15	11.93	42	16.27	26.67%
零售业	35	17.47	95	28.95	39.65%
批发业	45	15.12	82	25.30	40.24%
生态保护和环境治理业	19	17.83	53	23.45	23.97%
卫生和社会工作	19	55.78	12	73.20	23.80%

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较 计算非流动性折扣比例表					
行业名称	非上市公司并购		上市公司		非流动性折扣比例
	样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
文化、体育和娱乐业	12	13.20	55	28.45	53.60%
互联网和相关服务	25	13.73	70	19.45	29.41%
软件和信息技术服务业	112	36.45	245	58.93	38.15%
电气机械和器材制造业	53	25.60	259	40.43	36.68%
纺织业	5	25.40	39	32.80	22.56%
非金属矿物制品业	15	13.98	101	18.72	25.32%
黑色金属冶炼和压延加工业	8	15.48	34	20.77	25.47%
化学原料和化学制品制造业	22	18.77	253	26.45	29.04%
计算机、通信和其他电子设备制造业	87	23.11	289	40.50	42.94%
金属制品业	32	14.44	65	19.95	27.62%
汽车制造业	15	17.66	134	28.87	38.83%
食品制造业	46	23.65	59	38.90	39.20%
通用设备制造业	38	18.75	123	25.43	26.27%
橡胶和塑料制品业	20	16.61	78	22.35	25.68%
医药制造业	59	32.10	224	54.98	41.62%
仪器仪表制造业	12	19.88	57	33.34	40.37%
有色金属冶炼和压延加工业	23	25.76	70	39.86	35.37%
专用设备制造业	45	27.37	253	39.44	30.60%
商务服务业	32	18.55	50	24.35	23.82%
租赁业	9	15.45	3	20.90	26.08%
合计/平均值	991	20.04	3,381	29.90	31.74%

原始数据来源：产权交易所、CVSource、Wind 资讯。

（三）非经营性收入、支出、资产及负债的计算过程

1、非经营性收入、支出的确定

本次在计算 EBIT 时，标的公司与可比上市公司采用相同的计算方式，即： $EBIT = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加} - \text{销售费用} - \text{管理费用} - \text{研发费用}$ 。经分析标的公司各项财务数据，查阅可比上市公司财务报告数据及附注，认为标的公司及可比上市公司的非经营性收入、支出均已在营业外收入、营业外支出、其他收益等会计科目体现，营业收入、营业成本、税金及附加、期间费用中不含非经营性收入、支出，故本次在采用前述公式计算 EBIT 时未考虑扣除非经营性收入、支出。

2、非经营性资产及负债的确定

本次根据市场法计算过程及市场法评估价值内涵，将未包含在市场法评估价值中的非经营性资产、负债评估值进行加回。各非经营性资产、负债的评估值，主要是根据实际情况，结合经审计审定的资产负债账面值，采用成本法确定，如下表：

非经营性资产、负债价值计算表

单位：万元

项目	账面值	评估值
非经营性资产	12,972.33	12,972.33
其他应收款-资金拆借	12,959.45	12,959.45
递延所得税资产	12.88	12.88
非经营性负债	4,676.68	4,676.68
应交税费-往年形成	4,635.22	4,635.22
其他应付款-借款	41.46	41.46

三、中介机构核查情况

（一）评估师核查程序

- 1、查阅同行业可比公司业务、财务、估值指标；
- 2、查阅市场法测算底稿。

（二）评估师核查意见

- 1、本次可比公司筛选过程符合评估执业标准，筛选出的可比上市公司与标的企业从经营模式等方面具有较强的可比性；
- 2、市场法评估中各指标及流动性折扣率的确定依据充分，具有合理性。

三、关于交易方案

问题 19:

