

中通诚资产评估有限公司
关于天创时尚项目《中国证监会行政许可项目审查一次反
馈意见之通知书》
涉及资产评估有关问题的答复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2017 年 8 月 16 日下发的中国证券监督管理委员会[171528]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(以下简称“《反馈意见》”),我对《反馈意见》进行了认真研究和分析,并就《反馈意见》中涉及资产评估问题答复如下:

问题 4: 申请材料显示,根据收益法评估结果,在评估基准日 2017 年 3 月 31 日,小子科技股东全部权益价值评估值为 87,776.00 万元,较合并口后股东权益账面值 9,039.18 万元增值 78,736.82 万元,增值率 871.06%。请你公司结合小子科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等,补充披露小子科技评估增值率较高的原因以及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一)小子科技行业地位

1、移动互联网营销行业竞争情况

得益于移动互联网技术不断发展、移动互联网基础设施加速建设、网络带宽不断提升以及智能手机等互联网移动终端的不断普及,我国移动互联网行业在近几年出现了爆发式增长。以移动互联网为基础的移动互联网营销行业在近年来也取得了极大的发展,各种移动营销方式层出不穷,行业企业不断涌现。高速发展的市场为小子科技等移动互联网营销企业的发展提供了广阔的市场空间。

与此同时,由于行业的高速发展,传统互联网营销公司在向移动互联网营销领域进行转型,新兴移动互联网营销公司不断设立,移动互联网营销市场竞争较为激烈,行业集中度较低,不存在明显的龙头企业,单一企业所占市场份额较小。

2、小子科技主要竞争对手

小子科技主营业务为移动应用分发与推广、程序化推广，在移动互联网营销行业中暂无业务模式完全一致的竞争对手。移动互联网营销行业集中度较低，不存在明显的龙头企业，目前小子科技在业务上具有一定重合性的竞争对手情况如下：

(1)移动应用分发与推广业务

①武汉飞游

武汉飞游成立于 2012 年 3 月，主要从事软件分发及推广业务，属于互联网营销行业。从产业链的角度上来看，武汉飞游横跨营销服务商和媒体资源两个产业链。武汉飞游通过其旗下的互联网媒体资源(西西软件园、腾牛网)和采购的外部互联网媒体资源，为百度、腾讯等提供软件分发和移动 APP 营销推广等服务。

②长沙聚丰

长沙聚丰成立于 2010 年 6 月，主要从事软件营销与推广、页面广告业务，属于互联网营销行业。从产业链的角度上来看，长沙聚丰横跨营销服务商和媒体资源两个产业链。长沙聚丰通过其旗下的互联网媒体资源(PC6 下载站、东东手游助手)和采购的外部互联网媒体资源，为百度、日月同行、海南至尊等互联网公司提供软件分发等服务。

③万象新动

万象新动成立于 2014 年 10 月，整合了数字营销策略规划、程序化购买与数据分析等专业优势，专注于为广告主提供移动互联网端的精准营销服务，为客户实现最优商业价值。万象新动主要通过第三方广告平台为广告主提供应用分发服务，通过在特定应用市场、网站等渠道展示图片链接、文字说明或者随系统附送等多种营销途径，将移动应用推广给手机用户，从而实现用户下载、安装、激活、使用，以提高广告主应用产品的用户量。

(2)程序化推广业务

①光音网络

光音网络成立于 2003 年 3 月，是一家专注于场景营销大数据云平台的互联网企业，证券代码 835505。公司主营业务聚焦于场景互联(Connect local)，旗下拥有广告家 Pro.cn 数字营销平台和光音小云场景无线互联解决方案两大产品。广告家 Pro.cn 旗下的场景媒体流量自助平台 MediaPro(SSP)，是中国最大的场景媒体流量供应方平台之一。

②掌游天下

掌游天下成立于 2010 年 5 月，在移动手机游戏领域和移动互联网广告领域主要从事移动游戏代理发行与自主研发以及移动广告业务，证券代码 836014。公司主营业务收入主要为游戏收入和广告收入。掌游天下的自有流量移动广告平台“玉米广告平台”，搭建了移动数据运营全业务模块如 SSP、AdExchange、DMP 等，对接了超过 100 家广告平台。同时公司将广告平台技术服务提供给了流量平台和明星产品，帮助其提高流量变现效率。

③互众广告

互众广告成立于 2013 年 3 月，公司依托于 AdInSSP 平台、AdIn Performance 平台和 AdIn AdExchange 平台，通过整合大量的合作媒介资源，专注于互联网广告精准投放业务。公司主要基于实时竞价技术(RTB)，为媒体渠道资源提供自动化的流量最优适配服务，将最为匹配的广告投放内容进行展示，从而更有效地将广告需求方的营销信息展示给目标或潜在用户，在最优化媒体流量资源价值的同时，充分提高了广告主的营销效果。

3、小子科技行业地位

自成立以来，小子科技专注于移动互联网营销，目前主营业务包括移动应用分发与推广、程序化推广。凭借优秀的媒体渠道整合能力、丰富的移动互联网营销运营经验、成熟的运营平台与投放技术，小子科技为客户提供了长期稳定的移动互联网营销服务，为广告主的营销目标的达成提供了低成本、高转化的投放渠道；同时，小子科技也为媒体渠道提供了长期稳定的流量变现服务。

在移动应用分发与推广领域，小子科技经过多年经营，已积累了包括淘宝(中国)软件有限公司、武汉飞游、北京金山云网络科技有限公司等在内的诸多知名媒体渠道以及大量中长尾媒体渠道，投放产品包括 360 手机卫士、手机百度、QQ 阅读等知名移动应用。小子科技为诸多移动应用实现了产品推广与用户积累，也为媒体渠道带来了可观的流量转化收入，实现了广告主、媒体渠道与自身的共赢。

在程序化推广领域，凭借自身优秀的媒体汇聚能力、成熟稳定的 SSP 平台以及接入技术优势，小子科技与包括百度在内的大型移动互联网广告程序化投放平台建立了长期稳定的业务合作关系，相关合作规模不断扩大，日展现超过 2 亿次；同时，小子科技也为海量中长尾媒体提供了长期稳定的媒体流量变现服务。

未来，小子科技将在现有业务的基础上进一步拓展客户与媒体渠道资源，强化平台与技术的开发，在为广告主实现营销、为媒体渠道实现变现的同时，提升自身企业价值。

(二)小子科技核心竞争力

1、业务差异化优势

由于移动互联网营销行业中从业企业众多，市场竞争充分，行业集中度较低，且由于行业营销种类多样，行业内企业从事领域也有所差异。小子科技结合行业发展情况与公司优势，确定符合自身发展的行业定位，目前已形成以移动应用分发与推广及程序化推广为主的两大块业务模式，并基于自身多年的业务积累形成的海量业务数据与成熟投放经验，寻求差异化发展，建立了业务差异化优势。

2、业务发展规划优势

近年来，移动互联网营销行业发展迅猛，新的业务模式与营销技术层出不穷。小子科技深入研究行业发展趋势与行业技术动向，在业务模式、投放技术以及广告主与媒体渠道服务等方面均制定了切实可行的业务发展规划并加以严格执行，在报告期内业绩增长情况良好。

未来，小子科技将紧跟移动互联网营销市场的发展趋势，制定切实可行的业务发展规划并加以实行，以进一步巩固自身市场地位。

3、客户资源优势

优质且稳定的客户资源是移动互联网营销公司发展的重要保障。小子科技通过稳定的投放效果与优质的运营服务能力，在行业内拥有良好的口碑，积累了包括百度、腾讯、竞技世界等在内的大量优质客户资源。长期稳定的合作关系为小子科技在行业内树立了良好的企业形象，在存量客户为小子科技带来持续稳定的业务之外，也降低了小子科技的新客户拓展成本；同时长期稳定的客户资源也提升了小子科技对媒体渠道的议价能力，强化了小子科技的盈利能力，从而在市场竞争中形成优势。

4、渠道资源优势

媒体渠道作为移动互联网营销的投放承载平台，对行业企业的发展具有至关重要的影响。经过数年的合作，小子科技与包括优质头部媒体与海量长尾媒体在内的大量媒体渠道建立了良好的合作关系，形成了多层次全覆盖的媒体资源储备。小子科技可根据广告主的移动互联网营销需求，定制化、针对性地选择媒体渠道进行营销投放，以提升投放精准度，保障投放效果。

基于长期稳定合作储备的优质媒体渠道，在投放成本、异常流量把控等方面均可得到较好的控制，有效地避免单一渠道投放价格大幅波动或出现大量异常流量等事件的发生，保障了小子科技在程序化推广业务上的经营稳定性。

5、技术优势

小子科技以技术为公司发展导向，独立研发了柚子移动 SSP、柚子移动 DSP，分别为媒体渠道提供了成熟稳定的流量变现渠道以及为广告主提供了高效精准的广告投放渠道。

柚子移动 SSP 为开发者和站长提供了专业易用和高效的媒体投放服务，资源接入简单流畅，支持便捷的跨平台广告管理；同时，还为媒体提供了多种计费方式、多种物料类型，支持多种售卖方式，为媒体收益提供了保障；同时，柚子移动 SSP 接入了包括百度、广点通在内的多种 DSP 资源，通过精细的广告库存管理，保障了广告填充率。

柚子移动 DSP 集成了一系列程序化精准投放技术，能够为广告主在投放设备、投放地域、投放时段、投放方式等多个维度定制广告投放策略，同时对接了包括柚子移动 SSP 在内的优质媒体资源，为广告主提供了丰富的投放渠道。

同时，小子科技基于自身业务数据积累与技术优势，打造了柚子 DMP 平台，通过数据分析、人群画像等业务功能，为广告主提供了更加精准的移动互联网广告投放服务，提升了移动互联网营销的效率与质量。

6、管理团队优势

小子科技的核心管理团队多来自于百度、奇虎 360 等知名互联网企业，具有多年移动互联网营销经验，充分了解广告主的营销目标以及媒体渠道的流量变现诉求，在客户开拓、营销方案设计、媒体渠道选择与营销投放管理等方面拥有丰富的经验，可以为广告主提供高效精准的营销方案并予以实施。管理团队对行业发展趋势的深入洞察以及丰富的行业经验，有利于小子科技在移动互联网营销领域快速发展。同时，在互联网行业从业多年的管理团队拥有丰富的业务资源，有利于小子科技在客户与媒体渠道方面的拓展。

(三)可比收购案例情况

从近年通过证监会审核的 A 股上市公司收购案例来看，上市公司收购互联网广告公司的案例较多，与小子科技业务模式以及发展阶段类似的可比交易标的公司的评估值、交易价格、评估增值率、市盈率情况统计如下：

序号	上市公司名称	标的资产	评估基准日	100%股权评估值(万元)	100%股权交易价格(万元)	评估增值率	市净率	静态市盈率	动态市盈率 ₁	动态市盈率 ₂
1	恒大高新	武汉飞游	2016.4.30	27,655.06	27,608.00	1,670%	17.67	66.23	11.60	8.73
2	恒大高新	长沙聚丰	2016.4.30	33,824.76	33,640.00	1,989%	20.78	59.43	11.60	8.72

序号	上市公司名称	标的资产	评估基准日	100%股权评估值(万元)	100%股权交易价格(万元)	评估增值率	市净率	静态市盈率	动态市盈率 ₁	动态市盈率 ₂
3	利欧股份	万圣伟业	2015.3.31	207,222.71	207,200.00	2,679%	27.78	38.36	14.00	11.00
4	梅泰诺	日月同行	2015.3.31	56,274.21	56,000.00	2,336%	24.20	45.25	14.00	10.53
5	深大通	冉十科技	2015.4.30	105,481.00	105,000.00	2,587%	26.74	67.20	15.00	11.80
6	龙力生物	快云科技	2015.6.30	58,784.43	58,000.00	1,614%	16.91	191.77	14.50	10.90
7	智度投资	猎鹰网络	2015.6.30	99,480.98	86,819.99	1,566%	14.54	184.48	9.82	6.43
8	明家联合	微赢互动	2015.3.31	100,975.88	100,800.00	810%	9.08	23.73	14.10	10.62
9	浙江富润	泰一指尚	2015.12.31	120,150.65	120,000.00	318%	4.10	50.66	21.82	13.74
10	吴通控股	互众广告	2014.10.31	135,013.25	135,000.00	1,971%	20.71	898.96	27.00	12.02
算术平均数						1,754%	18.25	162.61	15.34	10.45
11	小子科技		2017.3.31	87,776.00	87,750.00	871%	9.71	16.42	13.50	10.15

