

天源资产评估有限公司
关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
的答复函（修订稿）

天源函报字[2019]第 0237 号

中国证券监督管理委员会：

天源资产评估有限公司根据贵会《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（191252 号）的要求，就通知书中涉及评估的反馈意见答复如下：

问题一、申请文件显示，天下秀于 2019 年 1 月 24 日以 57,000 万元受让上市公司 46,040,052 股股票，占本次交易前上市公司总股本的 11.66%，对应股价为 12.38 元/股；本次交易中天下秀持有上市公司 46,040,052 股股票以本次交易预案首次公告的前一交易日的收盘价 3.66 元/股计算，对应交易作价为 168,506,590 元；本次发行股份购买资产的股份发行价格为 3.00 元/股。请你公司：1）结合控股权溢价、同行业上市公司估值情况、可比吸并案例等，补充披露上市公司股价存在上述差异的原因、上述价格的确定依据及其公允性、本次交易发行价格与天下秀持股价格差异的原因及合理性、是否存在利益输送情形、上述价格差异是否有利于保护中小股东权益。2）补充披露上述股权转让款是否足额支付及具体支付情况。请独立财务顾问、评估师和律师核查并发表明确意见。

答复：

一、天下秀持有慧球科技股份的定价分析

（一）市场相关交易的定价情况

2018 年 11 月 30 日，天下秀与上市公司原股东瑞莱嘉誉签署了《股份转让协议》，瑞莱嘉誉以 57,000 万元转让对价将持有的慧球科技 46,040,052 股股份（占公司总股本的 11.66%）转让给天下秀，股权转让价格为 12.38 元/股，相比控制权转让公告前一交易日的收盘价 3.66 元/股溢价率为 238.27%。溢价的主要原因如下：

1. 控制权交易的溢价

截至 2019 年 6 月 30 日，根据 Wind 数据库统计得到的 2018 年以来 A 股市场控制权转让案例，已完成控制权转让的溢价情况如下：

上市公司	首次披露日	收购方	收购股权比例	转让对价 (亿元)	公告前一个交易日总市值(亿元)	溢价率
成都路桥	2018/1/16	四川宏义嘉华实业有限公司	21.64%	21.87	57.08	77.04%
宏达矿业	2018/1/26	上海晟天企业发展有限公司	26.19%	22.14	56.66	49.18%
鲁银投资	2018/4/28	山东国惠投资有限公司	20.31%	15.00	31.02	138.07%
鑫茂科技	2018/6/5	浙江富通科技集团有限公司	11.09%	11.39	54.50	88.42%
富临运业	2018/6/26	宁波泰虹；永锋集团有限公司	29.90%	10.28	20.28	69.51%
宏达新材	2018/6/27	上海鸿孜企业发展有限公司	25.43%	11.00	19.85	117.91%
ST 景谷	2018/7/5	周大福投资	30.00%	12.68	30.55	38.36%
松发股份	2018/7/23	恒力集团	29.91%	8.20	19.77	38.67%
大通燃气	2018/9/26	顶信瑞通	29.64%	10.00	25.75	31.02%
康达新材	2018/11/5	唐山金控孵化	26.00%	8.59	24.47	34.99%
利德曼	2018/11/10	广州凯得科技发展有限公司	29.71%	9.80	28.39	16.17%
精艺股份	2018/11/12	南通三建	30.00%	12.00	16.84	137.51%
万润科技	2018/11/16	宏泰国资	20.21%	9.51	44.32	6.13%
兴民智通	2018/11/22	盛邦创恒	28.01%	14.00	49.55	0.87%
ST 宏盛	2018/12/8	西藏德恒	25.88%	10.00	14.02	175.70%
九鼎新材	2018/1/3	顾清波	15.64%	5.20	36.44	-8.76%
江苏神通	2018/1/31	风林火山	7.65%	3.03	36.88	7.48%
民盛金科	2018/2/2	正东云驱	10.77%	13.03	121.06	-0.03%
全新好	2018/2/8	汉富控股	13.53%	9.59	57.72	22.80%
达意隆	2018/2/13	张颂明	6.66%	1.33	16.54	20.99%
东晶电子	2018/4/20	创锐投资	25.10%	3.57	34.01	-58.22%
国旅联合	2018/6/27	江西省旅游集团有限责任公司	14.57%	6.10	34.18	22.46%

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书的答复函

上市公司	首次披露日	收购方	收购股权比例	转让对价 (亿元)	公告前一个交易 日总市值(亿元)	溢价率
丽鹏股份	2018/6/27	苏州睿畅投资管理有限公司	11.00%	6.37	32.11	80.33%
乔治白	2018/7/13	池方燃；傅少明	13.54%	2.20	18.38	-11.75%
万业企业	2018/7/17	国家集成电路基金	7.00%	6.77	98.19	-1.48%
万里股份	2018/7/20	家天下资产	10.00%	3.00	21.61	38.80%
赞宇科技	2018/7/24	河南正商企业发展集团有限责任公司	7.17%	3.63	37.74	34.26%
天沃科技	2018/8/4	上海电气	5.81%	3.50	59.24	1.75%
龙大肉食	2018/8/18	蓝润投资控股集团有限公司	10.00%	12.10	61.09	98.02%
龙泉股份	2018/8/31	江苏建华企业管理咨询有限公司	6.88%	1.58	23.48	-2.19%
怡亚通	2018/9/10	深投控	5.00%	5.84	129.70	-9.98%
长信科技	2018/10/27	芜湖铁元	11.81%	13.90	107.36	9.64%
群兴玩具	2018/11/5	深圳星河；成都数字；北京九连环数据	20.00%	7.00	25.37	37.94%
中金环境	2018/11/9	无锡市政	6.65%	5.65	76.17	11.59%
中电电机	2018/11/10	君拓企管；珠海方圆资本管理有限公司	26.47%	9.26	23.50	48.96%
亿利达	2018/11/12	浙商资产	15.22%	5.06	26.58	25.02%
骅威文化	2018/11/22	杭州鼎龙	8.76%	3.89	49.61	-10.57%
厚普股份	2018/11/26	北京星凯	5.45%	1.17	23.85	-9.64%
派思股份	2018/12/11	水发众兴	29.99%	14.85	55.09	-10.10%
金通灵	2018/12/19	南通产控	7.18%	2.80	43.05	-9.41%
东方网络	2018/12/20	东柏文化	5.84%	1.32	24.72	-8.54%
中化岩土	2019/1/3	成都兴城	19.29%	15.66	81.5	-0.40%
新研股份	2019/1/8	嘉兴华控腾汇股权投资合伙企业（有限合伙）	8.60%	5.8	78.24	-13.74%
智慧松德	2019/1/9	佛山公控	7.45%	2.31	30.48	1.88%
麦捷科技	2019/1/16	远致富海	26.44%	12.5	49.98	-5.42%

上市公司	首次披露日	收购方	收购股权比例	转让对价(亿元)	公告前一个交易日总市值(亿元)	溢价率
星普医科	2019/1/22	盈康医疗	29.00%	18.23	56.86	10.58%
星星科技	2019/1/29	萍乡范钛客网络科技有限公司	14.90%	4.88	32.68	0.28%
汇金股份	2019/1/31	邯郸建投	20.47%	5.96	32.34	-9.96%
棕榈股份	2019/2/13	豫资保障房	13.10%	7.67	60.22	-2.75%
登云股份	2019/2/21	聚益科	6.78%	1.11	16.15	1.17%
中兴商业	2019/3/1	辽宁方大集团	29.00%	5.3	19.84	-7.88%
莱茵体育	2019/3/11	成都体育产业投资集团	29.90%	13.26	45.77	-3.10%
天银机电	2019/3/19	佛山市澜海瑞兴股权投资合伙企业(有限合伙)	28.52%	11.41	40	0.01%
兴源环境	2019/3/30	新希望投资	23.60%	14.49	68.21	-10.00%
多喜爱	2019/4/15	浙建集团	29.83%	12.53	40.45	3.84%
鸿博股份	2019/5/11	河南寓泰控股有限公司	14.26%	7.13	41.43	20.69%
龙大肉食	2019/5/25	蓝润发展控股集团有限公司	9.91%	12.3	77.52	60.10%

2018年以来A股市场已完成控制权转让交易的溢价率区间介于-58.22%至175.70%之间，溢价率平均数为24.28%。慧球科技控制权转让溢价相比近一年多以来A股市场控制权转让的溢价率较高，主要系天下秀收购慧球科技后将通过吸收合并的方式注入慧球科技，天下秀经营业绩较好，将从根本上改善慧球科技的基本面，根据交易方案，天下秀受让慧球科技控制权是吸收合并交易得以实施的前提条件，因此天下秀受让慧球科技控制权交易的溢价率具有合理性。

针对具备明确资产注入计划且构成重组上市的控制权交易，经查询2018年以来的重组上市案例，通过先购买取得控制权、再发行股份购买资产、已实现重组上市的案例，以重组方案公告前一个交易日的收盘价为参考，控制权溢价率平均达162.04%。主要案例如下：

股票代码	股票名称	控股权取得成本(元/股)	公告前一个交易日的收盘价(元/股)	控股权溢价率
002015.SZ	协鑫能科	7.97	5.27	51.23%
002053.SZ	云南能投	19.8	7.31	170.86%
002607.SZ	中公教育	13.76	3.78	264.02%
平均值				162.04%

由上表可知，具备明确重组上市的控制权转让溢价率相对较高，与天下秀受让慧球科技控制权的溢价率具备可比性。

2. 同行业上市公司估值情况

根据 wind 的行业划分，慧球科技所处 wind 行业为信息科技咨询与其他服务行业。截至 2019 年 6 月 30 日，wind 信息科技咨询与其他服务行业共有 71 家 A 股上市公司，选取 2018 年 11 月 30 日收盘市值，以 2018 年度及 2018 年末的财务数据为基准，wind 信息科技咨询与其他服务行业的估值情况如下：

上市公司	2018 年 11 月末总市值(亿元)	2018 年度归母净利润(亿元)	市盈率倍数	市净率倍数
神州信息	99.23	0.42	235.73	2.01
天夏智慧	77.83	1.51	51.59	1.38
南天信息	24.12	0.75	32.26	1.59
东华软件	221.51	8.06	27.47	2.41
延华智能	30.05	-2.86	-	3.57
启明信息	29.62	0.72	41.04	2.66
中电兴发	46.61	1.75	26.67	1.11
皖通科技	34.58	1.06	32.68	1.72
太极股份	102.35	3.16	32.38	3.60
千方科技	174.79	7.63	22.92	2.20
中远海科	28.08	0.83	33.75	3.21
深南股份	20.52	-0.49	-	6.84
达实智能	70.57	2.17	32.56	2.20
华软科技	28.79	0.24	117.66	3.19
榕基软件	40.26	0.35	115.47	2.76
*ST 荣联	45.45	-13.61	-	1.63
中科金财	45.00	0.08	548.13	1.78

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书的答复函

上市公司	2018年11月末总市值（亿元）	2018年度归母净利润（亿元）	市盈率倍数	市净率倍数
真视通	19.53	0.42	46.41	2.91
神州泰岳	69.42	0.80	86.51	1.33
银江股份	45.45	0.26	171.86	1.41
赛为智能	48.48	0.75	64.38	2.09
华平股份	21.15	0.15	142.61	1.75
数码科技	46.88	0.84	55.59	1.27
易联众	35.00	0.15	238.68	4.73
高新兴	105.89	5.40	19.62	1.89
世纪瑞尔	25.69	0.88	29.11	1.29
迪威迅	16.00	-1.62	-	2.92
万达信息	136.00	2.32	58.62	3.74
汉得信息	89.39	3.87	23.11	3.04
捷成股份	124.11	0.94	132.54	1.27
天泽信息	33.25	0.24	137.74	1.67
易华录	94.13	3.02	31.12	3.12
银信科技	29.66	1.13	26.37	2.14
新开普	29.01	0.96	30.18	2.01
佳创视讯	20.24	0.11	191.02	3.69
华宇软件	107.21	4.98	21.54	2.52
海联讯	20.50	0.08	255.69	4.28
飞利信	62.15	-19.59	-	1.65
汉鼎宇佑	77.15	1.25	61.89	3.29
旋极信息	134.47	0.51	265.66	2.74
创意信息	39.73	-3.86	-	1.66
京天利	18.87	0.25	75.17	4.36
浩丰科技	20.45	-6.39	-	2.41
浩云科技	43.10	1.40	30.73	3.43
信息发展	23.53	0.45	52.52	5.20
恒实科技	40.28	1.15	35.17	1.78
辰安科技	85.77	1.36	63.26	6.73
新晨科技	21.91	0.38	57.09	3.44

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书的答复函

上市公司	2018年11月末总市值(亿元)	2018年度归母净利润(亿元)	市盈率倍数	市净率倍数
恒锋信息	17.22	0.54	32.17	3.49
汇纳科技	25.56	0.66	38.99	4.85
彩讯股份	93.20	1.59	58.78	7.49
正元智慧	25.42	0.50	50.48	4.35
宇信科技	137.16	1.96	70.12	8.24
中科信息	34.63	0.47	73.99	6.11
赛意信息	27.07	1.14	23.84	3.14
华胜天成	69.78	-2.26	-	1.50
湘邮科技	20.55	0.02	1257.31	8.87
ST 慧球	14.45	-0.37	-	35.71
云赛智联	73.72	2.72	27.08	1.84
*ST 中安	26.30	-19.81	-	12.25
*ST 工新	30.63	-43.42	-	-
佳都科技	125.94	2.62	48.05	3.50
浪潮软件	51.76	3.14	16.48	2.12
浙大网新	83.15	1.77	47.08	1.85
华东电脑	75.52	3.03	24.96	3.22
航天长峰	34.82	0.76	45.89	2.94
海量数据	27.50	0.54	50.79	6.32
思维列控	64.56	1.88	34.37	2.42
南威软件	50.30	1.73	29.16	2.88
新智认知	53.02	3.78	14.03	1.34
金桥信息	22.79	0.51	44.48	3.98
平均值	56.18	-0.31	95.71	3.68
中位数	40.28	0.75	46.75	2.76

注：市盈率倍数=2018年11月末总市值/2018年度净利润；市净率倍数=2018年11月末总市值/2018年末归母净资产

由上表可知，A股wind信息科技咨询与其他服务行业上市公司的静态市盈率倍数（剔除归母净利润为负数的上市公司后）介于14.03至1,257.31之间，平均数为95.71倍，中位数为46.75倍；市净率倍数介于（剔除归母净资产为负数的上市公司后）介于1.11至35.71之间，平均数为3.68倍，中位数为2.76倍。

本次交易中天下秀持有慧球科技股份的定价按照本次交易预案首次公告前一交易日（2018年11月30日）的收盘价3.66元/股计算，以慧球科技2018年财务数据为基础，2018年慧球科技归母净利润为-3,714.75万元，PB倍数为35.71倍。鉴于慧球科技系A股wind信息科技咨询与其他服务行业市值最低上市公司，其市值中包含了较高的壳价值，因此估值倍数与行业内其他上市公司可比性较低。

3. 可比吸收合并案例的定价情况

截至本回复函出具日，A股市场主要进行了8次A股上市公司吸收合并其控股股东且控股股东为非上市公司的交易，但除共达电声吸收合并万魔声学交易可比外，其余吸收合并交易中被吸收合并方（控股股东）均为上市公司长期以来的控股股东，吸收合并交易均为同一控制下的资产整合。共达电声吸收合并万魔声学交易中，上市公司控股权的转让交易与后续吸收合并交易公告时间已相隔近一年，标的资产持有上市公司股份的定价与上市公司在吸收合并交易中发行股份购买资产的发行股份价格相等：

吸并方	被吸并方	核准时间或进度	上市公司发股价（元/股）	被吸并方持有上市公司股份价格（元/股）
共达电声 (002655.SZ)	万魔声学	2019.05.27 报告书（草案）（修订稿）出具反馈意见回复核查意见	5.42	5.42

慧球科技吸收合并天下秀交易中，天下秀先取得上市公司控制权并同步进行吸收合并，构成上市公司实际控制权变更后60个月内注入关联资产，从而同时构成重组上市；因此慧球科技吸收合并天下秀的交易与上述吸收合并案例均存在一定的差异。从商业逻辑而言本次交易发行的股份将面临更长的锁定期限及限制，客观上相对控制权交易中股份收购价格有所折让亦具备合理性，因此天下秀持有慧球科技的股份在吸并交易中的定价高于上市公司发股价情形具备商业合理性。

（二）上述价格存在差异的原因、确认依据及公允性

1. 天下秀受让慧球科技控制权的转让价格

根据天下秀与瑞莱嘉誉签署的《股份转让协议》，天下秀受让瑞莱嘉誉46,040,052股股票的股价为12.38元/股，相比控制权转让公告前一交易日的收盘

价 3.66 元/股溢价率为 238.27%，溢价率相对较高，主要系天下秀及其股东看好天下秀注入上市公司后的发展潜力，同时兼顾瑞莱嘉誉前次取得慧球科技控制权的成本，最终经双方友好协商进行定价。

2. 天下秀持有慧球科技股份的交易作价

天下秀持有慧球科技股份的交易作价选取控制权转让公告前一交易日的收盘价 3.66 元/股，其主要原因如下：

(1) 天下秀持有上市公司股份采用市价法确认其参考价值

鉴于上市公司的股份具备活跃的市场交易价格，通过市价法确认其价值具备合理性，亦为市场惯常做法。本次评估的定价基准日为 2018 年 12 月 31 日，慧球科技于 2018 年 12 月 31 日的股价为 6.22 元/股，相比本次重组公告前最后一个交易日溢价 69.95%；控制权转让完成过户的时间为 2019 年 1 月 24 日，慧球科技的股价为 6.57 元/股，相比本次重组公告前最后一个交易日溢价 79.51%，主要是因为本次交易方案公告后的股价已经包含了二级市场投资者对于天下秀注入上市公司后经营业绩提升带来的股价上涨效应，因此不适宜作为天下秀持股的定价基础。因而，本次交易选择重组预案公告前最后一个交易日的股价作为天下秀持股的定价依据，即假设在重组预案公告前最后一个交易日向二级市场投资者出售该部分股份所能获得的对价，充分反映了慧球科技自身在本次重组前的市场价值，具备合理性。

(2) 采用随行就市的定价方式有利于通过交易对方内部决策程序

本次交易中天下秀持股按照“随行就市”的原则进行定价系交易双方、天下秀股东达成的共识。同时，交易对方中包含赛富基金、摩根士丹利等知名投资机构，采用随行就市的定价方式有利于该等投资机构在进行交易决策时通过内部审批，保证了本次交易的顺利推进。

(三) 天下秀持股定价与发股价差异分析

1. 天下秀持股采用“随行就市”的定价原则，尊重市场规律

根据各方达成的共识以及为保障本次交易的顺利推进，天下秀持股采用“随行就市”的定价原则，最终天下秀持股的每股价格高于发股价系客观现实，并非人为主观操纵，即在“随行就市”的定价原则下，不以慧球科技在本次交易方案

披露前一个交易日的收盘价是否高于或低于本次交易的发股价而改变。

基于上述定价原则，本次交易方案披露前最后一个交易日的收盘价实际高于本次交易的发行股份购买资产的发股价。从商业逻辑而言，天下秀受让的慧球科技 11.66%的股权为非限售流通股，天下秀已经声明在受让慧球科技控制权完成后的 12 个月内，除吸收合并需注销该部分股份外，天下秀没有继续增持股份或处置已拥有权益股份的计划。在本次吸收合并交易中，该部分股权的价值将对应由天下秀股东获得本次交易新增股份，而该部分新增股份的全体股东将锁定 24 个月或 36 个月，因此天下秀持股价格略高于本次交易的发股价也具备一定的合理性。

2. 持股定价显著低于天下秀收购慧球科技的股价，未损害上市公司中小股东利益

根据天下秀与瑞莱嘉誉签署的《股份转让协议》，天下秀受让瑞莱嘉誉的股份作价为 12.38 元/股，慧球科技吸收合并天下秀交易中天下秀持股作价为 3.66 元/股，天下秀持股作价相比天下秀收购上市公司股份价格折价 70.48%，未由上市公司中小股东承担天下秀溢价收购慧球科技控制权的成本，不存在损害中小股东利益的情形。

3. 本次交易已经通过董事会和股东大会表决通过，相关方已经回避表决

2019 年 4 月 28 日，上市公司召开第九届董事会第十一次会议，审议通过了《关于本次交易定价的依据及公平合理性说明的议案》，同意标的资产的价格以天源资产评估有限公司出具的有关评估报告所确认的评估结果为依据，考虑期后事项调整并经友好协商，天下秀 100% 股份的交易价格最终确定为人民币 399,500.00 万元。关联董事陈凤桃、张向阳、李峙玥回避表决，非关联董事 3 票同意。2019 年 4 月 28 日，上市公司公告《广西慧金科技股份有限公司吸收合并北京天下秀科技股份有限公司暨关联交易报告书（草案）》及其摘要，并发出召开 2018 年年度股东大会的通知。2019 年 5 月 14 日，上市公司公告《2018 年年度股东大会会议资料》。

2019 年 5 月 21 日，上市公司召开 2018 年年度股东大会。根据上市公司 2018 年年度股东大会的召开情况，出席会议的股东或代理人共有 382 户、出席股东或

代理人共持有慧球科技 141,552,675 股表决权股份，占上市公司总股本的 35.84%。在 2018 年年度股东大会审议本次交易相关事项时，天下秀持有的上市公司 46,040,052 股已回避表决，剩余 95,512,623 股表决权股份进行表决，占上市公司总股本的 24.19%。

针对本次交易的交易价格和定价依据议案，上市公司共有 95,512,623 股具有表决权的股份参与投票，其中 94,576,523 股通过，占比为 99.02%；815,600 股否决，占比 0.85%；120,500 股弃权，占比 0.13%。交易价格和定价依据议案获得高票通过。

截至 2019 年 3 月 31 日，慧球科技前十大股东的持股情况如下：

排名	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）
1	北京天下秀科技股份有限公司	46,040,052	11.66
2	孙伟	15,000,059	3.80
3	庄建新	10,675,075	2.70
4	吴鸣霄	6,099,226	1.54
5	杨丽真	4,910,219	1.24
6	徐志康	4,456,000	1.13
7	王晓梅	3,439,874	0.87
8	海南衍宏股权投资基金管理有限公司	3,063,000	0.78
9	陈晔	2,867,200	0.73
10	熊劲春	2,858,472	0.72
	合计	99,409,177	25.17

由上表可知，慧球科技前十大股东持股比例合计为 25.17%，持股比例较为分散，扣除天下秀持有上市公司 46,040,052 股股份已回避表决外，剩余前九大股东持股比例合计为 13.51%。参与本次交易相关议案投票的股份（扣除天下秀所持已回避表决股份后）合计占比为 24.19%，参会股东或代理人数量为 381 户（扣除天下秀），表明本次交易中中小股东投票参与度较高，股东大会表决结果充分体现了中小股东的意思自治，涉及定价价格和定价依据议案已经股东大会高票审议通过，中小股东高度认可本次交易的交易价格和定价依据，不存在利益输送及损害中小股东利益的情形。

4. 天下秀持股定价差异对本次交易不构成重大影响

根据本公司出具的《评估报告》（天源评报字[2019]第 0096 号），以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，标的资产天下秀 100% 股权的评估值为 394,656.78 万元。天下秀持有慧球科技的股份价值相对天下秀实际经营业务价值占比较小，假设天下秀持股以本次交易发行股份购买资产的发股价进行作价，则其对发股数及股权比例的影响如下：

天下秀持股作价	考虑期后事项的参考价值（万元）	向天下秀股东发行股份数量合计（股）	交易完成后天下秀全体股东占上市公司股权比例
3.66 元/股	399,507.44	1,331,666,659	79.25%
3.00 元/股	396,468.80	1,321,562,644	79.12%
差异/差异率	-0.76%	-0.76%	-0.13%

由上表可知，上述两种对天下秀持股的作价方式对总发股数和交易完成后上市公司的股权比例影响较小，不会对本次交易产生重大影响。

二、上述股权转让款是否足额支付及具体支付情况

根据《股份转让协议》的，天下秀向瑞莱嘉誉支付股权转让款项的安排如下：

“（1）受让方应于本协议签署后三个工作日内支付 100,000,000 元（大写：人民币壹亿元整）定金至转让方指定的银行账号。

（2）受让方应于目标股份交割日之后三个工作日内支付 200,000,000 元（大写：人民币贰亿元整）至转让方指定的银行账号，同时（1）款定金自动全部转为股权转让款。

（3）受让方应于目标股份交割日之后满 12 个月后 5 日内支付 270,000,000 元（大写：人民币贰亿柒仟万元整）至转让方指定的银行账号。”

根据天下秀的说明及银行付款凭证，天下秀已分别于 2018 年 12 月 3 日及 2019 年 1 月 25 日向瑞莱嘉誉支付股份转让款 1 亿元和 2 亿元。

2018 年 12 月 3 日，天下秀召开股东大会审议通过《关于同意公司新增投资 4.5 亿元的议案》。截至 2019 年 4 月 18 日，4.5 亿元增资款已全部到位，其中 3 亿元用于置换天下秀已支付的股份转让款。截至报告书签署日，天下秀尚需向瑞莱嘉誉支付 2.7 亿元。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：天下秀收购慧球科技控制权交易中收购价格溢价率较

高，与具备明确资产注入方案的上市公司控制权转让交易的估值情况具备可比性。天下秀持有慧球科技股份的定价采用“随行就市”的定价方法，充分尊重市场规律，有利于推动本次交易的顺利进行，从商业逻辑而言本次交易发行的股份将面临更长的锁定期限及限制，客观上相对控制权交易中股份收购价格有所折让亦具备合理性。天下秀持股的定价大幅低于天下秀取得该部分股份的作价，且天下秀持股的定价在天下秀回避表决的情况下已经天下秀股东大会的高票审议通过，充分体现了中小股东的认可，不存在输送利益或不利于保护中小股东权益的情形。天下秀受让慧球科技控制权的转让对价已经按照协议约定支付 3 亿元，尚未足额支付。

问题二、申请文件显示，2019 年 1 月 28 日，天下秀相关股东以 45,000 万元的对价认购天下秀 38,203,795 股新增股份，增资后天下秀累计实收资本（股本）42,024.1743 万元，上述增资款用于天下秀支付 2019 年 1 月 24 日受让上市公司股票转让款项及补充流动资金。请你公司：1）补充披露天下秀相关股东缴纳增资款所需资金的来源。2）结合上述增资款具体用途、使用明细和余款情况等，补充披露天下秀实施上述增资的必要性及合理性、上述增资对天下秀评估值的影响。3）补充披露支付上述股权转让款对天下秀运营资金和持续经营能力的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、天下秀相关股东缴纳增资情况

