

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 2023 年 1 月 13 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〔2023〕第 1 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	宋体

目录

问题 3 :	1
问题 8 :	19

问题 3:

回函公告显示,标的公司与 2022 年新增客户签订的长期合同系意向性合同,对未来年度可实现的收入金额不具有约束力。此外,标的公司 2022 年毛利率大幅增长。请你公司:

(1) 补充说明预测期各业务类型收入的预测过程和预测依据,并结合广告行业未来发展趋势、在手订单及其执行效力、存量客户的延续性及其需求变动情况、拓展增量客户的可行性、服务费率变动情况等,说明标的公司预测期收入是否具有可实现性。

(2) 补充说明预测期各业务类型成本的预测过程和预测依据,并结合广告行业未来发展趋势、市场竞争态势、标的公司核心竞争力,分业务类型说明预测期毛利率维持较高水平的合理性,与报告书中“行业竞争日益激烈”的表述是否矛盾。

(3) 结合前述问题的答复,补充说明标的公司的估值合理性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复:

一、补充说明预测期各业务类型收入的预测过程和预测依据,并结合广告行业未来发展趋势、在手订单及其执行效力、存量客户的延续性及其需求变动情况、拓展增量客户的可行性、服务费率变动情况等,说明标的公司预测期收入是否具有可实现性

(一) 各业务类型收入的预测过程和预测依据

本次评估过程中对标的公司历史经营情况及标的公司签订战略合作协议及长期合同签订情况进行了分析,结合标的公司 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,判断标的公司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，预测依据如下：

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%。参照上述数据，标的公司对预测期可实现收入进行了预估：

1、对2022年7-12月各项业务收入按标的公司实际业务执行情况进行估计；

2、对2023-2027年各项业务收入中，涉及传统电商平台客户的业务收入，考虑市场规模较大，未来仍有拓展空间，结合了解到的客户和市场需求信息，按照15%~2%的增长率预估；

3、对2023-2027年各项业务收入中，涉及新媒体平台客户的业务收入，考虑该细分领域正处于高速发展期，各平台在电商领域持续发力，将吸引更多广告主入场，同时标的公司在2022年已在该领域实现客户数量和投放金额的快速增长，证明了其商业模式的有效性，结合了解到的客户和市场需求信息，按照45%~10%的增长率预估；

4、对于2023-2027年新零售直播内容服务业务，考虑2022年预计实现收入为3,850万元，基数较低，未来将按照客户需求进行重点拓展，结合了解到的客户和市场需求信息，按照60%~13%的增长率预估。

经分析，标的企业对2023年收入增长率的预估结果与前述市场规模增速基本相符，2024-2027年增长率逐年下降，2027年后进入永续期，收入保持稳定，符合企业从快速发展期向稳定期平滑过渡的趋势。结合对标的公司核心竞争力和行业地位的分析，评估师认为上述收入预估数据具有可实现性，故采用上述数据确定预期收入如下：

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
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

（二）广告行业未来发展趋势

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；在视频平台的迅速发展下，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，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后期后，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。

新零售电商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9000亿元；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。

（三）在手订单及其执行效力

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

标的公司长期协议台账				
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。

截至目前，标的公司与上述客户维持着稳定的合作关系，并按照客户需求持续开展广告投放及推广服务。

（四）存量客户的延续性及其需求变动情况及拓展增量客户的可行性

标的公司在新媒体平台在电商广告领域发力的初期便将业务拓展至该领域，在巨量千川、磁力金牛等广告平台提供广告优化及广告投放服务，与各平台合作方之间的业务规模实现了快速增长。以头条（抖音）平台为例，2021 年 4 月抖音下属的巨量千川平台正式上线，标的公司分别于 2021 年 10 月和 2022 年 1 月开始为该平台的代理商广州掌购网络科技有限公司和杭州奈斯互联科技有限公司提供广告投放服务。其中：与广州掌购网络科技有限公司在 2021 年 10 月至 2022 年 9 月期间，投放量月均增长约 45%，月复合增长率约 33%；与杭州奈斯互联科技有限公司在 2022 年 1 月至 2022 年 9 月期间，投放量月均增长约 32%，月复合增长率约 15%。上述增长趋势显示了客户需求的高速增长，同时体现了客户对于标的公司业务水平的认可。标的公司经统计，标的公司 2021 年至 2022 年三季度拓展主要客户如下：