本次交易丁文华、刘杰承诺承担业绩补偿义务,业绩补偿期为 2022 年至 2024 年,承诺的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润(以下简称“净利润”)分别不低于 10,000.00 万元、13,500.00 万元和 16,500.00 万元。丁文华于 2022 年 3 月辞任标的公司董事、总经理的职务。本次向丁文华支付的交易对价中,80,000.00 万元采用股份支付,4,000.00 万元采用现金支付,股份支付比例为 95.24%,股份锁定期为 1 年;向刘杰支付的交易对价中,20,000.00 万元采用股份支付,36,000.00 万元采用现金支付,股份支付比例为 35.71%,股份锁定期为 3 年。请你公司:

(1) 补充披露如本次重组无法在 2022 年 12 月 31 日前完成,业绩承诺方对标的公司的业绩承诺顺延安排,并结合标的公司经营情况、在手订单情况、未来年度预测情况、市场供需变动及行业发展情况等,分析说明本次交易业绩承诺指标及顺延业绩承诺指标设定的依据及可实现性。

(2) 说明业绩承诺方丁文华、刘杰未来是否参与标的公司生产经营管理,相关业绩承诺的履行是否与其参与标的公司经营、在标的公司任职为前提,是否存在其他前置条件,是否可豁免或变更,豁免安排有关条款是否明确可执行,后续纠纷的解决措施,是否有利于保护上市公司和中小股东权益。

(3) 说明丁文华辞职的背景、原因,标的公司管理层是否发生重大变化,标的公司的业务开展、经营决策是否受到影响。

(4) 说明本次交易向丁文华、刘杰发行股份及支付现金比例存在较大差异的原因及合理性。

(5) 测算业绩承诺方所获对价对业绩补偿、资产减值补偿的覆盖率,结合业绩及减值承诺覆盖率、本次交易支付现金和股份的比例、交易对方对价股份锁定期安排,说明本次交易承诺保障是否充分,承诺方对价股份是否存在无法足额用于业绩及减值补偿的风险,有无提供现金补偿的实际能力,以及业绩承诺期后保持上市公司经营稳定性的保障措施。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

一、补充披露如本次重组无法在 2022 年 12 月 31 日前完成，业绩承诺方对标的公司的业绩承诺顺延安排，并结合标的公司经营情况、在手订单情况、未来年度预测情况、市场供需变动及行业发展情况等，分析说明本次交易业绩承诺指标及顺延业绩承诺指标设定的依据及可实现性。

（一）业绩承诺方对标的公司的业绩承诺顺延安排

1、2023 年 1 月 8 日，上市公司与重组交易对方签订《购买资产补充协议（二）》，将本次重大资产重组中重组交易对方对标的公司的业绩承诺期限顺延一年，即业绩承诺期变为四年，分别是 2022 年度、2023 年度、2024 年度、2025 年度。

2、顺延后，标的公司在业绩承诺期间的各年度承诺净利润（指归属于标的公司合并报表项下扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润）金额具体如下：

2022 年度经审计后的净利润不低于 10,000.00 万元（含本数）；

2023 年度经审计后的净利润不低于 13,500.00 万元（含本数）；

2024 年度经审计后的净利润不低于 16,500.00 万元（含本数）；

2025 年度经审计后的净利润不低于 19,500.00 万元（含本数）。

（二）本次交易业绩承诺指标及顺延业绩承诺指标设定的依据及可实现性

本次交易业绩承诺指标及顺延业绩承诺指标设定时，主要是基于标的公司业务经营现状、发展趋势等因素，结合标的公司未来盈利预测得出。具体如下表所示：

单位：万元

业绩承诺年度	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
标的公司预计实现净利润	9,938.42	13,135.22	16,401.31	19,216.99
承诺净利润数	10,000.00	13,500.00	16,500.00	19,500.00

1、标的公司经营情况

本次评估预测期第一期即 2022 年 7-12 月的财务数据与标的公司未经审计的实际发生的主要财务数据比较如下：

单位：万元

项目	2022 年 1-6 月	2022 年 7-12 月预测数据	2022 年度 (预测)	2022 年实际发生数 (未经审计)
净利润	3,862.09	6,076.34	9,938.43	10,408.29