2019 年 1 月 28 日，天下秀与李檬及 Show World HK、利兹利、永盟、澄迈新升、麻隆金实、厦门赛富、嘉兴腾元、微博开曼、海南金慧、文泰投资、宏远伯乐、中安润信、上海沁朴、招远秋实、杭州长潘签订《关于北京天下秀科技股份有限公司之投资协议》，约定以下天下秀股东以人民币 45,000 万元的对价认购天下秀 38,203,795 股新增股份，新增股份占增资前天下秀总股本的 10%，占增资完成后天下秀总股本的 9.09%。天下秀增资前后的各股东持股情况如下：

单位：股

股东	增资前		增资情况			增资后	
	股数	占比	股数	新增股份占比	增资金额(万元)	股数	占比
新浪集团合计控制	131,689,384	34.47%	19,895,031	52.08%	23,434.23	151,584,415	36.07%
其中：Show World HK	104,965,474	27.48%	-	-	-	104,965,474	24.98%
微博开曼	26,723,910	7.00%	19,895,031		23,434.23	46,618,941	11.09%
李檬合计控制	63,888,976	16.72%	6,388,897	16.72%	7,525.44	70,277,873	16.72%
其中：利兹利	33,748,062	8.83%	6,388,897		7,525.44	40,136,959	9.55%
永盟	30,140,914	7.89%	-	-	-	30,140,914	7.17%
嘉兴腾元与厦门赛富合计控制	57,091,220	14.94%	5,709,122	14.94%	6,724.74	62,800,342	14.94%
其中：嘉兴腾元	28,545,610	7.47%	2,854,561		3,362.37	31,400,171	7.47%
厦门赛富	28,545,610	7.47%	2,854,561		3,362.37	31,400,171	7.47%
麻隆金实	28,799,992	7.54%	2,879,999	7.54%	3,392.33	31,679,991	7.54%
澄迈新升	29,519,997	7.73%	-	-	-	29,519,997	7.02%
杭州长潘	18,907,513	4.95%	1,890,751	4.95%	2,227.10	20,798,264	4.95%
海南金慧	18,410,435	4.82%	359,994	0.94%	424.04	18,770,429	4.47%
文泰投资	10,800,010	2.83%	1,080,001	2.83%	1,272.13	11,880,011	2.83%
中安润信与上海沁朴合计控制：	10,799,995	2.83%	-	-	-	10,799,995	2.57%
其中：中安润信	5,999,994	1.57%	-	-	-	5,999,994	1.43%
上海沁朴	4,800,001	1.26%	-	-	-	4,800,001	1.14%
宏远伯乐	8,999,991	2.36%	-	-	-	8,999,991	2.14%
招远秋实	3,130,435	0.82%	-	-	-	3,130,435	0.74%
合计	382,037,948	100.00%	38,203,795	100.00%	45,000.00	420,241,743	100.00%

注：微博开曼的增资金额 23,434.23 万元人民币系 3,473.18 万美元等值人民币。

由上表可知，在 2019 年的增资中，海南金慧的增资比例低于该次增资前持股天下秀的比例，李檬通过其控制的利兹利按照利兹利和永盟两家主体合计持有天下秀的股份比例增资，招远秋实、澄迈新升、中安润信、上海沁朴和宏远伯乐未参与增资，上述股东未等比例足额增资部分由微博开曼补足。

就上述增资事宜，根据微博开曼、利兹利、嘉兴腾元、厦门赛富、麻隆金实、

杭州长潘、海南金慧、文泰投资出具的《关于出资的确认函》并经核查其有限合伙协议、其他对外投资情况等，该等本公司/合伙企业用于认购上述新增股份的资金均为自有或合法自筹资金，不存在非法募集的情形，上层亦不存在代持或结构化安排等情形，资金来源及上层出资结构均符合法律法规、规范性文件以及中国证券监督管理委员会的规定。

根据对微博开曼 2018 年年报的查询，微博开曼系纳斯达克上市公司 Weibo Corporation 的全资下属公司，2018 年 Weibo Corporation 共实现净利润 5.72 亿美元，截至 2018 年末现金及现金等价物合计 12.35 亿美元，资金实力较强。根据工商查询，嘉兴腾元和厦门赛富的执行事务合伙人均为天津赛富盛元投资管理中心（有限合伙），系较为知名的投资机构，有较多的其他对外投资，且嘉兴腾元和厦门赛富均已取得私募投资基金备案，资金实力较强。

根据麻隆金实的工商查询，麻隆金实的执行事务合伙人为深圳琮碧秋实投资管理有限公司，深圳琮碧秋实投资管理有限公司也为招远秋实之两名普通合伙人之一，招远秋实系招商证券下属子公司管理的股权投资基金，深圳琮碧秋实投资管理有限公司具备较强的投资管理能力，其管理的麻隆金实已取得私募投资基金备案。

根据杭州长潘的工商查询，杭州长潘的执行事务合伙人杭州摩根士丹利长涛投资管理合伙企业（有限合伙），其执行事务合伙人为摩根士丹利（中国）股权投资管理有限公司，主要出资人为 Morgan Stanley Pacific Limited，系市场知名投资机构，杭州长潘已取得私募投资基金备案。

根据海南金慧的网络检索检索，海南金慧的执行事务合伙人和主要出资人为石皓天，石皓天担任海南慧远地产有限公司的法定代表人，且通过海南慧远地产投资有限公司持有海南慧远地产有限公司 80% 的股权，海南慧远地产有限公司注册资本为 60,000 万元，截至 2018 年实缴出资为 30,000 万元，表明海南金慧的主要出资人具备较强的出资能力。

根据文泰投资的工商资料查询，文泰投资的执行事务合伙人为成都文轩股权投资基金管理有限公司，新华文轩（601811.SH）的全资子公司文轩投资有限公司系成都文轩股权投资基金管理有限公司的第一大股东，且为文泰投资的第一大有限合伙人的最大出资人，新华文轩 2018 年度实现归母净利润为 8.68 亿元，2018 年末货币资金为 26.09 亿元，资金实力较强。文泰投资已取得私募投资基金备案。

二、增资款项的必要性与合理性及对评估值的影响

(一) 增资款项的具体用途、使用明细及余款情况

根据天下秀与瑞莱嘉誉签署的《股份转让协议》，天下秀已分别于 2018 年 12 月 3 日及 2019 年 1 月 25 日向瑞莱嘉誉支付股份转让款 1 亿元和 2 亿元。

2018 年 12 月 3 日，天下秀召开股东大会审议通过《关于同意公司新增投资 4.5 亿元的议案》。根据中汇出具的《验资报告》（中汇会验[2019]1801 号），截至 2019 年 4 月 18 日，4.5 亿元增资款已全部到位。根据天下秀的确认，本次增资款中，3 亿元用于置换天下秀已支付的股份转让款，剩余 1.5 亿元预计将全部用于支付剩余部分股份转让款。

(二) 增资事项的必要性和合理性

2018 年 12 月 3 日，天下秀向瑞莱嘉誉支付股份转让款 1 亿元。2018 年 12 月 31 日，天下秀账面的货币资金余额为 5.35 亿元人民币，天下秀仍需向瑞莱嘉誉支付合计 4.7 亿元，后续股份转让款项的支付压力较大。针对天下秀受让慧球科技控制权而产生的资金缺口，天下秀可以通过股份融资或债权融资两种方式，若选用债权融资，资金的获取途径有限，且天下秀需要承担债务成本。鉴于天下秀的股东中存在实力较强的机构，因此通过股东增资的股份融资方式更为适宜。

2017 年 12 月 31 日，天下秀账面的货币资金余额为 6.98 亿元，2018 年 12 月 31 日，天下秀的账面货币资金余额有所下降（加回因支付瑞莱嘉誉股份转让款项 1 亿元），主要系 2018 年天下秀加大了对品牌客户的开拓，针对品牌客户的收入增多，而品牌客户主要为资金实力较强和品牌影响力较大的优质客户，天下秀给予品牌客户一定的信用期，导致天下秀营运资金的需求显著上升。根据天下秀的战略安排，未来将加大拓展品牌客户，因此天下秀需要持续加大营运资金的投入。天源评估对天下秀预测期的营运资金投入预测如下：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
营运资金	31,934.59	52,829.16	79,713.07	104,271.09	120,311.73	120,311.73
营运资金净增加额	5,693.28	20,894.56	26,883.91	24,558.02	16,040.63	-

由上表可见，天下秀在资产评估的收益法预测期间将不断追加营运资金投入，因此天下秀账面的货币资金将用于支持后续业务的持续发展，无法充分用于支付

股份转让款项。

综上所述，天下秀通过股东增资方式获取支付股份转让款所需资金，有利于保障天下秀的稳定持续经营，支持未来的战略安排，提升天下秀在极端情况下的抗风险能力，具有必要性和合理性。

（三）上述增资事宜对评估值的影响

2018年12月3日，天下秀向瑞莱嘉誉支付第一期股份转让款1亿元，2019年1月24日，上市公司股份完成过户，2019年1月25日，天下秀向瑞莱嘉誉支付第二期股份转让款2亿元。截至2019年5月31日，天下秀将已经向瑞莱嘉誉支付的3.00亿元股份收购款暂列“其他非流动资产”。

截至2019年4月18日，天下秀股东合计增资的4.5亿元增资款已全部到位，直接通过期后事项在评估报告的评估结论基础上调增4.5亿元。

三、支付上述股权转让款对天下秀运营资金和持续经营能力的影响

根据《股份转让协议》，天下秀应向瑞莱嘉誉合计支付5.7亿元的股份转让对价。

本次股份转让款5.7亿元中4.5亿元系通过增资专项筹集，剩余1.2亿元拟从天下秀日常经营留存的资金中支付。由于天下秀评估基准日合并口径货币资金余额达5.35亿元，扣除正常经营所需的营运资金，足以支付剩余的股份转让款，因此，支付股份转让款不会对天下秀的运营资金和持续经营能力产生影响。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，根据天下秀进行增资的股东出具的说明，增资资金来源于自有或合法自筹的资金，本次天下秀增资的主要目的系为支付上市公司股份转让款项，避免影响公司正常运营、未来的战略开拓以及根据互联网行业管理储备一定的资金用于应对极端风险，此次增资具有必要性和合理性；本次评估未考虑期后增资事项对评估结论的影响，增资作为期后事项对交易作价进行了调整；在增资基础上结合天下秀货币资金状况及未来现金流入的预测，天下秀支付股份转让款将不会对天下秀运营资金和持续经营能力产生不利影响。

问题三、申请文件显示，截至评估基准日2018年12月31日，标的资产天

下秀 100%股权的评估值为 394,656.78 万元，增值率为 373.32%，经调整最终确定交易价格为 399,500 万元。请你公司结合天下秀行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、广告投放效果及与竞争对手的比较情况、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露标的资产评估增值率的合理性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

答复：

根据本次评估报告，天下秀在评估基准日的评估值为 394,656.78 万元，评估值与合并财务报表中归属于母公司的所有者权益 83,379.84 万元相比增加 311,276.94 万元，增值率为 373.32%；与母公司财务报表中所有者权益 90,661.48 万元相比增加 303,995.30 万元，增值率为 335.31%。

资产评估增值的主要原因是天下秀在新媒体营销领域具备较强的竞争力，与行业内竞争对手相比盈利能力较强。与同行业公司市盈率情况以及可比收购案例市盈率、评估增值率等进行比较，天下秀评估增值率也较为合理。对资产评估增值率的合理性分析具体如下：

一、行业竞争情况

（一）所处行业地位及市场竞争格局

天下秀所处的新媒体营销行业是互联网营销行业的一个细分领域，发展受互联网行业和广告行业的双重影响。

我国互联网营销服务行业与国外成熟市场的互联网营销服务行业相似，属于开放性行业，没有严格的行业壁垒和管制，行业内参与者众多且细分化程度较高。各家互联网营销服务商根据自身定位、拥有的独特资源优势参与行业竞争，整个行业市场化程度较高，行业集中度不高、较为分散，各服务商市场占有率较低。

根据艾瑞咨询公布的数据，2018 年中国网络广告市场规模预计约为 4,914.00 亿元，中国网络广告市场社交广告市场规模预计约为 613.50 亿元。2018 年度，天下秀实现营业收入为 12.10 亿元，约占 2018 年中国网络广告市场规模的 0.25%，占 2018 年中国网络广告市场社交广告市场规模的比例约为 2%，在较为分散的互联网广告行业内处于较为领先的地位。

（二）核心竞争力

天下秀是一家基于大数据的技术驱动型新媒体营销服务公司，致力于为广告主提供智能化的新媒体营销解决方案，实现产品与消费者的精准匹配，帮助广告主低成本获取客户以及带动产品销售和口碑转化，同时帮助海量文化创意产业、数字内容产业的新媒体从业者实现高效便捷的价值变现。天下秀提供的主要服务包括新媒体营销客户代理服务、新媒体广告交易系统服务。

社交媒体、短视频、音频、直播等新媒体传播平台的快速发展促成了大量新媒体从业者的诞生和自媒体的繁荣，天下秀始终关注并紧紧把握这一营销发展趋势，为大量国内外品牌与中小企业广告主提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、社交媒体账户运营、营销效果监测等一系列新媒体营销客户代理服务。在广泛的新媒体营销实践中，天下秀积累了大量的客户资源和新媒体资源，并在服务过程中收集和产生了大量且多维度的新媒体数据，形成了丰富的新媒体营销经验和对新媒体营销的深刻理解。

天下秀的竞争优势如下：

1. 先发优势

天下秀是国内较早进入新媒体营销行业的企业之一。天下秀较早意识到中国媒体的去中心化趋势，提出媒体“去中心化”的新媒体营销概念，并秉承媒体“去中心化”的理念，围绕新媒体价值这一核心，构建了一个助力客户及新媒体成长的完整营销体系。

经过多年发展，天下秀已经在行业经验、人才、技术、大数据积累、分析及监测等方面占据独特的优势，更重要的是天下秀具有较强的前瞻性意识，接下来将继续为客户及新媒体的成长，提供更大的助力。

2. 客户资源优势

天下秀多年来深耕社交网络广告行业，赢得广大客户的信赖和认可。天下秀主要服务的客户涵盖信息技术（含互联网）、金融、快速消费品、汽车、家电数码等行业。客户资源既包括宝洁、京东、伊利、苏宁等品牌客户，同时覆盖信息技术（含互联网）、快速消费品等多领域的中小客户。随着近年来社交网络的繁荣发展，无论是品牌客户还是中小客户都越来越注重社交网络广告营销，这些客户为天下秀在社交网络广告领域持续快速发展奠定了基础。

3. 创新能力优势

天下秀长期专注于互联网社交网络广告行业，从早期提出“去中心化”的新

媒体营销概念，并秉承媒体“去中心化”的理念在行业内深耕挖掘，并一直居于较为领先的地位。同时，天下秀紧跟社交网络广告行业发展趋势并引领行业不断前行，提供兼顾品牌与小微企业的智能解决方案，为客户持续提供具有创新意义、引领时尚的广告策划、制作、投放及数据监测等服务。

4. 技术优势

天下秀自主研发建立的 WEIQ 新媒体大数据系统是天下秀主营业务的基础。基于天下秀自有服务器，天下秀不断积累新媒体数据，沉淀社交资产，形成数据挖掘智库系统，进行高效的撮合，实现营销广告精准投放，提升广告转化效果。WEIQ 系统运用大数据分析技术对自媒体账号的行业分类、粉丝结构、粉丝活跃度和社交影响力评级等进行多维度评估和量化，并向自媒体账号建议广告报价，建立了行业数据监测及价值评估体系，既有利于广告主精准投放，又有利于自媒体账号的价值变现，具有行业领先性。

5. 自媒体资源优势

天下秀专注于为客户提供社交网络广告推广服务，其推广中心包括微博、微信、直播平台等众多平台，实现了跨平台自媒体推广，并汇集了丰富的自媒体资源。各个平台的自媒体资源均可以通过天下秀的推广中心实现流量变现，天下秀也通过丰富的自媒体资源和积累的自媒体推荐能力，为不同投放需求的客户提供优质、专业的行业营销解决方案。

天下秀核心竞争优势为通过先发累积的行业经验、人才、技术、大数据、分析及监测等方面占据独特的优势，以及通过大量数据建立的新媒体大数据系统。新媒体营销行业门槛较低，但经验积累和大数据算法的影响至关重要。对于天下秀的核心竞争优势难以在短期内被同类企业所超越，且天下秀自身对于自身竞争优势将继续加强深化，预计竞争优势能保持较长的时间。

（三）广告投放效果

根据国家统计局数据显示，2018 年中国广告经营额为 7,991.49 亿元，较上年增长 15.88%。根据艾瑞咨询 2017 年度中国网络广告核心数据显示，中国网络广告市场规模达到 3,750.10 亿元，同比增长 30%，预计在 2018 年增速仍保持在 30% 以上。从绝对值来看，中国网络广告发展仍旧显示出较为良好的生命力预计在 2020 年市场规模将近 8,000 亿元，增长速度明显高于广告行业整体水平。互

联网广告中的社交平台广告，由于在展现营销创意、建立品牌共鸣、产生互动和转化等方面具有优势，随着用户依赖性加强，且不断尝试新型广告形式，广告投放效果明显好于传统广告媒体，未来仍有较高的增长空间。

天下秀提供的主要服务包括新媒体广告交易系统服务、新媒体营销客户代理服务。两种业务均非通过广告投放效果收费，广告投放效果最终体现于业务量的增长上。

根据艾瑞咨询公布的数据，2018年中国网络广告市场规模预计约为4,914.00亿元，中国网络广告市场社交广告市场规模预计约为613.50亿元。2018年度，天下秀实现营业收入为12.10亿元，约占2018年中国网络广告市场规模的0.25%，占2018年中国网络广告市场社交广告市场规模的比例约为2%。天下秀收入规模整体高于微盟集团、中国有赞等同行竞争对手公司，在行业内处于较为领先的地位。这也从侧面证明了，相较于同行业内其他公司，天下秀的广告投放效果更受到客户的青睐。

（四）竞争对手发展状况

天下秀所处的新媒体营销行业是互联网营销行业的一个细分领域，细分领域内天下秀暂无同规模的竞争对手，天下秀管理层认为相类似的竞争对手例如微盟集团、中国有赞和浙江集商网络科技有限公司等基于社交平台发展的公司。其中浙江集商网络科技有限公司未能在公开平台获取其经营数据。对于微盟集团（2013.HK）和中国有赞（8083.HK），具体情况如下：

1. 微盟集团（2013.HK）

微盟集团是一家从事智能商业生态的互联网多元化集团企业。早期主要业务是上海微盟企业发展有限公司推出的一个针对微信公众账号提供营销推广服务的第三方平台。经过5年的高速发展，微盟业务扩展至软件开发、广告营销，电商、金融、投资和大数据等。

微盟的优势在于，与腾讯广点通成长期的营销推广合作。微盟将借助广点通的海量流量为商户微信提供流量服务。通过该平台，广大中小商户可在腾讯QQ、腾讯空间、微信公众号等一系列的移动媒体中进行商品推广和广告，轻松获取优质流量。除此之外，微盟为广大商户提供了各类营销工具，包括微信墙、

刮刮卡、大转盘等活动类工具和微信打印机、智能商用 wifi 等硬件入口设备，进而帮助广大商户更好地将线下优质流量引入到微信平台。

微盟集团历史经营数据情况如下：

关键指标	2015A	2016A	2017A	2018A
营业总收入（万元）	11,400.80	18,917.40	53,401.10	86,503.10
增长率（%）	-	65.93	182.29	61.99
毛利率（%）	86.13	88.24	64.46	59.84
归母净利润（万元）	-8,851.20	-7,732.30	283.10	-108,920.60
增长率（%）	-	12.64	103.66	-38,574.25

2. 中国有赞（8083.HK）

中国有赞是一个商家服务公司，旨在为商家提供微商城和完整的新零售解决方案，2012 年开始一直专注于产品“微商城”。

中国有赞目前旗下拥有：有赞微商城、有赞零售、有赞美业、有赞小程序、有赞学院等全面帮助商家经营移动社交电商和全渠道新零售的 SaaS 软件产品及人才服务，面向开发者的“有赞云”PaaS 云服务，面向品牌商的有赞推广、有赞分销，面向消费者的有赞精选、有赞微小店等服务。

中国有赞历史经营数据情况如下：

关键指标	2015A	2016A	2017A	2018A
营业总收入（万元）	9,163.64	7,141.23	18,341.74	60,640.79
增长率（%）	27.86	-16.62	156.84	230.62
毛利率（%）	30.90	29.88	12.56	33.75
归母净利润（万元）	-13,568.98	-18,915.14	-9,896.97	-44,400.58
增长率（%）	-25.34	-39.40	47.68	-348.63

可以看到，天下秀在营业收入规模和盈利能力方面较微盟集团和中国有赞都有着明显的优势，但微盟集团主要以企业 Saas 服务和基于微信生态的广告投放为主营业务，而中国有赞主要提供微商城的电商解决方案，相对天下秀基于社交平台中独立的自媒体营销模式存在一定的差异，不具备完全可比性。但由于微盟集团、中国有赞和天下秀均是随着社交媒体的发展而不断成长，尽管商业模式存在一定的差异，但是能基本反映移动互联网的流量变现和商业价值，因此从市场

对微盟集团和中国有赞较为乐观的发展预期来看，表明移动互联网的流量变现增长前景较好。

二、同行业上市公司及可比交易案例市盈率情况

（一）同行业上市公司市盈率情况

截至 2018 年 12 月 31 日可比公司的市盈率指标如下表所示：

证券代码	证券简称	2018 年度归属于母公司所有者的净利润（万元）	市盈率
300058.SZ	蓝色光标	38,895.42	24.35
002131.SZ	利欧股份	-185,950.81	-
002712.SZ	思美传媒	3,152.18	110.08
603825.SH	华扬联众	12,835.88	24.86
300612.SZ	宣亚国际	2,106.21	114.76
平均值		54.81	
标的公司		25.30	

注 1：华扬联众和宣亚国际上市时间较短，未纳入本次评估参数所选可比上市公司范围。但上述两家上市公司从业务角度来看与天下秀相似度较高，财务数据可比性较强，故纳入本次可比范围；

注 2：标的公司市盈率=本次交易作价/标的公司 2018 年度归属于母公司所有者的净利润；

注 3：可比上市公司市盈率=上市公司 2018 年 12 月 31 日总市值/可比上市公司 2018 年度归属于母公司所有者的净利润。

目前上市公司中尚无与天下秀服务类别和业务结构非常相似的公司。其中：

1. 蓝色光标

蓝色光标是一家在中国大陆为企业提供品牌管理服务的行业龙头企业，主要提供品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务。

根据蓝色光标 2018 年年报披露数据显示，2018 年蓝色光标实现营业收入大幅增长，达到 2,310,396.85 万元，同比增长 51.69%。其中，出海广告业务和海外公司业务大幅增长，出海广告投放业务收入更是较 2017 年增长 178.75%，占蓝色光标主营业务收入的比例高达 52.38%。

可见，蓝色光标收入增长的来源主要依托于公司拓展海外市场带来的新的市场份额，而天下秀专注于国内互联网广告市场，两者在服务区域上存在差异。

2. 利欧股份

利欧股份在 2014 年度至 2015 年度收购互联网广告相关公司后，数字营销服务已覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等完整的服务链条，建立了从基础的互联网流量整合到全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台。

根据利欧股份 2018 年年报披露数据显示，利欧股份 2018 年实现营业收入 1,225,003.86 万元，同比增长 15.87%。

利欧股份布局全数字营销服务生态，构建了同时覆盖品牌客户和效果类客户、覆盖全部数字媒体（头部媒体、长尾媒体、精准类媒体）、提供全品类服务的业务体系。利欧股份在进入数字营销行业后，整合了较多行业内各类资源，涉及业务类型较多，各资源之间的协同效应尚未体现。

天下秀长期耕耘于社交网络广告细分领域，经过多年发展，天下秀已经在行业经验、人才、技术、大数据积累、分析及监测等方面占据独特的优势，处于快速发展阶段。

3. 思美传媒

思美传媒是一家为客户提供从市场调研、品牌策划、广告创意、广告设计到媒介策划、监测评估等服务的综合服务类广告公司。思美传媒通过数字、内容、媒介三大引擎驱动资源高效整合，实现互联网及移动端全景化精准营销、“IP 源头+内容制作+营销宣发”的内容产业化运营和优质的媒介运营服务，构建产品化平台，提供全产业链整合营销服务。

根据思美传媒 2018 年年报披露数据显示，2018 年度思美传媒实现营业收入 528,252.91 万元，同比增长 26.16%。其中，实现营销服务业务收入 417,138.08 万元，比上年同期增加 20.75%。

思美传媒营销服务业务包括电视、互联网、户外、广播、报纸、杂志等全媒体策划及代理，综艺节目及影视剧宣发，品牌管理与广告创意等，主要以电视等传统媒体与互联网新媒体相结合，采用冠名、赞助、植入营销等方式，为客户传递品牌价值。

天下秀着眼于新媒体营销，随着细分行业规模的快速扩张高速发展，成长性好于结合传统媒体与新媒体带来收入增长的思美传媒。

4. 华扬联众

华扬联众一直专注于为客户提供互联网广告服务，在深入了解客户业务与品

牌发展战略的基础上针对客户的广告需求制定符合客户品牌与业务发展战略规划的互联网整合营销整体解决方案，并通过制作相应的广告内容、采购互联网媒体资源进行广告投放；同时运用技术手段分析和监测广告投放进程和结果，并对客户下一阶段的互联网营销策略提出调整优化建议。

根据华扬联众 2018 年年报披露数据显示，2018 年华扬联众实现营业收入 1,074,770.66 万元，同比上年增长 30.81%。其中，互联网广告服务实现收入为 1,010,855.41 万元，同比增长 33.04%，继续保持较高速增长。

华扬联众作为互联网广告行业的典型企业，其收入增长趋势符合网络广告行业的规模增速。天下秀作为社交网络广告行业内的典型企业，其历史年度增长趋势也基本符合社交广告行业规模增速。从增速来说，天下秀所处社交网络广告细分领域规模增速高于华扬联众网络广告行业规模增速。

5. 宣亚国际

宣亚国际是国内领先的整合营销传播服务商，配合客户的目标市场及渠道、终端，为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位整合营销传播服务，公司的主营业务包括传统营销、数字营销以及娱乐营销等业务模块。

根据宣亚国际 2018 年年报披露数据显示，2018 年宣亚国际实现营业收入 36,928.12 万元，同比上年减少 26.80%。其中数字营销收入达到了 23,134.47 万元，约占营业收入的 62.65%，同比上年减少 15.48%。