单位：万元

期间	拓展名称	当期实现收入	对应收入类型
2022 年 7-9 月	吉林省梵美施化妆品有限责任公司	238.10（未经审计）	互联网流量精准广告营销业务
2022 年 1-6 月	杭州风与鲨数字科技有限公司	1,545.85	互联网流量精准广告营销业务
	广州舜飞信息科技有限公司	1,314.86	互联网流量精准广告营销业务
	深圳宜搜天下科技股份有限公司	1,203.91	互联网流量精准广告营销业务
	广州奇异果互动科技股份有限公司	225.21	互联网流量精准广告营销业务

期间	拓展名称	当期实现收入	对应收入类型
	新余萌宇互动科技有限公司	183.62	互联网流量精准 广告营销业务
2021 年度	杭州风与鲨数字科技有限公司	594.01	互联网流量精准 广告营销业务
	深圳市点拓传媒有限公司	179.62	互联网流量精准 广告营销业务
	广州掌购网络科技有限公司	48.28	互联网流量精准 广告营销业务

预计随着市场规模的进一步扩大,标的公司与现有客户将维持稳定的合作关系,并进一步扩大业务规模。

除现有合作客户外,标的公司业务涉及的各新媒体平台存在大量的潜在合作方,如快手、抖音签约代理商均超过千家,广告代理商普遍存在提升投放效果以吸引更多广告主的需求。标的公司历史业绩体现了投放金额的快速增长和良好的投放效果,在行业内树立了良好的口碑,具有品牌影响力,因此有能力在新媒体平台的广告代理商中拓展新客户,进而承接更多业务。

(五) 服务费率变动情况

标的公司与主要客户的服务费比例如下:

客户名称	是否年度框架 合同	定价方式	服务费比例
杭州奈斯互联科技有限公司	是	按实际消耗量计算	7%
广州舜飞信息科技有限公司	是	按实际消耗量计算	6%
深圳宜搜天下科技股份有限公司	是	按实际消耗量计算	合同未约定,报告期内服务费执行比例为 7%
杭州风与鲨数字科技有限公司	是	按实际消耗量计算	10%
深圳市点拓传媒有限公司	是	按实际消耗量计算	10%
广州掌购网络科技有限公司	是	按实际消耗量计算	8%
广州奇异果互动科技股份有限公司	是	按实际消耗量计算	5%
新余萌宇互动科技有限公司	是	按实际消耗量计算	5%
重庆京东海嘉电子商务有限公司	是	按广告消耗量	由京东制定并考核,报告期内服务费执行比例为

客户名称	是否年度框架合同	定价方式	服务费比例
			3%-6%
广西京东新杰电子商务有限公司	是	按广告消耗量	由京东制定并考核，报告期内服务费执行比例为3%-6%
广西京东拓先电子商务有限公司	是	按广告消耗量	由京东制定并考核，报告期内服务费执行比例为3%-6%
广西京东彩石电子商务有限公司	是	按广告消耗量	由京东制定并考核，报告期内服务费执行比例为3%-6%

各平台服务费比例有所差异，主要是由于平台资源、服务品牌、产品类型等方面不同，导致结算的比例也有所不同。

考虑到标的公司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，且未来主要业务重心在新媒体平台，因此本次评估未考虑预测年度服务费比例的变化。

（六）标的公司预测期收入的可实现性

根据标的公司业务模式及历史经营数据，凭借在电商平台精准营销行业积累的丰富数据资源和广告运营经验，标的公司在新媒体平台在电商广告领域发力的初期便将业务拓展至该领域，在巨量千川、磁力金牛等广告平台提供广告优化及广告投放服务，并实现了投放金额的快速增长，在行业内树立了良好的口碑，具有品牌影响力，对标的公司开拓新客户、承接新业务带来积极正面的影响。同时，持续扩张的业务规模也为标的公司积累业务数据、充实行业经验，促进标的公司业务水平持续提升。与此同时，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（未经审计）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，预测期收入具有可实现性。

（七）风险提示

2020 年起，随着短视频的兴起，用户习惯及商家广告投放需求也随之变化，标的公司经营业绩逐年增长。虽然标的公司正在逐步开拓其他平台业务，但导致其最近一期业绩大幅增长的主要因素具有一定的偶然性和周期性。面临竞争激烈、市场化程度高的局面，标的公司未来有可能面临用户习惯及商家广告投放需求出