综上，2022 年标的公司经营情况符合预期，实际业绩数据可以覆盖预测数据，标的公司 2022 年全年业绩的预测可以实现。

2、订单及客户情况

标的公司通常与重要客户签订年度框架合同，用以约定广告投放过程中双方合作的基本内容。在年度框架合同基础上，每笔业务订单通过交易系统、邮件、报价单等方式下单并执行；除上述年度框架合同外，标的公司与其他客户、供应商签订单笔订单合同。上述合同具体情况如下：

(1) 年度框架合同

标的公司通常与采购金额较大的客户签订年度框架合同。年度框架合同通常约定提供的服务范围、定价方式、费用结算方式及账期等基本交易内容，而不涉及具体的合同金额，亦不会对具体的营销活动或计划进行约定。

(2) 单笔订单合同

标的公司与部分交易金额较小的客户、供应商通常按业务签订单笔订单合同，明确服务范围、服务价格、服务标准和结算方式等。

截至目前，标的公司与现有主要客户签订长期协议情况如下：

标的公司长期协议台账				
序号	客户名称	业务内容	合同覆盖时间	金额
1	深圳点拓传媒有限公司	广告代投放服务	2023 年 1 月 1 日-2026 年 12 月 31 日	框架合同
2	杭州奈斯互联科技有限公司	广告代投放服务	2023 年 1 月 1 日-2026 年 12 月 31 日	框架合同
3	杭州风与鲨数字科技有限公司	广告代投放服务	2023 年 1 月 1 日-2026 年 12 月 31 日	框架合同
4	广州掌购网络科技有限公司	广告代投放服务	2023 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日	框架合同
5	深圳宜搜天下科技股份有限公司	推广服务	2022 年 1 月 1 日-2023 年 12 月 31 日	框架合同

注：标的公司与客户签署的长期合同属于框架性协议，系按照互联网广告行业惯例，为维系供应商资质而签订的，作为双方合作意向的证明。协议未对交易金额进行具体约定，也未约定违约责任。因此对未来年度可实现收入金额不具有约束力，未来实际交易金额根据实际开展业务中的广告消耗金额确定。

3、市场供需变动及行业发展情况

互联网带动了传统产业的变革和创新，广告和互联网相结合的互联网广告行业也在快速发展，互联网广告以其精准度高、互动性强以及营销成本相对较低等显著特性，吸引了越来越多的广告主，目前已经成为广告客户的主要投放方式之一，市场规模实现了高速增长。

2012 年以来，在互联网广告的推动之下全球广告市场规模开始加速增长，2020 年疫情带来短期波动。2021 年全球广告市场快速从疫情影响中恢复，线上经济繁荣进一步推动全球广告市场规模取得 22.5% 的同比增长。从份额来看，互联网广告将持续抢占其他广告形式的份额。从增长来看，互联网广告的增长将超过广告大盘增长；全球电视广告以及广播广告等将保持非常低速的增长；户外广告以及影院广告增长接近大盘增速；而预计纸媒广告规模将持续下滑。

随着中国互联网广告产业链的参与主体不断丰富，产业生态逐渐健壮，2016 至 2021 年中国互联网广告市场呈现着较快的增速。在国家政策有效引导与防疫抗疫举措有力的支撑下，克服诸多不确定因素，2021 年实现了全社会各行业的稳步复苏。互联网行业受益于内生需求的增长，实现了广告收入 5,435 亿人民币（不含港澳台地区），同比增长 9.32%。

从平台类型来看，电商平台持续占据广告渠道领先地位，近五年来市场份额持续增长，2021 年继续占据市场收入总额的三分之一；在视频直播的迅速发展下，视频类平台广告收入持续大幅增长，市场份额持续提升至 21.66%，领先搜索类平台与社交类平台；搜索类平台连续三年在广告收入和市场份额方面出现下滑，社交类平台市场份额近几年趋于稳定。