宣亚国际的客户主要集中于汽车行业，公司来源于汽车行业的收入占公司历年营业收入的比重较高。受宏观经济影响，2018 年我国汽车产量和销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别下降 4.16%和 2.16%，是近年来首次出现下滑。下游行业的需求萎缩导致宣亚国际营业收入受到较大影响。

天下秀的客户主要集中在快速消费品和电商行业，2018 年我国全年居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.1%，社会消费品零售总额为 38 万亿元，比上年增长 9.0%，最终消费支出对经济增长的贡献率为 76.2%。乡村消费品零售额同比增长 10.1%，比城镇高 1.3 个百分点。网上零售增势强劲，全年网上零售额为 9 万亿元，比上年增长 23.9%。居民收入平稳增长，对消费形成一定支撑。与宣亚国际相比，下游行业的持续增长是天下秀业务保持快速增长的重要动力基础。

综上所述，天下秀专注于互联网广告行业的社交网络行业细分领域，与数字营销结合传统广告行业的各上市公司相比成长性较高；同时，与客户类型较为集

中的上市公司相比，天下秀的客户类型更为广泛，主要客户所处消费行业的支撑力较强。

从同行业来看，2018年部分公司出现亏损，而天下秀的经营业绩增速较快。同行业上市公司的市盈率平均值为54.81，标的公司的静态市盈率为25.30，市盈率低于同行业上市公司平均水平。

（二）可比交易案例市盈率情况

股票代码	股票名称	交易标的	交易比例	评估基准日	动态市盈率	调整后动态市盈率
300467.SZ	迅游科技	成都狮之吼科技有限公司	100.00%	2016/12/31	14.47	13.20
300343.SZ	联创互联	上海鳌投网络科技有限公司	49.90%	2018/3/31	11.18	11.04
002291.SZ	星期六	杭州遥望网络股份有限公司	88.57%	2018/5/31	12.72	11.67
603608.SH	天创时尚	北京小子科技有限公司	100.00%	2017/3/31	13.50	13.12
002115.SZ	三维通信	江西巨网科技股份有限公司	81.48%	2016/12/31	14.52	13.86
600242.SH	中昌数据	上海云克网络科技有限公司	50.00%	2016/12/31	13.97	14.11
平均值					13.40	12.83
本次交易					16.11	13.83

注：可比交易的动态市盈率=100%股权对应的评估价值/首年承诺净利润；调整后动态市盈率=(100%股权对应的评估价值-溢余资产-非经营性资产+非经营性负债)/首年承诺净利润

可比交易案例的可比性分析如下：

1. 成都狮之吼科技有限公司（以下简称：狮之吼）

2017年，迅游科技以发行股份和支付现金相结合的方式购买狮之吼100%的股权，交易金额为270,000万元。

狮之吼成立于2014年，主营业务集中于移动互联网领域，以手机工具类软件的研发和推广为主要业务，收入主要来源为在自有移动软件内向用户展示广告带来的收入。

狮之吼虽然以手机系统工具软件的研发和推广为主业，但其盈利模式基于互联网广告，与天下秀同受互联网广告行业的影响，相对较为可比。

2. 上海鳌投网络科技有限公司（以下简称：鳌投网络）

2018年，联创互联通过发行股份及支付现金方式购买鳌投网络49.90%股权，交易总价为68,363.00万元。

鳌投网络的主营业务是为客户提供包括品牌策略制定、媒介投放、互动传播、社会化内容营销、营销活动策划执行等整合营销业务和互联网广告投放业务，构建了新媒体整合营销服务闭环。鳌投网络深耕汽车行业营销领域，主要客户集中于汽车、互联网、消费电子、快消等行业，服务的主要客户包括一汽丰田、丰田中国、一汽大众、上汽通用、上汽大众、吉利汽车等知名企业。

从主营业务定位以及客户类型上来说与天下秀侧重略有不同，但整体业务较为可比。

3. 杭州遥望网络股份有限公司（以下简称：遥望网络）

2018年，星期六以发行股份及支付现金方式购买遥望网络88.5651%股权，交易价格确定为177,130.21万元。

遥望网络主要从事互联网营销业务，主营业务具体包括互联网广告投放和互联网广告代理业务。

互联网广告投放业务系遥望网络通过整合市场上包括导航网站、门户网站、移动应用市场在内的优质流量资源和个人网站、论坛等中长尾流量资源，通过在流量资源中设置广告位和推广链接等广告素材，将广告主的营销需求按年龄、职业、地域等多维度属性展现给用户，以达到展现、点击、安装、注册、购买的营销推广效果的业务类型。

互联网广告代理业务是指遥望网络针对广告主需求，通过腾讯广点通等互联网平台为广告主投放广告。

遥望网络的广告类型更偏向于效果型，天下秀的广告类型更偏向于展示型。双方业务侧重不同，客户诉求不同，所依赖的媒体资源也有所不同，但是两者均处于互联网广告行业的大环境下，影响因素基本相似，故较为可比。

4. 北京小子科技有限公司（以下简称：小子科技）

2017年，天创时尚发行股份及支付现金购买小子科技100%股权，交易价格确定为87,750.00万元。

小子科技主营业务为移动互联网营销，具体包括移动应用分发与推广以及移动互联网广告的程序化投放。

小子科技的移动应用分发与推广业务是指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。小子科技在完成推广后，根据合同约定的结算方式与客户进行结算，获得收入。

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。

小子科技结合了狮之吼的相关业务和遥望网络的相关业务，与天下秀同处互联网广告行业，较为可比。

5. 江西巨网科技股份有限公司（以下简称：巨网科技）

2017 年，三维通信通过发行股份及支付现金相结合的方式购买巨网科技 81.48% 股权，交易作价 109,997.15 万元。

巨网科技主要从事互联网广告投放业务，主营业务包括：广告投放业务、游戏联运业务、自媒体广告业务。

广告投放业务通过移动广告平台以及网络联盟平台整合移动互联网各类型的流量资源，为广告主快速、精准推广各种产品提供一站式落地服务，从而获取产品推广收入。

游戏联运业务系巨网科技与游戏研发厂商或游戏代理商进行合作的业务。在合作过程中，游戏开发或发行商将游戏产品授权给巨网科技旗下平台运营，提供相关运营支持，包括活动设计、活动配置、处理游戏用户的问题、游戏版本更新等工作；巨网科技旗下平台负责把相应的游戏产品放置到平台上进行用户导入、运营辅助等相关工作。每月以游戏服务器内用户在游戏产品中通过平台消费的游戏币数据为依据按比例分成确认收入。

自媒体广告业务系巨网科技在自主运营及合作的网站、微信公众号的页面上放置广告位，当接到客户广告投放需求后，巨网科技会为广告客户挑选功能定位相符、用户相关性高的网站或者微信公众号进行广告的精准投放的业务。

巨网科技的主要业务来源是广告投放业务，其自媒体业务与天下秀更为相似，但天下秀着眼于自媒体自身的推广营销能力，与设置广告位的方式略有不同，从整体上来说仍然较为可比。

6. 上海云克网络科技有限公司（以下简称：云克科技）

2017 年，中昌数据以发行股份及支付现金的方式购买云克科技 100% 股权，交易价格为 100,500.00 万元。

云克科技凭借多年累积的数字营销策划、运营经验及媒体的挖掘和整合能力，提供涵盖投放策略制定、媒介采购与执行、效果监测与优化的综合解决方案，是国内领先的全球化数字营销解决方案提供商。云克科技的业务主要可以分为三类：精准营销服务、效果营销服务、品牌广告服务。

精准营销服务是通过数据挖掘和分析，对互联网用户的络浏览行为进行跟踪分析，从而根据分析结果对互联网用户进行精准识别，准确、高效、经济地为广告主在搜索引擎媒体及移动等平台上进行精准的广告投放，同时向特定用户推送需求度较高的商品和服务。

效果营销是根据广告主的要求，通过在移动互联网网站、移动浏览器、移动应用市场、APP 客户端等移动数字媒体以及搜索引擎多种渠道投放广告，面向手机、平板电脑等移动智能终端用户，实现 APP 下载、注册、安装、激活或购买行为的营销方式。

品牌广告是以对商品和企业形象的分析为基础，制定针对性的品牌形象广告投放策略，让投放营销策略与客户品牌形象和企业相符，通过云克科技合作优势移动媒体渠道提供的众多优质展示类广告资源进行品牌广告投放，帮助客户提升品牌形象，并使消费者对客户品牌产生信赖。

云克科技的广告投放类型与遥望网络较为类似，同时结合了效果类和展示类广告，与天下秀同处互联网广告行业，较为可比。

综上所述，可比交易案例与天下秀具有可比性，但可比交易案例细分领域与天下秀略有不同，相较而言，天下秀所处社交网络广告行业更具有成长性，未来增长趋势也更快。

可比交易的市盈率平均值为 13.40，扣除溢余及非经营性资产净额影响后，上述可比交易的动态市盈率倍数的平均值为 12.83；同口径剔除溢余及非经营性资产净额影响后，天下秀的动态市盈率为 13.83，市盈率略高于同行业可比交易的平均水平，主要原因系天下秀处于基于社交的新媒体营销领域，相比传统新媒体营销领域增长较快，且天下秀在该领域中具备先发优势，竞争力较强。

（三）可比交易案例评估增值率情况

股票代码	股票名称	交易标的	归母净资产 增值率	净资产增值 率
300467.SZ	迅游科技	成都狮之吼科技有限公司	915.29%	1014.79%
300343.SZ	联创互联	上海鳌投网络科技有限公司	584.78%	8042.11%
002291.SZ	星期六	杭州遥望网络股份有限公司	262.35%	304.68%
603608.SH	天创时尚	北京小子科技有限公司	871.06%	2336.22%
002115.SZ	三维通信	江西巨网科技股份有限公司	828.18%	958.38%
600242.SH	中昌数据	上海云克网络科技有限公司	2994.39%	4470.85%
		平均值	1076.01%	2854.51%

天下秀在评估基准日的评估值为 394,656.78 万元，评估价值与合并财务报表中归属于母公司的所有者权益相比增值率为 373.32%，与母公司财务报表中所有者权益相比增值率为 335.31%。本次天下秀评估增值率低于可比交易案例评估增值率平均水平，增值率具备合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，天下秀在新媒体营销领域具备较强的竞争力，与行业内竞争对手相比盈利能力较强；与同行业公司市盈率情况以及可比收购案例市盈率、评估增值率等进行比较，天下秀评估增值率较为合理。

问题四、申请文件显示，最近三十六个月内，天下秀进行了四次增资和两次股权转让。其中，2016 年 4 月，利兹利和永盟向天下秀增资，增资价格每注册资本 1 美元，投后估值 1,811 万美元。2016 年 11 月，澄迈新升投资管理中心（有限合伙）、微博开曼和北京宏远伯乐投资中心（有限合伙）以每注册资本 4.42 美元和 4.69 美元的价格增资，天下秀投后估值为 10,878 万美元；同时，Show World HK 以 4.69 美元/注册资本向海南金慧投资管理中心（有限合伙）转让天下秀股权，转让对应估值 8,500 万美元。2017 年 1 月，永盟等四名股东向上海沁朴股权投资基金合伙企业（有限合伙）等四名股东以 121.91 元 / 注册资本价格转让股权，对应估值 300,000 万元。2017 年 6 月，杭州长潘和深圳市招远秋实投资合伙企业（有限合伙）以 9.58 元/股价格增资，投后估值为 366,121 万元；2019 年 3 月，微博开曼等八名股东以 11.78 元/股增资，投后估值为 495,000 万元。请你公司：1) 结合上述历次股权转让和增资之间、与本次交易之间天下

秀收入和盈利变化情况、前次股东入股后贡献情况、增资前后估值、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等，补充披露 2016 年 4 月以来历次增资和股权转让对应估值之间、及与本次交易作价差异的原因及合理性。2) 结合天下秀上述股东的持股时间、持股成本等，补充披露按各自股份被收购对价计算的总收益率和年化收益率。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合上述历次股权转让和增资之间、与本次交易之间天下秀收入和盈利变化情况、前次股东入股后贡献情况、增资前后估值、对应市盈率情况、控股权溢价和同行业可比交易等，补充披露 2016 年 4 月以来历次增资和股权转让对应估值之间、及与本次交易作价差异的原因及合理性

（一）天下秀 2016 年 4 月以来历次增资和股权转让情况

天下秀 2016 年 4 月以来历次增资对应估值、价格、原因及定价公允性：

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书的答复函

序号	事项	增资方	增加注册资本/股本 (万元/万美元)	投前估值(万元/万美元)	投后估值(万元/万美元)	增资价格	对应市盈率	增资原因及定价公允性
1	2016年4月第三次增资	利兹利	\$230.68	\$1,300	\$1,811	1 美元 / 1 美元注册资本 (实际以人民币出资, 即时汇率约为 6.9086)	4.05	本次增资为李檬通过其控制的两个主体入股天下秀有限, 系拆除境外红筹架构需要, 李檬将其在境外间接持有天下秀的相关权益移至境内, 李檬在境外按照票面价值退出, 经交易各方友好协商, 李檬在境内按照 1 美元/1 美元注册资本进行增资
		永盟	\$279.85			1 美元 / 1 美元注册资本 (实际以人民币出资, 即时汇率约为 6.9086)	4.05	
2	2016年11月第四次增资	澄迈新升	\$393.72	\$8,000	\$10,878	4.42 美元 / 1 美元注册资本 (实际以人民币出资, 即时汇率约为 6.8934)	24.26	本次增资系微博开曼、澄迈新升、宏远伯乐看好天下秀的长远发展而作出的安排, 微博开曼和澄迈新升本次增资对应的投前估值略低于宏远伯乐, 主要系微博开曼和澄迈新升洽谈增资事项的时间相对宏远伯乐更早, 考虑了一定的时间价值所致
		微博开曼	\$182.67	\$8,000		4.42 美元 / 1 美元注册资本	24.26	
		宏远伯乐	\$73.82	\$8,500		4.69 美元 / 1 美元注册资本 (实际以人民币出资, 即时汇率约为 6.8934)	24.26	
3	2017年6月第五次增资	杭州长潘	¥1,890.75	¥345,000	¥366,121	9.58 元 / 股	64.06	本次增资系招远秋实、杭州长潘看好天下秀的长远发展, 增资以满足天下秀业务规模快速扩张的资金需求, 本次增资的估值参考天下秀有限在 2017 年上半年的经营业绩合理确定, 相对前次股权转让的估值有所增长, 主要系 2017 年天下秀的经营业绩增长较为明显。

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书的答复函

		招远秋实	¥313.04				64.06	
4	2019年3月第六次增资	微博开曼	¥1,989.50	¥450,000	¥495,000	11.78 元/股	31.85	本次增资系天下秀部分股东看好天下秀长远发展而作出的安排，本次增资的资金用途为支付收购上市公司控制权对价，考虑到天下秀在 2018 年业绩持续提升，业务模式逐渐走向成熟，因此本次增资的估值相对前次增资有所增长
		利兹利	¥638.89				31.85	
		厦门赛富	¥285.46				31.85	
		嘉兴腾元	¥285.46				31.85	
		海南金慧	¥36.00				31.85	
		麻隆金实	¥288.00				31.85	
		文泰投资	¥108.00				31.85	
		杭州长潘	¥189.08				31.85	

注：①市盈率（PE）=投后估值/最近一年经审计标的公司净利润；

② 2017年发生的增资或股权转让以2016年经审计的净利润为基础计算市盈率，2016年发生的增资或股权转让以2015年未经审计的净利润3,090.97万元为基础计算市盈率）。

天下秀 2016 年 4 月以来历次股权转让价格对应估值、价格、原因及定价公允性：

序号	事项	转让方	受让方	转让注册资本（万美元）	转让估值（万元/美元）	转让价格	转让对价对应市盈率	转让原因及定价公允性
1	2016 年 11 月第一次股权转让	Show World HK	海南金慧	\$192.28	\$8,500	4.69 美元 / 1 美元 注册资本	18.96	Show World HK 向海南金慧转让天下秀的股权系海南金慧看好天下秀的长远发展而作出的安排；Show World HK 向嘉兴腾元、厦门赛富转让天下秀的股权，系天下秀拆除红筹架构需要，境外投资主体 SAIF 将相关权益平移至境内，嘉兴腾元、厦门赛富为 SAIF 在境内投资投资主体，本次股权转让价格与 SAIF、JAFCO 在境外退出对 Show World BVI 的价格保持一致；本次股权转让的投资者洽谈股权转让事宜的实际时间早于正式协议签署时间，因天下秀需拆除境外红筹架构，因此待
			嘉兴腾元	\$195.12	\$8,500		18.96	
			厦门赛富	\$195.12	\$8,500		18.96	

序号	事项	转让方	受让方	转让注册资本 (万美元)	转让估值 (万元/美元)	转让价格	转让对价对应市盈率	转让原因及定价公允性
								境外红筹架构拆除完毕后才在境内落地权益
2	2017年1月第二次股权转让	永盟	上海沁朴	\$32.81	¥300,000	121.91元 / 1美元 注册资本	52.49	本次股权转让系专业机构投资者受让天下秀有限股权，机构投资者基于天下秀2016年的业绩情况及未来成长预期，经转让方和受让方的友好协商，确定上述交易转让作价
			中安润信	\$41.01			52.49	
		海南金慧	麻隆金实	\$66.44			52.49	
		澄迈新升	麻隆金实	\$130.42			52.49	
			文泰投资	\$61.52			52.49	
		宏远伯乐	文泰投资	\$12.30			52.49	

（二）天下秀 2016 年 4 月以来历次增资和股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性

1. 天下秀 2016 年 4 月以来历次增资和股权转让对应估值与本次交易作价差异的原因及合理性：

天下秀 2016 年 4 月以来的历次股权转让价格均由交易双方/各方协商确定，历次增资价格均由增资方与天下秀协商确定并经天下秀股东大会审议通过。以上交易价格均不涉及天下秀控股权变动，不存在控股权溢价因素，交易价格对应的天下秀估值系由交易各方基于天下秀的收入利润情况、业务发展情况、未来盈利能力以及前次增资或股权转让价格等因素综合确定。

本次交易中，天下秀 100% 股权以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日的评估值为 394,656.78 万元，考虑期后事项调整后的价值为 3,995,074,390 元（3,946,567,800 元 - 570,000,000 元 + 450,000,000 元 + 168,506,590 元）。参考调整后价值，在交易各方的友好协商下，最终确定交易价格为 399,500 万元。本次交易价格与天下秀自 2016 年 4 月以来历次增资和股权转让定价之间存在差异的主要原因包括：

（1）收入和盈利情况差异

天下秀 2016 年、2017 年、2018 年收入和盈利情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
营业收入	120,957.83	72,541.92	47,615.65
利润总额	19,060.54	11,876.16	6,706.56
净利润	15,542.86	9,901.23	5,715.09
归属于母公司股东的净利润	15,788.39	10,136.85	5,923.85

如上表所示，由于天下秀的盈利能力不断增强，推动天下秀估值不断上涨。

（2）交易背景不同

本次交易系天下秀基于自身发展规划进行的资产证券化行为，天下秀通过本次交易将完成重组上市，进一步拓宽融资渠道，为后续业务的开展提供有力支撑，并将进一步提升自身品牌影响力；与此同时，资本市场的并购整合能力也将为天下秀后续扩大业务规模提供持续、强劲的推动力。

本次交易为上市公司向天下秀全体股东发行股份购买天下秀 100% 股权，并对天下秀进行吸收合并，上市公司为吸收合并方，天下秀为被吸收合并方；吸收合并完成后，天下秀将注销法人资格，上市公司作为存续主体，将承接（或其子公司承接）天下秀的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务。

天下秀 2016 年 4 月以来的历次增资和股权转让与本次交易的背景明显不同，导致估值存在一定差异。

（3）交易作价依据不同

本次交易系交易各方以具有证券期货业务资质的评估机构对天下秀 100% 股权的评估结果为基础，并考虑期后事项调整因素，最终经友好协商确定的。而 2016 年 4 月以来的历次增资和股权转让价格主要是根据天下秀的收入利润情况、业务发展情况、未来盈利能力以及前次增资或股权转让价格等因素由各相关方协商确定。定价方式的不同也导致上述股份增资和股权转让与本次交易估值存在一定差异。

（4）承担风险义务不同

天下秀 2016 年 4 月以来的历次增资和股权转让中，交易各方并未对天下秀的业绩约定承诺与补偿条款。本次交易中，天下秀全体股东与上市公司签订了明确可执行的《盈利预测补偿协议》；根据《盈利预测补偿协议》，天下秀全体股东承诺 2019 年、2020 年、2021 年上市公司因本次交易获得的资产实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于人民币 24,500 万元、人民币 33,500 万元、人民币 43,500 万元；如本次交易未能于 2019 年内实施完毕，各方同意将利润补偿期间顺延至 2022 年，届时各方将根据中国证监会等监管机构的要求另行商定可行的业绩承诺及利润补偿方案并签署补充协议。

在利润补偿期间的各年度内，若业绩承诺资产当期期末累积实现净利润低于当期期末累积承诺净利润的，业绩承诺股东应按照《盈利预测补偿协议》的约定履行补偿义务。

综上，2016 年 4 月以来历次增资和股权转让对应估值之间、及与本次交易作价之间的差异主要是因为天下秀收入和盈利情况、交易背景、交易作价依据和承担的风险义务不同等所致，具有合理性。

2. 本次交易与同行业可比交易对比：

本次交易的相对估值水平与 2016 年 4 月以来 A 股上市公司收购同行业可比标的的资产的相对估值水平比较情况如下：

股票代码	股票名称	交易标的	交易比例	评估基准日	静态市盈率
300467.SZ	迅游科技	成都狮之吼科技有限公司	100.00%	2016/12/31	21.76
300343.SZ	联创互联	上海鳌投网络科技有限公司	49.90%	2018/3/31	13.98
002291.SZ	星期六	杭州遥望网络股份有限公司	88.57%	2018/5/31	34.33
603608.SH	天创时尚	北京小子科技有限公司	100.00%	2017/3/31	16.67
002115.SZ	三维通信	江西巨网科技股份有限公司	81.48%	2016/12/31	27.86
600242.SH	中昌数据	上海云克网络科技有限公司	50.00%	2016/12/31	22.61
平均值					22.87
本次交易					25.30

注：1. 以上数据均来源于各上市公司的公告材料；2、静态市盈率=标的公司整体作价/标的公司上一会计年度归属于母公司股东的净利润。

如上表所示，本次交易中天下秀静态市盈率为 25.30 倍，略高于可比交易中上市公司收购标的的平均数，主要原因如下：

(1) 天下秀主营业务快速增长

2016 年、2017 年及 2018 年，天下秀主营业务收入分别为 47,615.65 万元、72,541.92 万元和 120,957.83 万元。2017 年、2018 年主营业务收入增长率分别为 52.35%、66.74%。预测 2018 年以后年度亦能保持较快的增长速度。主营业务快速增长，是天下秀市盈率相对略高的重要原因。

(2) 天下秀拥有独特的竞争优势

1) 先发优势

天下秀是国内较早进入新媒体营销行业的企业之一。天下秀较早意识到中国媒体的去中心化趋势，提出媒体“去中心化”的新媒体营销概念，并秉承媒体“去中心化”的理念，围绕新媒体价值这一核心，构建了一个助力客户及新媒体成长的完整营销体系。

经过多年发展，天下秀已经在行业经验、人才、技术、大数据积累、分析及监测等方面占据独特的优势，更重要的是天下秀具有较强的前瞻性意识，接下来将继续为客户及新媒体的成长，提供更大的助力。

2) 技术优势

天下秀自主研发建立的 WEIQ 新媒体大数据系统是天下秀主营业务的基础。基于天下秀自有服务器，天下秀不断积累新媒体数据，沉淀社交资产，形成数据挖掘智库系统，进行高效的撮合，实现营销广告精准投放，提升广告转化效果。WEIQ 系统运用大数据分析技术对自媒体账号的行业分类、粉丝结构、粉丝活跃度和社交影响力评级等进行多维度评估和量化，并向自媒体账号建议广告报价，建立了行业数据监测及价值评估体系，既有利于广告主精准投放，又有利于自媒体账号的价值变现，具有行业领先性。

3) 创新能力优势

天下秀长期专注于互联网社交网络广告行业，从早期提出“去中心化”的新媒体营销概念，并秉承媒体“去中心化”的理念在行业内深耕挖掘，并一直居于较为领先的地位。同时，天下秀紧跟社交网络广告行业发展趋势并引领行业不断前行，提供兼顾品牌与小微企业的智能解决方案，为客户持续提供具有创新意义、引领时尚的广告策划、制作、投放及数据监测等服务。

4) 客户资源优势

天下秀多年来深耕社交网络广告行业，赢得广大客户的信赖和认可。天下秀主要服务的客户涵盖信息技术（含互联网）、金融、快速消费品、汽车、家电数码等行业。客户资源既包括宝洁、京东、伊利、苏宁等品牌客户，同时覆盖信息技术（含互联网）、快速消费品等多领域的中小客户。随着近年来社交网络的繁荣发展，无论是品牌客户还是中小客户都越来越注重社交网络广告营销，这些客户为天下秀在社交网络广告领域持续快速发展奠定了基础。

5) 自媒体资源优势

天下秀专注于为客户提供社交网络广告推广服务，其推广中心包括微博、微信、直播平台等众多平台，实现了跨平台自媒体推广，并汇集了丰富的自媒体资源。各个平台的自媒体资源均可以通过天下秀的推广中心实现流量变现，天下秀也通过丰富的自媒体资源和积累的自媒体推荐能力，为不同投放需求的客户提供优质、专业的行业营销解决方案。

综上，本次交易作价是在综合考虑了天下秀主营业务快速增长、独特竞争优势等因素的基础上，经交易各方共同协商确定的，具有合理性。

二、结合天下秀上述股东的持股时间、持股成本等，补充披露按各自股份

被收购对价计算的总收益率和年化收益率

天下秀上述股东持股时间、持股成本、收购对价及相应的总收益率、年化收益率情况（不考虑所得税影响）如下：

序号	股东名称	持股时间	持股成本	持有注册资本金额（万元人民币/万美元）	对应股数（股）	持股金额（万元人民币/万美元）	本次交易前持股成本（万元人民币） ¹	交易价格（元/股）	本次交易取得对价（万元人民币） ²	年化收益率 ³	总收益率 ⁴
1	Show World HK	2015年4月	1美元/1美元注册资本	\$717.48	104,965,474	\$717.48	4,492.78	9.51	99,784.73	108.32%	2121.00%
2	利兹利	2016年4月	1美元/1美元注册资本	\$230.68	33,748,062	\$230.68	9,119.12	9.51	38,155.93	144.11%	318.42%
		2019年3月	11.78元/股	¥638.89 ⁵	6,388,897	¥7,525.44					