注 1：为统一比较口径，评估增值率=标的资产评估值÷(合并报表口径)评估基准日标的资产归属于母公司所有者权益-1。

注 2：市净率=标的资产交易价格/评估基准日标的资产归属于母公司所有者权益。

注 3：静态市盈率=标的资产交易价格/评估基准日标的资产最近一年净利润，动态市盈率₁=标的资产交易价格/利润承诺期第一年净利润平均值，动态市盈率₂=标的资产交易价格/利润承诺期净利润平均值；其中，净利润为扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润。

本次交易中，小子科技收益法评估值为 87,776.00 万元，比合并报表口径归属于母公司所有者权益账面值 9,039.18 万元评估增值 78,736.82 万元，增值率 871.06%，远低于可比交易案例中资产的评估增值率平均值 1754%；小子科技按评估基准日所有者权益计算的市净率为 9.71，远低于可比交易案例中资产的市净率平均值 18.25；小子科技按评估基准日前一年净利润计算的静态市盈率为 16.42，远低于可比交易案例中资产的静态市盈率平均值 162.81；小子科技按利润承诺期第一年扣除非经常性损益后的净利润计算的动态市盈率₁为 13.5，低于可比交易案例中资产的动态市盈率₁平均值 15.34；小子科技按利润承诺期扣除非经常性损益后的净利润平均值计算的动态市盈率₂为 10.15，低于可比交易案例中资产的动态市盈率₂平均值 10.45。对比同行业可比交易案例的估值情况，本次交易定价具备公允性。

综上所述，在移动互联网营销行业的高速发展的行业背景下，小子科技依托技术和资源的优势，不断提升自身的核心竞争力和行业地位，有较强的持续盈利能力，评估增值率较高具有合理性。

(四)小子科技高评估增值率的合理性

本次评估以收益法作为评估结论。小子科技主要从事移动互联网营销业务，经营所依赖的主要资源除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还包括技术团队、销售团队、管理团队、客户资源等重要的无形资产。收益法是立足于判断资产获利能力的角度，将被评估企业预期收益资本化或折现，来评估企业价值。是按“将本求利”的逆向思维来“以利索本”，能全面反映企业品牌、商誉等非账面资产的价值。

小子科技所属的移动互联网营销行业属于典型的轻资产行业，账面价值相对较低，反映的是企业现有资产的历史成本，难以全面反映企业品牌、商誉等非账面资产的价值和综合获利能力。

综上所述，通过分析小子科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争等关键因素，以及与同行业收购案例相比较，小子科技评估结论合理，与账面值相比评估增值率较高具有合理性。

(五)核查意见

经核查，评估师认为：通过分析小子科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争等关键因素，以及与同行业收购案例相比较，小子科技评估增值率较高具有合理性。

问题 5：申请材料显示，相较于前次评估结果，本次收益法评估对营业收入和净利润增长率的预测更偏于乐观。请你公司结合行业发展状况、实际收入增长情况，补充披露本次交易收益法评估是否足够谨慎，并进一步提示风险。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一)前次评估与本次评估差异说明

受明家联合委托，北京中企华资产评估有限责任公司以 2016 年 4 月 30 日为基准日对小子科技的股东全部权益价值进行评估(以下简称“前次评估”)。根据中企华评估出具的中企华评报字(2016)第 1223-01 号《评估报告》，截至 2016 年 4 月 30 日，小子科技的股东全部权益价值采用收益法评估后的价值为 70,200.00 万元。本次交易中，天创时尚委托中通诚评估对小子科技截至 2017 年 3 月 31 日的股东全部权益价值进行评估(以下简称“本次评估”)。根据中通诚评估出具的中通评报字〔2017〕185 号《资产评估报

告》，截至 2017 年 3 月 31 日，小子科技的股东全部权益价值采用收益法评估后的价值为 87,776.00 万元。两次评估差异主要由以下原因形成：

1、折现率差异分析

本次评估中，标的公司收益法评估中所使用的折现率为 13.04%；前次评估中，标的公司收益法评估中所使用的折现率为 12.18%。两次评估中计算折现率所采用的参数对比情况如下：

参数	本次评估	前次评估
R _f : 无风险报酬率	3.29%	2.89%
R _m -R _f : 市场风险溢价	7.10%	7.11%
β: 被评估单位的风险系数	0.8807	0.9832
R _s : 公司特有风险收益率	3.50%	2.50%
E/(E+D): 目标资本结构	100.00%	93.46%
K _d : 债务资本成本	4.35%	4.90%
K _e : 股权资本成本	13.04%	12.77%
WACC: 加权平均投资成本	13.04%	12.18%

(1)无风险报酬率的确定和分析

本次评估无风险报酬率为 3.29%，高于前次无风险报酬率 2.89%，系不同基准日的无风险报酬率变化所致，也是本次折现率高于前次折现率的原因之一。

(2)市场风险溢价的确定和分析

本次评估市场风险溢价确定为 7.10%，略低于前次市场风险溢价 7.11%，两次评估市场风险溢价基本一致。

(3)贝塔(Beta)系数的确定和分析

通过查询国内 A 股市场，评估人员在分析了各家上市公司与本次评估对象经营业务差异的基础上，选取了 4 家与被评估对象业务范围较为相似的上市公司作为可比公司，通过同花顺 iFinD 查询出各上市公司已调整的剔除财务杠杆的 β 系数，即 β_U；然后以各可比公司 β_U 的平均值作为被评估单位的 β_U，进而根据被评估企业自身资本结构(D/E)计算出被评估单位的 β_L，即 $\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T)D/E]$ ，具体情况如下：

序号	证券代码	证券名称	原始 Beta	剔除杠杆 Beta
1	002712.SZ	思美传媒	0.8445	0.8958

序号	证券代码	证券名称	原始 Beta	剔除杠杆 Beta
2	300058.SZ	蓝色光标	0.8741	0.9157
3	002400.SZ	省广股份	0.8292	0.8856
4	300242.SZ	明家联合	0.7399	0.8257
平均				0.8807

前次评估 βU 计算过程如下：

序号	证券代码	证券名称	原始 Beta	剔除杠杆 Beta
1	002143.SZ	印纪传媒	1.2262	1.2073
2	002400.SZ	省广股份	0.9391	0.9017
3	002712.SZ	思美传媒	1.0028	1.0028
4	300058.SZ	蓝色光标	1.0073	0.8623
5	300071.SZ	华谊嘉信	0.9773	0.9421
平均				0.9832

本次评估选取 βU 值为 0.8807，低于前次 βU 值 0.9832。一方面，两次评估选择的可比上市公司样本有所差异，本次评估较上次评估增加了明家联合作为可比上市公司，并剔除了印纪传媒与华谊嘉信两家可比性相对较弱的上市公司；另一方面，上市公司财务结构在不同评估基准日的差异导致 βU 值不同。

(4)目标资本结构及债务资本成本的确定和分析

由于 2017 年 3 月 31 日小子科技财务报表中并没有有息负债，本次评估确认小子科技资本结构(D/E)为 0.00%，债务资本成本为 4.35%。前次评估“…取可比上市公司资本结构(D/E)的平均值 7.00%作为被评估单位的目标资本结构…”、“评估基准日 Kd(债务资本成本)取 4.90%”，资本结构和债务资本成本差异将导致折现率较前次略高。

(5)特定风险

由于小子科技与上市公司的资产结构、资产规模及业务类型存在一定差异，加之小子科技的产权并不能上市流通，且移动互联网营销行业竞争激烈，存在一定的经营风险，本次评估本着谨慎性原则，将企业特定风险确定为 3.5%，较前次评估特定风险 2.5% 高 1%，也是本次折现率高于前次的原因之一。

综合上述参数选取过程，本次评估折现率为 13.04%，较前次折现率 12.18% 高 0.86%。近期同行业交易案例中采用的折现率在 12.50% 和 15.20% 之间，平均值为 13.52%。本次

选取折现率与同行业交易案例中采用的折现率平均水平比较接近，折现率选取较前次更具合理性与谨慎性。

2、营业收入差异分析

前次评估与本次评估在收入预测中差异详见下表：

单位：万元

项目		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年~∞
本次评估	营业收入	23,457.76	29,791.30	37,389.41	43,276.33	46,561.17	48,470.27	48,470.27
	增长率	32.75%	27.00%	25.50%	15.74%	7.59%	4.10%	0.00%
前次评估	营业收入	25,358.17	32,864.84	35,060.21	36,868.26	37,953.95	37,953.95	37,953.95
	增长率	31.02%	29.60%	6.68%	5.16%	2.94%	0.00%	0.00%

注：本次评估2017年预测收入为2017年1-3月经审计数据与2017年4-12月预测数据之加总。本次评估2017年增长率为2017年预测收入对2016年实际收入的增长率，前次评估2017年增长率为2017年预测收入与2016年1-4月经审计数据与2016年5-12月预测数据之加总的增长率。

营业收入差异分业务具体分析如下：

(1)移动应用分发与推广业务收入差异分析

小子科技前次评估中，根据投放渠道区别，将移动应用分发与推广业务划分为“网盟推广收入”与“精品推广收入”进行了预测。两次评估收入差异对比分析如下：

①CPA业务(对应前次评估中“网盟推广”业务)

单位：万次

项目		单位	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年~∞
本次评估	有效激活数量	万次	4,310.31	5,603.41	6,836.16	7,929.94	8,564.34	8,821.27	8,821.27
	平均单价	元/次	1.83	1.77	1.76	1.76	1.75	1.75	1.75
	收入合计	万元	7,899.79	9,918.04	12,031.64	13,956.69	14,987.59	15,437.21	15,437.21
	收入增长率	%	49.46	25.55	21.31	16.00	7.39	3.00	-
前次评估	有效激活数量	万次	3,415.82	4,153.43	4,275.24	4,478.44	4,739.90	4,739.90	4,739.90
	平均单价	元/次	2.40	2.35	2.35	2.30	2.30	2.30	2.30
	收入合计	万元	8,197.96	9,760.55	10,046.81	10,300.40	10,901.76	10,901.76	10,901.76
	收入增长率	%	27.31	19.06	2.93	2.52	5.84	-	-

注：本次评估2017年有效激活数量、平均单价、收入合计与收入增长率均为2017年1-3月经审计数据与2017年4-12月预测数据汇总得出；前次评估2017年收入增长率基于前次交易中2016年1-4月经审计数据与2016年5-12月预测数据之加总计算。

由上表可见，本次预测中预测 CPA 业务收入在 2017 年低于前次评估水平，在 2018 年及以后年度高于前次评估水平，主要由于以下原因：

A.结合 2016 年业务实际开展情况确定

2016 年，小子科技 CPA 业务实现收入 5,285.39 万元，低于前次评估中预测的 6,439.15 万元。主要由于在预测激活次数基本完成的情况下，实际投放单价低于预期造成收入低于前次评估。

本次评估中，小子科技结合 2016 年 CPA 业务的实际开展情况对有效激活数量及平均单价进行了调整，故 CPA 业务收入与前次评估有所差异。

B.公司推广策略调整导致单价略有下降

CPA 业务行业推广单价普遍在 1~3 元/激活的区间内，并根据推广移动应用所处系统(iOS 与 Android)与行业的不同而有所区别。前次评估时，小子科技预测未来单价较高的 iOS 业务量将有所增加，且预测未来游戏、理财等高单价移动应用分发业务量有所提升，故未来预测单价处在较高的水平。

在本次评估中，小子科技基于未来发展战略确定了未来移动应用分发与推广业务的主要推广策略，即专注于生活服务、电子商务、时尚消费以及系统工具类 APP，通过与该等移动应用形成长期稳定的合作关系，获得长期稳定的客户资源；同时积极开拓沉睡用户的唤醒业务，为存量客户提供长期服务。因此，结合前述移动应用的行业推广单价以及历史年度推广单价，确定了 CPA 业务推广单价。同时，考虑到市场竞争的激烈，在未来年度 CPA 业务单价将有所下降。