现预期外变化、客户下调服务费率、业务拓展进展不及预期、存量客户流失等不利因素，标的公司存在现有业绩增速难以长期维持的风险。

二、补充说明预测期各业务类型成本的预测过程和预测依据，并结合广告行业未来发展趋势、市场竞争态势、标的公司核心竞争力，分业务类型说明预测期毛利率维持较高水平的合理性，与报告书中“行业竞争日益激烈”的表述是否矛盾

（一）各业务类型成本的预测过程和预测依据

通过对标的公司历史年度成本分析，各项业务成本主要是由人工成本构成，新零售直播内容服务业务除人工成本外，按照业务需求包含坑位费、直播服务费等直播业务成本支出。其中：坑位费可以通俗理解为直播间入场费，商家支付该费用后可以获得直播间某一时段的使用资格；直播服务费为与直播相关的其他费用支出，包括针对产品的营销服务，如在直播间上架商品链接，并通过介绍产品引导网络用户前往指定店铺购买等。报告期主要坑位费及直播服务费采购情况如下：

单位：万元

期间	供应商名称	坑位费采购金额	直播服务费采购金额	对应收入类型
2022年1-6月	湖南灵奥信息科技服务有限公司	-	222.83	新零售直播内容服务
	上海乐效广告有限公司	-	92.88	新零售直播内容服务
	浙江游菜花网络科技有限公司	-	80.45	新零售直播内容服务
	山东灵活蜂信息科技有限公司	-	45.90	新零售直播内容服务
	深圳市盛讯云商科技有限公司	10.50	34.07	新零售直播内容服务
2021年度	杭州弥敦网络科技有限公司	9.97	300.13	新零售直播内容服务
	谦寻（杭州）文化传媒有限公司	100.00	135.85	新零售直播内容服务
	浙江游菜花网络科技有限公司	12.26	216.34	新零售直播内容服务
	北京芬香省心科技有限公司	-	183.17	新零售直播内容服务

期 间	供应商名称	坑位费采购金 额	直播服务费采购 金额	对应收入类 型
	上海乐效广告有限公司	-	104.13	新零售直播 内容服务
2020 年度	北京微播视界科技有限公司	-	72.94	新零售直播 内容服务
	深圳市指尖动力网络技术有限 公司	-	54.47	新零售直播 内容服务
	长春市最美起航文化传媒有限 公司	24.00	-	新零售直播 内容服务
	杭州多麦电子商务股份有限公 司	20.00	-	新零售直播 内容服务
	杭州麦加品牌营销策划有限公 司	7.50	5.00	新零售直播 内容服务

报告期向 MCN 机构的主要采购情况如下：

单位：万元

期 间	供应商名称	坑位费采购金 额	直播服务费采购 金额	对应收入类 型
2022 年 1-6 月	浙江游菜花网络科技有限公司	-	80.45	新零售直播 内容服务
	深圳市盛讯云商科技有限公司	10.50	34.07	新零售直播 内容服务
	江苏赛夫绿色食品发展有限公 司	-	22.00	新零售直播 内容服务
	杭州弥敦网络科技有限公司	-	20.68	新零售直播 内容服务
	杭州俏范儿电子商务有限公司	20.00	-	新零售直播 内容服务
2021 年度	杭州弥敦网络科技有限公司	9.97	300.13	新零售直播 内容服务
	谦寻（杭州）文化传媒有限公司	100.00	135.85	新零售直播 内容服务
	浙江游菜花网络科技有限公司	12.26	216.34	新零售直播 内容服务
	北京芬香省心科技有限公司	-	183.17	新零售直播 内容服务
	济南盘古信息科技有限公司	-	91.26	新零售直播 内容服务
2020 年度	深圳市指尖动力网络技术有限 公司	-	54.47	新零售直播 内容服务
	长春市最美起航文化传媒有限 公司	24.00	-	新零售直播 内容服务

期 间	供应商名称	坑位费采购金 额	直播服务费采购 金额	对应收入类 型
	杭州多麦电子商务股份有限公司	20.00	-	新零售直播 内容服务
	杭州麦加品牌营销策划有限公司	7.50	5.00	新零售直播 内容服务
	杭州淘管家文化创意有限公司	-	9.43	新零售直播 内容服务