¹ 本次交易前持股成本=历次投入总资金-本次交易前卖出股份对应的成本，不考虑现金股利分红收益

² 本次交易取得对价=上市公司向该交易对方发行股份数量*本次交易中股份发行价格（3.00元/股）

³ 年化收益率按照复利计算

⁴ 总收益率=本次交易取得对价/本次交易前持股成本-1

⁵ 加深颜色单元格为天下秀有限整体变更为股份公司后对应的股本，因股改导致注册资本变化故加以区分

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书的答复函

3	永盟	2016年4月	1美元/1美元注册资本	\$206.02	30,140,914	\$206.02	1,423.34	9.51	28,653.26	153.91%	1913.10%
4	澄迈新升	2016年11月	4.42美元/1美元注册资本	\$201.78	29,519,997	\$891.87	6,148.01	9.51	28,062.99	77.90%	356.46%
5	麻隆金实	2017年1月	121.91元/1美元注册资本	\$196.86	28,799,992	¥23,999.04	27,391.38	9.51	30,116.37	4.38%	9.95%
		2019年3月	11.78元/股	¥288.00	2,879,999	¥3,392.33					
6	厦门赛富	2016年11月	4.69美元/1美元注册资本	\$195.12	28,545,610	\$916.04	9,548.77	9.51	29,850.36	72.11%	212.61%
		2019年3月	11.78元/股	¥285.46	2,854,561	¥3,362.37					
7	嘉兴腾元	2016年11月	4.69美元/1美元注册资本	\$195.12	28,545,610	\$916.04	9,548.77	9.51	29,850.36	72.11%	212.61%
		2019年3月	11.78元/股	¥285.46	2,854,561	¥3,362.37					
8	微博开曼	2016年11月	4.42美元/1美元注册资本	\$182.67	26,723,910	\$807.14	28,885.14	9.51	44,317.98	55.60%	53.43%

关于中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书的答复函

		2019年3月	11.78元/股	¥1,989.50	19,895,031	¥23,434.23					
9	杭州长潘	2017年6月	9.58元/股	¥1,890.75	18,907,513	¥18,119.70	20,346.80	9.51	19,771.73	-1.53%	-2.83%
		2019年3月	11.78元/股	¥189.08	1,890,751	¥2,227.10					
10	海南金慧	2016年11月	4.69美元/ 1美元注册 资本	\$125.84	18,410,435	\$590.20	4,409.89	9.51	17,843.98	74.69%	304.64%
		2019年3月	11.78元/股	¥36.00	359,994	¥424.04					
11	文泰投资	2017年1月	121.91元/ 1美元注册 资本	\$73.82	10,800,010	¥8,999.65	10,271.78	9.51	11,293.65	4.38%	9.95%
		2019年3月	11.78元/股	¥108.00	1,080,001	¥1,272.13					
12	宏远伯乐	2016年11月	4.69美元/ 1美元注册 资本	\$61.52	8,999,991	\$288.52	1,948.50	9.51	8,555.78	75.31%	339.10%
13	中安润信	2017年1月	121.91元/ 1美元注册 资本	\$41.01	5,999,994	¥4,999.80	4,999.80	9.51	5,703.85	5.48%	14.08%
14	上海沁朴	2017年1月	121.91元/ 1美元注册 资本	\$32.81	4,800,001	¥3,999.84	3,999.84	9.51	4,563.09	5.48%	14.08%
15	招远秋实	2017年6月	9.58元/股	¥13.04	3,130,435	¥3,000.00	3,000.00	9.51	2,975.93	-0.39%	-0.80%

根据上表，除杭州长潘、招远秋实外，上表其余 13 名股东均为天下秀的发起人，自天下秀从有限责任公司改制为股份有限公司至今，对天下秀的发展壮大作出了较大的贡献，亦将对天下秀未来业绩的增长持续产生贡献和影响力；因此，本次交易中，该等 13 名股东所持天下秀股份的收购对价相比持股成本的总收益率和年化收益率较高具有合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

1. 天下秀 2016 年 4 月以来历次增资和股权转让对应估值之间、及与本次交易作价之间的差异主要是因为天下秀收入和盈利情况、交易背景、交易作价依据和承担的风险义务不同等所致，具有合理性。

2. 天下秀在本次交易中的作价是在综合考虑了天下秀主营业务快速增长、独特竞争优势等因素的基础上，经交易各方共同协商确定，具有合理性。

3. 截至本回复函出具日，除杭州长潘、招远秋实外，天下秀剩余 13 名股东均为天下秀的发起人，自天下秀从有限责任公司改制为股份有限公司至今，对天下秀的发展壮大作出了较大的贡献，亦将对天下秀未来业绩的增长持续产生贡献和影响力；因此，本次交易中，该等 13 名股东所持天下秀股份的收购对价相比持股成本的总收益率和年化收益率较高具有合理性。

问题五、申请文件显示，收益法评估时，预测天下秀 2019 年度新媒体广告交易系统服务收入 36,929.72 万元，新媒体营销服务代理服务收入 133,100.13 万元，其中品牌客户收入 38,963.19 万元，中小客户 28,159.6 万元，代理商客户 65,799.34 万元。请你公司：1) 结合最新经营数据，补充披露天下秀 2019 年新媒体广告交易系统服务收入、新媒体营销服务代理服务收入及各类型客户预测收入和净利润的可实现性。2) 结合最新经营数据、同行业公司情况，补充披露 2019 年天下秀预测销售价格、各类型客户预测数量和单位投放金额、分成比例、预测毛利率的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合最新经营数据，补充披露天下秀 2019 年新媒体广告交易系统服务

收入、新媒体营销服务代理服务收入及各类型客户预测收入和净利润的可实现性

根据天下秀提供的 2019 年 1-5 月未经审计的财务报表和经营数据，天下秀 2019 年 1-5 月新媒体广告交易系统服务收入、新媒体营销服务代理服务收入实现情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-5 月	2019 年预测全年	完成比例
新媒体广告交易系统服务	11,522.79	36,929.72	31.20%
其中：代理商客户	11,240.45	36,175.14	31.07%
中小客户	282.34	754.58	37.42%
新媒体营销服务代理服务	48,330.87	133,100.13	36.31%
其中：品牌客户	16,906.53	38,963.19	43.39%
代理商客户	21,872.03	65,977.34	33.15%
中小客户	9,552.31	28,159.60	33.92%
合计	59,853.66	170,029.84	35.20%
净利润	7,981.87	24,348.59	32.78%

天下秀所处互联网广告行业受客户制定的年度营销投入进度以及网络流量波动的影响，存在季节性波动的特征。从天下秀 2016-2018 年 1-5 月营业收入以及净利润占全年收入比例看，天下秀经营业务同样存在明显的季节性特征。

单位：万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年
1-5 月收入	41,744.76	21,391.96	16,095.28
全年收入	120,957.83	72,541.92	47,615.65
占全年收入之比	34.51%	29.49%	33.80%
1-5 月净利润	4,638.33	2,759.48	1,804.44
全年净利润	15,542.86	9,901.23	5,715.09
占全年净利润之比	29.84%	27.87%	31.57%

2016 年度-2018 年度，天下秀 1-5 月的营业收入占全年完成比例在 29.49% 至 34.51% 之间，平均比例为 32.60%；根据天下秀 2019 年 1-5 月未经审计的财务报表，天下秀营业收入 1-5 月完成全年预测收入的比例为 35.20%，高于前三年同期水平。天下秀 1-5 月的净利润占全年完成比例在 27.87% 至 31.57% 之间，平均

比例为 29.76%；根据天下秀 2019 年 1-5 月未经审计的财务报表，天下秀净利润 1-5 月完成全年预测净利润的比例为 32.78%，高于前三年同期水平。根据因此，结合历史年度同期收入和净利润完成比例，天下秀 2019 年预测收入和净利润的可实现性较高。

二、结合最新经营数据、同行业公司情况，补充披露 2019 年天下秀预测销售价格、各类型客户预测数量和单位投放金额、分成比例、预测毛利率的可实现性

(一) 天下秀预测销售价格、各类型客户预测数量和单位投放金额、预测毛利率的可实现性

1. 预测毛利率的实现情况

根据天下秀提供的 2019 年 1-5 月未经审计财务报表，毛利率情况具体如下：

项 目	2019 年 1-5 月	2019 年预测值
新媒体广告交易系统服务	37.94%	38.02%
新媒体营销服务代理服务	28.50%	28.26%
合计	30.32%	30.38%

新媒体广告交易系统服务 2019 年预测毛利率为 38.02%，2019 年 1-5 月实际毛利率为 37.94%，与预测值基本一致；新媒体营销服务代理服务 2019 年预测值为 28.26%，1-5 月毛利率为 28.50%，略高于预测值；整体毛利率 2019 年预测值为 30.38%，1-5 月毛利率为 30.32%，略低于预测值。2019 年 1-5 月各业务毛利率情况与预测值略有差异，差异非常小，整体毛利率情况与预测值基本一致，毛利率实现情况较好。

2. 预测销售价格、各类型客户数量和单位投放额情况

通常互联网广告行业的销售价格主要根据计费方式不同，分 CPM、CPT、CPD、CPS 等，主要计费方式包括：

指标名称	计费方式
CPM	按千次展示次数计费，即推广产品的展示次数
CPT	根据广告投放的时长或次数计费的结算计费方式

CPD	按展示天数计费，即广告主在具体广告位进行的展示天数
CPA	按照有效激活计费，即广告主应用产品的有效激活量
CPC	按有效点击进行计费，即广告的实际有效点击数量
CPS	按广告带来的产品收入计费，即推广带来的实际销售产品收入

由于同行业可比上市公司未公告披露相关产品单价，因此通过与可比交易案例进行比较。同行业可比交易案例披露的销售价格情况如下：

上市公司简称	标的公司	计费模式	预期期前三年	预期期前二年	预期期前一年
迅游科技 (300467)	成都狮之吼 科技有限公 司	产品 1: CPM (元/千次展示)		19.02	17.47
		产品 2: CPM (元/千次展示)		11.74	10.49
		产品 3: CPM (元/千次展示)			12.54
联创互联 (300343)	上海鳌投网 络科技有限 公司	产品 1: CPM (元/千次展示)	15.85	42.04	3.23
		产品 2: CPD (万元/条)	1.49	0.80	3.76
		产品 3: CPC (元/次有效点击)	0.58	0.65	0.07
星期六 (002291)	杭州遥望网 络股份有限 公司	产品 1: CPS (按产品收入计费)	56.58%	51.02%	60.74%
		产品 2: CPA (元/次有效激活)	2.15	5.82	6.47
		产品 3: CPC (元/次有效点击)	0.03	0.05	0.05
天创时尚 (603608)	北京小子科 技有限公司	产品 1: CPA (元/次有效激活)		2.15	5.82
		产品 2: CPC (元/次有效点击)		0.03	0.05
		产品 1: CPS (按产品收入计费)		56.58%	51.02%
三维通信 (002115)	江西巨网科 技股份有限 公司	产品 1: CPA (元/次有效激活)		0.54	0.43
		产品 2: CPM (元/千次展示)		29.62	32.51
		产品 3: CPA (元/次有效激活)		1.71	1.66

注：选取各交易案例中三个主要产品的计费模式。中昌数据（600242）收购上海云克网络科技有限公司未披露相关销售价格信息。

从可比交易案例可见，互联网广告公司主要受各公司经营模式的影响，计费方式差异较大，可比公司采用的计费模式主要以 CPA、CPM 和 CPC 为主。天下秀主要业务计费模式为 CPT 模式（按照发布次数计费），依托于微任务和 WEIQ 系统平台，根据业务订单需求，以每个订单需采购的自媒体刊例价加成一定比例定价，其单价体现为每笔广告业务的收入。

由于客户类型众多、所处行业不同，每笔广告业务服务内容差异较大，导致天下秀单笔广告收入的单价差异非常大，因此天下秀采用客户数量乘以单个客户年度投放金额的方式预测营业收入，销售单价体现为单个客户年度投放额。结合天下秀 2019 年 1-5 月各类型客户的数量和单位投放额分析，天下秀客户数量、单位投放额及收入的可实现性较好。

根据天下秀提供的 2019 年 1-5 月未经审计的财务报表和经营数据，天下秀 2019 年 1-5 月实际及 2019 年预测的各类型客户数量、单位投放额等情况具体如下：

项目	内容	2019 年 1-5 月	2019 年预测值	完成比例
新媒体广告交易系统服务，其中：				
代理商客户	数量（户）	255.00	325.00	-
	单位投放额（万元/户）	44.08	111.31	-
	收入（万元）	11,240.45	36,175.14	31.07%
中小客户	数量（户）	571.00	831.00	-
	单位投放额（万元/户）	0.49	0.91	-
	收入（万元）	282.34	754.58	37.42%
新媒体营销服务代理服务，其中：				
品牌客户	数量（户）	75.00	110.00	-
	单位投放额（万元/户）	225.42	354.21	-
	收入（万元）	16,906.53	38,963.19	43.39%
代理商客户	数量（户）	285.00	479.00	-
	单位投放额（万元/户）	76.74	137.74	-
	收入（万元）	21,872.03	65,977.34	33.15%
中小客户	数量（户）	756.00	3,061.00	-
	单位投放额（万元/户）	12.64	9.20	-
	收入（万元）	9,552.31	28,159.60	33.92%

注：单位投放额为相应收入/客户数量

从天下秀 2019 年 1-5 月经营情况看，新媒体广告交易系统服务、新媒体营销服务代理服务各客户类型收入基本接近 1-5 月总体完成进度。

（1）新媒体广告交易系统服务

2019 年 1-5 月，新媒体广告交易系统服务中：代理商客户实现收入 11,240.45 万元，2019 年预测收入 36,175.14 万元，完成比例 31.07%；中小客户实现收入 282.34 万元，2019 年预测收入 754.58 万元，完成比例 37.42%。

（2）新媒体营销服务代理服务

2019 年 1-5 月，新媒体营销服务代理服务中：品牌客户实现收入 16,906.53

万元，2019 年预测收入 38,963.19 万元，完成比例 43.39%；代理商客户实现收入 21,872.03 万元，2019 年预测收入 65,977.34 万元，完成比例 33.15%；中小客户实现收入 9,552.31 万元，2019 年预测收入 28,159.60 万元，完成比例 33.92%。

从天下秀 2019 年 1-5 月数据来看，各不同客户类型完成进度略有差异，例如：新媒体广告交易系统收入完成进度略低，而新媒体营销服务代理服务由于聚焦品牌客户的发展战略推进情况好于预期。总体来看，天下秀 2019 年 1-5 月收入完成进度较好，略高于与历史同期的完成进度。

3. 分成比例情况

分成比例只存在于新媒体广告交易系统业务中，为天下秀与北京微梦之间的平台分成。

2015 年 1 月 1 日，天下秀与北京微梦就“微任务”项目的合作事宜签订了《微博与天下秀战略合作协议》，签约期为 2015 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日。根据协议约定，北京微梦授权天下秀使用微博域名 weirenwu.weibo.com 及相关微博用户数据，天下秀作为“微任务”运营公司，负责“微任务”产品、技术开发和运营维护、拓展以及相关客户服务工作。广告主通过微任务平台自行选择自媒体账号发布商业信息，天下秀从中收取服务费，并向北京微梦支付平台分成。天下秀向北京微梦支付的金额为天下秀服务费收入(扣除手续费等相关费用)的 70%。同时，上述协议约定，由于“微任务”有助于北京微梦提升微博用户资源转换率，北京微梦应向天下秀支付运营支撑费用。运营支撑费金额和业绩目标由双方另行协商确定。

2015 年 1 月 5 日，天下秀与北京微梦签署《微博与天下秀战略合作协议之补充协议》约定运营支撑费安排，就 2015 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日期间各年度的运营支撑费安排补充约定如下：如该年度微任务交易金额小于人民币 3 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 0.5%，运营支撑费金额精确到百万位，百万位后的数字舍弃（下同）；如该年度微任务交易金额超过人民币 3 亿元小于人民币 10 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 1%；如该年度微任务交易金额超过人民币 10 亿元小于人民币 15 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 2%；如该年度微任务交易金额超过人民币 15 亿元小于人民币 20 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 2.5%；如该年度微任务交易金额超过人民币 20 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 3%。

依据上述协议约定，预测期处于合约期内，本次评估按协议约定预测未来年度平台分成和运营支撑费，可实现性较强。

（二）同行业上市公司情况

同行业可比上市公司并未公告披露相关客户数量及单位投放额等数据，统计可比上市公司毛利率情况，具体如下：

1. 各公司相似业务类型之间的毛利率情况

由于同行业可比上市公司虽同属于互联网广告行业，但各公司具体从事的业务类型、盈利模式等各不相同，部分公司还从事传统的广告业务，因此，按照各公司分业务类型的毛利率详细列示如下：

单位：%				
公司简称	项目	2018年	2017年	2016年
蓝色光标	数字营销		16.17	18.53
	传统营销		31.53	35.91
	出海广告投放	1.11		
	全案推广服务	25.36		
	海外公司业务	21.52		
	全案广告代理	20.75		
	数据产品服务	50.20		
	综合毛利率	11.72	18.20	21.66
利欧股份	媒介代理服务	6.98	10.79	14.06
	数字营销服务	57.74	62.16	51.27
	综合毛利率	11.51	15.49	21.27
思美传媒	电视广告		9.04	10.91
	内容及内容营销		30.90	11.49
	互联网广告		8.14	8.86
	户外广告		14.16	9.01
	品牌管理		33.59	53.56
	其他广告		16.97	16.56
	营销服务	8.70		
	影视内容	16.25		
	数字版权运营及服务	60.07		

公司简称	项目	2018年	2017年	2016年
	综合毛利率	11.29	14.52	11.09
华扬联众	广告投放代理		9.45	9.65
	广告策划与制作		52.03	56.45
	买断式销售代理	7.41	5.30	6.70
	互联网广告服务	11.90		
	综合毛利率	11.54	11.22	11.94
宣亚国际	传统营销	32.73	44.22	41.93
	数字营销	44.51	48.16	48.99
	综合毛利率	40.11	46.36	45.46

注：综合毛利率为公司整体毛利率；上述数字营销与互联网广告服务的平均毛利率 2016-2018 年分别为 31.91%、33.66% 和 38.05%。部分年度无相应数据系上市公司收入类型口径调整。

如上表所示，各公司从分类上看，相似分类产品之间的毛利率也存在较大差异，主要是各公司从业务模式及所提供的服务类型来看，各公司之间存在一定的差异。

2. 天下秀毛利率较高的原因及合理性分析

天下秀 2019 年预测综合毛利率为 30.38%，比可比公司数字营销与互联网广告的平均毛利率低；可比公司分类业务中的数字营销与互联网广告服务毛利率 2016-2018 年毛利率分别为 31.91%、33.66% 和 38.05%。但高于上述可比公司综合毛利率平均值，主要原因为：

(1) 天下秀通过平台汇聚大量资源、积累了经验数据，为上下游分散的自媒体资源和中小客户提供精准对接，相较上下游分散的资源，具有较强的议价能力。

报告期内，天下秀充分挖掘互联网营销行业的流量潜力，一方面精准定位目标用户，挖掘众多有互联网广告投放需求同时预算有限的中小企业、对接互联网广告投放需求越来越大但互联网广告投放经验较少的品牌企业，另一方面对接分散的自媒体资源，通过建立微任务和 WEIQ 系统，高效连接客户与有流量变现需求的新媒体从业者。微任务专门对接微博用户和微博自媒体从业者，WEIQ 系统则覆盖微博、微信、抖音、小红书等多个新媒体平台，覆盖众多流量入口，提供多种形式的营销服务，使得天下秀累计的自媒体资源产生的商业价值不断显现，互联网营销服务业务的规模效应逐步体现。

(2) 各公司的客户结构与天下秀存在较大差异

天下秀的客户结构中存在部分中小客户。根据公开信息显示，蓝色光标致力为大型企业和组织提供品牌管理与营销服务，服务超过 3,000 家优质品牌客户，其中超过 150+行业领先品牌及世界 500 强客户；华扬联众的主要客户均为各自行业的领军企业。

(3) 各公司的成本构成与天下秀也存在较大差异

天下秀的成本构成主要系采购自媒体资源的成本、向北京微梦支付的平台分成。根据公开信息显示，利欧股份针对展示型流量整合业务，支付的成本主要为互联网媒体终端的流量及广告位采购费；针对效果营销型流量整合业务，支付的主要成本为中小网络媒体的流量及广告位采购费等。

综上所述，天下秀的综合毛利率高于同行业可比公司平均值，但低于数字营销与互联网广告服务的平均毛利率。天下秀从事的社交广告业务与数字营销业务更为相似，因此，天下秀 2019 年预测综合毛利率较为合理，可实现性较强。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，根据最新业绩数据显示，2019 年 1-5 月预测客户数量情况、单位投放额情况、预测平台分成率以及营业收入、净利润完成情况与历史同期相比，完成程度较好；与同行业上市公司相比天下秀毛利率较高，由于业务结构存在较大不同，从同行业公司分业务类型的毛利率看，天下秀毛利率较高存在合理性。综上，天下秀预测收入、净利润、销售价格、各类型客户预测数量和单位投放金额、分成比例、预测毛利率具有可实现性。

问题六、申请文件显示：1) 2016 年至 2018 年，天下秀新媒体广告交易系统服务在 2017 年高速增长，2018 年增幅收窄；新媒体营销客户代理服务呈快速增长趋势。2) 新媒体营销客户代理服务中预测品牌客户的数量将持续增长，增长幅度较历史年度将有所放缓；单位投放额增长率初始略高于行业水平，逐渐趋于行业平均。预测期内，代理商单位投放额增长率维持历史水平，随后趋于稳定，代理商数量增长幅度平稳。预测中小客户数量维持目前的规模略有增长，单位投放额增长率则维持历史增幅。请你公司结合广告行业发展趋势、行业收入增速情况、同类型上市公司广告收入增长情况、可比交易标的资产预测增速

情况等，补充披露预测期内新媒体广告交易系统服务收入、新媒体营销服务代理服务及各类型客户收入、客户数量及其增速、单位投放金额及其增速、业务量和单价的预测过程、依据和可实现性，与可比交易、同行业公司相关指标和天下秀相应指标历史趋势是否存在差异，如是，请说明原因及预测的谨慎性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、广告行业发展趋势、行业收入增速情况

（一）广告行业发展趋势

1. 广告行业概况

（1）广告行业现状

近几年，中国广告业进入空前活跃时期，无论是广告公司数量、从业人数，还是广告营业额均呈现增长的态势。

根据艾瑞咨询研究报告数据显示，从2013年到2018年，中国广告市场规模由5,019.8亿元增长至7,991.5亿元，复合年增长率达到9.75%，尤其在2018年增长率达到15.88%，增长势头明显。



数据来源：艾瑞咨询

（2）广告行业发展趋势

从三大类广告媒体发展趋势来看：

1) 传统媒体在渗透和融合中衍生新的融媒形式，且传统媒体的公信力和覆盖力依然是其他媒体无法企及，未来传统广告市场规模将趋于稳定。

2) 移动互联网在消费互动和链接的作用持续发挥，流量红利消退后，大数据、AI 技术支持下广告的“千人千面”精准分发进一步提升广告价值，但广告收入规模更多的是广告流量的结构性转移。根据国信证券研究报告显示，从 2012 年信息流广告出现，截至 2017 年末信息流广告市场规模已占到互联网广告总体规模的 18%，近三年复合增速高达 131%，而搜索广告、图形广告规模占比均快速下降，在这个结构性变化中带来今日头条等“新巨头”结构性的成长机会。

3) 生活圈媒体凭借对消费者碎片时间的匹配与到达，广告价值认可度持续提升，且云平台、AI 技术对于生活圈媒体广告投放效率、精准性的提升均有望深化广告价值。

2. 互联网广告行业概况

互联网广告（或称“网络广告”）是指广告主基于互联网所投放的广告，是伴随着互联网发展而诞生的新型营销服务方式，随着互联网产业的成熟以及互联网用户规模的扩张，丰富了互联网媒体的营销价值。

从五大媒体广告（电视、广播、报纸、杂志、网络）收入来看，网络广告持续快速发展并占据广告市场绝对核心地位，而媒体之间的融合互动使五大媒体广告收入整体仍保持稳定的增长，据艾瑞咨询预计，2019 年，网络广告占五大媒体广告收入比例将高达 79.55%。受网民人数增长，数字媒体使用时长增长、网络视听业务快速增长等因素推动，未来几年，报纸、杂志、电视广告将继续下降，而网络广告收入还将保持较快速度增长。

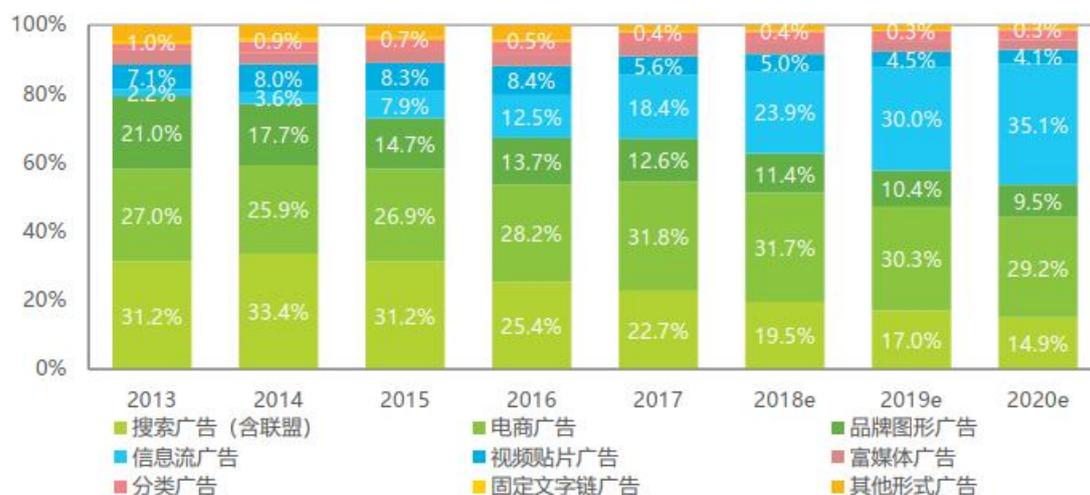
根据艾瑞咨询 2017 年度中国网络广告核心数据显示，中国网络广告市场规模达到 3,750.10 亿元，同比增长 30%，预计在 2018 年增速仍保持在 30% 以上。从绝对值来看，中国网络广告发展仍旧显示出较为良好的生命力预计在 2020 年市场规模将近 8,000 亿元。



2013-2020 年中国网络广告市场规模及预测（数据来源：艾瑞咨询）

艾瑞分析认为，中国网络广告市场仍旧是互联产业重要的商业模式并且随着企业形态和格局变化而变化。随着互联网产业经历人口红利期、移动风，近年来进入精细化运营络广告市场也在各阶段不断打破原有天花板限制，拓展形式和边界。未来 5-10 年，网络广告将继续跟随互联产业发展进入以互联网作为连接点，技术驱动打通多种渠道和资源进行精细化管理，以内容创意基于数据分析的优能力作为核心竞争阶段。