C.市场规模增加与需求深挖导致预测激活数量上升

根据工信部发布的《2017 年上半年我国互联网业务运行情况报告》显示，截至 2017 年 6 月底，我国市场上移动互联网应用数量已超 402 万款，2017 年上半年第三方应用商店分发数量超过 6,277 亿次。以 2017 年 6 月为例，我国第三方应用商店与苹果应用商店中新上架 12 万款移动应用，新上架的移动应用有着强烈的分发与推广需求；同时，存量的移动应用在日趋激烈的市场竞争中也有持续的分发与推广需求。

同时，移动应用分发与推广行业业务模式的不断深挖，也增加了行业企业的业务规模。近年来兴起的沉睡用户唤醒功能，有效地解决了移动应用日活跃用户数量与用户留存率较低的问题，也为小子科技等移动互联网营销服务商提供了更为广阔的市场空间。

D.CPA 计费模式受到广告主的不断青睐

CPA 业务以用户安装并激活移动应用作为有效激活并进行计费，属于效果营销。相较于 CPT、CPM 等按展示付费的模式，CPA 计费模式下广告主根据投放效果付费，避免了广告营销投入效果无法准确衡量的问题，受到了广告主的青睐，相关投放需求也在近年来不断增加。基于市场对 CPA 业务的需求增加，本次评估中小子科技增加了未来 CPA 业务的激活数量。

E.小子科技结合自身特点制定的发展计划，保障了未来激活数量

小子科技结合自身客户与媒体渠道特点，计划在移动应用分发与推广业务中聚焦生活服务、电子商务、时尚消费以及系统工具类 APP 的分发与推广。根据工信部发布的《2017 年上半年我国互联网业务运行情况报告》统计显示，生活服务类应用、电子商务类应用与系统工具类应用在移动应用的市场规模分居第二、第三与第六位，有着巨大的市场空间，且行业创新类产品层出不穷，在分发与推广业务上存在巨大的需求。小子科技结合自身业务特点制定的业务发展计划，有效地保障了 CPA 业务预测中未来激活数量的达成。

综合以上因素，小子科技在本次预测中对有效激活数量与点击单价进行了调整，CPA 业务收入与前次网盟推广收入也有所差异。

②CPD 业务与 CPT 业务(对应前次评估中“精品推广”业务)

项目		单位	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年~∞	
本次 评估	CPD 业务	有效下载数量	万次	420.52	567.70	738.00	922.50	1,014.76	1,055.35	1,055.35
		平均单价	元/次	2.05	2.00	1.95	1.95	1.90	1.90	1.90
		收入合计	万元	862.44	1,135.39	1,439.11	1,798.88	1,928.03	2,005.16	2,005.16
		收入增长率	%	56.23	31.65	26.75	25.00	7.18	4.00	-
	CPT 业务	有效展示时间	天	1,827	1,937	2,033	2,135	2,221	2,221	2,221
		平均单价	万元/天	0.92	0.91	0.91	0.90	0.90	0.90	0.90
		收入合计	万元	1,681.79	1,762.32	1,850.44	1,921.61	1,998.47	1,998.47	1,998.47
		收入增长率	%	-33.21	4.79	5.00	3.85	4.00	-	-
	收入合计		万元	2,544.23	2,897.71	3,289.55	3,720.49	3,926.50	4,003.63	4,003.63
	收入增长率		%	-17.12	13.89	13.52	13.10	5.54	1.96	-
	前次 评估	收入合计		万元	4,348.44	4,869.12	5,355.00	5,608.32	5,732.98	5,732.98
		收入增长率		%	21.48	11.97	9.98	4.73	2.22	-

注 1: 本次评估 2017 年预测收入为 2017 年 1-3 月经审计数据与 2017 年 4-12 月预测数据之加总; 前次评估 2017

年收入增长率基于前次交易中 2016 年 1-4 月经审计数据与 2016 年 5-12 月预测数据之加总计算。

注 2：前次评估中，精品推广业务收入以成本结算模式(CPA 与 CPT)进行区分，而本次评估中，CPD 业务与 CPT 业务以收入结算模式进行区分，故未列示前次评估展示时间与展示单价进行对比。

由上表可见，本次评估中 CPD 业务与 CPT 业务在预测期内收入低于前次评估中精品推广业务，主要原因如下：

A.基于广告主的投放习惯降低了 CPT 业务预测收入

2016 年，小子科技 CPD 业务与 CPT 业务合计实现收入 3,069.91 万元，略高于前次评估中预测的 2,988.93 万元。但由于 CPT 计费模式下，广告主无法准确衡量投放效果，广告主更倾向于采用 CPA 与 CPD 等以效果计费的广告投放与结算模式。因此，本次预测中小子科技在 2016 年 CPT 业务收入的基础上大幅降低了 CPT 业务的预测收入，并结合较低的收入增长速度，预测该业务将维持在一个稳定的收入水平。

B.CPD 业务满足了客户对计费模式与媒体渠道的差异化需求

CPD 业务由于采用效果进行计费，且投放渠道多为阿里云、QQ 浏览器、360 手机助手等头部媒体，近年来受到广告主的不断青睐。小子科技 2016 年 CPD 业务实现收入 552.03 万元，2017 年 1-3 月 CPD 业务实现收入 261.57 万元，已接近 2016 年该业务收入的 50%。作为 CPA 业务的有效补充，CPD 业务满足了客户在移动应用分发与推广业务上对不同媒体资源、不同计费方式的诉求，符合未来行业发展趋势，因此相关收入呈现较快增长的态势。

(2)程序化推广业务差异分析

项目		单位	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年~∞
本次评估	有效点击数量	万次	80,684.64	106,097.23	137,926.40	159,994.63	172,794.20	181,433.91	181,433.91
	平均单价	元/次	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
	收入合计	万元	12,992.37	16,975.56	22,068.22	25,599.14	27,647.07	29,029.43	29,029.43
	收入增长率	%	40.65	30.66	30.00	16.00	8.00	5.00	-
前次评估	有效点击数量	万次	59,045.52	84,040.36	90,599.56	96,596.13	98,253.76	98,253.76	98,253.76
	平均单价	元/次	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
	收入合计	万元	12,811.76	18,235.17	19,658.39	20,959.54	21,319.21	21,319.21	21,319.21
	收入增长率	%	37.24	42.33	7.80	6.62	1.72	-	-

由上表可见，本次评估中程序化推广业务在预测期内收入整体高于前次评估，主要原因如下：

①行业发展超出预期

根据艾瑞咨询《2017年中国网络广告市场年度监测报告》，2016年我国移动广告市场规模已达1,750.2亿元，较艾瑞咨询在《2016年中国网络广告行业年度监测报告》中对2016年我国移动广告市场规模的预测1,565.50亿元提高11.80%。同时，随着我国移动互联网的不断发展，我国网络营销市场中移动互联网营销所占份额不断增加，根据艾瑞咨询《2017年中国网络广告市场年度监测报告》统计，2016年我国移动广告市场规模已达1,750.2亿元，占当年网络广告市场规模比重已达到60.3%，较2015年的45.7%已呈现了大幅增加。未来年度的市场规模增长率较前次评估时预测值均存在一定规模的提高，显示了移动互联网营销已被广告主充分认可，未来市场规模将进一步扩张。

单位：亿元

分类		2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
艾瑞咨询2016年公布的《2016年中国网络广告行业年度监测报告》 相关预测	移动广告市场规模	1,565.5	2,350.9	3,267.3	-
	移动广告增长率	73.7%	50.2%	39.0%	-
艾瑞咨询2017年公布的《2017年中国网络广告市场年度监测报告》 相关预测	移动广告市场规模	1,750.2	2,648.8	3,698.4	4,842.5
	移动广告增长率	75.4%	51.3%	39.6%	30.9%

同时，根据《2016年中国移动营销行业研究报告》预测，移动端广告程序化投放占比也从2013年的1%上升至2018年的12.25%。此外，CPC计费方式按点击次数付费，相较于CPM(Cost Per Mille，以展现次数计费的结算模式)等计费模式，广告主更加倾向于可以准确计量投放效果的CPC模式。

综上所述，行业的超预期发展以及广告主对CPC计费方式的偏好，使得小子科技程序化推广业务面临较前次评估更为良好的市场环境，为相关收入预测的增长提供了市场空间。

②结合实际点击数量增长情况对有效点击数量进行调整

前次评估中，预测小子科技2016年程序化推广业务全年有效点击数量为43,751.18万次。小子科技2016年实际经营过程中，程序化推广业务有效点击数量达51,720.92万次，超出了前次评估的预测水平。主要由于2016年小子科技扩大了与百度公司等网络广告平台的合作，由于该等客户广告资源丰富，充分满足了小子科技对接的下游媒体渠道广告展示需求，故相关点击数量高于前次评估的预测水平。

小子科技在本次评估中，结合行业发展、客户结构以及媒体渠道储备等因素，上调了2017年程序化推广业务的点击数量增长情况，使其更加贴合公司未来业务发展。

③结合实际平均单价与业务构成，下调了平均单价

前次评估中，预测小子科技 2016 年程序化推广业务全年平均单价为 0.21 元/次。小子科技 2016 年实际经营过程中，程序化推广平均单价为 0.18 元/次，低于前次评估预测水平。程序化推广平均单价下降主要一方面由于市场竞争逐渐激烈，上游广告平台投放单价有所下降；另一方面，小子科技与 AdView 等 DSP 主要采用 RTB(实时竞价)的方式进行对接，广告投放单价较高，但 2016 年小子科技与该等 DSP 的合作未全面展开，影响了整体投放单价。

本次评估中，小子科技充分考虑了市场竞争、客户结构以及媒体资源储备等因素，在历年最低平均单价的基础上预测了未来程序化投放业务单价。

3、毛利率差异分析

基于谨慎性考虑，本次评估中预测期内各年度毛利率预测以小子科技最近一期(2017 年 1-3 月)毛利率为基础，结合市场竞争等可能导致毛利率下降的因素，在预测期中各业务毛利率均逐年缓慢下降，具体分析如下：

(1)移动应用分发与推广业务毛利率差异分析

小子科技前次评估中，根据投放渠道区别，将移动应用分发与推广业务分成“网盟推广业务”与“精品推广业务”。两次评估毛利率差异对比分析如下：

①CPA 业务毛利率(对应前次评估中“网盟推广”业务)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
本次评估	24.41%	24.21%	24.01%	23.81%	23.61%	23.41%
前次评估	29.09%	26.77%	23.62%	19.45%	19.19%	19.19%

②CPD 业务与 CPT 业务(对应前次评估中“精品推广”业务)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	
本次评估	CPD 业务	33.04%	32.80%	32.60%	32.40%	32.20%	32.00%
	CPT 业务	11.27%	11.07%	10.87%	10.67%	10.47%	10.27%
	综合毛利率	18.65%	19.58%	20.38%	21.18%	21.14%	21.15%
前次评估	综合毛利率	21.97%	21.19%	20.69%	19.92%	19.55%	19.55%

由上表可见，本次评估中 CPA 业务毛利率在 2017 年与 2018 年低于前次评估，以后年度略高于前次评估；CPD 与 CPT 业务的综合毛利率在 2017 至 2019 年低于前次评估，以后年度略高于前次评估。主要原因如下：

本次预测中，基于移动应用分发与推广行业竞争和小子科技实际经营情况，在预测期初确定了相对较低的毛利率水平。预测期内，小子科技移动应用分发与推广毛利率呈现稳步下降趋势。

本次预测中，预测期内毛利率下降幅度较为缓和，主要基于移动应用分发与推广行业的发展伴随着移动互联网行业的发展，目前已形成高度市场化的完全竞争市场，行业企业凭借各自在客户、媒体、技术等方面的优势形成了一定的行业壁垒，市场竞争也将趋于稳定。同时，小子科技在发展过程中，关注行业发展变化，在投放技术、业务拓展等方面紧跟行业发展趋势，通过引入新业务模式、开发先进投放技术等方式保持自身在行业的领先地位，并提升自身议价能力，从而将保持一定的毛利率水平。

综上，本次评估中小子科技充分考虑了实际市场竞争情况，在预测期初确定了一个较低的毛利率水平，同时充分考虑了行业发展情况以及自身议价能力，确定了预测期中后半段移动应用分发与推广业务的毛利率水平。

(2)程序化推广业务毛利率差异分析

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
本次评估	51.78%	50.69%	49.69%	48.89%	48.29%	47.79%
前次评估	50.83%	50.35%	48.22%	47.54%	47.31%	47.31%