同时，随着中国居民线上消费习惯愈加普及，互联网发展成为必要购买渠道，全年已形成 618、双 11 两大线上消费峰值，同时带动整体社会消费品零售总额增长，形成年度固定消费节点。根据国家统计局数据显示，近几年实物商品网上零售额规模在社会消费品零售总额的占比不断攀升，更是在 2021 年首次突破十万亿元；同时从全年的变化情况看，网上零售额规模和占比也均呈上升趋势，且在 Q4 单季度超三万亿元，越来越多的流量进入线上消费渠道，为互联网广告行业提供了更多的生长空间。

在未来的发展中，由于互联网广告的用户定位、精准营销、效果可测等特性

受到越来越多的广告主的关注，对高效营销途径的需求将使市场规模持续增长。同时，日益成熟的技术手段将继续助推行业的发展，如大数据、人工智能、云计算、5G 等。前沿技术的成熟及商业化或将优化当前的互联网广告行业格局，并发掘出更为广阔的市场空间。电商广告仍将占据领先优势，同时短视频广告也具有持续发力趋势。随着红人新经济生态的不断完善，目前我国不同媒体移动广告各方的占比结构已逐渐清晰，品牌主的预算更倾向于投入短视频和电商广告领域。我国短视频广告在经历了前几年的高速增长期后，虽在 2021 年增速有所下降，但仍呈增长趋势。随着短视频平台的不断规范、内容生态的持续优化和商业业务的全面拓展，短视频平台逐渐成为品牌主们营销的主要阵地之一，在 2024 年预计突破 4,000 亿元。

电商直播等越来越多的创新型广告形式吸引了更加多元化的广告主入场。随着广告市场不断成熟、精细化，重质量已成为市场主旋律。中国网络营销预算增长依然显著，品牌方将越来越多的预算分配到线上渠道。从外部环境来讲，整体的互联网流量红利消退造成获客成本提升，成为品牌主网络营销的重要痛点，直接推动企业内部对营销效果的性价比的重视。

另一方面，国家将继续对互联网广告行业保持有利的支持和严格的监管。2022 年 4 月份出台的《“十四五”广告产业发展规划》中，肯定了广告产业近年来迅速发展，新模式、新业态、新技术不断涌现，对服务国家创新发展、促进消费和扩大内需具有重大意义，并强调鼓励广告产业技术创新与应用，深入推进广告产业数字化转型，鼓励支持互联网、人工智能、区块链、大数据、云计算等技术在广告产业广泛应用。同时，相关政策的出台也将继续规范行业内的营销活动，如明星代言、网络直播等，打击虚假违法广告行为，进一步为广告业市场营造良好的发展环境。

未来随着新门户网站的崛起、以及互联网使用率进一步普及、互联网广告行业技术、产业链的进一步完善，前瞻预测，2021 年至 2027 年中国互联网广告市场规模增速约为 8.55%，到 2027 年，我国互联网广告行业市场规模将接近 9,000 亿元。同时，随着国家政策的进一步利好，越来越多的需求将会被释放，互联网广告行业将紧密结合产业上下游的资源，充分掌握用户需求的变化，极大丰富行业应用场景，通过产品质量与服务质量的不断优化升级，实现行业的进一步发展。

综上，业绩承诺期内净利润数是基于标的公司未来年度预计净利润数得出，具有合理性。

二、说明业绩承诺方丁文华、刘杰未来是否参与标的公司生产经营管理，相关业绩承诺的履行是否与其参与标的公司经营、在标的公司任职为前提，是否存在其他前置条件，是否可豁免或变更，豁免安排有关条款是否明确可执行，后续纠纷的解决措施，是否有利于保护上市公司和中小股东权益。