根据艾瑞咨询数据显示，2017 年中国网络广告在细分领域市场份额变化仍在继续，传统搜索广告整体发展低于行业水平，份额持续降低；电商广告占比 31.8%，与去年同期相比，份额持续上升，随着消费者线上商品选择的增多，电商广告收入呈现增长趋势，增速高于整体市场，2017 年份额继续保持在份额首位。信息流广告表现仍旧非常突出，2017 年信息流广告口径除包含社交、新闻、视频等之外，计入了以搜索等工具类平台及短视频平台为主要载体的信息流广告，其市场份额达到 18.4%，份额增加明显并跃居第三位。

**2013 年-2020 年中国不同形式网络广告市场份额及预测**（数据来源：艾瑞咨询）**(2) 行业发展趋势****1) 监管政策趋严，监管走向将决定行业趋势与结构**

目前，技术已经成为数字营销市场发展的重要驱动力，例如大数据、LBS 等技术精准营销的应用，拉近了广告与用户的距离，提升了广告投放效率。等级保护评估将数据安全的重要性提升至新高度，而限娱令的出台则对新兴内容提出了更高的要求；监管的动向将直接决定视频时代头部公司的结构与生存状态。

2) 新巨头崛起，非传统媒体平台强劲增长

以今日头条、小米、美团为代表的非传统媒体平台在 2018 年互联网广告收入增长强劲，进一步蚕食 BAT 的市场份额。他们依靠创新的业务模式、产品以及技术优势，成为互联网广告发展的驱动力。

3) 渠道下沉，三四线城市成为新蓝海

消费市场的下沉引发了各大互联网公司对渠道下沉的思考。随着传统媒体的广告价值逐步减弱，同时数字营销渠道下沉拓展长尾广告主资源，三四线城市的本地广告主营销预算也大幅向互联网媒体转移。

4) 流量红利结束，存量市场深耕细作引重视

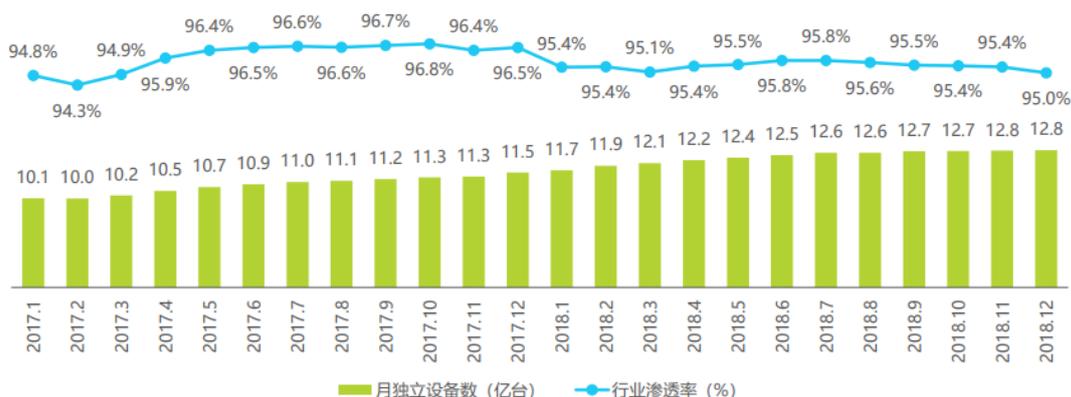
流量红利正在逐渐消失，移动互联网时代进入了新的阶段，媒体寻求流量变现价值最大化，存量市场的深耕细作引起越来越多的重视。媒体只有从流量运营升级到用户运营，才能进一步提升其营销价值。

3. 社交广告行业概况

(1) 行业概况

社交广告是通过特定的设备（手机、电脑、平板设备等）访问社交应用或移动网页时显示的广告，广告形式包括图片、文字、插播广告、HTML5、链接、视频等。社交广告的推送机制就是根据用户的历史浏览行为和用户喜爱程度来推送相关内容的，可以不断挖掘用户的潜在需求并形成交易。

根据艾瑞咨询发布的《2018 年中国互联网流量年度数据报告》显示，2018 年，以微信、QQ 为首的通讯聊天行业和以微博为首的社交网络行业依旧呈现良好的发展态势，12 月月独立设备数达 12.8 亿台，较 2017 年 12 月增长超 1.3 亿，行业整体渗透率高达 95%，为移动互联网第一流量入口。



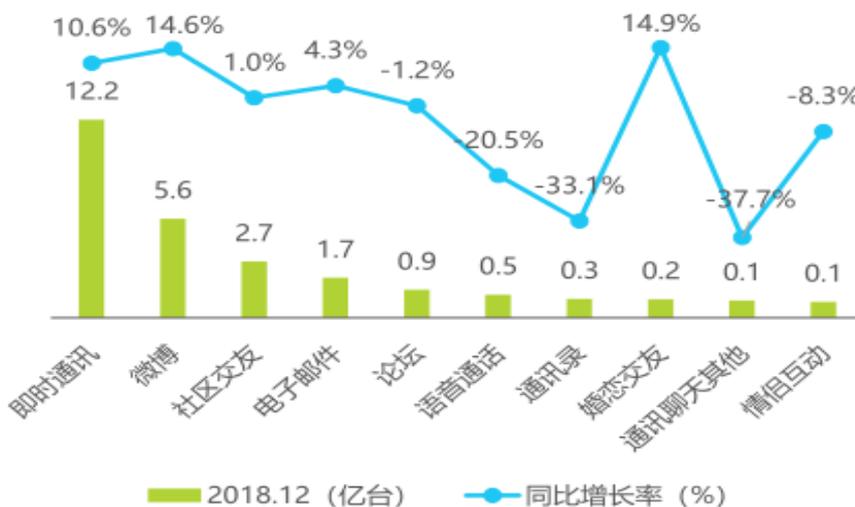
来源: mUserTracker.2018.12, 基于日均400万手机、平板移动设备软件监测数据, 与超过1亿移动设备的通讯监测数据, 联合计算研究获得。

2017年1月-2018年12月中国移动互联网

通讯聊天与社交网络行业月独立设备数和行业渗透率 (数据来源: 艾瑞咨询)

在移动社交 APP 中微信、QQ 和微博仍是三巨头, 地位稳固, 他们拥有最高的设备覆盖率, 并占有用户的大量时间, 是互联网入口级应用。

即时通讯、微博和婚恋交友类 APP 有着较高的同比增长, 而语音通话、通讯录和通讯聊天其他行业的月独立设备数则有着显著地下降, 头部 APP 的功能多样化逐渐挤出一些功能单一、不可替代性弱的产品。



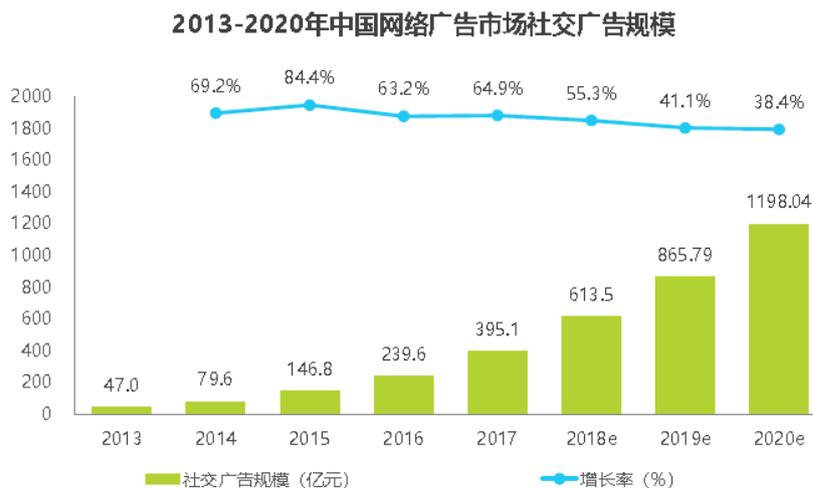
来源: mUserTracker.2018.12, 基于日均400万手机、平板移动设备软件监测数据, 与超过1亿移动设备的通讯监测数据, 联合计算研究获得。

2018年12月中国移动互联网通讯聊天与社交网络

二级行业月独立设备数 (数据来源: 艾瑞咨询)

随着社交网络行业的快速发展，我国社交广告市场也保持了较快增速。在互联网快速发展的背景，我国社交广告还有着巨大的发展潜力。根据艾瑞最新数据显示，2017年中国社交广告规模为395.1亿元，预计到2020年将超过1,100亿元。社交平台在展现营销创意、建立品牌共鸣、产生互动和转化方面具有优势，随着内容营销与原生营销的爆发，社交广告在未来仍具有较大的发展空间。

(2) 行业发展趋势



注释：社交网络广告包括SNS社交网站、传统社区、博客等类型，也包括门户旗下的网络社区及微博、微信等。
来源：根据企业公开财报、行业访谈及艾瑞统计预测模型估算。

1) 小程序广告发展空间巨大

小程序广告的优势集中在展现体验、转化效果、裂变传播等多个方面，根据观研天下调查显示，58%的广告主认同小程序的人群覆盖能力，51.4%的广告主认同小程序广告的效果优势。未来，小程序的诞生标志着IT行业的技术革新，其由于拥有极佳的用户体验并且连接多个线上线下入口而受到广泛关注，小程序契合了广告主对广告展示以及用户覆盖的主要需求，小程序与广告结合的背后有着巨大的发展空间。

2) 未来将趋向内容化营销

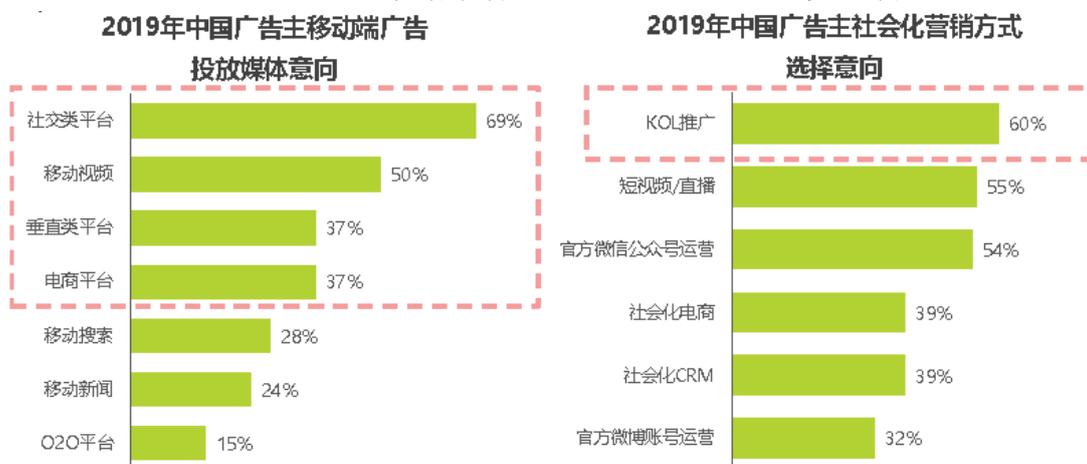
随着未来广告技术的变革与营销手段的升级，社交广告将进入内容化营销时代，内容化水平高的广告将更受用户的接受；在社交平台上投放视频广告的广告主也会越来越常见，原生化广告、场景化推送在保证用户体验的同时能够达成精准营销。

3) KOL 营销逐渐崛起

KOL，即关键意见领袖（Key Opinion Leader），指在特定群体中具有较大影

影响力和话语权的人。经过多年的发展，KOL 的活跃范围不断扩大，除了传统社交平台之外移动视频、垂直电商都成为其内容生产和传播的阵地。

结合 AdMasterAd 的调研数据来看，有 KOL 入驻的平台类型明显更加受到广



来源：AdMaster对数字营销从业者的线上调研，N=240。

来源：AdMaster对数字营销从业者的线上调研，N=240。

告主青睐。其中 KOL 原生地社交平台的广告投放意向占比高达 69%，而在社会化营销方式选择意向调查中 KOL 营销以 60%的占比位列第一。可以看出，当前 KOL 营销在所有社会化媒体中，已经成为最受认可的方式之一 KOL 营销策略和玩法也成为业界普遍关注的重心。

随着互联网用户红利逐渐消退，流量价值不再是品牌方开展营销活动的主要目标，如何更加深度触达和影响用户进而扩大变现价值成为业界共同关注思考焦点。因此范围曝光的营销目标逐渐减少，深入垂直场景度触达用户越来越多。在此背景下拥有更大粉丝规模泛娱乐类 KOL 营销作用局限性显露，仅被当做信息扩散的传播渠道使用，而垂直领域 KOL 由于其更深的专业性和精细化的粉丝质量，将愈发受到品牌方的青睐。

(二) 行业增速与天下秀历史收入与预测期前两年对比

根据社交网络广告行业发展趋势，其行业增速与天下秀相比情况如下：

项目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
行业规模增速	63.20%	64.90%	55.30%	41.10%	38.40%
天下秀收入增速		52.35%	66.74%	40.61%	37.95%

社交网络广告行业在整个互联网广告行业中，属于近年来发展速度较快的细分领域之一。其中，天下秀所专注的自媒体营销以及 KOL 营销在社交网络广告行

业中也处于未来发展的重心。从历史数据中就可以看出，天下秀历史年度营业收入增速整体要高于社交网络广告行业规模增速，可见天下秀作为行业内优势细分领域中的领先企业，成长性较好。

在此基础上，预测期营业收入预计增速低于行业规模预计增速，整体预测较为谨慎、合理，可实现性较强。

二、同行业上市公司广告收入增长情况

同行业可比上市公司 2016 年度-2018 年度营业收入增长率情况如下：

序号	证券代码	证券简称	2018 年度	2017 年度	2016 年度
1	300058.SZ	蓝色光标	51.69%	23.64%	47.58%
2	002131.SZ	利欧股份	15.87%	45.06%	65.94%
3	002712.SZ	思美传媒	26.16%	9.56%	53.25%
4	603825.SH	华扬联众	30.81%	23.77%	28.14%
5	300612.SZ	宣亚国际	-26.80%	7.93%	19.67%
	平均值		19.54%	21.99%	42.92%
	天下秀		66.69%	52.45%	

目前上市公司中尚无与天下秀服务类别和业务结构非常相似的公司。具体分析如下：

（一）蓝色光标

蓝色光标是一家在中国大陆为企业提供服务品牌管理服务的行业龙头企业，主要提供品牌传播、产品推广、危机管理、活动管理、数字媒体营销、企业社会责任等一体化的链条式服务。

根据蓝色光标 2018 年年报披露数据显示，2018 年蓝色光标实现营业收入大幅增长，达到 2,310,396.85 万元，同比增长 51.69%。其中，出海广告业务和海外公司业务大幅增长，出海广告投放业务收入更是较 2017 年增长 178.75%，占蓝色光标主营业务收入的比重高达 52.38%。

可见，蓝色光标收入增长的来源主要依托于公司拓展海外市场带来的新的市场份额，而天下秀专注于国内互联网广告市场，两者在服务区域上存在差异。

（二）利欧股份

利欧股份在 2014 年度至 2015 年度收购互联网广告相关公司后，数字营销服务已覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等完整的服务链条，建立了从基础的互联网流量整合到全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台。

根据利欧股份 2018 年年报披露数据显示，利欧股份 2018 年实现营业收入 1,225,003.86 万元，同比增长 15.87%。

利欧股份布局全数字营销服务生态，构建了同时覆盖品牌客户和效果类客户、覆盖全部数字媒体（头部媒体、长尾媒体、精准类媒体）、提供全品类服务的业务体系。利欧股份在进入数字营销行业后，整合了较多行业内各类资源，涉及业务类型较多，各资源之间的协同效应尚未体现。

天下秀长期耕耘于社交网络广告细分领域，经过多年发展，天下秀已经在行业经验、人才、技术、大数据积累、分析及监测等方面占据独特的优势，处于快速发展阶段。

（三）思美传媒

思美传媒是一家为客户提供从市场调研、品牌策划、广告创意、广告设计到媒介策划、监测评估等服务的综合服务类广告公司。思美传媒通过数字、内容、媒介三大引擎驱动资源高效整合，实现互联网及移动端全景化精准营销、“IP 源头+内容制作+营销宣发”的内容产业化运营和优质的媒介运营服务，构建产品化平台，提供全产业链整合营销服务。

根据思美传媒 2018 年年报披露数据显示，2018 年度思美传媒实现营业收入 528,252.91 万元，同比增长 26.16%。其中，实现营销服务业务收入 417,138.08 万元，比上年同期增加 20.75%。

思美传媒营销服务业务包括电视、互联网、户外、广播、报纸、杂志等全媒体策划及代理，综艺节目及影视剧宣发，品牌管理与广告创意等。主要以电视等传统媒体与互联网新媒体相结合，采用冠名、赞助、植入营销等方式，为客户传递品牌价值。

天下秀着眼于新媒体营销，随着细分行业规模的快速扩张高速发展，成长性

好于结合传统媒体与新媒体带来收入增长的思美传媒。

（四）华扬联众

华扬联众一直专注于为客户提供互联网广告服务，在深入了解客户业务与品牌发展战略的基础上针对客户的广告需求制定符合客户品牌与业务发展战略规划的互联网整合营销整体解决方案，并通过制作相应的广告内容、采购互联网媒体资源进行广告投放；同时运用技术手段分析和监测广告投放进程和结果，并对客户下一阶段的互联网营销策略提出调整优化建议。

根据华扬联众 2018 年年报披露数据显示，2018 年华扬联众实现营业收入 1,074,770.66 万元，同比上年增长 30.81%。其中，互联网广告服务实现收入为 1,010,855.41 万元，同比增长 33.04%，继续保持较高速增长。

华扬联众作为互联网广告行业的典型企业，其收入增长趋势符合网络广告行业的规模增速。天下秀作为社交网络广告行业内的典型企业，其历史年度增长趋势也基本符合社交广告行业规模增速。从增速来说，天下秀所处社交网络广告细分领域规模增速高于华扬联众网络广告行业规模增速。

（五）宣亚国际

宣亚国际是国内领先的整合营销传播服务商，配合客户的目标市场及渠道、终端，为客户量身定制从品牌认知到产品体验的全方位整合营销传播服务，公司的主营业务包括传统营销、数字营销以及娱乐营销等业务模块。

根据宣亚国际 2018 年年报披露数据显示，2018 年宣亚国际实现营业收入 36,928.12 万元，同比上年减少 26.80%。其中数字营销收入达到了 23,134.48 万元，约占营业收入的 62.65%，同比上年减少 15.48%。

宣亚国际的客户主要集中于汽车行业，公司来源于汽车行业的收入占公司历年营业收入的比重较高。受宏观经济影响，2018 年我国汽车产量和销量分别为 2,780.92 万辆和 2,808.06 万辆，同比分别下降 4.16%和 2.16%，是近年来首次出现下滑。下游行业的需求萎缩导致宣亚国际营业收入受到较大影响。

天下秀的客户主要集中在快速消费品和电商行业，2018 年我国全年居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.1%，社会消费品零售总额为 38 万亿元，比上年

增长 9.0%，最终消费支出对经济增长的贡献率为 76.2%。乡村消费品零售额同比增长 10.1%，比城镇高 1.3 个百分点。网上零售增势强劲，全年网上零售额为 9 万亿元，比上年增长 23.9%。居民收入平稳增长，对消费形成一定支撑。与宣亚国际相比，下游行业的持续增长是天下秀业务保持快速增长的重要动力基础。

综上所述，天下秀专注于互联网广告行业的社交网络行业细分领域，与数字营销结合传统广告行业的各上市公司相比成长性较高；同时，与客户类型较为集中的上市公司相比，天下秀的客户类型更为广泛，主要客户所处消费行业支撑力较强，历史年度增长率明显高于同行业可比公司较为合理，从发展趋势上看，预测期内营业收入可实现性较强。

三、可比交易标的资产预测增速情况

可比交易案例未来三年营业收入预测增速情况如下：

股票代码	股票名称	交易标的	T+1	T+2	T+3
300467.SZ	迅游科技	成都狮之吼科技有限公司	40.05%	27.76%	18.98%
300343.SZ	联创互联	上海鳌投网络科技有限公司	39.77%	29.74%	11.38%
002291.SZ	星期六	杭州遥望网络股份有限公司	36.47%	23.99%	19.36%
603608.SH	天创时尚	北京小子科技有限公司	32.75%	27.00%	25.50%
002115.SZ	三维通信	江西巨网科技股份有限公司	80.91%	29.23%	25.93%
600242.SH	中昌数据	上海云克网络科技有限公司	95.35%	38.20%	32.78%
		平均值	54.22%	29.32%	22.32%
		天下秀	40.61%	37.95%	32.19%

可比交易案例的可比性分析如下：

（一）成都狮之吼科技有限公司（以下简称：狮之吼）

2017 年，迅游科技以发行股份和支付现金相结合的方式购买狮之吼 100% 的股权，交易金额为 270,000 万元。

狮之吼成立于 2014 年，主营业务集中于移动互联网领域，以手机工具类软件的研发和推广为主要业务，收入主要来源为在自有移动软件内向用户展示广告带来的收入。

狮之吼虽然以手机系统工具软件的研发和推广为主业，但其盈利模式基于互

联网广告，与天下秀同受互联网广告行业的影响，相对较为可比。

（二）上海鳌投网络科技有限公司（以下简称：鳌投网络）

2018年，联创互联通过发行股份及支付现金方式购买鳌投网络49.90%股权，交易总价为68,363.00万元。

鳌投网络的主营业务是为客户提供包括品牌策略制定、媒介投放、互动传播、社会化内容营销、营销活动策划执行等整合营销业务和互联网广告投放业务，构建了新媒体整合营销服务闭环。鳌投网络深耕汽车行业营销领域，主要客户集中于汽车、互联网、消费电子、快消等行业，服务的主要客户包括一汽丰田、丰田中国、一汽大众、上汽通用、上汽大众、吉利汽车等知名企业。

从主营业务定位以及客户类型上来说与天下秀侧重略有不同，但整体业务较为可比。

（三）杭州遥望网络股份有限公司（以下简称：遥望网络）

2018年，星期六以发行股份及支付现金方式购买遥望网络88.5651%股权，交易价格确定为177,130.21万元。

遥望网络主要从事互联网营销业务，主营业务具体包括互联网广告投放和互联网广告代理业务。

互联网广告投放业务系遥望网络通过整合市场上包括导航网站、门户网站、移动应用市场在内的优质流量资源和个人网站、论坛等中长尾流量资源，通过在流量资源中设置广告位和推广链接等广告素材，将广告主的营销需求按年龄、职业、地域等多维度属性展现给用户，以达到展现、点击、安装、注册、购买的营销推广效果的业务类型。

互联网广告代理业务是指遥望网络针对广告主需求，通过腾讯广点通等互联网平台为广告主投放广告。

遥望网络的广告类型更偏向于效果型，天下秀的广告类型更偏向于展示型。双方业务侧重不同，客户诉求不同，所依赖的媒体资源也有所不同。但是两者均处于互联网广告行业的大环境下，影响因素基本相似，故较为可比。

（四）北京小子科技有限公司（以下简称：小子科技）

2017年，天创时尚发行股份及支付现金购买小子科技100%股权，交易价格确定为87,750.00万元。

小子科技主营业务为移动互联网营销，具体包括移动应用分发与推广以及移动互联网广告的程序化投放。

小子科技的移动应用分发与推广业务是指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。小子科技在完成推广后，根据合同约定的结算方式与客户进行结算，获得收入。

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。

小子科技结合了狮之吼的相关业务和遥望网络的相关业务，与天下秀同处互联网广告行业，较为可比。

（五）江西巨网科技股份有限公司（以下简称：巨网科技）

2017年，三维通信通过发行股份及支付现金相结合的方式购买巨网科技81.48%股权，交易作价109,997.15万元。

巨网科技主要从事互联网广告投放业务，主营业务包括：广告投放业务、游戏联运业务、自媒体广告业务。

广告投放业务通过移动广告平台以及网络联盟平台整合移动互联网各类型的流量资源，为广告主快速、精准推广各种产品提供一站式落地服务，从而获取产品推广收入。

游戏联运业务系巨网科技与游戏研发厂商或游戏代理商进行合作的业务。在合作过程中，游戏开发或发行商将游戏产品授权给巨网科技旗下平台运营，提供相关运营支持，包括活动设计、活动配置、处理游戏用户的问题、游戏版本更新等工作；巨网科技旗下平台负责把相应的游戏产品放置到平台上进行用户导入、运营辅助等相关工作。每月以游戏服务器内用户在游戏产品中通过平台消费的游戏币数据为依据按比例分成确认收入。

自媒体广告业务系巨网科技在自主运营及合作的网站、微信公众号的页面上

放置广告位，当接到客户广告投放需求后，巨网科技会为广告客户挑选功能定位相符、用户相关性高的网站或者微信公众号进行广告的精准投放的业务。

巨网科技的主要业务来源是广告投放业务，其自媒体业务与天下秀更为相似，但天下秀着眼于自媒体自身的推广营销能力，与设置广告位的方式略有不同，从整体上来说仍然较为可比。

（六）上海云克网络科技有限公司（以下简称：云克科技）

2017年，中昌数据以发行股份及支付现金的方式购买云克科技100%股权，交易价格为100,500.00万元。

云克科技凭借多年累积的数字营销策划、运营经验及媒体的挖掘和整合能力，提供涵盖投放策略制定、媒介采购与执行、效果监测与优化的综合解决方案，是国内领先的全球化数字营销解决方案提供商。云克科技的业务主要可以分为三类：精准营销服务、效果营销服务、品牌广告服务。

精准营销服务是通过数据挖掘和分析，对互联网用户的络浏览行为进行跟踪分析，从而根据分析结果对互联网用户进行精准识别，准确、高效、经济地为广告主在搜索引擎媒体及移动等平台上进行精准的广告投放，同时向特定用户推送需求度较高的商品和服务。

效果营销是根据广告主的要求，通过在移动互联网网站、移动浏览器、移动应用市场、APP客户端等移动数字媒体以及搜索引擎多种渠道投放广告，面向手机、平板电脑等移动智能终端用户，实现APP下载、注册、安装、激活或购买行为的营销方式。

品牌广告是以对商品和企业形象的分析为基础，制定针对性的品牌形象广告投放策略，让投放营销策略与客户品牌形象和企业相符，通过云克科技合作优势移动媒体渠道提供的众多优质展示类广告资源进行品牌广告投放，帮助客户提升品牌形象，并使消费者对客户品牌产生信赖。