标的公司新零售直播内容服务成本金额与采购和销售相关服务量的统计情况如下：

单位：万元

新零售直播内容服务板 块	2022 年 1-6 月	2022 年 1-6 月 变动比例情况	2021 年	2021 年度 变动比例 情况	2020 年
收入金额	1,208.95	-33.95%	3,660.64	+340.48%	831.06
成本金额	923.39	-38.47%	3,001.62	+323.99%	707.95
采购金额	753.23	-44.45%	2,721.77	+381.40%	565.39
其中：坑位费采购金额	407.29		310.23		69.53
直播服务费采购金额	345.94		2,411.54		495.86

注：假设 2022 年上半年与下半年数据一致进行简易年化处理，成本金额与采购金额的差额为成本中的人工成本

由上表可见，标的公司新零售直播内容服务板块的采购金额变动比例情况，与该板块实现收入金额的变动比例情况趋势一致。

综合上述分析，对各业务类型成本的预测如下：

1、品牌数字化业务：成本均为人工成本，考虑到业务规模增长对人力资源需求的增长，预计未来年度员工人数随业务量同比增长，并考虑人均工资的逐年增长；

2、互联网流量精准广告营销业务：对于其中的人工成本，考虑到业务规模增长对人力资源需求的增长，预计未来年度员工人数随业务量同比增长，并考虑人均工资的逐年增长；此外，考虑到目前部分头部广告主要求广告服务商拥有一定的资金实力，提供服务时需要预先垫资，从现金流的角度，在相应客户的互联网流量精准广告营销业务中考虑相应的运营成本；

3、新零售直播内容服务业务：对于其中的人工成本，考虑到业务规模增长对人力资源需求的增长，预计未来年度员工人数随业务量同比增长，并考虑人均

工资的逐年增长；对于直播业务成本，考虑标的公司开展新零售直播内容服务主要依靠自身积累的历史效果数据，为平台商家制定店铺运营方案并代为执行，帮助其快速提升产品曝光率、增加粉丝量并实现商品销售等目标，在此基础上，标的公司精准把握内容、流量和成本的变化，随着行业的发展变化而及时调整供应链，不断与优质的、贴合客户需求的、性价比高的 MCN 机构合作，保持自身在行业内的核心竞争力，结合上述对标的公司新零售直播内容服务板块的采购金额变动比例情况分析，判断直播业务成本与该业务板块收入的比例关系可以保持稳定，因此预测直播业务成本与相应业务收入同比增长。

按照上述预测思路和预测依据，对标的公司各类业务预计成本预测如下：

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	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%
互联网流量精准广告营销业务	2,234.64	5,367.82	7,053.60	8,367.13	9,608.63	10,788.25
毛利率	77.38%	76.30%	75.59%	75.72%	75.32%	74.57%
新零售直播内容服务	1,961.75	4,724.22	6,594.02	7,972.06	9,418.81	10,914.63
毛利率	25.73%	22.96%	21.46%	19.90%	18.16%	16.16%
合计	13,231.13	29,941.51	38,543.40	45,711.42	51,776.15	56,807.53
综合毛利率	67.06%	65.21%	63.61%	63.30%	62.27%	60.81%

（二）广告行业未来发展趋势及市场竞争态势

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；在视频平台的迅速发展下，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，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。

新零售电商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。

新媒体平台电商广告这一细分市场由于其积累的活跃用户数量及对用户兴趣的掌握等优势，在整体互联网广告行业中展现了强劲增势。根据公开数据，2021 年快手 GMV 增长率达到 78.38%，小米集团 2019-2021 年的广告业务收入分别为 107 亿元、127 亿元、181 亿元，体现出广告主在投放平台上对新媒体的重视，在此市场背景下，标的公司凭借其积累的经验、业绩与营销策略制定和执行能力，具备较强的竞争力，加之其成本构成是以人工成本为主，成本需求与业务规模相匹配，因此可以维持较高的毛利率水平。但着眼于整个互联网广告行业，随着互联网广告形式和平台的多元化，越来越多的广告服务商加入市场，加上严格的监管与疫情的影响，导致整个互联网广告行业的竞争呈加剧态势，与报告书中“行业竞争日益激烈”的表述不存在矛盾。

（三）标的公司核心竞争力

经过多年展业，标的公司的核心竞争力主要在以下几个方面得以体现：

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。依托大量投放经验，标的公司内部孵化出“豌豆引擎”，形成全品类客户群，用户群，素材库三大数据模型库，为不同品牌客户群体，推广场景提供全方面的专业服务。豌豆引擎为标的公司广告投放提供数据支持，可以为策略、提案、投放、设计等环节提供参考依据、从而提升工作效率，广告投放后通过复盘并补充豌豆引擎内容，持续进行优化，提升效果精准性。