（一）业绩承诺方丁文华、刘杰未来是否参与标的公司生产经营管理

根据丁文华、刘杰与上市公司签订的《购买资产协议》，刘杰承诺在本次重大资产重组实施完毕日起三年内，继续在标的公司或其子公司任职，劳动合同如已到期应根据该等任职承诺期限相应续签。

根据标的公司出具的说明、丁文华身份证明文件，丁文华已达法定退休年龄，除担任监事外，不在担任标的公司其他职务。未来，标的公司是否继续聘任丁文华担任监事，由标的公司股东会及上市公司决定。

（二）相关业绩承诺的履行是否与其参与标的公司经营、在标的公司任职为前提，是否存在其他前置条件

《购买资产协议》第 10.3.1 条约定，如标的公司在没有合法理由的情况下解除与刘杰的劳动关系，则刘杰不再受 36 个月内的竞业禁止义务的约束。但《购买资产协议》《盈利预测补偿协议》及相关补充协议均未约定，如刘杰、丁文华不在标的公司任职或存在其他任何情形，其无需遵守标的公司相关业绩承诺以及业绩补偿的约定。

因此，标的公司业绩承诺的履行不以重组交易对方是否参与标的公司经营、在标的公司任职为前提，也不存在其他前置条件。

（三）是否可豁免或变更，豁免安排有关条款是否明确可执行，后续纠纷的解决措施，是否有利于保护上市公司和中小股东权益

根据业绩承诺义务人与上市公司签订的协议，双方没有关于业绩承诺条件豁免及变更的约定。

《购买资产协议》第 18 条约定因履行协议所发生的一切争议，各方均应通过友好协商的方法解决。协商不成的，任何一方有权向合同签订地即福州市有管辖权的人民法院提起诉讼。

因此，业绩承诺义务人与上市公司关于业绩承诺指标的约定清晰明确；后续纠纷的处理方式为诉讼，管辖机构为合同签订地也即上市公司所在地福州市有管辖权的人民法院，有利于保护上市公司和中小股东权益。

三、说明丁文华辞职的背景、原因，标的公司管理层是否发生重大变化，标的公司的业务开展、经营决策是否受到影响

根据标的公司出具的说明，2018年12月之后，刘杰逐渐取代丁文华成为标的公司实际控制人，丁文华除履行股东职责外，不再参与公司日常经营。2022年3月自刘杰股权代持关系还原，并在工商行政部门登记为标的公司股东后，为使得标的公司工商登记信息符合实际情况，亦为满足标的公司规范化运作的需要，因此丁文华辞去执行董事、经理职务，由刘杰担任标的公司执行董事、经理兼法定代表人。

鉴于刘杰自2018年12月之后一直实质承担标的公司执行董事、经理职责，是标的公司实际控制人，因此，本次变更不会导致标的公司管理层发生重大变化，标的公司业务开展、经营决策不会受到相应影响。

四、说明本次交易向丁文华、刘杰发行股份及支付现金比例存在较大差异的原因及合理性

根据本次交易标的资产的定价，各发行股份及支付现金购买资产交易对方获得对价的具体情况如下：

序号	交易对方	上市公司受让标的公司股权比例	交易对价 (万元)	股份对价		现金对价 (万元)
				金额 (万元)	股份数量 (股)	
1	丁文华	60.00%	84,000.00	80,000.00	45,248,868	4,000.00
2	刘杰	40.00%	56,000.00	20,000.00	11,312,217	36,000.00
合计		100.00%	140,000.00	100,000.00	56,561,085	40,000.00

本次交易向丁文华、刘杰发行股份及支付现金比例存在较大差异，对交易对方刘杰进行现金对价支付的比例高于另一交易对方丁文华，支付比例的差异主要存在如下几项考量：

（一）将交易对方诉求纳入考量，顺利推进本次交易

本次交易中，交易对方丁文华、刘杰基于标的公司的盈利能力、财务状况以及自身资金需求、家族财富传承和内部分配安排等因素提出了对于本次交易的支付对价进行差异化安排的诉求，系刘杰因正处壮年对现金需求较多。上市公司结