云克科技的广告投放类型与遥望网络较为类似，同时结合了效果类和展示类广告，与天下秀同处互联网广告行业，较为可比。

综上，上述可比交易案例与天下秀具有可比性，但可比交易案例细分领域与天下秀略有不同，相较而言，天下秀所处社交网络广告行业更具有成长性，未来增长趋势也更快。从可比交易案例未来预测情况来看，预测第一年增长率普遍较

高，而天下秀第一一年增长率低于行业平均水平，但未来年度仍能保持较快的增长，这主要是基于天下秀历史发展的趋势以及所处细分领域的高成长性所致，预测较为合理。

四、新媒体广告交易系统服务收入、新媒体营销服务代理服务及各类型客户收入、客户数量及其增速、单位投放金额及其增速、业务量和单价的预测过程、依据、可实现性

（一）历史经营情况

天下秀的主营业务收入主要包括新媒体广告交易系统服务和新媒体营销客户代理服务收入，2016年至2018年按业务及对应客户分类的营业收入情况具体如下表所示：

单位：万元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
新媒体广告交易系统服务	30,617.89	24,488.02	17,583.59
增长率	25.03%	39.27%	
其中：代理商客户	29,520.85	22,241.37	13,101.81
增长率	32.73%	69.76%	
中小客户	1,097.05	2,246.65	4,481.78
增长率	-51.17%	-49.87%	
新媒体营销客户代理服务	90,236.29	46,709.47	25,386.92
增长率	93.19%	83.99%	
其中：品牌客户	19,476.02	3,973.82	3,841.47
增长率	390.11%	3.45%	
中小客户	24,246.62	20,862.82	12,764.30
增长率	16.22%	63.45%	
代理商客户	46,513.65	21,872.82	8,781.16
增长率	112.65%	149.09%	
其他服务	66.65	1,344.43	4,614.09
增长率	-95.04%	-70.86%	
合 计	120,920.83	72,541.92	47,584.60
增长率	66.69%	52.45%	

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

天下秀 2016 年至 2018 年收入增长较快，随着微信的发展和商业化运营，以及抖音、小红书等短视频平台的爆发式发展，天下秀进一步扩展和丰富了在各社交媒体平台的自媒体资源采购，新媒体营销客户代理服务业务得到了飞速发展。一方面，天下秀所在的社交网络广告行业由于在展现营销创意、建立品牌共鸣、产生互动和转化等方面具有优势，广告投放效果明显好于普通互联网广告和传统广告媒体，因此，从其他广告媒体转入到社交网络广告的客户数量大幅增加；另一方面，天下秀服务的客户涵盖快消、电商、影视文化等行业，客户包括宝洁、京东、伊利、苏宁等，通过多年深耕，赢得广大客户的信赖和认可，这些客户在行业内实力较强，注重社交网络广告营销，营销预算每年持续增长，单个客户的年广告投放额增速也非常快。

2016 年至 2018 年按业务及对应客户分类的客户数量情况统计如下表所示：

单位：个

项目	2018 年	2017 年	2016 年
新媒体广告交易系统服务	1,936.00	8,089.00	21,665.00
增长数量	-6,153.00	-13,576.00	
其中：代理商客户	305.00	212.00	28.00
增长数量	93.00	184.00	
中小客户	1,631.00	7,877.00	21,637.00
增长数量	-6,246.00	-13,760.00	
新媒体营销客户代理服务	3,550.00	3,317.00	1,573.00
增长数量	233.00	1,744.00	
其中：品牌客户	80.00	37.00	29.00
增长数量	43.00	8.00	
中小客户	3,031.00	3,003.00	1,476.00
增长数量	28.00	1,527.00	
代理商客户	439.00	277.00	68.00
增长数量	162.00	209.00	
其他服务	1.00	2.00	1.00
增长数量	-1.00	1.00	
合 计	5,487.00	11,408.00	23,239.00
增长数量	-5,921.00	-11,831.00	

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

2016 年至 2018 年按业务及对应客户分类的单位客户投放额情况如下表所示：

单位：万元/户

项目	2018 年	2017 年	2016 年
新媒体广告交易系统服务	15.82	3.03	0.81
增长率	422.41%	273.00%	
其中：代理商客户	96.79	104.91	467.92
增长率	-7.74%	-77.58%	
中小客户	0.67	0.29	0.21
增长率	135.83%	37.70%	
新媒体营销客户代理服务	25.42	14.08	16.14
增长率	80.51%	-12.75%	
其中：品牌客户	243.45	107.40	132.46
增长率	126.68%	-18.92%	
中小客户	8.00	6.95	8.65
增长率	15.15%	-19.66%	
代理商客户	105.95	78.96	129.13
增长率	34.18%	-38.85%	
其他服务	66.65	672.22	4,614.09
增长率	-90.09%	-85.43%	
合计	22.04	6.36	2.05
增长率	246.57%	210.55%	

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

（二）历史数据分析及预测过程、依据

天下秀根据历史年度的经营状况、客户数量及客户单位广告投放额的发展情况并结合行业发展趋势，分析并预测营业收入情况如下：

1. 新媒体广告交易系统服务

新媒体广告交易系统服务始于 2012 年，面向全网络广告主，在上线之初吸引了大量具有自媒体广告投放需求的中小型广告主（如电商卖家等）及部分广告代理商。报告期内，随着微博商业化程度越来越高，自媒体营销行业逐渐走向成熟，具备专业化运作、体系化投放的自媒体广告代理商不断涌现。在该趋势推动下，中小客户更倾向于通过专业的自媒体广告代理商代为进行自媒体广告投放，有助于其提升投放效率和营销效果。因此天下秀的新媒体广告交易系统中广告代理商数量不断增长，而中小型广告主数量逐渐下降，助推了广告代理商单位投放

金额的不断上升。天下秀的新媒体广告交易系统服务的用户结构变化和单位投放金额变化系新媒体营销行业走向成熟的结果，符合新媒体营销行业的演变特征。预测期内，预计仍将维持这一趋势，代理商数量增长、中小广告主数量下降，而单位投放额逐渐上升。

具体预测情况如下：

新媒体广告交易系统服务客户数量预测情况（单位：户）						
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
其中：代理商客户	325.00	345.00	360.00	375.00	385.00	385.00
增长数量	20.00	20.00	15.00	15.00	10.00	-
中小客户	831.00	531.00	431.00	361.00	331.00	331.00
增长数量	-800.00	-300.00	-100.00	-70.00	-30.00	-
合 计	1,156.00	876.00	791.00	736.00	716.00	716.00
增长数量	-780.00	-280.00	-85.00	-55.00	-20.00	-

新媒体广告交易系统服务客户单位投放额预测情况（单位：万元）						
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
新媒体广告交易系统服务	31.95	48.94	60.95	73.56	81.44	81.44
增长率	102.00%	53.18%	24.56%	20.69%	10.71%	-
其中：代理商客户	111.31	122.44	132.23	142.81	149.95	149.95
增长率	15.00%	10.00%	8.00%	8.00%	5.00%	-
中小客户	0.91	1.18	1.42	1.63	1.76	1.76
增长率	35.00%	30.00%	20.00%	15.00%	8.00%	-
合 计	31.95	48.94	60.95	73.56	81.44	81.44
增长率	102.00%	53.18%	24.56%	20.69%	10.71%	-

新媒体广告交易系统服务收入预测情况（单位：万元）						
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
其中：代理商客户	36,175.13	42,241.43	47,604.25	53,554.78	57,732.05	57,732.05
增长率	22.54%	16.77%	12.70%	12.50%	7.80%	-
中小客户	754.58	626.82	610.53	588.08	582.34	582.34
增长率	-31.22%	-16.93%	-2.60%	-3.68%	-0.98%	-
合 计	36,929.72	42,868.25	48,214.78	54,142.86	58,314.40	58,314.40

增长率	20.61%	16.08%	12.47%	12.30%	7.70%	-
-----	--------	--------	--------	--------	-------	---

2. 新媒体营销客户代理服务

新媒体营销客户代理服务的主要客户分为品牌客户、代理商客户和中小客户。分客户类型分析及预测情况如下：

(1) 新媒体营销客户代理服务——品牌客户

自 2018 年来，天下秀利用在新媒体营销领域积累的技术和经验，进一步聚焦于品牌客户的开发和拓展，挖掘品牌客户的新媒体营销需求，2018 年品牌客户数量大幅增加。2017 年单位投放金额相对 2016 年持平（扣除 2016 年某知名房地产开发商一次性大额广告投放的影响后），随着 2018 年天下秀战略重心的调整，2018 年品牌客户的单位投放金额快速上升。

基于天下秀的未来经营策略，将更侧重品牌客户的发展和维护，预测期内，品牌客户的数量将持续增长，随着市场渗透率的上升，其增长幅度较历史年度将有所放缓；单位投放额增长率初始略高于行业水平，逐渐趋于行业市场增幅平均水平。

(2) 新媒体营销客户代理服务——代理商客户

新媒体营销客户代理服务中的代理商客户数量逐年增加，2017 年增幅较大，主要系随着 WEIQ 系统逐渐成熟，2017 年天下秀加大对代理商客户的开发和导入。2018 年代理商客户数量持续上升但增幅趋缓。天下秀对代理商客户的覆盖较广，未来客户代理商的数量增长幅度较为平稳。

2017 年，天下秀的新增代理商客户数量较多，部分代理商客户处于导入期，导致 2017 年代理商客户的单位投放金额相对 2016 年有所下降。随着天下秀与新增代理商客户的合作关系逐渐稳固，2018 年天下秀的代理商客户单位投放金额逐渐回升。预测期内，单位投放额增长率则将基于行业市场增幅平均水平维持历史增长幅度，随后趋于稳定。

(3) 新媒体营销客户代理服务——中小客户

新媒体营销客户代理服务的主要服务平台 WEIQ 于 2016 年推出，2016 年和 2017 年均为其爆发式增长期，中小客户数量增长较快。新媒体营销客户代理服

务中天下秀的业务部门与客户的沟通合作较为充分和密切，客户维护情况较好，尽管存在中小客户的自媒体广告投放需求向广告代理商集中的趋势，但天下秀的业务部门部分承担了广告代理商的功能，因此 2018 年新媒体营销客户代理服务的中小客户数量相较于 2017 年保持基本稳定。由于中小客户存在数量大、更新迭代快等特点，故预计未来数量将基本维持目前的规模略有增长。

与新媒体营销客户代理服务中的代理商客户类似，2017 年天下秀扩大了中小客户的导入范围，由于部分中小客户处于业务导入期，因此 2017 年中小客户的单位投放金额有所下降，随着天下秀与中小客户合作关系逐渐稳固，2018 年天下秀的中小客户单位投放金额逐渐回升。预测期内，单位投放额增长率则将基于行业市场增幅平均水平维持历史增长幅度，随后趋于稳定。

具体预测情况如下：

新媒体营销客户代理服务客户数量预测情况（单位：户）						
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
品牌直客	110.00	135.00	155.00	170.00	180.00	180.00
增长数量	30.00	25.00	20.00	15.00	10.00	-
中小客户	3,061.00	3,091.00	3,121.00	3,151.00	3,181.00	3,181.00
增长数量	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	-
代理商客户	479.00	514.00	544.00	564.00	574.00	574.00
增长数量	40.00	35.00	30.00	20.00	10.00	-
合 计	3,650.00	3,740.00	3,820.00	3,885.00	3,935.00	3,935.00
增长数量	100.00	90.00	80.00	65.00	50.00	-

新媒体营销客户代理服务客户单位投放额预测情况（单位：万元）						
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
品牌直客	354.21	495.90	669.46	803.35	883.69	883.69
增长率	45.00%	40.00%	35.00%	20.00%	10.00%	-
中小客户	9.20	10.58	11.64	12.80	13.44	13.44
增长率	15.00%	15.00%	10.00%	10.00%	5.00%	-
代理商客户	137.74	179.06	223.83	268.59	295.45	295.45
增长率	30.00%	30.00%	25.00%	20.00%	10.00%	-
合 计	36.47	51.25	68.55	84.53	94.39	94.39

增长率	43.35%	40.55%	33.74%	23.31%	11.66%	-
新媒体营销客户代理服务收入预测情况（单位：万元）						
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
品牌直客	38,963.19	66,945.84	103,766.05	136,569.51	159,063.31	159,063.31
增长率	99.38%	71.82%	55.00%	31.61%	16.47%	-
中小客户	28,159.60	32,700.92	36,320.13	40,336.18	42,756.22	42,756.22
增长率	16.14%	16.13%	11.07%	11.06%	6.00%	-
代理商客 户	65,977.34	92,037.70	121,761.94	151,486.17	169,589.31	169,589.31
增长率	41.85%	39.50%	32.30%	24.41%	11.95%	-
合 计	133,100.13	191,684.46	261,848.12	328,391.86	371,408.84	371,408.84
增长率	47.39%	44.02%	36.60%	25.41%	13.10%	-

（三）营业收入预测情况

综上，通过对天下秀历史年度各业务类型的客户数量、单位投放额以及营业收入的分析，结合天下秀所在行业发展趋势，天下秀营业收入的预测结果如下表：

单位：万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
新媒体广告交易系统服务	36,929.72	42,868.25	48,214.78	54,142.86	58,314.40	58,314.40
增长率	20.61%	16.08%	12.47%	12.30%	7.70%	-
其中：代理商客户	36,175.13	42,241.43	47,604.25	53,554.78	57,732.05	57,732.05
增长率	22.54%	16.77%	12.70%	12.50%	7.80%	-
中小客户	754.58	626.82	610.53	588.08	582.34	582.34
增长率	-31.22%	-16.93%	-2.60%	-3.68%	-0.98%	-
新媒体营销客户代理服务	133,100.13	191,684.46	261,848.12	328,391.86	371,408.84	371,408.84
增长率	47.39%	44.02%	36.60%	25.41%	13.10%	-
其中：品牌客户	38,963.19	66,945.84	103,766.05	136,569.51	159,063.31	159,063.31
增长率	99.38%	71.82%	55.00%	31.61%	16.47%	-
中小客户	28,159.60	32,700.92	36,320.13	40,336.18	42,756.22	42,756.22
增长率	16.14%	16.13%	11.07%	11.06%	6.00%	-
代理商客户	65,977.34	92,037.70	121,761.94	151,486.17	169,589.31	169,589.31
增长率	41.85%	39.50%	32.30%	24.41%	11.95%	-

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
合 计	170,029.84	234,552.71	310,062.90	382,534.72	429,723.24	429,723.24
增长率	40.61%	37.95%	32.19%	23.37%	12.34%	-

天下秀营业收入预测过程符合行业发展增速和历史经营数据变动趋势，与同类型上市公司广告收入增长情况、可比交易标的收入预测增速情况相比，增长趋势符合同行业公司发展趋势，天下秀预测新媒体广告交易系统服务收入、新媒体营销服务代理服务及各类型客户收入、客户数量、单位投放金额、业务量的预测符合历史经营数据变动趋势，具有可实现性。

五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，天下秀营业收入预测过程符合行业发展增速，与同行业上市公司平均水平相比具有较好的成长性，符合历史经营数据变动趋势，与可比交易案例预测增速相比趋势基本一致，天下秀预测新媒体广告交易系统服务收入、新媒体营销服务代理服务及各类型客户收入、客户数量、单位投放金额、业务量的预测符合历史经营数据变动趋势，具有可实现性。

问题七、申请文件显示，收益法评估时，预测 2019-2023 年天下秀新媒体广告交易系统服务业务毛利率分别为 38.02%、38.09%、39.78%、39.79%和 39.86%，预测新媒体营销客户代理服务业务毛利率分别为 28.26%、27.59%、27.03%、26.74%和 26.56%。请你公司：结合报告期内广告交易系统服务业务和营销客户代理服务业务毛利率变动原因及可持续性，同行业公司历史趋势情况、可比交易情况标的资产预测情况等，补充披露预测期广告交易系统服务业务和营销客户代理服务业务毛利率的预测过程、依据和可实现性，与可比交易毛利率和天下秀毛利率历史变动趋势是否存在差异，如是，请说明原因及预测的谨慎性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、报告期内毛利率变动情况及可持续性

天下秀 2016 年至 2019 年 1-3 月的营业收入、营业成本、毛利率情况具体如

下表：

单位：万元

项 目		2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
新媒体广告 交易系统服 务	收入	5,278.37	30,617.89	24,488.02	17,583.59
	成本	3,228.15	18,794.46	16,582.58	11,637.60
	毛利率	38.84%	38.62%	32.28%	33.82%
新媒体营销 客户代理服 务	收入	29,247.38	90,236.29	46,709.47	25,417.97
	成本	20,741.34	64,035.58	29,931.58	16,489.67
	毛利率	29.08%	29.04%	35.92%	35.13%
其他服务	收入	13.08	103.64	1,344.43	4,614.09
	成本	4.99	41.20	1,243.76	4,434.79
	毛利率	61.85%	60.25%	7.49%	3.89%
营业收入合计		34,538.82	120,957.83	72,541.92	47,615.65
营业成本合计		23,974.48	82,871.24	47,757.92	32,562.06
毛利率		30.59%	31.49%	34.17%	31.61%
剔除其他服务后毛利率		30.58%	31.46%	34.67%	34.59%

其他服务主要系为北京合声易铭信息技术有限公司推广软件的业务以及为微梦创科网络科技（中国）有限公司的付费订阅提供支持服务业务，随着天下秀战略聚焦于拓展品牌客户的营销代理服务，上述业务已终止。

在剔除其他服务后，天下秀的整体毛利率在 2016 年和 2017 年基本保持稳定，2018 年以来则有所下降，主要系天下秀业务结构和客户结构的变化所致。

（一）新媒体广告交易系统服务

新媒体广告交易系统服务的成本构成主要为向北京微梦创科网络技术有限公司支付的平台分成及服务器托管费等成本，2016 年和 2017 年，新媒体广告交易系统服务的毛利率较为稳定。2018 年以来，随着天下秀业务发展壮大，收入规模增加，业务模式更趋成熟稳定，一方面使得天下秀对客户整体的返点比例逐年下降，另一方面，根据天下秀与北京微梦签订的合作协议，随着收入规模增加，导致天下秀向北京微梦采购平台分成的比例也下降。在上述因素的影响下，新媒体广告交易系统服务的毛利率 2018 年以来明显上升。

（二）新媒体营销客户代理服务

新媒体营销客户代理服务的客户主要分为品牌客户、中小客户和代理商客户三类,其中:中小客户毛利率相对较高,而品牌客户和代理商客户毛利相对较低。2016年-2019年1-3月,新媒体营销客户代理服务的客户结构发生较大变化,其中毛利率相对较低的品牌客户和代理商客户收入快速增长、收入占比提升,从而拉低了该业务的整体毛利率。

2016年-2019年1-3月新媒体营销客户代理服务三类客户毛利率情况如下表:

新媒体营销客户代理服务	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
品牌客户	24.91%	23.41%	24.11%	24.25%
中小客户	40.83%	40.31%	48.09%	45.07%
代理商客户	25.85%	25.52%	26.45%	25.40%
整体毛利率	29.08%	29.04%	35.92%	35.13%

2016年-2019年1-3月新媒体营销客户代理服务三类客户营业收入情况如下表:

单位:万元

新媒体营销客户代理服务	营业收入				比重			
	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
品牌客户	10,021.02	19,476.02	3,973.82	3,841.47	34.26%	21.58%	8.51%	15.11%
中小客户	6,948.38	24,246.62	20,862.82	12,795.34	23.76%	26.87%	44.67%	50.34%
代理商客户	12,277.97	46,513.65	21,872.82	8,781.16	41.98%	51.55%	46.83%	34.55%
合计	29,247.38	90,236.29	46,709.47	25,417.97	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

由上表可见,2018年及2019年1-3月,天下秀品牌客户的收入占比显著提高,而中小客户的收入占比有所下降。品牌客户和代理商客户一般规模相对较大、与天下秀的合作持续性较好,因此产品和服务定价相对较低。此外2018年由于企业发展重心的转移,以品牌客户为主,为维持中小客户业务量增速,同时考虑到中小客户维护成本相对较低,天下秀对中小客户的定价进行了调整,使得中小客户2018年毛利率有所下降。

由于毛利率较高的中小客户占比已从2016年的50.28%下降到2019年的23.76%,进一步下降的幅度不会很大,总体的客户结构变动幅度将会逐渐缩小,毛利率下降趋势也将趋缓。

（三）毛利率的可持续性

根据天下秀的未来的业务发展计划，整体运营模式不会发生太大的改变，与客户合作模式已基本成型较为稳定。同时，经过长期的经营，天下秀积累了丰富的媒体资源，营业成本较为可控，盈利方式存在可持续性。未来年度毛利率的变动将主要来源于业务结构和客户结构的调整，但结构变化幅度不会发生重大变化，因此，毛利率总体水平具有可持续性。

二、各业务类型毛利率的预测过程、依据和可实现性以及历史毛利率变动趋势的差异

本次评估过程中未直接预测毛利率，未来年度各业务类型毛利率由营业收入和营业成本的预测结果计算而来。营业收入的预测过程详见本回复函问题六“四、新媒体广告交易系统服务收入、新媒体营销服务代理服务及各类型客户收入、客户数量及其增速、单位投放金额及其增速、业务量和单价的预测过程、依据”。

本次评估对天下秀的营业成本按成本类型分类进行分析预测。历史年度按成本类型分类营业成本情况如下：

单位：万元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
媒体资源采购成本	62,882.94	29,151.11	15,509.57
平台分成费	18,372.93	16,540.26	12,061.90
职工薪酬	1,291.79	705.74	423.22
房租水电	103.71	68.64	38.42
服务器托管费	198.67	48.42	47.21
软件推广成本	-	1,243.76	4,434.79
合 计	82,850.03	47,757.92	32,515.11

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

天下秀根据历史年度各项成本的变化情况，分析各项成本与收入规模之间的关系，确定预测期各项成本。

其中：媒体资源采购成本为新媒体营销客户代理服务过程中的主要成本，历史年度数据来看，与新媒体营销客户代理服务中各类型的客户收入存在相对稳定的比例关系，考虑到公司的销售定价政策参考媒体资源采购成本，品牌客户、代

理商客户和中小客户的媒体资源采购成本占各类型客户收入的比例保持相对稳定，预计未来将基本维持历史年度的比例水平。

平台分成费根据与北京微梦创科网络技术有限公司的合作协议约定分成比例进行预测。

服务器托管费用与营业收入规模线性相关，参照历史比例水平进行预测。

职工薪酬和房租水电按照未来各类型业务收入增长幅度对人员数量和场地的需求，考虑人工工资水平增长和房租水平增长等因素后进行预测。

营业成本预测情况具体如下：

营业成本预测表

单位：人民币万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
媒体资源采购成本	93,940.47	136,758.19	188,377.46	237,231.94	268,911.44	268,911.44
平台分成费	22,518.50	26,141.52	28,611.04	32,132.68	34,565.40	34,565.40
职工薪酬	1,527.52	2,017.33	2,585.79	3,146.23	3,603.68	3,603.68
房租水电	198.08	214.51	259.99	320.43	346.99	346.99
服务器托管费	198.67	258.20	341.32	421.10	473.04	473.04
合 计	118,383.24	165,389.75	220,175.60	273,252.37	307,900.55	307,900.55

其中：媒体资源采购成本为新媒体营销客户代理服务的直接成本，平台分成费为新媒体广告交易系统服务直接成本，其他公共成本根据直接成本分摊至两大业务的成本中。按业务分类列示预测营业成本及毛利率情况如下：

单位：万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
新媒体广告交易系统服务	22,890.58	26,541.12	29,031.27	32,596.45	35,069.25	35,069.25
毛利率	38.02%	38.09%	39.79%	39.80%	39.86%	39.86%
新媒体营销客户代理服务	95,492.66	138,848.64	191,144.33	240,655.92	272,831.30	272,831.30
毛利率	28.26%	27.56%	27.00%	26.72%	26.54%	26.54%

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
其中：品牌客户	23.91%	23.95%	23.96%	23.96%	23.95%	23.95%
中小客户	40.20%	40.02%	39.80%	39.56%	39.29%	39.29%
代理商客户	25.72%	25.76%	25.78%	25.78%	25.76%	25.76%
合 计	118,383.24	165,389.75	220,175.60	273,252.37	307,900.55	307,900.55
整体毛利率	30.38%	29.49%	28.99%	28.57%	28.35%	28.35%

新媒体营销客户代理服务中品牌客户、代理商客户和中小客户各自的毛利水平预计将保持相对稳定，但考虑到未来客户结构的进一步变化，预计该部分业务的毛利率仍将呈现下降的趋势。

结合本题“一、报告期内毛利率变动情况及可持续性”中数据可知，历史年度新媒体广告交易系统服务毛利率波动上升，新媒体营销客户代理服务毛利率波动下降。预测期毛利率趋势与历史毛利率变动趋势一致，不存在差异。

三、同行业公司毛利率变动趋势比较情况

（一）同行业上市公司情况

同行业上市公司 2016 年度-2019 年 1-3 月毛利率情况统计如下：

序号	证券代码	证券简称	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
1	300058.SZ	蓝色光标	10.44%	11.72%	18.20%	21.66%
2	002131.SZ	利欧股份	10.75%	11.51%	15.49%	21.27%
3	002712.SZ	思美传媒	19.69%	11.29%	14.52%	11.09%
4	603825.SH	华扬联众	10.76%	11.54%	11.22%	11.94%
5	300612.SZ	宣亚国际	42.08%	40.11%	46.36%	45.46%
平均值			18.74%	17.23%	21.16%	22.28%
天下秀			30.59%	31.61%	34.17%	31.49%
天下秀剔除其他服务后毛利率			30.58%	31.46%	34.67%	34.65%

从同行业公司毛利率历史变动情况看，2016 年到 2018 年呈小幅下降趋势，2019 年一季度略有上升；而天下秀历史同期毛利率略有波动，剔除其他服务业务后毛利率在 2018 年有所下降，与同行业公司毛利率变动趋势较为一致。天下秀毛利率变动的主要原因是天下秀业务结构的变化，该因素已在天下秀未来毛利率预测中予以体现。由于天下秀业务模式已经较为成熟，在行业中属于领军

企业，具备规模优势和先发优势，新进入者的进入门槛较高，因此天下秀具备维持目前毛利水平基本稳定的能力。

（二）可比交易案例预测情况

可比交易案例预测期毛利率情况如下：

股票代码	股票名称	交易标的	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
300467.SZ	迅游科技	成都狮之吼科技有限公司	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
300343.SZ	联创互联	上海鳌投网络科技有限公司	28.32%	28.16%	27.60%	27.02%	26.43%
002291.SZ	星期六	杭州遥望网络股份有限公司	27.26%	29.63%	30.34%	30.79%	29.79%
603608.SH	天创时尚	北京小子科技有限公司	39.06%	38.85%	38.85%	38.42%	38.06%
002115.SZ	三维通信	江西巨网科技股份有限公司	18.59%	19.07%	19.53%	19.14%	18.97%
600242.SH	中昌数据	上海云克网络科技有限公司	24.90%	24.02%	23.84%	23.01%	22.52%
平均值			39.52%	39.79%	39.86%	39.56%	39.13%
平均值（剔除成都狮之吼）			27.62%	27.95%	28.03%	27.68%	27.15%
天下秀			30.38%	29.49%	28.99%	28.57%	28.35%