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，能够领导标的公司的发展方向。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，其他核心管理团队成員也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。

（1）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的判断，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。

（2）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。

（3）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。

（4）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。

凭借上述竞争优势，标的公司在新媒体平台在电商广告领域发力的初期便将业务拓展至该领域，在巨量千川、磁力金牛等广告平台提供广告优化及广告投放服务，并实现了投放金额的快速增长，在行业内树立了良好的口碑，具有品牌影响力，对标的公司开拓新客户、承接新业务带来积极正面的影响。同时，持续扩张的业务规模也为标的公司积累业务数据、充实行业经验，促进标的公司业务水平持续提升。

（四）预测期毛利率维持较高水平的合理性

根据标的公司业务模式及历史经营数据，其毛利率水平较高是由于其成本主要为人工成本，本次评估对于预测期人力资源需求及人均工资的增长进行了充分考虑，并且考虑了未来业务发展中可能产生的运营成本需求，营业成本预测金额与标的公司业务模式及发展趋势具有匹配性。此外，由于标的公司所处细分市场正处于高速增长中，未来市场规模将进一步扩大，标的公司目前在行业中具备的竞争优势使其有能力在现有业务模式下实现业务规模的增长。经测算，预测期各项业务的毛利率水平与历史年度相比均呈现下降趋势，该趋势已充分体现未来市场竞争对标的公司所产生的影响。综上，营业成本及毛利率的预测数据具有合理性。

（五）风险提示

报告期内，标的公司凭借丰富的客户资源以及优质的服务能力获得了市场竞争优势，加之其成本构成是以人工成本为主，成本需求与业务规模相匹配，因此可以维持较高的毛利率水平。但随着互联网广告行业的高速发展以及新的商业模式不断出现，综合型的互联网广告服务商不断增多，行业竞争或将持续加剧。由于移动互联网行业技术发展更新较快，同时互联网广告行业市场结构复杂，若公司不能持续有效地制定并实施业务发展规划，始终保持服务能力及技术水平的竞争优势，进而失去核心竞争力，则可能丧失前期积累的客户资源、媒体资源及服务能力优势，使公司在激烈的市场竞争环境中处于不利地位，进而影响公司的盈利能力和长期发展潜力。

三、结合前述问题的答复，补充说明标的公司的估值合理性

结合上述分析，标的公司的估值水平受其业务规模的增长和业务水平的提升两项因素综合影响，其中，凭借行业经验与数据资源积累实现的良好投放效果是其核心竞争优势，对标的公司开拓新客户、承接新业务带来积极正面的影响。同时，持续扩张的业务规模也为标的公司进一步积累业务数据、充实行业经验，促进标的公司业务水平持续提升。对于新零售直播内容服务，标的公司的主要业务内容为运营和投放策略的制定和实施，通过制定店铺运营方案并代为执行的方式帮助客户快速提升产品曝光率、增加粉丝量并实现商品销售等目标，并非依靠签约“网红”、“主播”或从事“网红带货”业务来实现客户需求。

根据标的公司出具的《说明函》，标的公司无签约“网红”、“主播”或从事“网红带货”业务（包括达人招聘、达人孵化相关业务），所有主播（包括网红主播、素人主播）均来源于不同的经纪公司。标的公司根据广告主及产品需求匹配对应的主播，并与该主播隶属的经纪公司签署合作协议；标的公司未开展短视频直播基地、达人孵化中心业务，没有以任何形式开展达人孵化、达人招聘或其他涉及MCN等网红经济业务，公司员工中不存在“网红”、“主播”或从事“网红带货”人员，报告期内，标的公司没有从事MCN相关业务，不属于MCN机构，网红、带货等业务未来也不会成为标的公司的业务发展方向。

根据上市公司出具的《承诺函》，在本次重大资产重组完成后，上市公司及标的公司未来均不会从事网红、直播带货等业务（包括达人招聘、达人孵化相关业务），上市公司也不会通过其他子公司开展前述业务。