合自身股权结构、财务状况和控股股东拟提供的融资情况与各交易对方进行协商，最终协商确定本次向交易对方丁文华、刘杰进行差异化的支付安排，本次交易过程中，刘杰与丁文华获取的整体股份对价在总对价中占比较高。上述差异化交易安排系上市公司与交易对方丁文华、刘杰友好磋商与市场化谈判的结果，有利于确保本次交易的顺利推进，在不损害上市公司及中小股东权益的前提下，充分尊重交易对方的合理利益诉求以达到促成交易和提高本次重组效率的目的。

（二）统筹考虑上市公司筹集资金能力、未来发展规划、交易对方业绩承诺等因素，使本次交易推进具有可行性

本次交易，上市公司统筹考虑了上市公司目前的业务发展状况、资金实力、筹措资金的能力及未来发展规划等多种因素，结合各交易对方的基本诉求，经充分沟通与交流，确定对不同交易对方进行差异化支付安排。鉴于丁文华、刘杰系母子关系，且在标的公司的历史沿革上刘杰为丁文华考察后逐步过渡为标的公司的实际控制人，上市公司在对价支付安排上，将对丁文华、刘杰的作为一个家族式的整体交易对手进行考量，并且在业绩承诺安排和业绩承诺履约能力方面将丁文华、刘杰作为不拆分彼此的交易对方进行统筹考虑。上市公司在对价支付和业绩承诺的整体安排上认为，以 10 亿元股份支付和 4 亿元现金支付构成的支付组合安排整体支付方式比例组成合理，股份支付部分的总体占比较高，而且其中作为对价支付 10 亿元股份在法定锁定期的基础上还增加了结合业绩承诺实现情况的分期解锁和质押融资限制等股份权利限制约定；其中 4 亿元现金支付部分将分为 4 期进行，既降低了上市公司前期资金压力，又有利于鼓励交易对方继续良好地运营标的公司。此外，上市公司在本次交易中与刘杰明确了重组后的留任期限和签署了严格的竞业禁止协议，明确了刘杰在重组后的经营义务，进一步强化了刘杰与上市公司在重组后的合作共赢关系，有利于维护上市公司及中小股东权益。

综上，本次交易上市公司对不同交易对方进行差异化支付比例安排，系上市公司在统筹考虑交易对方基本诉求和上市公司自身情况并考虑重组后的业绩承诺安排通过市场化谈判形成的结果，有助于本次交易的顺利推进且不损害上市公司及中小股东权益，具有商业合理性。

五、测算业绩承诺方所获对价对业绩补偿、资产减值补偿的覆盖率，结合业绩及减值承诺覆盖率、本次交易支付现金和股份的比例、交易对方对价股份锁定期安排，说明本次交易承诺保障是否充分，承诺方对价股份是否存在无法足额用于业绩及减值补偿的风险，有无提供现金补偿的实际能力，以及业绩承诺期后保持上市公司经营稳定性的保障措施。

本次补偿方案中，盈利预测补偿方式为股份补偿及现金补偿，且股份补偿优先。为保证业绩及减值补偿的可实现性，上市公司与交易对方约定，锁定期限届满后，如丁文华和刘杰未能按照《发行股份及支付现金购买资产协议》及《盈利预测补偿协议》的约定履行完毕全部补偿义务，则锁定期限顺延至全部补偿义务履行完毕之日止。

根据《购买资产协议》第 9.1 条、《购买资产补充协议（二）》第二条约定，交易双方对锁定期约定如下：

1) 丁文华保证其于本次交易取得的全部标的股份自发行结束之日起十二个月内不进行转让，刘杰保证其于本次交易取得的全部标的股份自发行结束之日起三十六个月内不进行转让。