注：成都狮之吼科技有限公司毛利率较为异常，以剔除后平均毛利率水平进行比较更为合理。

可比交易案例预测期平均毛利率水平从预测第一期的 39.52%，到预测第五期下降为 39.13%，整体毛利率略有下降，下降幅度为 0.99%；天下秀预测第一期毛利率为 30.38%，第五期毛利率为 28.35%，下降幅度为 6.68%，预测毛利率变化趋势与可比交易标的趋势相同，但毛利率预测下降幅度更大，预测更为谨慎。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，由于天下秀的业务结构和客户结构的调整，报告期毛利率略有波动；而天下秀的业务模式与其他同行业上市公司的业务模式存在差异，使得天下秀毛利率高于同行业上市公司；其预测期毛利率变动趋势与可比交易案例和历史变动趋势基本一致，不存在差异。天下秀未来毛利率预测已持续考虑了业务结构和客户结构变化对毛利率的影响，预测谨慎、合理，可实现性较强。

问题八、申请文件显示，收益法评估时，预测 2019 年天下秀销售费用、管理费用和研发费用分别为 11,924.88 万元、4,588.84 万元和 4,592.26 万元。请你公司：1) 结合最新经营业绩，补充披露天下秀 2019 年预测销售费用、管理

费用和研发费用的可实现性。2) 补充披露预测天下秀的销售费用和管理费用的预测明细、预测过程、依据及可实现性。3) 比对报告期内销售费用和管理费用占收入比例、可比公司各项期间费用占收入比例等情况，补充披露对未来年度期间费用的预测是否足够谨慎。4) 补充披露预测研发费用与研发计划的匹配性、研发计划是否足以支撑未来收入增长。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合最新经营业绩，补充披露天下秀 2019 年预测销售费用、管理费用和研发费用的可实现性

根据天下秀提供的 2019 年 1-5 月未经审计的财务报表，天下秀 2019 年 1-5 月的销售费用、管理费用和研发费用情况如下：

单位：万元

项 目	2019 年 1-5 月	2019 年预测数	完成比例
销售费用	4,418.55	11,924.88	37.05%
管理费用	1,779.80	4,588.84	38.79%
研发费用	1,834.69	4,592.26	39.95%
合 计	8,033.04	21,105.98	38.06%
营业收入	59,853.66	170,029.84	35.20%
时间进度	5 个月	12 个月	41.67%

根据最新的经营数据，销售费用和管理费用的完成比例略高于营业收入，研发费用的完成比例与时间进度基本一致，期间费用合计完成比例低于时间进度，2019 年预测销售费用、管理费用和研发费用预计可以实现。

二、天下秀的销售费用和管理费用预测明细、过程、依据及可实现性

(一) 销售费用预测明细及过程、依据及可实现性

天下秀的销售费用主要包括工资及工资性支出、折旧费用、房租水电等固定费用及宣传费用、办公费等变动费用。天下秀合并预测范围内历史年度的销售费用具体如下：

2016-2018 年销售费用

单位：万元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
工资及工资性支出	6,627.10	3,745.93	1,884.19
折旧费用	10.14	11.64	7.53
房租水电	501.43	329.56	170.32
宣传费用	1,570.56	867.73	901.24
办公费	239.81	257.58	265.62
其他费用	555.72	332.34	210.09
合 计	9,504.75	5,544.78	3,438.98
占营业收入比例	7.86%	7.64%	7.23%

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

天下秀根据历史销售费用情况结合未来销售计划，对各项销售费用按以下方式进行预测：

工资及工资性支出：主要包括销售人员工资、社保支出以及其他工资性支出，根据目前的销售人员人数、未来业务扩展计划涉及的人员安排以及天下秀的工资政策进行预测；

折旧费用：在目前固定资产的折旧基础上结合未来的资产追加投入情况计算确定；

房租水电：根据最新租赁合同约定的租金，考虑未来业务发展所需销售人员变化对经营办公场所面积的增加及合理的租赁价格变化分析确定；

宣传费用：天下秀通过各种渠道宣传自身品牌及平台的费用，参照历史年度与营业收入的比率进行估算；

办公费：天下秀销售人员日常办公费用，历史年度支出金额较为稳定，参照历史年度平均发生额进行预测；

其他销售费用：根据历史年度该部分销售费用与营业收入的比率来估算未来各年度的销售费用。

销售费用预测结果详见下表：

销售费用预测表

单位：万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
工资及工资性支出	7,997.56	10,544.43	13,460.16	16,381.28	18,775.22	18,775.22
折旧费用	42.84	50.39	60.95	70.83	78.07	80.77
房租水电	736.29	796.50	961.62	1,185.21	1,282.69	1,282.69
宣传费用	2,121.13	2,926.06	3,868.06	4,772.15	5,360.83	5,360.83
办公费	248.69	248.69	248.69	248.69	248.69	248.69
其他费用	778.37	1,072.92	1,417.62	1,748.46	1,963.88	1,963.88
合 计	11,924.88	15,638.99	20,017.10	24,406.60	27,709.37	27,712.07
占营业收入比例	7.01%	6.67%	6.46%	6.38%	6.45%	6.45%

预测期内，随着天下秀销售规模的扩大，销售费用总额逐年增加，占营业收入比重在 6.38%-7.01%之间，略低于报告期水平，主要原因系：（1）从历史费用支出情况看，办公费、折旧费用等相对固定；（2）天下秀已建立较为成熟的销售团队，未来销售人员的增加主要针对新拓展的区域或业务领域，销售人员、工资性支出及其他相关变动费用增长幅度将低于收入增长幅度，故占营业收入比例逐渐降低。根据历史销售费用发生情况，结合 2019 年 1-5 月实际发生情况，天下秀销售费用预测具有可实现性。

（二）管理费用预测明细及过程、依据及可实现性

天下秀的管理费用主要包括工资及工资性支出、折旧费用、房租水电、差旅交通费、办公费、中介机构费以及服务费等其他费用。天下秀合并预测范围内历史年度的管理费用具体如下表：

2016-2018 年管理费用

单位：万元

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
工资及工资性支出	2,178.22	1,661.17	1,389.06
折旧费用	27.76	13.10	11.66
房租水电	233.76	211.19	104.75
差旅交通费	423.80	313.45	274.11
办公费	248.73	301.84	301.22
中介机构费	208.32	475.39	280.72

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
其他费用	676.90	380.19	259.72
合 计	3,997.48	3,356.33	2,621.24
占营业收入比例	3.31%	4.63%	5.51%

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

天下秀根据历史管理费用情况结合未来经营管理规模，对各项管理费用按以下方式进行预测：

工资及工资性支出：主要包括管理员工资、所有人员的社保支出以及其他工资性支出，管理员工资根据目前的管理人员人数、未来人员计划以及天下秀的工资政策进行预测，其他工资性支出根据历史人均支出情况以及未来人数分析确定；

折旧费用：折旧在目前的折旧基础上并结合未来的资产追加投入情况计算确定；

房租水电：根据最新租赁合同约定的租金，考虑未来业务发展所需管理人员变化对经营办公场所面积的增加及合理的租赁价格变化分析确定；

中介服务费及办公费：参照历史年度平均水平进行预测；

其他管理费用：本次评估结合历史年度其他管理费用与营业收入的比率来估算未来各年度的其他管理费用。

管理费用预测结果详见下表：

管理费用预测表

单位：万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
工资及工资性支出	2,340.69	3,090.87	3,964.58	4,816.81	5,519.72	5,519.72
折旧费用	86.31	92.94	108.06	121.32	129.86	131.27
房租水电	182.07	196.93	238.63	293.41	317.75	317.75
差旅交通费	665.31	917.78	1,213.34	1,496.91	1,681.55	1,681.55
办公费	275.28	275.28	275.28	275.28	275.28	275.28
中介机构费	196.50	196.50	196.50	196.50	196.50	196.50

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
其他费用	842.69	1,140.88	1,496.23	1,836.16	2,057.03	2,057.02
合 计	4,588.84	5,911.18	7,492.51	9,036.29	10,177.60	10,179.01
占营业收入比例	2.70%	2.52%	2.42%	2.36%	2.37%	2.37%

报告期内由于天下秀筹划公开发行股票上市，历史年度管理费用中包含股改、辅导上市等费用，因此历史年度管理费用占收入之比较高。预测期内，剔除该因素影响，并随着天下秀经营规模的扩大，管理费用总额逐年增加，但占营业收入的比重有所下降，为营业收入的 2.36%-2.70%。从报告期管理费用发生情况看，办公费用等相对固定，工资支出、房租水电等费用增加幅度低于收入增长幅度，管理费用与收入之比整体呈现明显的下降趋势。预计随着收入规模的增加，管理的规模效益还将进一步显现，未来管理费用占营业收入的比例将略有下降，预测谨慎、合理，具有可实现性。

三、销售费用、管理费用及研发费用占收入比例情况，对未来年度期间费用预测具有谨慎性

（一）销售费用、管理费用及研发费用占收入比例

天下秀报告期销售费用、管理费用及研发费用占营业收入的比例情况如下：

项 目	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年
销售费用率	7.78%	7.86%	7.64%	7.23%
管理费用率	3.83%	3.31%	4.63%	5.51%
研发费用率	2.68%	3.20%	3.37%	3.24%
合 计	14.29%	14.37%	15.64%	15.98%

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

根据报告期各项费用构成内容、历史发生金额、各项费用变动趋势，结合天下秀业务发展规划，天下秀预测期销售费用、管理费用及研发费用占营业收入比例的预测情况如下：

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
销售费用率	7.01%	6.67%	6.46%	6.38%	6.45%	6.45%
管理费用率	2.70%	2.52%	2.42%	2.36%	2.37%	2.37%

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
研发费用率	2.70%	2.57%	2.49%	2.46%	2.49%	2.49%
合 计	12.41%	11.76%	11.37%	11.20%	11.31%	11.31%

各项费用占收入之比与报告期相比略有下降，主要原因系各项费用中的办公费、中介费用等相对固定，差旅费、租金水电、人员数量及工资支出的变动与销售收入变动并非完全的线性关系。随着收入规模的增加，规模效益将进一步显现，未来各项费用占营业收入的比例将略有下降。

（二）可比公司各项期间费用占收入比例

1. 销售费用占收入比例情况

序号	证券代码	证券简称	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
1	300058.SZ	蓝色光标	3.33%	4.19%	7.50%	9.07%
2	002131.SZ	利欧股份	3.25%	3.89%	4.15%	4.64%
3	002712.SZ	思美传媒	2.76%	2.78%	3.47%	2.80%
4	603825.SH	华扬联众	5.47%	3.41%	3.87%	7.17%
5	300612.SZ	宣亚国际	47.31%	21.10%	15.14%	19.84%
平均值			12.42%	7.07%	6.83%	8.70%
天下秀			7.84%	7.99%	7.65%	7.58%
天下秀（合并预测范围内）			7.78%	7.86%	7.64%	7.23%

2. 管理费用占收入比例情况

序号	证券代码	证券简称	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
1	300058.SZ	蓝色光标	3.48%	3.87%	5.80%	7.13%
2	002131.SZ	利欧股份	2.95%	3.79%	3.86%	4.09%
3	002712.SZ	思美传媒	2.86%	2.73%	3.59%	3.54%
4	603825.SH	华扬联众	1.57%	1.41%	1.39%	1.32%
5	300612.SZ	宣亚国际	10.57%	7.00%	6.51%	5.39%
平均值			4.29%	3.76%	4.23%	4.29%
天下秀			3.85%	3.58%	4.63%	5.88%
天下秀（合并预测范围内）			3.83%	3.31%	4.63%	5.51%

3. 研发费用占收入比例情况

序号	证券代码	证券简称	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
1	300058.SZ	蓝色光标	0.11%	0.28%	0.87%	0.27%
2	002131.SZ	利欧股份	1.08%	1.32%	1.35%	1.79%
3	002712.SZ	思美传媒	0.31%	0.26%	0.30%	0.58%
4	603825.SH	华扬联众	2.69%	2.55%	2.74%	2.27%
5	300612.SZ	宣亚国际	10.94%	3.98%	3.73%	2.54%
平均值			3.03%	1.68%	1.80%	1.49%
天下秀			2.68%	3.20%	3.37%	3.24%
天下秀（合并预测范围内）			2.68%	3.20%	3.37%	3.24%

4. 期间费用（不含财务费用）占收入比例合计

序号	证券代码	证券简称	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
1	300058.SZ	蓝色光标	6.92%	8.34%	14.17%	16.47%
2	002131.SZ	利欧股份	7.28%	9.00%	9.36%	10.52%
3	002712.SZ	思美传媒	5.93%	5.77%	7.36%	6.92%
4	603825.SH	华扬联众	9.73%	7.37%	8.00%	10.76%
5	300612.SZ	宣亚国际	68.82%	32.08%	25.38%	27.77%
平均值			19.74%	12.51%	12.85%	14.49%
天下秀			14.37%	14.77%	15.65%	16.70%
天下秀（合并预测范围内）			14.29%	14.37%	15.64%	15.98%

报告期内天下秀销售费用和管理费用占营业收入的比例与同行业公司平均水平基本相符；同时，同行业公司也呈现出整体下降的趋势。

报告期内，天下秀研发费用占营业收入的比例明显高于同行业公司，主要原因系天下秀业务模式与同行业上市公司不同，天下秀自主研发建立了 WEIQ 新媒体大数据系统，开发了智能选号子系统、智能投放管理子系统、即时通信子系统、多端跨平台订单子系统、支付结算子系统和数据报告子系统等六大子系统，同时还在不断积累新媒体数据、完善系统功能。

通过与同行业公司对比可见，天下秀销售费用和管理费用占营业收入之比与同行业公司基本一致，未来预测合理体现了收入增长带来的规模效应，同时也符

合同行业公司历史变化趋势；天下秀研发费用与营业收入之比高于同行业上市公司，主要原因是天下秀自主开发了 WEIQ 新媒体大数据系统，随着系统功能的健全和完善，未来研发费用与营业收入之比预计将比报告期有所下降。天下秀销售费用、管理费用和研发费用与营业收入之比整体略高于同行业公司，整体期间费用未来预测与同行业公司基本相符，预测谨慎、合理。

四、预测研发费用与研发计划的匹配性、研发计划对未来收入增长的支撑

天下秀自成立以来一直专注于通过技术驱动带动服务品质提升，为客户新媒体营销提供一站式综合服务，进行高效的撮合，实现营销广告精准投放，提升广告转化效果。天下秀自主研发建立的 WEIQ 新媒体大数据系统是提供新媒体营销服务的重要基础。基于天下秀自有服务器，不断积累新媒体数据，形成挖掘智库系统，实现精准投放。

在数据获取方面：系统获取海量自媒体的发布内容以及粉丝多种形式的互动数据，积累多年的客户任务和自媒体订单数据。

在数据评估、分析及结果呈现方面：系统多维度分析客户的行业、细分领域等；多维度分析自媒体内容的喜好度、传播影响力；多维度分析自媒体受众的年龄、性别等；多维度分析传播效果，呈现关键词云、情感分析等。

在应用方面：系统使用多年积累的数据，为客户制定媒介策略并向客户推荐自媒体资源。

（一）报告期内研发费用投入情况

单位：万元

研究项目	研发支出金额			
	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
微任务相关系统及软件	78.32	286.32	236.21	176.32
WEIQ 相关系统及软件	848.24	3,585.26	2,211.16	1,365.02
合计	926.56	3,871.58	2,447.37	1,541.34
占营业收入比例	2.68%	3.20%	3.37%	3.24%

报告期内，天下秀在 WEIQ 及微任务系统的基础上开发了一系列相关软件，该阶段是平台众多基础功能的建设期，研发投入较大，但该阶段研发投入对业务开拓的效果较为明显，研发费用与业务收入的匹配性较强。

通过阶段性的大额研发投入，天下秀已取得了一系列的研发成果，WEIQ 及微任务系统上的主要功能基本已开发完成。截至 2019 年 3 月 31 日，天下秀及其控股子公司已登记 57 项计算机软件著作权和 15 项作品著作权，并取得高新技术企业证书。

（二）预测研发费用与研发计划的匹配性

1. 天下秀的研发计划

天下秀 WEIQ 及微任务系统主要功能已开发完成，未来研发计划主要集中在原有系统和软件的基础上进行软件版本更新，提供更多的功能和服务。天下秀 2019 年的研发计划项目情况如下：

序号	研发项目
1	WEIQ自媒体手机客户端IOS 2.0
2	WEIQ自媒体手机客户端android 2.0
3	克劳锐榜单数据库优化
4	WEIQ大数据平台2.0
5	WEIQ指数数据库优化
6	西五街手机客户端

目前，天下秀的核心产品服务和市场定位已经基本清晰，前期的研发投入为未来业务的发展已经奠定了较好的基础。2019 年后，天下秀的研发计划主要是顺应互联网广告的发展趋势，在已开发的软件基础上进行技术迭代、更新及延伸，大规模进行跨领域的重大技术开发可能性较小，但为保持在业务领域的技术优势，提高客户对天下秀服务的满意度，增加客户对 WEIQ 及微任务系统的粘性，天下秀会继续加大对技术方面的研发投入。

2、研发费用预测情况

天下秀根据历史研发费用情况及未来业务发展需要，制定了 2019 年及未来年度的研发计划，未来年度研发费用的预测情况如下：

工资及工资性支出：主要包括研发人员工资、社保支出以及其他工资性支出，研发人员工资根据目前的研发人员人数、未来人员计划以及天下秀的工资政策进行预测，其他工资性支出根据历史人均支出情况以及未来人数分析确定；

房租水电：根据最新租赁合同约定的租金，考虑未来业务发展所需研发人员变化对经营办公场所面积的增加及合理的租赁价格变化分析确定；

折旧费用：在目前固定资产的折旧基础上并结合未来的资产追加投入情况计算确定；

其他研发费用：结合历史年度其他研发费用与营业收入的比率来估算未来各年度的其他研发费用。

研发费用预测结果详见下表：

研发费用预测表

单位：万元

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
工资及工资性支出	3,444.29	4,516.73	5,756.92	7,000.76	7,994.73	7,994.73
折旧费用	232.09	249.67	300.95	370.62	399.62	399.62
房租及水电	13.50	15.83	19.09	22.16	24.37	25.16
其他研发费用	902.37	1,244.81	1,645.55	2,030.17	2,280.61	2,280.61
合 计	4,592.26	6,027.04	7,722.51	9,423.70	10,699.32	10,700.12
研发费用占收入比例	2.70%	2.57%	2.49%	2.46%	2.49%	2.49%

从天下秀业务发展规划和研发计划的角度看，天下秀研发费用还将会逐年增加，天下秀预测研发费用已体现了与研发计划的匹配性；由于 WEIQ 及微任务系统主要功能已开发完成，未来研发投入需求将会有所降低，预测期研发费用占营业收入的比例比报告期有所降低，但从谨慎性角度，天下秀预测研发费用仍考虑在未来年度逐年大幅增加，其研发计划和研发费用足以支撑未来收入增长。

五、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，根据最新经营业绩数据，销售费用、管理费用和研发费用总体支出情况与预测基本相符；销售费用和管理费用预测过程依据充分、合理，预测期间费用占营业收入的总体比例与同行业公司相比基本一致，预测谨慎、合理；预测研发费用与研发计划匹配，研发计划足以支撑未来收入增长。

问题九、申请文件显示，预测 2019-2023 年天下秀营运资金净增加额分别

为5,693.28万元、20,894.55万元、26,883.91万元、24,558.02万元和16,040.63万元。请你公司结合历史年度天下秀营运资金占收入的比例、同行业公司情况，补充披露预测营运资金的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合历史年度营运资金占比及预测情况，补充披露营运资金的可实现性

根据天下秀提供的财务数据，历史年度合并预测范围内有关资金营运指标如下：

单位：万元

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
最低经营现金保有量	10,055.35	8,736.62	5,151.85	3,436.20
应收款项	42,664.30	34,059.57	13,871.97	7,631.06
应付款项	18,835.85	16,554.88	13,440.76	9,244.59
营运资金	33,883.79	26,241.31	5,583.06	1,822.67
营运资金占收入比例	19.93%	21.70%	7.70%	3.83%

注1：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

注2：上表中2019年1-3月营运资金占收入比例中，营业收入按2019年预测数计算。

注3：上表中应收款项=应收账款余额-预收款项+其他应收款余额-前述款项中非经营性款项；应付款项=应付账款-预付款项+应付职工薪酬+应交税费+其他应付款-前述款项中非经营性款项。

从历史年度来看，2016年至2019年1-3月营运资金占营业收入的比例从3.83%到19.93%，变化较大，主要原因系天下秀业务结构和客户结构的变化，新媒体营销客户代理服务中品牌客户和代理商客户的收款期相对较长，其收入比重的提升导致营运资金占用增加。

本次天下秀对于未来营运资金的预测，对于最低现金保有量以未来年度预测的付现成本费用，按1个月付现成本费用预测；对于应收款项，按照业务类型和不同客户的信用期对营运资金进行测算，预计随着新媒体营销客户代理服务中品牌客户和代理商客户占全部收入比重的增加，应收账款的余额的增加速度将会超过收入增长幅度；对于应付款项，按历史年度周转速度进行预测。

天下秀预测期的营运资金指标具体如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
最低经营现金保有量	12,130.63	16,778.41	22,207.52	27,473.20	30,960.95
应收款项	41,064.57	63,306.16	91,012.02	116,817.71	133,726.07
应付款项	21,260.61	27,255.40	33,506.48	40,019.82	44,375.30
营运资金	31,934.59	52,829.16	79,713.07	104,271.09	120,311.73
营运资金占收入比例	18.78%	22.52%	25.71%	27.26%	28.00%

总体来看，随着客户结构的变化，应收款项将会大幅增加，营运资金占收入比将逐年升高，天下秀营运资金的预测已经谨慎、合理的体现了营运资金对未来现金流量的影响，具有可实现性。

二、同行业公司营运资金占收入比例情况

按照与天下秀计算营运资金相同的口径，测算同行业公司营运资金占收入的比例，具体情况如下：

序号	证券代码	证券简称	2018年度	2017年度	2016年度
1	300058.SZ	蓝色光标	4.33%	12.48%	11.76%
2	002131.SZ	利欧股份	33.68%	30.71%	28.46%
3	002712.SZ	思美传媒	22.85%	22.14%	14.61%
4	603825.SH	华扬联众	22.29%	21.85%	19.08%
5	300612.SZ	宣亚国际	34.71%	40.68%	23.46%
平均值			23.57%	25.57%	19.47%

注：数据来源：WIND 资讯

从同行业上市公司来看，由于各上市公司的业务细分领域和业务结构不同，营运资金占用情况差异较大。天下秀营运资金占营业收入的比例在 2016 年至 2018 年均低于同行业可比公司的平均值，本次对于天下秀未来年度的营运资金需求，在考虑天下秀业务结构变化的基础上，预测将逐步接近并超过同行业可比公司水平，预测数据较为谨慎。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，天下秀营运资金占营业收入比例的预测参照了天下秀自身的历史年度数据，并且从与历史年度及同行业上市公司的比较来看，营运资

金预测谨慎、合理，可实现性较强。

问题十、申请文件显示，本次交易收益评估中，天下秀折现率为 13.04%。请你公司结合近期同行业可比交易，进一步补充披露本次交易折现率选取的合理性、预测折现的具体过程。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

本次交易收益法评估中，天下秀折现率为 13.04%，与同行业可比交易案例折现率基本一致，预测过程符合评估准则和行业规范，具有合理性，具体情况如下：

一、近期同行业可比交易案例折现率情况

本次交易天下秀收益法评估过程中，折现率为 13.04%。可比交易案例折现率与本次评估选取的折现率对比的情况如下：

序号	上市公司简称	标的公司	折现率
1	迅游科技（300467）	成都狮之吼科技有限公司	13.08%
2	联创互联（300343）	上海鳌投网络科技有限公司	12.19%、12.11%
3	星期六（002291）	杭州遥望网络股份有限公司	12.97%
4	天创时尚（603608）	北京小子科技有限公司	13.04%
5	三维通信（002115）	江西巨网科技股份有限公司	13.67%
6	中昌数据（600242）	上海云克网络科技有限公司	13.16%
平均值			13.02%
天下秀			13.04%

天下秀本次评估选取的折现率与可比交易案例平均值相比基本一致。

二、预测折现的具体过程及折现率选取的合理性分析

折现率，又称期望投资回报率。折现率的高低从根本上取决于未来现金流量所隐含的风险程度的大小。天下秀本次评估对象为天下秀的股东全部权益价值，结合天下秀的经营情况及资产负债结构，采用企业自由现金流量折现模型。收益法要求评估的企业价值内涵与应用的收益类型以及折现率的口径一致，本次评估采用的折现率为加权平均资本成本（WACC）。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E + D} + K_d \times (1 - T) \times \frac{D}{E + D}$$

式中：

$WACC$ ——加权平均资本成本

K_e ——权益资本成本

K_d ——债务资本成本

T ——所得税率

D/E ——目标资本结构

折现率的测算过程具体如下：

1. D 与 E 的比值

天下秀评估基准日的无付息债务，故目标资本结构为零。

2. 权益资本成本 (K_e)

权益资本成本 K_e 按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + Beta \times ERP + R_c$$

$$= R_f + Beta(R_m - R_f) + R_c$$

式中：

K_e ——权益资本成本

R_f ——无风险利率

R_m ——市场回报率

$Beta$ ——权益的系统风险系数

ERP ——市场的风险溢价

R_c ——企业特定风险调整系数

计算权益资本成本采用以下四步：

(1) 无风险收益率 (R_f)

由于记账式国债具有比较活跃的市场，一般不考虑流动性风险，且国家信用等级高，持有该债权到期不能兑付的风险很小，一般不考虑违约风险，同时长期的国债利率包含了市场对未来期间通货膨胀的预期。因此，选择从评估基准日至

国债到期日剩余期限在 5 年以上的记账式国债，计算其到期收益率，并取所有国债到期收益率的平均值作为本次评估无风险收益率，经计算无风险收益率为 3.68%。

(2) 市场超额收益 (ERP)

风险溢价(ERP)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，即：

风险溢价(ERP) = 市场整体期望的投资回报率(Rm) - 无风险报酬率(Rf)