由上表可以看出，本次评估中程序化推广业务毛利率与前次评估基本持平。主要由于小子科技结合程序化推广业务行业发展以及自身业务情况综合考虑确定。

4、期间费用差异分析

本次评估与前次评估期间费用率差异如下：

项目		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
本次评估	管理费用	3.29%	3.27%	2.75%	2.51%	2.40%	2.36%	2.36%
	销售费用	6.42%	5.60%	4.92%	4.46%	4.30%	4.32%	4.32%
	财务费用	-0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
	合计	9.70%	8.88%	7.69%	6.98%	6.72%	6.69%	6.69%
前次评估	管理费用	2.46%	2.13%	1.62%	2.10%	2.13%	2.13%	2.46%
	销售费用	3.08%	2.73%	2.75%	2.67%	2.93%	2.92%	3.08%
	财务费用	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
	合计	5.54%	4.86%	4.38%	4.78%	5.07%	5.06%	5.54%

由上表可以看见，本次评估期间费用率高于前次评估，主要差异来源如下：

(1)推广费

前次评估中未预测推广费。本次评估中根据与小子科技管理层访谈并结合小子科技业务模式，对小子科技自主研发及运营的部分移动应用预测了推广费用。

(2)研发费用

前次评估中仅云趣科技被认定为“双软企业”，研发费预测较少。而本次评估时北京小子和云享时空被认定为高新技术企业，云趣科技被认定为“双软企业”，研发费预测较前次高。

(3)其他费用

本次评估中，小子科技根据实际经营情况，对人员工资、房租等其他费用的预测均有不同程度提高。

综上所述，本次评估在收入增加的同时，期间费用同步增加并小幅增长，从而导致期间费用率有所上升。

5、净利润差异分析

本次评估与前次评估预测净利润差异具体请见下表：

单位：万元

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年~∞
本次评估	6,500.22	8,450.11	10,976.43	12,725.53	11,874.03	12,526.54	12,526.54
前次评估	6,497.64	8,497.80	8,655.45	8,587.13	8,486.82	8,490.26	8,490.26

注：本次评估2017年预测净利润为2017年1-3月经审计数据与2017年4-12月预测数据之加总。

两次评估在净利润上出现差异的原因主要系前文分析的营业收入、毛利率以及期间费用等方面差异综合所致。

6、收益法评估结果差异分析

两次收益法评估结果差异对比如下：

单位：万元

项目	评估基准日	归属于母公司净资产账面值	评估值	增值额	增值率
本次评估	2017年3月31日	9,039.18	87,776.00	78,736.82	871.06%
前次评估	2016年4月30日	5,012.29	70,200.00	65,587.71	1,308.54%
差异额		4,026.89	17,576.00	13,149.11	-437.48%

本次评估中小子科技股东全部权益价值较前次评估上升 17,576.00 万元，主要由前述差异造成。本次评估具有合理性与谨慎性。

(二)小子科技实际收入增长情况

小子科技自 2014 年成立以来，收入保持高速增长态势。2015 年，小子科技实现营业收入 6,224.41 万元；2016 年小子科技实现营业收入 17,670.19 万元，较 2015 年增长 11,445.77 万元，增长率达 183.89%。考虑到小子科技正从初创期向稳定增长期发展，初创期的高增长率会随着公司业务的不拓展而逐渐放缓，本次评估预测时出于谨慎，预测的收入增长率在较 2016 年增幅水平大幅下降的基础上逐年降低。

截至 2017 年 7 月末，小子科技实现营业收入 13,952.71 万元，实现净利润 3,788.68 万元，分别完成 2017 年预测营业收入的 59.48%与预测净利润的 58.09%；如果将 2017 年全年预测数据折算为 2017 年 1-7 月数据，则分别完成 2017 年 1-7 月预测营业收入的 101.97%与预测净利润的 99.92%。由于移动互联网营销行业受广告主预算确定、投放周期等影响，存在一定的季节性，一般情况下每年一季度时广告客户年度投放预算尚未确定，因此投放规模有所控制。随着年度预算制定的完成，广告主在二季度以及下半年的投放量将逐步增长，进而带动行业整体收入规模的提升。预计小子科技可实现 2017 年度预测营业收入与净利润。

(三)本次交易收益法评估谨慎合理性分析

1、移动互联网营销行业高速发展，本次收入预测更符合市场增长预期

(1)未来移动互联网营销市场呈现高速增长态势

小子科技在预测期内收入保持持续增长，主要得益于未来移动互联网营销市场的高速增长。根据艾瑞咨询《2017 年中国网络广告市场年度监测报告》预测，2016 年移动广告市场规模已达 1,750 亿元，且未来将保持 30%以上的增速高速增长，预计 2019 年我国移动广告市场将达到 4,842 亿元，未来前景广阔。

(2)小子科技市场占有率有一定的上升的空间

小子科技于 2014 年 10 月成立，2015 年与 2016 年的收入规模仅占当年我国移动互联网广告市场份额的 0.0062%和 0.1010%，所占市场份额较低；但报告期内小子科技收入增长迅速，未来市场占有率还有一定的上升空间。

(3)程序化推广业务市场前景良好

程序化推广是移动互联网营销行业未来发展的主要方向。根据艾瑞咨询《中国程序化购买市场趋势展望》统计显示，2016 年我国程序化购买市场规模达到 205.30 亿元，

未来数年将保持 35% 以上的高速增长，且增速高于互联网广告以及移动广告市场的增速。同时，移动端程序化购买的市场份额也在显著增长，2016 年首次超过了 PC 端程序化购买投放占比。

程序化推广业务是小子科技未来业务发展重点。小子科技 2015 年开始开展程序化推广业务以来，2016 年相关收入已达 9,237.27 万元，较 2015 年增加 852.36%，市场前景良好，增长潜力巨大。

(4) 出于谨慎预测考虑，预测期内小子科技的收入增长率低于行业水平

报告期和预测期内，小子科技的收入增长率、程序化推广业务收入增长率与艾瑞咨询的相应增长率预测对比如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年~∞
小子科技收入增长率	183.89%	32.75%	27.00%	25.50%	15.74%	7.59%	4.10%	0.00%
移动互联网广告市场规模增长率	75.41%	51.34%	39.63%	30.93%	-	-	-	-
其中：程序化推广业务								
小子科技程序化推广业务收入增长率	852.36%	40.65%	30.66%	30.00%	16.00%	8.00%	5.00%	0.00%
程序化推广市场规模增长率	205.93%	85.35%	60.28%	47.24%	-	-	-	-

注 1：小子科技 2017 年收入增长率系根据 2017 年 1-3 月实际经营数据与 2017 年 4-12 月预测数据加总计算。艾瑞咨询的预测期截至 2019 年。

如上表所示，小子科技历史年度的收入增长率高于行业增长水平。出于谨慎预测的考虑，预测期内，小子科技的收入增长率的变化趋势与移动互联网广告行业的市场规模增长趋势基本一致，但低于预计的行业增长率水平。

2、小子科技预测期营业收入增长低于同行业可比公司水平

近期同行业可比重组案例中标的公司预测期营业收入复合增长率情况如下：

序号	上市公司	标的公司	预测期营业收入复合增长率(%)
1	恒大高新	武汉飞游科技有限公司	13.91
2	恒大高新	长沙聚丰网络科技有限公司	14.44
3	利欧股份	江苏万圣伟业网络科技有限公司	15.22
4	梅泰诺	日月同行信息技术(北京)有限公司	13.34
5	深大通	冉十科技(北京)有限公司	24.87
6	龙力生物	厦门快云信息科技有限公司	21.31

序号	上市公司	标的公司	预测期营业收入复合增长率(%)
7	智度股份	上海猎鹰网络有限公司	15.35
8	明家联合	北京微赢互动科技有限公司	15.93
9	浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	29.42
10	吴通控股	互众广告(上海)有限公司	36.71
平均数			20.05
11	天创时尚	小子科技	15.62

由上表可知，近年来 A 股市场可比标的公司预测期营业收入复合增长率平均值为 20.05%。出于谨慎预测考虑，小子科技营业收入复合增长率仅为 15.62%，低于同行业可比公司平均增长率。

3、小子科技预测期净利润增长低于同行业可比公司水平

近期同行业可比重组案例中标的公司预测期净利润复合增长率情况如下：

序号	上市公司	标的公司	预测期净利润复合增长率(%)
1	恒大高新	武汉飞游科技有限公司	11.97
2	恒大高新	长沙聚丰网络科技有限公司	11.27
3	利欧股份	江苏万圣伟业网络科技有限公司	16.74
4	梅泰诺	日月同行信息技术(北京)有限公司	17.43
5	深大通	冉十科技(北京)有限公司	24.74
6	龙力生物	厦门快云信息科技有限公司	24.39
7	智度股份	上海猎鹰网络有限公司	7.31
8	明家联合	北京微赢互动科技有限公司	17.65
9	浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	41.00
10	吴通控股	互众广告(上海)有限公司	35.97
平均数			20.85
11	天创时尚	小子科技	14.02

由上表可知，可比公司预测期净利润复合增长率平均值为 20.85%。小子科技出于谨慎预测期净利润复合增长率仅为 14.02%，低于可比公司平均水平。

综上所述，小子科技本次收益法评估中预测的营业收入和净利润的增长率符合互联网营销行业的增长规律和趋势，低于可比公司的平均增长水平，相关预测是谨慎合理的。

(四)核查意见

经核查，评估机构认为：本次交易收益法评估足够谨慎。

问题 15：申请材料显示，收益法评估时预测小子科技 2017 年 4-12 月将实现主营业务收入 18,839.68 万元，净利润 5,166.32 万元。请你公司结合经营实际，分业务类别补充披露小子科技 2017 年预测营业收入和净利润实现的可能性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一)小子科技实际经营情况

2017 年 1-7 月份小子科技实际经营情况(未经审计)如下：

单位：万元

序号	项目	2017 年 1-7 月 实际完成情况(未经审计)	2017 年度		2017 年 1-7 月	
			预测值	完成率	预测值	完成率
1	营业收入	13,952.71	23,457.76	59.48%	13,683.69	101.97%
1.1	移动应用分发与推广收入	6,570.50	10,444.01	62.91%	6,092.34	107.85%
1.1.1	CPA	5,091.85	7,899.78	64.46%	4,608.21	110.50%
1.1.2	CPD	853.56	862.44	98.97%	503.09	169.66%
1.1.3	CPT	625.09	1,681.79	37.17%	981.04	63.72%
1.2	程序化推广收入	7,346.24	12,992.37	56.54%	7,578.88	96.93%
1.3	其他	35.97	21.39	168.16%	12.48	288.22%
2	净利润	3,788.68	6,500.22	58.29%	3,791.80	99.92%

注：2017 年 1-7 月预测数据根据 2017 年全年预测数据折算而来。

截至 2017 年 7 月末，小子科技实现营业收入 13,952.71 万元，实现净利润 3,788.68 万元，分别完成 2017 年预测营业收入的 59.48%与预测净利润的 58.29%；如果将 2017 年全年预测数据折算为 2017 年 1-7 月数据，则分别完成 2017 年 1-7 月预测营业收入的 101.97%与预测净利润的 99.92%。由于移动互联网营销行业受广告主预算确定、投放周期等影响，存在一定的季节性，一般情况下每年一季度时广告客户年度投放预算尚未确定，因此投放规模相对较小。随着年度预算制定的完成，广告主在二季度以及下半年的

投放量将逐步增长，进而带动行业整体收入规模的提升。预计小子科技可实现 2017 年度预测营业收入与净利润。

(二)核查意见

经核查小子科技 2017 年 1-7 月未经审计的财务报表、业务合同，与小子科技业务人员进行访谈。评估机构认为：小子科技 2017 年度预测营业收入与净利润是可实现的。

问题 16：申请材料显示，本次综合考虑企业所在行业的市场容量、未来发展前景以及小子科技的竞争优势，并参考小子科技目前在手协议、订单情况进行分析，结合企业的未来规划及相关区域市场行情，最终确定小子科技预测期营业收入。申请材料同时显示，未来年度预测收入主要由 CPA 计费模式的移动应用分发与推广业务收入、程序化推广业务收入构成。请你公司：1)结合已有合同的签订与执行情况、行业发展与市场竞争状况、下游客户需求、客户合作的稳定性、业务拓展情况、同行业可比公司情况等，分业务补充披露小子科技收益法评估中营业收入预测的可实现性。2)进一步补充披露 CPA 计费模式、程序化推广业务模式下预测收入的主要过程和依据，包括但不限于营销业务量和单价等，比对报告期及同行公司数据，说明未来年度预测收入的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合已有合同的签订与执行情况、行业发展与市场竞争状况、下游客户需求、客户合作的稳定性、业务拓展情况、同行业可比公司情况等，分业务补充披露小子科技收益法评估中营业收入预测的可实现性