综上，标的公司在“网红”行业市场也不具有明显的市场影响力，其业务增长和客户拓展主要得益于在互联网广告领域深耕多年积累的经验、业绩与营销策略制定和执行能力。

本次评估采用了收益法确定标的公司评估价值，在收益法预测中，通过对市场规模，尤其是新媒体平台在电商广告领域快速增长趋势的分析，结合标的公司业务模式、竞争优势和历史经营数据，确定的预测期收入具有可实现性，预测期成本及各项费用与其业务模式及发展趋势具有匹配性，采用的折现率在市场风险的基础上考虑了标的公司自身面临的风险，最终计算得出的评估价值具有合理性。

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及新媒体平台电商广告市场发展趋势；
- 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、查阅营业收入、营业成本测算底稿。

（二）评估师核查意见

1、标的公司通过新媒体平台电商广告市场已取得较好业绩与良好口碑，伴随新媒体平台电商市场规模广阔且保持着较快增速，预测期收入具有可实现性；

2、标的公司营业成本预测金额与其业务模式及发展趋势具有匹配性，预测数据已充分体现未来市场竞争所产生的影响，营业成本及毛利率的预测数据具有合理性，与报告书中“行业竞争日益激烈”的表述不存在矛盾；

3、收益法评估中对营业收入、营业成本等预测与行业趋势及标的公司实际情况具有匹配性，折现率考虑了相关风险，最终计算得出的评估价值具有合理性。

问题 8:

2023 年 1 月 8 日，公司与刘杰、丁文华签署《购买资产补充协议（二）》，约定标的公司将业绩承诺期从 2022 年至 2024 年顺延一年后变为 2022 年至 2025 年，各期可解锁股份数量比例均为 25%。请你公司结合目前对标的公司 2022 年业绩预计情况，说明标的公司 2022 年承诺业绩的实现情况，仍将 2022 年作为业绩承诺期的合理性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司 2022 年承诺业绩的预计实现情况

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 预测数据	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。

二、将 2022 年作为业绩承诺期的合理性

根据《发行股份及支付现金购买资产协议》，业绩承诺实现的判断依据为各年度业绩承诺之《专项审计报告》出具，考虑到上述 2022 年标的公司业绩数据尚未经审计，处于谨慎考虑，仍将 2022 年作为业绩承诺期。

按照业绩承诺方股份锁定安排，结合本次交易进程，刘杰于本次交易所取得的股票标的股份锁定期为 36 个月，即业绩承诺期满后（不早于 2026 年）解锁；丁文华于本次交易所取得的股票标的股份锁定期为 12 个月（不早于 2024 年），并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分期解锁，即：如 2022 年度承诺净利润实现，则在 2024 年可解锁股份比例为 25%；如 2023 年度承诺净利润实现，则在 2024 年可解锁股份比例为 50%；如 2024 年度承诺净利润实现，则在 2025 年可解锁股份比例为 75%；如 2025 年度承诺净利润实现，则在 2026 年可解锁股份比例为 100%。

按照上述安排，业绩承诺期中及业绩承诺期结束后，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）	丁文华所取得的股票标的尚未解锁比例	业绩补偿或减值补偿比例（测算）	应补偿金额	该情形下尚未解锁股份价值	覆盖比例
情形一	20%	25%	20%	28,000.00	40,000.00	142.86%
情形二	50%	50%	50%	70,000.00	60,000.00	85.71%
情形三	70%	75%	70%	98,000.00	80,000.00	81.63%

经测算，业绩承诺期中及业绩承诺期结束后，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。

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，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

标的公司在新媒体平台在电商广告领域发力的初期便将业务拓展至该领域，在巨量千川、磁力金牛等广告平台提供广告优化及广告投放服务，与各平台合作方之间的业务规模实现了快速增长。业务规模的增长趋势显示了客户需求的高速增长，同时体现了客户对于标的公司业务水平的认可。预计随着市场规模的进一步扩大，标的公司与现有客户将维持稳定的合作关系，并进一步扩大业务规模。

（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末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。本次交易承诺保障较为充分，业绩承诺期的安排不会导致交易对方所取得的股票标的提前解锁，也不会影响承诺方相关履约保障措施的充分性。

三、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、查阅报告期标的公司的业务及财务数据；

（二）评估师核查意见

- 1、标的公司 2022 年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、将 2022 年作为业绩承诺期是基于 2022 年标的公司业绩数据尚未经审计的谨慎考虑，业绩承诺期的安排不影响承诺方相关履约保障措施的充分性。

（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》（创业板许可类重组问询函〔2023〕第1号）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