2) 在满足法定锁定期要求及重组交易对方各自承诺的前提下，其所持股份按照如下方式解锁：①如 2022 年度承诺净利润实现，则自 2022 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；②如 2023 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2023 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；③如 2024 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2024 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，乙方本次可解锁各自所认购的标的股份数量的 25%；④如 2025 年度承诺净利润实现，则自标的公司 2025 年度业绩承诺之《专项审计报告》出具之日起，且乙方根据《购买资产协议》《盈利预测补偿协议》《购买资产补充协议》及本协议约定履行完毕全部补偿义务后，则剩余标的股份全部解锁。

刘杰承诺其于本次交易所取得的股票标的股份锁定期为 36 个月，锁定期届满后，且刘杰按照《购买资产协议》《盈利预测补偿协议》《购买资产补充协议》及本协议约定履行完毕全部补偿义务后，剩余股份全部解锁。

经测算，业绩承诺期结束后，未解锁股份价值占应补偿金额比例测算如下：

单位：万元

情形	未实现承诺净利润比例（假设）	减值比例（测算）	应补偿金额	承诺期结束尚未解锁股份价值	覆盖比例
情形一	20%	20%	28,000.00	40,000.00	142.86%
情形二	50%	50%	70,000.00	60,000.00	85.71%
情形三	70%	70%	98,000.00	80,000.00	81.63%

经测算，业绩承诺期结束后，业绩承诺方未解锁股权价值占应补偿金额比例较高。此外，上市公司与交易对方约定，现金对价将在业绩承诺期内分期支付，如果标的公司出现过渡期亏损或者业绩承诺未能达标的情形，则上市公司向交易对方支付当期现金对价前，可以先行抵扣交易对方依据其与上市公司签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》《盈利预测补偿协议》及所有补充协议的约定所应当向上市公司支付的现金补偿款。综上，本次交易承诺保障较为充分，仅当标的公司业绩承诺期末实现净利润比例较高时，会出现业绩承诺方股份补偿不足的情形，在此情形下，上市公司可以通过抵扣尚未支付的现金对价等方式取得现金补偿。

标的公司业绩承诺期末实现净利润比例较高的可能性较低，主要由于：

（1）新媒体平台在电商领域的高速增长趋势带来充足的市场空间

2022 年，快手、抖音等新媒体平台在电商领域持续发力，以抖音为例，根据抖音官方的数据，抖音已成为现今消费主力人群聚集地和最具消费潜力的市场，全国每天每 3.5 人就有 1 人打开抖音，投流资源规模巨大。2022 年新媒体平台凭借其积累的活跃用户数量及对用户兴趣的掌握，在“兴趣电商”领域持续发力，通过开展“618 好物节”等营销场景助力商家复产增效。未来随着新门户网站的崛起、以及互联网使用率进一步普及、互联网广告行业技术、产业链的进一步完善，前瞻预测，2021 年至 2027 年中国互联网广告市场规模增速约为 8.55%，到 2027 年，我国互联网广告行业市场规模将接近 9,000 亿元；根据艾瑞咨询的相关行业研究报告，新媒体平台电商市场规模在 2023 年预计增长 40.9%，2021 年至 2023 年复合增长率预计达到 47.1%。同时，随着国家政策的进一步利好，越来越多的需求将会被释放，互联网广告行业将紧密结合产业上下游的资源，充分掌握用户需求的变化，极大丰富行业应用场景，通过产品质量与服务质量的不断优化升级，实现行业的进一步发展。

（2）标的公司与新媒体平台客户的合作关系稳定

截至目前，标的公司与现有主要客户已签订如下长期协议：

标的公司长期协议台账				
序号	客户名称	业务内容	合同覆盖时间	金额
1	深圳点拓传媒有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2026年12月31日	框架合同
2	杭州奈斯互联科技有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2026年12月31日	框架合同
3	杭州风与鲨数字科技有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2026年12月31日	框架合同
4	广州掌购网络科技有限公司	广告代投放服务	2023年1月1日-2025年12月31日	框架合同
5	深圳宜搜天下科技股份有限公司	推广服务	2022年1月1日-2023年12月31日	框架合同