1. 合同的签订与执行情况

小子科技与客户签署框架协议，根据业务需求下达订单，并根据实际投放情况进行结算。截至 2017 年 7 月底，小子科技合同执行情况如下：

项目名称	2017 年 1-7 月	2016 年度	2015 年度
合同份数	347	302	105
确认收入金额(万元)	13,952.71	17,670.19	6,224.41

注：2017 年 1-7 月收入为未经审计数据。

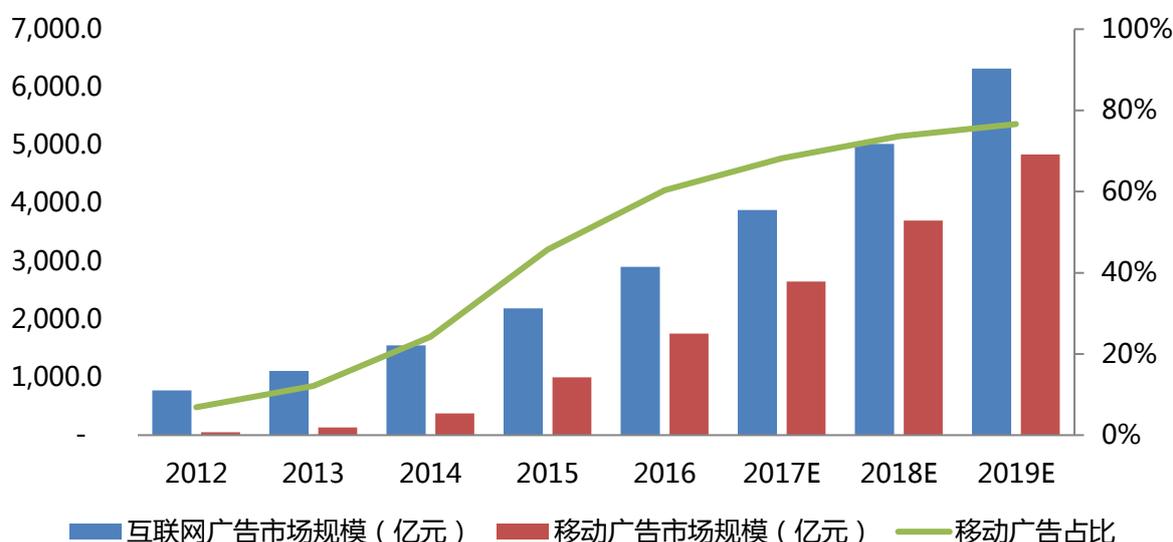
由上表可见，报告期内小子科技合同份数呈现高速增长的态势。由于移动互联网营销行业受广告主预算确定、投放周期等影响，存在一定的季节性，一般情况下每年一季度时广告客户年度投放预算尚未确定，因此投放规模相对较小。随着年度预算制定的完成，广告主在二季度以及下半年的投放量将逐步增长，进而带动行业整体收入规模的提升。随着广告主投放需求的增加，小子科技相关业务合同数量将进一步上升，为营业收入的实现提供了业务保障。

2、行业发展与市场竞争状况

移动互联网营销行业目前正处在高速发展的阶段，其中程序化推广业务作为行业新增长点，增速高于行业整体水平。小子科技本次收益法评估中营业收入的预测充分考虑了行业的发展情况与市场竞争情况，具体分析如下：

(1)移动互联网营销行业高速发展

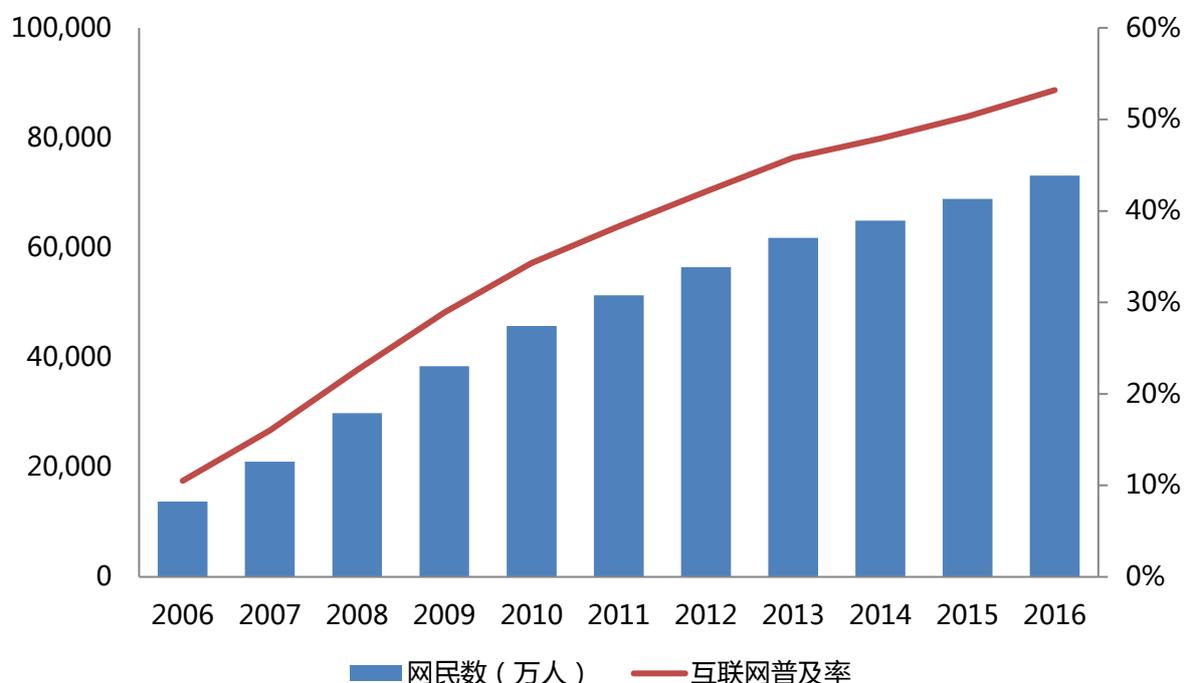
小子科技在预测期内收入保持持续增长，主要得益于未来移动互联网营销市场的高速增长。根据艾瑞咨询《2017年中国网络广告市场年度监测报告》预测，2016年移动广告市场规模已达1,750亿元且未来将保持30%以上的增速。根据预测，2019年我国移动广告市场将达到4,842亿元，未来前景广阔，具体如下图所示：



小子科技于2014年10月成立，2015年与2016年的收入规模仅占移动互联网广告市场份额的0.0062%和0.1010%，所占市场份额较低；但报告期内小子科技收入增长迅速，未来市场占有率还有一定的上升空间。

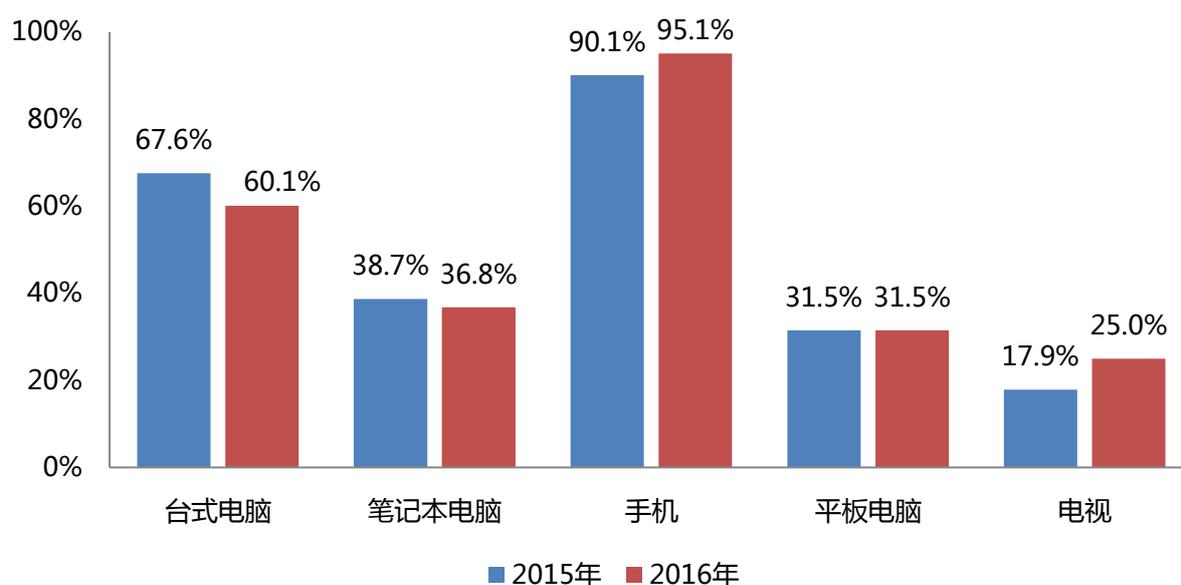
(2)移动互联网营销受众不断增长

根据中国互联网络信息中心发布的第 39 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2016 年 12 月，我国网民规模达 7.31 亿人，全年共计新增网民 4,299 万人。互联网普及率为 53.2%，较 2015 年末进一步提升 2.9%，具体如下图所示：



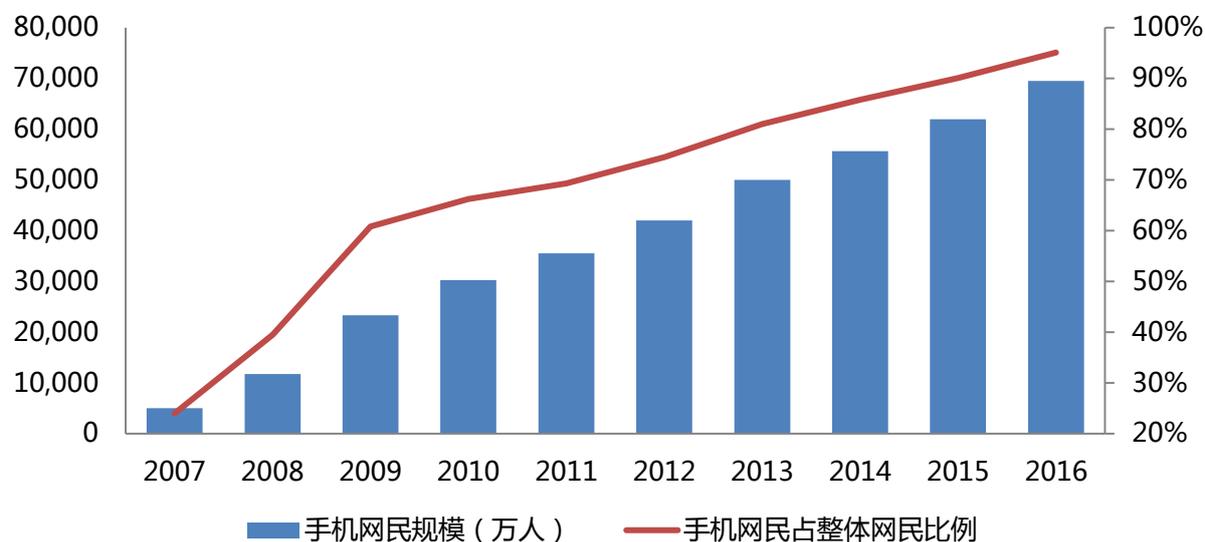
资料来源：CNNIC 中国互联网发展状况统计调查

同时，随着高速通信网络的建设以及智能手机的广泛运用，手机已成为我国网民接入互联网的主要设备。2015 年与 2016 年，我国网民互联网接入设备情况如下图所示：



资料来源：CNNIC 中国互联网发展状况统计调查

截至 2016 年 12 月，我国手机网民规模达 6.95 亿人，较 2015 年底增加 7,550 万人。网民中使用手机上网人群的占比由 2015 年的 90.1% 提升至 95.1%，提升 5 个百分点，网民手机上网比例在高基数基础上进一步攀升，具体如下图所示：



资料来源：CNNIC 中国互联网发展状况统计调查

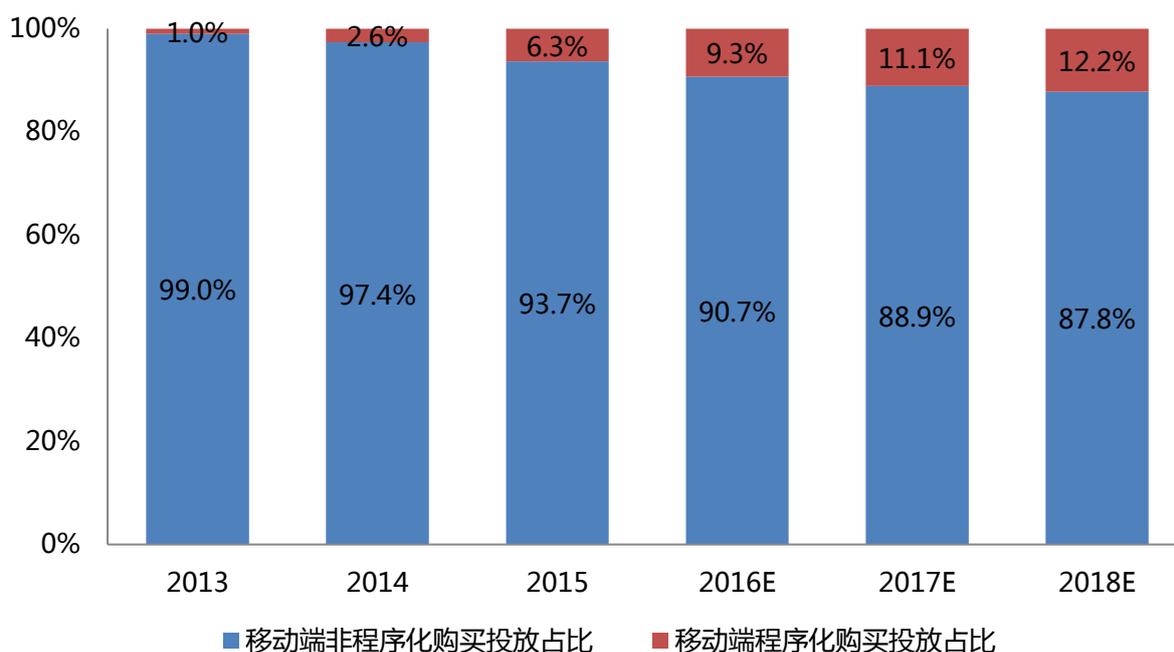
与此同时，移动互联网用户每日在线时长也保持着高速增长趋势，根据《2017 年互联网趋势报告》，2016 年我国网民移动互联网在线时长已超过 250,000 万小时，增幅超过 30%。

手机网民规模的不断增长以及每日在线时长的增长，为移动互联网营销提供了广泛而坚实的受众基础。

(3) 程序化购买份额不断提升

程序化购买模式在 PC 时代已经出现，并被国际主流互联网公司普遍采用。如今移动营销市场已经成为行业发展主流。虽然目前我国移动端展示类广告非程序化购买的投放份额超过 90%，为移动展示类广告的最主要投放方式，但程序化购买的投放份额连年上升，预计 2017 年移动端展示类广告的程序化购买份额将超过 11%，具体如下图所示：

2013-2018 移动端展示类广告程序化投放/非程序化投放占比



资料来源：艾瑞咨询《2016年中国移动营销行业研究报告》

程序化推广作为小子科技未来发展的重点业务，在预测期内呈现出高速增长态势，与行业的技术发展趋势相符。

(4) 移动互联网营销市场竞争情况

得益于移动互联网技术不断发展、移动互联网基础设施加速建设、网络带宽不断提升以及智能手机等互联网移动终端的不断普及，我国移动互联网行业在近几年出现了爆发式增长。以移动互联网为基础的移动互联网营销行业在近年来也取得了极大的发展，各种移动营销方式层出不穷，行业企业不断涌现。高速发展的市场为小子科技等移动互联网营销企业的发展提供了广阔的市场空间。

与此同时，由于行业的高速发展，传统互联网营销公司在向移动互联网营销进行转型，新兴移动互联网营销公司不断设立，移动互联网营销市场竞争较为激烈，行业集中度较低，不存在明显的龙头企业，单一企业所占市场份额较小。

自成立以来，小子科技专注于移动互联网营销，目前主营业务包括移动应用分发与推广、程序化推广。凭借优秀的媒体渠道整合能力、丰富的移动互联网营销运营经验、成熟的运营平台与投放技术，小子科技为客户提供了长期稳定的移动互联网营销服务，为广告主的营销目标的达成提供了低成本、高转化的投放渠道；同时，小子科技也为媒体渠道提供了长期稳定的流量变现服务。

在移动应用分发与推广领域，小子科技经过多年经营，已积累了包括淘宝(中国)软件有限公司、武汉飞游、北京金山云网络科技有限公司等在内的诸多知名媒体渠道以及大量中长尾媒体渠道，投放产品包括 360 手机卫士、手机百度、QQ 阅读等知名移动应用。小子科技为诸多移动应用实现了产品推广与用户积累，也为媒体渠道带来了可观的流量转化，实现了广告主、媒体渠道与自身的共赢。

在程序化推广领域，凭借自身优秀的媒体汇聚能力、成熟稳定的 SSP 平台以及接入技术优势，小子科技与包括百度在内的大型移动互联网广告程序化投放平台建立了长期稳定的业务合作关系，相关合作规模不断扩大，日展现超过 2 亿次；同时，小子科技也为海量中长尾媒体提供了长期稳定的媒体流量变现服务，服务了大量中长尾媒体渠道的运营者。

未来，小子科技将在现有业务的基础上进一步拓展客户与媒体渠道资源，强化平台与技术的开发，在为广告主实现营销、为媒体渠道实现变现的同时，提升自身企业价值。

3、下游客户需求

得益于移动互联网技术不断发展、移动互联网基础设施快速普及、网络带宽不断提升以及智能手机等互联网移动终端的不断普及，我国移动互联网行业在近几年呈现了爆发式增长。随着我国移动互联网的不断发展，我国网络营销市场中移动互联网营销所占份额不断增加，且增速超过网络营销市场增速。根据统计数据，2016 年我国移动广告市场规模已达 1,750.2 亿元，占当年网络广告市场规模比重已达到 60.3%。

小子科技移动应用分发与推广业务主要广告主为各类移动 APP。随着智能手机的快速普及以及“互联网+”概念的提出，移动互联网行业快速发展，移动端 APP 数量快速增加，广告主推广需求的迅猛增加。由于移动应用不受地理空间的限制，垂直细分领域内移动应用的马太效应十分显著，移动 APP 在市场竞争中需要通过大规模的移动应用的分发与推广获取客户，并在垂直细分领域中取得寡头垄断地位以保障自身的生存；同时，针对存量的沉睡用户，移动应用公司也有着沉睡用户唤醒的需求，以提升 APP 的日活跃度与留存率。移动互联网行业的高速发展，为小子科技的移动应用分发与推广业务带来了持续的客户需求。

同时，程序化投放作为未来移动互联网广告投放的发展方向，由于其精准度高而受到广告主的青睐。根据艾瑞咨询预测，程序化推广市场规模在近年来均保持 45% 以上的增速。小子科技现有程序化推广业务客户百度公司作为国内领先的网络广告平台，随着行业的发展也将存在更多的投放需求。与此同时，小子科技还不断强化与包括 MMDData、

AdView 等广告平台的业务合作，扩展客户范围与合作规模。随着程序化投放技术不断提升、投放精准度不断提高，未来更多的广告主将倾向于通过程序化投放进行广告营销的正对性推广，客户需求将不断提升。

4、客户合作的稳定性

(1)报告期前五大客户变化较大

报告期内，小子科技前五大客户变化较大的主要原因分析如下：

①业务结构变化导致客户结构出现一定变化

近年来我国移动互联网营销行业处在高速增长的阶段，其中程序化推广业务增长尤其迅猛。根据艾瑞咨询统计显示，2016 年我国程序化购买市场规模为 205.3 亿元，未来数年将保持 35%以上的高速增长，增速高于互联网广告以及移动广告市场的增速。

小子科技紧跟互联网营销行业发展趋势和广告主投放需求，从 2015 年开始发展程序化推广业务，相关业务收入在 2016 年已超过移动应用分发与推广业务。由于小子科技业务结构变化，其客户结构也出现了一定的变化。具体而言，2015 年，小子科技处于起步期，收入主要来源于传统的移动应用分发与推广业务及相应客户，前五大客户中程序化投放业务客户仅有百度时代网络技术(北京)有限公司。2015 年 8 月，小子科技开始开展程序化推广业务并着力拓展业务规模。随着投放效果、投放量得到客户的认可，2016 年度小子科技程序化推广业务迅猛发展，百度时代网络技术(北京)有限公司、海南阿洋科技有限公司等程序化推广业务客户的收入占比较高、排名靠前。

②小子科技积极进行市场拓展，部分新客户收入规模较大，排名靠前

自成立以来，小子科技专注于移动互联网营销行业，凭借自身的良好的市场口碑，积极拓展市场规模、不断开发新客户，报告期内客户数量快速增加，部分新增客户(如北京趣拿软件科技有限公司等)投放规模较大，收入规模超越上年度原有主要客户，造成了前五大客户排名发生了一定变化。

③广告主各年度投放预算有所差异，小子科技主要客户排名情况出现波动

广告主在营销投放策略与营销预算的制定时，会全面考虑自身发展战略、产品发展阶段、市场竞争情况、营销投放效果等因素而综合制定。广告主通常以年度为周期，制定投放策略与分配投放预算，同时根据投放效果对投放策略与预算进行微调，以提升投放效果。因此，广告主各年度的广告投放预算存在一定的波动。

作为移动互联网营销服务商，小子科技与广告主的业务合作规模直接受到广告主年度投放策略与投放预算的影响。小子科技也根据广告主的投放策略与预算，以及历史合

作情况、媒体资源储备等及时调整与客户合作规模与资源分配，从而导致各期主要客户出现一定的波动。

(2)移动互联网行业高速发展、移动应用推广周期性明显的特点，决定了互联网营销商各年度客户分散且变化较大

报告期内，小子科技移动应用分发与推广业务主要推广的产品为手机移动应用。依托于移动互联网技术水平不断提高，移动应用产品层出不穷，相应的推广需求也在不断增加。由于移动应用产品更新速度较快且行业竞争激烈，广告主通常在短时间内进行集中、大规模的投放，以谋求在短期内获取较高的市场占有率；同时，在集中推广期外，广告主也希望通过灵活多变的方式进行产品推广。

由于广告主会结合市场竞争情况、移动应用普及率等多方面因素确定投放预算与营销策略，且移动应用市场变化速度较快，故不同广告主在年度间投放预算可能差异较大。因此，作为移动互联网营销服务商的小子科技，各年度客户分散且变化较大符合移动互联网行业特征和广告主特点。

(3)报告期内，小子科技与主要客户均保持了持续合作

与优质客户保持长期、稳定的合作是小子科技的核心竞争力之一。报告期内，除北京阳光谷地科技发展有限公司(被 58 同城收购)外，小子科技与各期前五大客户均保持了持续合作。但受广告主各年度预算投放、具体交易规模等因素影响，各年度主要客户的排名会出现一定的波动。

同时，小子科技与包括百度公司、竞技世界(北京)网络技术有限公司等行业主流客户保持了稳定合作关系且收入规模较高，为保持持续、稳定的盈利能力奠定了坚实的客户基础。

(4)客户分散且变化较大的趋势与同行业公司相符

如前所述，互联网行业的行业特征、产品发展特点决定了互联网广告营销商的客户变化较大。同时，互联网广告营销行业公司众多，竞争激烈，经营规模普遍较小，互联网广告营销商通常选择某一细分环节，依托自身的资源、技术优势进行差异化发展，市场中无一家公司能够取得绝对的优势地位。选取近年来可比并购案例的报告期内前五大客户变化情况进行对比，具体如下：