注：标的公司与客户签署的长期合同属于框架性协议，系按照互联网广告行业惯例，为维系供应商资质而签订的，作为双方合作意向的证明。协议未对交易金额进行具体约定，也未约定违约责任。因此对未来年度可实现收入金额不具有约束力，未来实际交易金额根据实际开展业务中的广告消耗金额确定。

标的企业与新媒体平台客户的合作关系在未来年度可以持续，目前已与多家重要客户签订年度框架合同或长期合作协议。同时，标的公司所处的互联网广告服务行业以及新媒体平台电商市场近年来处于快速发展期，受益于技术的迭代发展而不断催生出更多商业模式，且未来存在广阔的发展空间，行业快速发展为标的公司未来的业绩增长提供基础。

（3）标的公司经营情况良好，在行业内具有一定竞争优势

标的公司 2022 年经营情况符合预期，实际业绩数据可以覆盖预测数据，标的公司 2022 年全年业绩的预测可以实现。

随着互联网广告呈现精细化的发展趋势，各细分行业广告主差异化的营销需求愈发强烈，也对互联网广告服务商在各细分行业的经验积累提出了更高的要求。通过多年的发展，标的公司积累了电商平台行业丰富的行业服务经验和数据资源，形成了优秀的管理团队，能够满足不同品类广告主差异化的营销需求。

综上所述，结合新媒体平台在电商领域的发展前景、标的公司客户关系及业务发展态势等情况，标的公司业绩承诺期未实现净利润比例较高的可能性较低，进而发生业绩承诺人股份补偿不足情形的风险较低。

因此，本次交易补偿方案具备实施可行性，股份补偿的保障程度较高，为业绩承诺方履行业绩补偿义务提供了有力保障，有利于保护上市公司的利益。

业绩承诺期后保持上市公司经营稳定性的保障措施如下：

1、与标的公司管理团队约定任职期限，保障标的资产的稳定经营、过渡
为保证业绩承诺期后标的资产运营的稳定性，上市公司在本次交易中，与公司实际控制人、经理刘杰约定任期为不少于三年，具体如下：

“在本次重大资产重组实施完毕日起三年内，应当继续在标的公司或其子公司任职，劳动合同如已到期的应根据该等任职承诺期限相应续签。”

2、完善标的公司治理结构，保障标的资产的可持续发展

本次交易后，标的公司将修改公司章程设立董事会，上市公司将向标的公司委派半数以上董事及1名监事，完善标的公司治理结构，另外，将提名聘任两名专员，分别负责标的公司信息披露、日常印章管理工作及日常财务工作，上市公司将结合自身主营业务，逐步对标的公司业务、人员、技术、市场等方面进行整合，提高合作深度，保障业绩承诺期后双方团队合作的可持续性 & 业绩持续增长。

六、中介机构核查情况

（一）评估师核查程序

1、查阅《发行股份及支付现金购买资产协议》、《盈利预测补偿协议》及所有补充协议；

2、分析互联网广告行业发展趋势；

3、查阅报告期标的公司的业务及财务数据；

4、查阅标的公司与客户签订的合同、协议等；

（二）评估师核查意见

1、标的公司盈利预测与新媒体平台在电商领域的高速增长趋势，以及标的公司业务经营现状、发展趋势相匹配，盈利预测具有可实现性；

2、业绩承诺期内净利润数是基于标的公司未来年度预计净利润数得出，具有合理性。

（本页无正文，为关于深圳证券交易所《关于对福建紫天传媒科技股份有限公司的重组问询函》的回复之盖章页）

经办资产评估师：_____

李梦帆

刘春茹

北京卓信大华资产评估有限公司

年 月 日