①时间互联

序号	2016 年度	2015 年度	2014 年度
----	---------	---------	---------

序号	2016 年度	2015 年度	2014 年度
1	唯品会(中国)有限公司	厦门美图之家科技有限公司	北京天世通广告有限公司
2	五八信息公司	杭州时趣信息技术有限公司	北京电通广告有限公司
3	上海星艾网络科技有限公司	美丽说(北京)网络科技有限公司	谷歌广告(上海)有限公司
4	美丽联合集团	桔子酒店管理(中国)有限公司	北京紫云群星广告有限公司
5	北京字节跳动科技有限公司	快看世界(北京)科技有限公司	杭州昂虎广告有限公司

②博睿赛思

序号	2016 年度	2015 年度	2014 年度
1	江苏万圣广告传媒有限公司	中国移动通信集团江苏有限公司/中国移动通信集团广东有限公司	北京亿号东方信息技术有限公司
2	深圳银狐游戏网络有限公司	深圳市数字鱼通信信息技术有限公司	中国移动通信集团江苏有限公司
3	北京凡木盛世广告传播有限公司	北京北天纵横科技发展有限公司	人民网股份有限公司
4	Apps Discover Technologies Pvt Ltd	北京飞龙无限科技有限公司	上海蔚蓝计算机有限公司
5	北京泛亚创世广告有限公司	北京英达森锐科技有限公司	南京乐欢在线信息技术有限公司

③武汉飞游

序号	2016 年 1-4 月	2015 年度	2014 年度
1	日月同行信息技术(北京)有限公司	小子科技	百度在线网络技术(北京)有限公司
2	海南至尊联盟网络科技有限公司	海南至尊联盟网络科技有限公司	海南创新梦想网络科技有限公司
3	小子科技	日月同行信息技术(北京)有限公司	北京胡杨风信息技术有限公司
4	百度在线网络技术(北京)有限公司	百度在线网络技术(北京)有限公司	广州市动景计算机科技有限公司
5	上海高欣计算机系统有限公司	海南创新梦想网络科技有限公司	北京博通信达科技有限公司

④长沙聚丰

序号	2016 年 1-4 月	2015 年度	2014 年度
1	百度在线网络技术(北京)有限公司	百度在线网络技术(北京)有限公司	百度在线网络技术(北京)有限公司
2	日月同行信息技术(北京)有限公司	海南至尊联盟网络科技有限公司	广州市动景计算机科技有限公司
3	海南至尊联盟网络科技有限公司	日月同行信息技术(北京)有限公司	上海高欣计算机系统有限公司
4	上海高欣计算机系统有限公司	海南亦兴网络科技有限公司	北京博通信达科技有限公司
5	山西成宁科技有限公司	广州市动景计算机科技有限公司	北京胡杨风信息科技有限公司

⑤万象新动

序号	2016年1-6月	2015年度
1	深圳市腾讯计算机系统有限公司	深圳咕咕鸟网络信息技术有限公司
	腾讯科技(深圳)有限公司	深圳市万易启科技有限公司
	腾讯科技(北京)有限公司	
2	风尚云起文化传媒(北京)有限公司	深圳市腾讯计算机系统有限公司
		腾讯科技(北京)有限公司
3	喀什乐信信息科技有限公司	深圳天使传媒有限公司
	深圳咕咕鸟网络信息技术有限公司	
	深圳市万易启科技有限公司	
4	上海曦久网络科技有限公司	北京天盈九州网络技术有限公司
5	北京天盈九州网络技术有限公司	风尚云起文化传媒(北京)有限公司

由上述对比可见，同行业可比公司报告期内前五大客户均出现较大波动，小子科技前五大客户变动情况符合行业特征。

5、业务拓展情况

报告期内，小子科技不断拓展客户群体，目前已与包括百度公司、腾讯公司、奇虎360等大型互联网公司建立了业务合作关系。截至2017年7月31日，小子科技已执行347份合同，超过2016年全年数量，业务拓展情况良好。随着行业的高速发展，以及下半年行业旺季的到来，小子科技营业收入有望进一步增长。

6、同行业可比公司情况

近年同行业可比重组案例中标的公司预测期营业收入复合增长率情况如下：

序号	上市公司	标的公司	预测期营业收入复合增长率(%)
1	恒大高新	武汉飞游科技有限公司	13.91
2	恒大高新	长沙聚丰网络科技有限公司	14.44
3	利欧股份	江苏万圣伟业网络科技有限公司	15.22
4	梅泰诺	日月同行信息技术(北京)有限公司	13.34
5	深大通	冉十科技(北京)有限公司	24.87
6	龙力生物	厦门快云信息科技有限公司	21.31
7	智度股份	上海猎鹰网络有限公司	15.35
8	明家联合	北京微赢互动科技有限公司	15.93

序号	上市公司	标的公司	预测期营业收入复合增长率(%)
9	浙江富润	杭州泰一指尚科技有限公司	29.42
10	吴通控股	互众广告(上海)有限公司	36.71
平均数			20.05
11	天创时尚	小子科技	15.62

由上表可知，近年来 A 股市场可比交易中标的公司预测期营业收入复合增长率平均值为 20.05%。基于谨慎性原则，小子科技预测期营业收入复合增长率为 15.62%，低于同行业可比案例的 20.05%。

综上所述，小子科技收益法评估中营业收入预测是可实现的。

二、进一步补充披露 CPA 计费模式、程序化推广业务模式下预测收入的主要过程和依据，包括但不限于营销业务量和单价等，比对报告期及同行公司数据，说明未来年度预测收入的合理性

1、CPA 业务

根据计费方式不同，本次评估中移动应用分发与推广业务的预测收入由 CPA 业务、CPD 业务与 CPT 业务三部分组成，具体情况如下：

单位：万元

项目	审定数			预测数					
	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及 以后
CPA 业务	2,362.88	5,285.39	1,778.52	6,121.27	9,918.04	12,031.64	13,956.69	14,987.59	15,437.21
CPD 业务	120.28	552.03	261.57	600.87	1,135.39	1,439.11	1,798.88	1,928.03	2,005.16
CPT 业务	2,771.32	2,517.88	202.43	1,479.36	1,762.32	1,850.44	1,921.61	1,998.47	1,998.47
合计	5,254.48	8,355.30	2,242.52	8,201.50	12,815.75	15,321.19	17,677.18	18,914.09	19,440.84

CPA 结算模式是移动应用分发与推广业务中较为常见的一种结算模式，小子科技根据广告主的要求，通过网盟、应用商店等移动互联网媒体渠道为广告主的移动应用进行宣传、推广与分发，进而为广告主获取新的移动应用客户，并以激活数量进行结算。

报告期内，小子科技 CPA 业务有效激活量、平均单价以及收入情况如下：

计费模式	项目	单位	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-3 月
CPA	总有效激活数量	万次	1,256.71	2,972.63	871.40
	平均单价	元/次	1.88	1.78	2.04

计费模式	项目	单位	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-3 月
	收入合计	万元	2,362.88	5,285.39	1,778.51

CPA 业务收入计算公式如下：

CPA 业务收入=总有效激活数量×单价

CPA 业务在核算上充分考虑了移动应用分发的实际激活效果，并以效果进行计费，是未来移动应用分发与推广业务的发展方向。因此，相关业务在未来伴随着行业的增长将保持较快的增长速度。未来年度 CPA 业务收入预测情况如下表所示：

计费模式	项目	单位	2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及 以后
CPA	总有效激活数量	万次	3,438.91	5,603.41	6,836.16	7,929.94	8,564.34	8,821.27
	平均单价	元/次	1.78	1.77	1.76	1.76	1.75	1.75
	收入合计	万元	6,121.27	9,918.04	12,031.64	13,956.69	14,987.59	15,437.21
	收入增长率	%	49.46	25.55	21.31	16.00	7.39	3.00

注：2017 年 4-12 月收入增长率为 2017 年 1-3 月经审计数与 2017 年 4-12 月预测数加总计算而来。

本次评估在对 CPA 业务进行预测时，综合考虑移动互联网行业的发展以及小子科技所处行业的整体发展速度、市场容量、未来发展前景以及小子科技在移动应用分发与推广业务上的竞争优势和未来发展规划，并参考小子科技目前在手协议、订单等情况。同时，考虑到市场竞争加剧的预期，基于谨慎性原则，预测期 CPA 业务单价参考历史最低单价，并在此基础上呈现出下降趋势。激活数量增长率也低于历史增长水平。

同时，由于 CPA 业务投放单价受所分发的移动应用所处行业、激活定义等多种因素的影响，相同结算方式下结算单价区间跨度较大。以鸿利智汇(300219.SZ)并购标的深圳市速易网络科技有限公司为例，报告期内其车险产品 CPA 结算平均单价如下：

单位：元

营销产品类别	2016 年 1-9 月	2015 年度	2014 年度
车险	40.54	42.65	44.77
寿险	8.86	8.76	10.02
贷款	21.08	19.42	18.24

由上表可见，由于移动应用产品不同，CPA 业务结算单价区间跨度较大，与同行业公司较难进行简单比较。小子科技本次评估中 CPA 业务单价根据自身投放产品以及历史最低单价综合确定，具有合理性。

2、程序化推广业务

程序化推广业务主要系小子科技作为 SSP 对接了包括百度联盟、腾讯广点通、58同城、小米广告联盟等多家 DSP/广告网络，为其提供广告程序化投放服务；同时，将媒体流量通过 SDK 或 API 方式接入小子科技柚子移动 SSP，媒体渠道主也获得了良好的移动流量变现渠道。

报告期内，小子科技程序化推广业务有效点击量、平均单价以及收入情况如下：

计费模式	项目	单位	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-3 月
CPC	总有效点击数量	万次	5,637.42	51,720.92	18,107.07
	平均单价	元/次	0.17	0.18	0.13
	收入合计	万元	969.93	9,237.27	2,354.18

程序化推广业务收入计算公式如下：

程序化推广业务收入=总有效点击数量×单价

程序化推广作为近年来移动互联网营销行业发展的大趋势，市场增长速度高于行业整体增长速度。且程序化推广采用 CPC 结算模式，充分考虑了投放效果，为广告主提升了投放效果与投放转化情况。同时，海量中长尾媒体渠道亦通过程序化推广业务获得了流量变现。因此，未来程序化投放业务将呈现出高速增长的态势。未来年度程序化推广业务收入预测情况如下表所示：

计费模式	项目	单位	2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
CPC	总有效点击数量	万次	62,577.57	106,097.23	137,926.40	159,994.63	172,794.20	181,433.91
	平均单价	元/次	0.17	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
	收入合计	万元	10,638.19	16,975.56	22,068.22	25,599.14	27,647.07	29,029.43
	收入增长率	%	40.65	30.66	30.00	16.00	8.00	5.00

本次评估在对程序化推广业务进行预测时，综合考虑移动互联网以及移动互联网营销行业的发展、程序化投放业务在移动互联网营销行业中所占比例以及发展前景，并参考小子科技目前程序化推广业务合作情况。同时，由于 2017 年 1-3 月属于行业淡季，小子科技在 2017 年 1-3 月程序化推广平均点击单价较低；随着广告主投放预算的确定、投放规模的增加，小子科技在 2017 年 4-6 月程序化推广点击单价呈现出明显的上升趋势，2017 年 1-6 月平均小子科技程序化推广平均点击单价已达 0.18 元/次。基于谨慎性原则，本次评估中程序化推广业务平均点击单价在 2017 年 4-12 月预测为 0.17 元/次，

并考虑到市场竞争加剧，在 2018 年开始下调至 0.16 元/次。同时有效点击数量的增长率也低于历史增长水平。

由于目前可比并购案例中不存在与小子科技在程序化推广行业处在同一产业链位置的企业，故无法与同行业公司对比程序化推广业务单价。

(三)核查意见

经核查，通过分析小子科技已有合同的签订与执行情况、行业发展与市场竞争状况、下游客户需求、客户合作的稳定性、业务拓展情况、同行业可比公司情况等因素，评估机构认为小子科技未来年度收入的预测是合理的。通过分析各块业务营销量和单价的变化趋势来预测业务收入具备合理性。

问题 17：申请材料显示，预测期预计企业的程序化推广业务的毛利率逐年缓慢下降，2017 年 4-12 月、2018 年、2019 年、2020 年、2021 年的预测毛利率分别为 51.68%、50.68%、49.69%、48.89%、48.28%。请你公司：1)补充披露小子科技是否有足够稳定和优质的媒体渠道以及客户资源，在预测营业收入快速增长的同时，可以维系毛利率保持基本稳定。2)补充披露未来年度程序化推广业务预测毛利率较高的相关风险。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一)补充披露小子科技是否有足够稳定和优质的媒体渠道以及客户资源，在预测营业收入快速增长的同时，可以维系毛利率保持基本稳定

1、小子科技媒体渠道与客户资源情况

(1)客户资源储备情况

小子科技 2015 年开展程序化推广业务以来，基于流量稳定性、沟通运营成本等多方面因素的考虑，着重对百度公司的业务开拓与广告投放。报告期内，小子科技与百度公司在程序化推广业务中合作规模不断上升，目前广告投放量已位居百度公司同类业务供应商前列。

基于与百度公司合作中形成的投放技术与运营经验，小子科技近年来开拓了包括上海技维信息科技有限公司、浙江归零网络科技有限公司等程序化推广业务客户，并通过 RTB 与 PDB 等多种方式与包括 MMData DSP、椰子传媒等投放平台进行对接，扩充了

广告客户资源。小子科技在与该等客户开展业务的过程中，强化了实时竞价等投放方式的使用，以提升点击单价与总体收益，强化盈利能力。

小子科技未来将在进一步开拓新客户的基础上，通过增加媒体渠道资源储备、提高媒体渠道质量、提高投放精准度与投放转化率等多种方式提升现有客户的合作满意度，通过业务深度合作的方式进一步深耕存量客户的投放需求，扩大对存量客户的投放规模，以增强自身在客户端的议价能力。

(2)媒体渠道储备情况

根据工信部发布的《2017年上半年我国互联网业务运行情况报告》统计，截至2017年6月底，我国移动互联网应用数量已超402万款。海量的APP资源以及中长尾媒体强烈的变现需求，为小子科技提供了丰富的媒体渠道储备。经过多年发展，小子科技目前已形成了包括优质头部媒体与海量中长尾媒体在内，多层次全覆盖的程序化推广媒体池。小子科技可根据广告主的移动互联网营销需求，定制化、针对性地选择媒体渠道进行营销投放，以提升投放精准度，保障投放效果，满足不同广告主的差异化需求。

随着业务规模的不断提升，小子科技一方面通过线下宣传，在行业会议与论坛、业界聚会等活动中挖掘优秀移动应用进行接入；同时，也开放了媒体渠道的线上注册与审批，为媒体渠道提供了灵活多变的沟通与合作模式，进一步扩充媒体渠道的储备。

同时，小子科技有着长期稳定的广告投放需求、持续稳健的经营业绩、专业的投放技术与优质的运营服务、兼容多种接入方式等诸多优势，在与媒体渠道对接的过程中拥有较强的议价能力，也将保障公司在未来收入快速增长的同时，对媒体渠道有着较强的议价能力与成本把控能力。

综上所述，小子科技拥有稳定而丰富的客户资源与媒体渠道资源储备，在预测营业收入快速增长的同时，可以维系毛利率保持基本稳定。

2、可比收购案例情况

从近年通过证监会审核的 A 股上市公司收购案例来看，上市公司收购互联网广告公司的案例较多，但暂无与小子科技在程序化推广行业处在同一产业链位置的企业。故选择了在移动互联网营销行业中，处在流量整合的业务角色的可比案例与小子科技程序化推广业务毛利率对比如下：

序号	上市公司	收购标的	业务类型	预测期 第一年	项目	预测期 第一年	预测期 第二年	预测期 第三年	预测期 第四年	预测期 第五年	预测期复合 增长率
1	南极电商	时间互联	移动互联网流量整合	2016 年	预测/实际毛利率	45.99%	45.50%	45.00%	44.50%	44.00%	
					增长率	1.77%	-1.07%	-1.10%	-1.11%	-1.12%	-1.10%
2	明家联合	微赢互动	APP 推广	2015 年	预测/实际毛利率	56.48%	56.48%	56.48%	56.48%	56.48%	
					增长率	4.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
3	吴通控股	互众广告	程序化购买	2014 年	预测/实际毛利率	44.73%	45.00%	45.43%	45.52%	44.83%	
					增长率	78.92%	0.60%	0.96%	0.20%	-1.52%	0.06%
平均增长率						28.56%	-0.16%	-0.05%	-0.30%	-0.88%	-0.35%
4	天创时尚	小子科技	程序化推广	2017 年	预测/实际毛利率	51.78%	50.69%	49.69%	48.89%	48.29%	
					增长率	-6.64%	-2.11%	-1.97%	-1.61%	-1.23%	-1.73%

由于移动互联网营销行业发展迅猛，各种营销模式层出不穷，目前可比重重组案例中暂无与小子科技在程序化推广产业链中处于同类位置的企业，因此选择了处在流量整合的业务角色的可比案例与小子科技程序化推广业务毛利率对比。从毛利率增长率来看，可比交易案例中收购标的预测期第一年平均增长率为28.56%，小子科技预测期第一年增长率为-6.64%；可比收购标的预测期内平均复合增长率为-0.35%，小子科技五年预测期内复合增长率为-1.73%。小子科技预测期第一年毛利率增长率和五年预测期内毛利率复合增长率均低于近期同行业可比收购标的毛利率平均增长率水平，小子科技未来毛利率预测较为谨慎、合理。

基于优质稳定与种类丰富的媒体渠道储备、长期稳定的广告投放需求、专业的投放技术、优质的运营服务以及兼具 API 与 SDK 多种接口接入等诸多优势，使得小子科技在预测营业收入快速增长的同时，仍可对供应商与媒体渠道保持一定的议价能力。小子科技通过自身经营优势，通过积累优质的客户资源，在满足广告主精准投放、投资回报率等特定营销效果的要求同时保证了其获得较高的广告投放收益，从而获得丰富的媒体资源的长期合作，建立起客户、媒体渠道的良性循环，进而维持毛利率保持基本稳定。

(二)核查意见

经核查，评估师机构认为：小子科技拥有足够稳定和优质的媒体渠道以及客户资源，在预测营业收入快速增长的同时，可以维系毛利率保持基本稳定；公司已补充披露了未来年度程序化推广业务预测毛利率较高的风险。

问题 18：备考合并报表显示，本次交易完成后，2017 年 3 月末上市公司商誉账面价值 77,879.17 万元。请你公司补充披露：1)本次交易对商誉影响数的具体测算过程及依据，是否符合《企业会计准则》的相关规定。2)备考合并报表编制是否已充分辨认和合理判断小子科技拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 本次交易对商誉影响数的具体测算过程及依据，是否符合《企业会计准则》的相关规定。

根据天创时尚 2017 年 6 月 23 日召开的第二届董事会第十七次会议审议通过的《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案的议案》及《关于公司与交易对方签署附生效条件的〈广州天创时尚鞋业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产协议〉的议案》，本次交易的评估基准日为 2017 年 3 月 31 日，标的公司小子科技股东全部权益价值为 87,776 万元。经天创时尚和交易对方协商，标的资产定价为 87,750 万元。

备考合并财务报表假设于 2016 年 1 月 1 日，天创时尚已完成本次交易，本次交易完成后形成的股权架构于 2016 年 1 月 1 日起已存在，即自 2016 年 1 月 1 日起，天创时尚已完成购买标的公司的交易。

在编制备考合并财务报表时，假设按照 2017 年 3 月 31 日经评估确定的交易价格的现值扣除 2016 年 1 月 1 日至 2017 年 3 月 31 日小子科技归属于母公司所有者权益的变动金额并考虑因评估所形成的无形资产在此期间的摊销影响作为 2016 年 1 月 1 日的合并成本。同时以小子科技的各项资产和负债根据天创时尚管理层初步估计的 2017 年 3 月 31 日公允价值为基础，调整确定 2016 年 1 月 1 日小子科技的各项可辨认资产、负债的公允价值。

商誉的具体测算过程如下表：

单位：万元

项目	金额
现金对价的现值①	36,142.13
发行股份的公允价值②	51,350.00
合并成本合计③=①+②	87,492.13
对合并成本的调整④	4,938.91
经调整后的 2016 年 1 月 1 日的合并成本（⑤=③-④）	82,553.22
于 2016 年 1 月 1 日的可辨认净资产公允价值⑥	4,674.05
上市公司收购比例⑦	100.00%
上市公司取得的可辨认净资产公允价值份额（⑧=⑥×⑦）	4,674.05
合并成本超过取得的可辨认净资产公允价值份额的差额（⑨=⑤-⑧）	77,879.17

由于备考合并财务报表确定商誉的基准日和实际购买日不一致，因此备考合并财务报表中的商誉和交易完成后上市公司合并报表中的商誉（基于实际购买日的状况计算）会存在一定差异。上市公司将在收购完成后，以实际合并成本与购买日小子科技可辨认净资产公允价值份额的差额重新计算并确认商誉。

根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》的相关规定，参与合并的各方在合并前后不受同一方或相同的多方最终控制的，为非同一控制下的企业合并。购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉。因此，上市公司编制本次备考合并财务报表时商誉的确认依据符合《企业会计准则》的相关规定。

(二)备考合并报表编制是否已充分辨认和合理判断小子科技拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产，包括但不限于专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等

根据《企业会计准则第 6 号——无形资产》，无形资产是指企业拥有或者控制的没有实物形态的可辨认非货币性资产。资产在符合下列条件时，满足无形资产定义中的可辨认性标准：能够从企业中分离或者划分出来，并能单独或者与相关合同、资产或负债一起，用于出售、转移、授予许可、租赁或者交换；源自合同性权利或其他法定权利，无论这些权利是否可以从企业或其他权利和义务中转移或者分离。同时满足下列条件的无形项目，才能确认为无形资产：符合无形资产的定义；与该资产相关的预计未来经济利益很可能流入企业；该资产的成本能够可靠计量。

根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》的相关规定：合并中取得的被购买方除无形资产以外的其他各项资产（不仅限于被购买方原已确认的资产），其所带来的经济利益很可能流入企业且公允价值能够可靠地计量的，应当单独予以确认并按照公允价值计量。合并中取得的无形资产，其公允价值能够可靠地计量的，应当单独确认为无形资产并按照公允价值计量。

根据《企业会计准则解释第 5 号》的规定：非同一控制下的企业合并中，购买方在对企业合并中取得的被购买方资产进行初始确认时，应当对被购买方拥有的但在其财务报表中未确认的无形资产进行充分辨认和合理判断，满足以下条件之一的，应确认为无形资产：（一）源于合同性权利或其他法定权利；（二）能够从

被购买方中分离或者划分出来，并能单独或与相关合同、资产和负债一起，用于出售、转移、授予许可、租赁或交换。

根据《资产评估准则——无形资产》的相关规定：

第二条 本准则所称无形资产，是指特定主体所拥有或者控制的，不具有实物形态，能持续发挥作用且能带来经济利益的资源。

第十六条 可辨认无形资产包括专利权、商标权、著作权、专有技术、销售网络、客户关系、特许经营权、合同权益等。不可辨认无形资产是指商誉。

天创时尚管理层对小子科技存在的全部无形资产(包括其未在财务报表中确认的无形资产)进行了充分辨认和合理判断。根据小子科技拥有的资产形态和经营情况，天创时尚管理层认为小子科技拥有的但未在其单独报表中确认的无形资产为小子平台。该无形资产基于小子科技拥有的计算机软件著作权形成，可以从被购买方中分离或者划分出来，并能单独或与相关合同、资产和负债一起，用于出售、转移或交换，且为企业未来带来持续经济利益及价值，符合《企业会计准则》及其解释规定的确认为无形资产的条件。

域名为小子科技官方网站及后台查询数据核对账单所用，正常经营管理所需，使用后并不能降低小子科技的营业成本，也不能有效提升小子科技营业收入。天创时尚管理层将其辨认为小子科技拥有的但未在其单独报表中确认的无形资产，但由于域名对小子科技经营业绩不能产生重大影响，其价值小；由于销售网络与客户关系以企业的服务能力、研发能力、人才团队、品牌优势、过往业绩等为基础，离开企业难以单独存在并合理计量，未将其单独辨认为无形资产；此外，小子科技不存在专利权、商标权、专有技术、特许经营权及合同权益等无形资产。

评估机构核查意见：

经核查，评估机构认为本次交易已充分辨认和合理判断小子科技拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。

(此页为《中通诚资产评估有限公司关于天创时尚项目〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见之通知书〉(171528号)之反馈意见回复》的签章页,无正文)