根据目前国内评估行业通行的方法，按如下方式计算ERP：

1) 确定衡量股市的指数：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，参照美国相关机构估算美国ERP时选用标准普尔 500 指数的经验，本次选用了沪深 300 指数。

2) 计算年期的选择：中国股市起始于上世纪 90 年代初期，但最初几年发展不规范，直到 1996-1997 年之后才逐渐走上正规，考虑到上述情况，在测算中国股市ERP时计算的时间从 1997 年开始，也就是估算的时间区间为 1997 年 12 月 31 日到 2018 年 12 月 31 日。

3) 指数成分股的确定：沪深 300 指数的成分股每年是发生变化的，因此在估算时采用每年年底时沪深 300 的成分股。对于 1997-2005 年沪深 300 没有推出之前，采用外推的方式，即 1997-2005 年的成分股与 2005 年末一样。

4) 数据的采集：本次ERP测算借助 Wind 资讯的数据系统提供所选择的各成分股每年年末的交易收盘价。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此选用的年末收盘价是 Wind 数据是从 1997 年 12 月 31 日起到 2018 年 12 月 31 日的复权交易年收盘价格，上述价格中已经有效的将每年由于分红、派息等产生的收益反映在价格中。

5) 年收益率的计算采用几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 i 年的几何平均值为 C_i ，则：

$$C_i = \sqrt[i-1]{\frac{P_i}{P_1}} - 1 (i=2,3,\dots,n)$$

P_i 为第*i*年年末交易收盘价（后复权）

通过估算 2001-2018 年每年的市场风险超额收益率，即以沪深 300 指数的成份股的几何平均年收益作为 R_m ，扣除按照上述方法计算的各年无风险利率。经计算得到ERP为 6.69%。

（3） β 系数

β 风险系数被认为是衡量公司相对风险的指标。本次评估选取了互联网营销行业上市公司作为同行业对比公司。选取过程如下：

1) 确定筛选对比公司的基本标准：

A. 对比公司上市时间早于 2016 年 1 月 1 日；

B. 对比公司所从事的行业或其主营业务为互联网广告营销，或受到相同经济因素的影响，并且主营该行业不少于 2 年；

C. 三年内对比公司未进行过跨行业的重大资产重组等事项。

2)根据上述原则，利用 Wind 金融终端进行筛选，选取利欧股份(002131.SZ)、思美传媒（002712.SZ）、蓝色光标（300058.SZ）、佳云科技（300242.SZ）、联创互联（300343.SZ）和引力传媒（603598.SH）作为对比公司。

经查阅 WIND 金融终端得到对比上市公司的 β 系数。上述 β 系数还受各对比公司财务杠杆的影响，需要先卸载对比公司的财务杠杆，再根据天下秀的目标资本结构，加载该公司财务杠杆。无财务杠杆影响的 β 系数计算公式如下：

$$\text{无财务杠杆}\beta\text{系数} = \frac{\text{有财务杠杆}\beta\text{系数}}{1 + \frac{\text{负债资本}}{\text{权益资本}} \times 100\% \times (1 - \text{所得税率})}$$

计算得到行业卸载财务杠杆后的 β 系数平均值为 0.9507，具体情况如下：

序号	证券代码	证券简称	卸载对比公司财务杠杆后 Beta 系数
----	------	------	---------------------

1	002131.SZ	利欧股份	0.6876
2	002712.SZ	思美传媒	0.8031
3	300058.SZ	蓝色光标	0.9582
4	300242.SZ	佳云科技	0.9435
5	300343.SZ	联创互联	0.9614
6	603598.SH	引力传媒	1.3507
平均值			0.9507

然后根据被评估对象目标资本结构转换为自身有财务杠杆的 Beta 系数，其计算公式为：

$$\beta_e = \beta_u \times \left(1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right)$$

式中： β_e ——评估对象股权资本的预期市场风险系数

β_u ——可比公司的无杠杆市场风险系数

D/E ——付息债务与所有者权益之比

T ——企业所得税税率，详细预测期取 15%

由此计算得到被评估单位 β 系数为 0.9507。

(4) 特有风险超额收益率 (R_c)

企业的个别风险主要为企业经营风险。影响经营风险主要因素有：企业所处经营阶段，历史经营状态，企业经营业务、产品和地区的分布，公司内部管理及控制机制，管理人员的经营理念 and 方式等。具体分析如下：

1) 尽管天下秀已经在互联网社交网络广告行业取得较为明显的竞争优势，并在自媒体营销细分领域略有建树，但互联网广告行业集中度较低，企业竞争激烈，随着行业竞争加剧，目前的行业地位可能会受到冲击；

2) 数据资源安全存在风险，如果公司受到互联网上的恶意软件、病毒的影响，或者受到黑客攻击，将会影响公司信息系统正常运行，或者导致公司信息数据资源泄露、损失，从而可能会损害公司的市场声誉；

3) 公司主要服务客户集中在北上广深等一线城市，在其他区域的业务布局

还相对较少，新领域的开拓将存在一定的风险。

根据天下秀的实际情况，取公司特有风险超额收益率（ R_c ）为 3%。

（5）权益资本成本（ K_e ）

将上述各参数代入权益资本成本计算公式，计算得到天下秀权益资本成本为 13.04%。

3. 债务资本成本（ K_d ）

天下秀评估基准日无付息债务。

4. 折现率

将以上计算所得的各参数代入加权平均资本成本，计算可知天下秀的加权平均资本成本 WACC 为 13.04%。

综上，本次交易评估折现率的计算过程、选取模型及参数符合评估准则和行业规范，折现率的选取具有合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，本次交易评估折现率的计算符合评估准则和行业规范，与同行业可比交易案例基本一致，折现率取值具备合理性。

问题十一、申请文件显示，本次评估天下秀溢余及非经营性资产净额合计 55,781.17 万元，其中溢余货币资金 43,967.89 万元。请你公司：结合评估基准日天下秀货币资金余额、预计天下秀最低货币资金保有量、营运资金预测数、可比交易案例评估预测情况、同行业公司货币资金情况、业务开展资金需求等，补充披露天下秀溢余货币资金预测过程、依据及其合理性、是否存在高估溢余资金的情形。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

本次评估在维持业务正常开展的情况下所需资金，计算天下秀最低货币资金保有量，结合评估基准日货币资金余额测算天下秀溢余货币资金，测算过程及参数选取符合评估准则，参数选取与同行业可比交易案例基本一致，营运资金的预测中对最低货币资金保有量的预测较为充分，不存在高估溢余资金的情形。具体

分析如下：

一、天下秀溢余货币资金预测过程、依据及其合理性、是否存在高估溢余资金的情形

天下秀评估基准日合并预测范围内账面货币资金为 52,704.51 万元，溢余资金系企业为维持日常营运所需要的最低货币资金保有量以外的货币资金。

最低货币资金保有量按照主要的费用项目（包含营业成本、税金及附加、管理费用、营业费用、研发费用、财务费用等），扣除无需现金支付的费用（折旧、摊销），作为全年的付现成本费用，从而得到单月所需的付现成本费用；再根据维持正常运营所需的单月付现成本费用月数测算最低货币资金保有量。营运资金中的货币资金按预测最低货币资金保有量计算。

天下秀的日常经营成本费用主要为人工成本以及向下游采购的相关成本，根据实际经营情况，在维持业务正常开展的情况下，天下秀最低现金保有量设定为 1 个月的付现成本费用，作为计算评估基准日溢余货币资金的基础。

评估基准日溢余货币资金具体预测过程如下：

单位：万元

项 目	2018 年度
营业成本	82,850.03
销售费用	9,504.75
管理费用	3,997.48
研发费用	3,871.58
财务费用	-
税金及附加	1,162.25
所得税费用	3,517.68
减：折旧摊销	64.33
付现成本与费用合计	104,839.46
每月平均付现成本费用	8,736.62
基准日货币资金金额	52,704.51
溢余货币资金	43,967.89

注：上表中相关统计数据已剔除喜禾文化、天下联赢和锐意博通数据。

二、同行业公司情况

溢余货币资金是指超过最低现金保有量的非受限货币资金，天下秀评估基准日不存在受限货币资金，因此，确定最低现金保有量是计算评估基准日溢余现金的基础。

（一）同行业上市公司情况

根据本次评估最低现金保有量计算方式，测算同行业上市公司货币资金保有情况如下：

单位：万元

2018 年度	300058.SZ	002131.SZ	002712.SZ	603825.SH	300612.SZ
	蓝色光标	利欧股份	思美传媒	华扬联众	宣亚国际
营业成本	2,039,602.93	1,084,015.60	468,612.00	950,703.61	22,117.70
税金及附加	4,684.48	3,792.88	756.30	5,271.15	228.30
销售费用	96,856.61	47,704.42	14,683.33	36,675.65	7,790.94
管理费用	89,427.86	46,463.13	14,439.36	15,185.63	2,584.38
研发费用	6,578.84	16,218.10	1,350.39	27,443.02	1,468.41
财务费用	24,506.37	18,643.84	216.80	6,558.20	-17.80
所得税	9,586.81	1,902.04	2,684.91	2,242.78	944.66
折旧及摊销	18,011.47	16,758.82	1,874.56	1,880.92	480.62
付现成本合计	2,253,232.42	1,201,981.20	500,868.53	1,042,199.12	34,635.97
每月平均	187,769.37	100,165.10	41,739.04	86,849.93	2,886.33
2018年12月31日货币资金	148,417.67	218,521.30	94,004.39	39,545.16	21,094.98
货币资金保有量覆盖月数	0.79	2.18	2.25	0.46	7.31

可比上市公司货币资金保有量覆盖付现成本月数为 0.46-7.31 之间，由于可比上市公司在 2017-2018 年均进行过融资，剔除该因素影响，本次评估选取 1 个月付现成本费用作为最低现金保有量较为谨慎、合理。

（二）可比交易案例预测情况

选取一定时间的付现成本费用是计算确定最低现金保有量的通行方式，查询可比交易案例对于最低现金保有量的预测情况如下：

序号	上市公司简称	标的公司	选取付现成本月数
----	--------	------	----------

序号	上市公司简称	标的公司	选取付现成本月数
1	迅游科技（300467）	成都狮之吼科技有限公司	未披露
2	联创互联（300343）	上海鳌投网络科技有限公司	未披露
3	星期六（002291）	杭州遥望网络股份有限公司	1个月
4	天创时尚（603608）	北京小子科技有限公司	2个月
5	三维通信（002115）	江西巨网科技股份有限公司	1个月
6	中昌数据（600242）	上海云克网络科技有限公司	1个月
天下秀			1个月

天下秀收益法评估过程中，选取最低现金保有量为1个月的付现成本费用，确定最低现金保有量的方式与披露相关信息的可比交易案例相同，选取的付现成本的月数与披露相关信息的大部分可比交易案例相同。由此可见，天下秀溢余货币资金的预测依据充分、预测金额合理。

三、营运资金预测数

本次天下秀对于未来营运资金的中最低现金保有量以未来年度预测的付现成本费用，按1个月付现成本费用预测。天下秀预测期的营运资金指标具体如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
最低经营现金保有量	12,130.63	16,778.41	22,207.52	27,473.20	30,960.95
应收款项	41,064.57	63,306.16	91,012.02	116,817.71	133,726.07
应付款项	21,260.61	27,255.40	33,506.48	40,019.82	44,375.30
营运资金	31,934.59	52,829.16	79,713.07	104,271.09	120,311.73
营运资金占收入比例	18.78%	22.52%	25.71%	27.26%	28.00%

天下秀营运资金以及最低经营现金保有量的预测已经谨慎、合理的体现了营运资金对未来现金流量的影响。

综上，本次评估溢余资金测算过程及参数选取符合评估准则，与同行业可比交易案例基本一致，不存在高估溢余资金的情形，具有合理性。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，本次评估溢余资金测算过程及参数选取符合评估准则，与同行业可比交易案例基本一致，不存在高估溢余资金的情形，具有合理性。

问题十二、申请文件显示，2016-2018 年度，天下秀营销客户代理服务毛利率分别为 35.13%、35.92%、29.04%，2018 年毛利率下降原因是品牌客户、代理商客户等低毛利率的客户增多；交易系统服务业务毛利率分别为 33.82%、32.28%和 38.62%，2018 年毛利率上升主要是由于业务模式成熟化和规模效应导致对客户整体的返点比例和向北京微梦采购平台分成的金额比例下降。请你公司：1) 结合营销客户代理服务具体运营模式、新合同签署和续期情况、新客户情况、购销单价、广告流量指标、报告期流水和业务量情况、同行业公司情况等，补充披露报告期内天下秀营销客户代理服务毛利率的合理性、量化分析 2018 年毛利率下降的原因、下降趋势是否将持续，以及毛利率下降对持续盈利能力和评估预测毛利率的影响。2) 结合交易系统服务业务流水、分成比例和返点比例政策及其变动情况、同行业公司情况等，量化分析并补充披露 2018 年交易系统服务业务毛利率上升的原因及可持续性、规模效应具体体现、业务模式更加成熟的具体表现、以及上述因素如何导致分成和返点比例下降、天下秀向北京微梦支付的平台分成占天下秀营业成本比例逐年下降的原因。3) 补充披露报告期返点和分成具体政策、相关收入的具体金额、会计处理方式及其合规性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表意见。

答复：

一、结合营销客户代理服务具体运营模式、新合同签署和续期情况、新客户情况、购销单价、广告流量指标、报告期流水和业务量情况、同行业公司情况等，补充披露报告期内天下秀营销客户代理服务毛利率的合理性、量化分析 2018 年毛利率下降的原因、下降趋势是否将持续，以及毛利率下降对持续盈利能力和评估预测毛利率的影响

(一) 新媒体营销客户代理服务具体运营模式

新媒体营销客户代理服务主要基于 WEIQ 系统展开。新媒体营销客户代理服务主要实现广告主跨平台投放和精准投放的需求，广告主可实现微博、微信、短视频、直播、音频等多个新媒体平台的广告投放需求。除能实现跨平台投放外，天下秀提供的新媒体营销客户代理服务还能够为客户提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、社交媒体账户运营、效果监测等一系列新媒体营销

服务。天下秀一般安排专人负责与客户进行对接，在与客户就整体方案达成一致意见后，按计划采买相关资源实施方案，并与客户保持持续交流，总结新媒体营销效果，并为客户后续营销工作提出建议。在天下秀开展新媒体营销客户代理服务中，主要通过 WEIQ 系统采购相关自媒体资源。

(二) 新合同签署和续期情况、新客户情况、购销单价等

1. 新客户和新合同签署情况

截至本回复出具日，天下秀 2019 年新签主要大客户有欧莱雅（中国）有限公司、华为终端有限公司。合同签订情况如下：

序号	客户	主要合作内容
1	欧莱雅	框架协议：天下秀为欧莱雅相关产品提供网络公关和网络达人广告推广服务；实际执行时，另行签订具体项目合同
2	华为	框架协议：天下秀为华为提供 KOL 传播服务；实际执行时，另行签订具体项目合同

2. 主要客户合同续期情况

(1) 天下秀与主要直销客户销售合同的续签情况如下：

序号	客户	主要合作内容	合同期限
1	宝洁	年度框架协议：宝洁集团向天下秀采购 KOL 资源，对其产品进行推广	2018 年 1 月 5 日-2018 年 12 月 31 日，已续签至 2019 年 12 月 31 日
2	伊利	框架协议：天下秀为伊利集团相关产品提供数字营销服务；实际执行时，另行签订具体项目合同	2017 年 12 月 1 日-2018 年 11 月 30 日，已续签至 2019 年 11 月 30 日
3	京东	框架协议：天下秀为京东提供各大平台（微博、微信、抖音等）的营销传播服务	2018 年 7 月 1 日-2019 年 6 月 30 日，已确认续约
4	北京中联华盟文化传媒投资有限公司	框架协议：电影产品的自媒体宣传推广服务	2018 年 6 月 7 日-2019 年 6 月 6 日，已确认续约
5	苏宁	框架协议：为苏宁集团提供社交媒体信息服务	2018 年 7 月 1 日-2018 年 12 月 31 日，已续签至 2019 年 12 月 31 日

(2) 报告期内，天下秀与主要渠道商的合作续约情况如下：

序号	客户	主要合作内容	合同续签情况
1	新浪集团及其关联方	新媒体营销客户代理	已续签至 2019 年 12 月 31 日
2	深圳市微万通传媒有限公司	新媒体广告交易系统代理	已续签至 2019 年 12 月 31 日
3	上海大触文化传播中心（有限合伙）	新媒体广告交易系统代理	已续签至 2019 年 12 月 31 日
4	蜂群文化传播有限公司及其关联方	新媒体广告交易系统代理	已续签至 2019 年 12 月 31 日

3. 购销单价情况

天下秀为客户提供新媒体营销客户代理服务，一般与客户签订框架协议，根据客户全年的广告需求情况在实际执行时另行确定项目合同。定价方式一般根据实际投放时选定的自媒体刊例价及相关服务协商定价价。在具体服务中，天下秀通过系统平台汇聚自媒体资源，为客户提供更专业和精准的广告投放服务，议价能力较强。

（三）广告流量指标、报告期流水和业务量情况

报告期内，天下秀的新媒体营销客户代理服务的广告流量指标、报告期流水和业务量情况对比如下：

项目	2019 年 1-3 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
新媒体营销客户代理服务收入金额（万元）	29,247.38	90,236.29	46,709.47	25,417.97
新媒体营销客户代理服务交易流水（万元）	31,163.80	98,889.07	52,078.72	27,915.98
客户数量（个）	854	3,550	3,317	1,573
单位客户投放金额（万元）	34.25	25.42	14.08	16.16

注：单位客户投放金额为相应的收入除以客户数量

报告期内，天下秀交易流水与营业收入、客户数量、单位客户投放额均保持较好的增长。

（四）毛利率变动原因及合理性、对持续盈利能力和评估预测毛利率的影响

1. 毛利率变动原因及合理性

报告期内，天下秀新媒体营销客户代理服务的毛利率分别为 35.13%、35.92%、29.04% 及 29.08%。2016 年及 2017 年，天下秀的新媒体营销客户代理服务毛利率较为稳定，2018 年及 2019 年 1-3 月，毛利率有所下降，主要原因为，2018 年新媒体营销客户代理服务中，天下秀的品牌客户、代理商客户增多。由于品牌客户和代理商客户的业务规模较大，合作持续性较强，因此该类客户的毛利率整体低于中小客户的毛利率水平，导致整体毛利率降低。具体量化分析如下。

2016 年至 2019 年 1-3 月新媒体营销客户代理服务不同客户分类的营业收入情况具体如下表所示：

单位：万元

新媒体营销客户代理服务	营业收入				比重			
	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年
品牌客户	10,021.02	19,476.02	3,973.82	3,841.47	34.26%	21.58%	8.51%	15.11%
中小客户	6,948.38	24,246.62	20,862.82	12,795.34	23.76%	26.87%	44.67%	50.34%
代理商客户	12,277.97	46,513.65	21,872.82	8,781.16	41.98%	51.55%	46.83%	34.55%
合计	29,247.37	90,236.29	46,709.47	25,417.97	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

由上表可知，三类客户的收入比重在 2016 年-2019 年 1-3 月发生了变化，其中：品牌客户和代理商客户的收入占比从 2016 年的 15.11% 和 34.55% 升到了 2019 年 1-3 月的 34.26% 和 41.98%，两类客户自 2016 年至 2018 年比例分别上升了 19.15% 和 7.43%；中小客户占比整体有所下降。三类客户结构的变化的主要原因是天下秀发展重心由全面开拓客户转向重点开发品牌客户和代理商客户。

除了客户结构的变化外，2016 年至 2019 年 1-3 月新媒体营销客户代理服务不同客户分类的毛利率也略有变化。三类客户报告期分类毛利率具体情况如下表所示：

客户分类	2019 年 1-3 月	2018 年	2017 年	2016 年
品牌客户	24.91%	23.41%	24.11%	24.25%
中小客户	40.83%	40.31%	48.09%	45.07%

代理商客户	25.85%	25.52%	26.45%	25.40%
综合毛利率	29.08%	29.04%	35.92%	35.13%

如上表所示，报告期品牌客户的毛利率在 24% 左右，代理商客户的毛利率在 25% 左右，基本保持稳定；中小客户的毛利率高于品牌客户和代理商的毛利率，报告期三年均在 40% 以上。

2. 毛利率未来变动趋势分析及对持续盈利能力和评估预测毛利率的影响

结合天下秀毛利率历史期的变动及原因，对天下秀新媒体营销客户代理服务业务毛利率未来的变动趋势分析如下：

对于品牌客户，天下秀在 2018 年为开拓品牌客户短期内因销售策略导致对部分品牌客户的毛利率有所下降，未来在和品牌客户建立起长期合作关系后，预计未来毛利率水平将趋于稳定；对于代理商客户，报告期内，天下秀的代理商客户毛利率略有波动，基本稳定，预计未来仍将保持报告期平均水平；对于中小客户，考虑到中小客户毛利率较高且 2018 年有所下降，从谨慎角度出发，未来预测中小客户毛利率还将小幅下降。

合并预测范围内预测期新媒体营销客户代理服务业务中不同客户结构和毛利率预测情况如下表所示：

客户分类	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
品牌直客	毛利率	23.91%	23.95%	23.96%	23.96%	23.95%
	收入占比	29.27%	34.93%	39.63%	41.59%	42.83%
中小客户	毛利率	40.20%	40.02%	39.80%	39.56%	39.29%
	收入占比	21.16%	17.06%	13.87%	12.28%	11.51%
客户代理商	毛利率	25.72%	25.76%	25.78%	25.78%	25.76%
	收入占比	49.57%	48.02%	46.50%	46.13%	45.66%
综合毛利率		28.26%	27.56%	27.00%	26.72%	26.54%

综上所述，随着各类型客户毛利率的趋稳以及未来客户结构的变化，天下秀未来新媒体营销客户代理服务的综合毛利率将呈现小幅下降的趋势。

天下秀对新媒体营销客户代理服务的综合毛利率的预测已综合考虑 2018 年毛利率下降、客户结构的变化和各类客户毛利率变动趋势的影响。

（五）同行业上市公司情况

可比公司分产品类型的毛利率对比情况如下：

公司简称	项目	2018年	2017年	2016年
蓝色光标	数字营销		16.17%	18.53%
	传统营销		31.53%	35.91%
	出海广告投放	1.11%		
	全案推广服务	25.36%		
	海外公司业务	21.52%		
	全案广告代理	20.75%		
	数据产品服务	50.20%		
	综合毛利率	11.72%	18.20%	21.66%
利欧股份	媒介代理服务	6.98%	10.79%	14.06%
	数字营销服务	57.74%	62.16%	51.27%
	综合毛利率	11.51%	15.49%	21.27%
思美传媒	电视广告		9.04%	10.91%
	内容及内容营销		30.90%	11.49%
	互联网广告		8.14%	8.86%
	户外广告		14.16%	9.01%
	品牌管理		33.59%	53.56%
	其他广告		16.97%	16.56%
	营销服务	8.70%		
	影视内容	16.25%		
	数字版权运营及服务	60.07%		
	综合毛利率	11.29%	14.52%	11.09%
华扬联众	广告投放代理		9.45%	9.65%
	广告策划与制作		52.03%	56.45%
	买断式销售代理	7.41%	5.30%	6.70%
	互联网广告服务	11.90%		
	综合毛利率	11.54%	11.22%	11.94%
宣亚国际	传统营销	32.73%	44.22%	41.93%
	数字营销	44.51%	48.16%	48.99%
	综合毛利率	40.11%	46.36%	45.46%

注：综合毛利率为公司整体毛利率。部分年度无数据主要系上市公司调整收入类型口径所致。

如上表所示，由于各上市公司业务发展计划的不同，导致各年统计口径略有

差异。观察较为类似的数字营销行业，如：蓝色光标的数字营销业务 2016 年、2017 年毛利率分别为 18.53%、16.17%；利欧股份的数字营销服务业务 2016 年、2017 年、2018 年，毛利率分别为 51.27%、62.16%和 57.74%；思美传媒的互联网广告行业 2016 年、2017 年毛利率分别为 8.86%、8.14%；宣亚国际的数字营销业务 2016 年、2017 年、2018 年，毛利率分别为 48.99%、48.16%和 44.51%。可以看到，不同上市公司类似业务的毛利率虽然差异较大，但整体呈小幅下降趋势。

天下秀营销客户代理服务业务的报告期毛利率呈波动下降趋势，与同行业公司毛利率变动趋势相符；天下秀预测期已充分考虑了营销客户代理服务业务毛利率下降的原因，并在评估报告中充分考虑了该因素对盈利预测和评估结果的影响；同时，随着天下秀业务规模的扩大，经营管理规模效应的显现，未来在与品牌客户建立起长期合作关系后，预计毛利率水平将趋于稳定。因此，2018 年毛利率的下降不会对天下秀的持续盈利能力产生重大影响。

二、结合交易系统服务业务流水、分成比例和返点比例政策及其变动情况、同行业公司情况等，量化分析并补充披露 2018 年交易系统服务业务毛利率上升的原因及可持续性、规模效应具体体现、业务模式更加成熟的具体表现、以及上述因素如何导致分成和返点比例下降、天下秀向北京微梦支付的平台分成占天下秀营业成本比例逐年下降的原因

（一）2018 年交易系统服务业务毛利率上升的原因

2016 年至 2019 年 1-3 月，新媒体广告交易系统服务毛利率分别为 33.82%、32.28%、38.62%及 38.84%。2017 年毛利率与 2016 年相比较为稳定，2018 年较 2017 年毛利率上升 6.34%，主要原因系：①2018 年北京微梦给予的运营支撑费增加，导致毛利率上升约 3.00%。运营支撑费增加主要系根据天下秀与北京微梦的合作协议，微任务交易总额超过 10 亿元，北京微梦向天下秀按微任务交易总额的 2%支付运营支撑费，含税的运营支撑费金额从 2017 年的 900 万元变为 2018 年的 2100 万元所致。②返点抵扣因素影响。2017 年天下秀给予客户一定返点，2018 年不再给予客户返点。该因素影响使得 2018 年毛利率相对 2017 年上升约 2.55%。③由于手续费等其他因素变动，使得毛利率上升约 0.79%。综合上述原

因，2018 年毛利率较 2017 年上升 6.34%。2019 年 1-3 月毛利率与 2018 年相比较为稳定。

（二）2018 年交易系统服务业务毛利率上升的可持续性、规模效应具体体现、业务模式更加成熟的具体表现、以及上述因素如何导致分成和返点比例下降

1. 业务模式更加成熟、更具规模效应的具体表现及对毛利率的影响

报告期内，新媒体广告交易系统服务业务模式更趋成熟稳定，更具规模效应具体体现在：①报告期内微任务交易金额逐年上升，2018 年交易额已达到 105,816.49 万元；②2016 年及 2017 年新媒体广告交易系统服务业务增长迅速，处于高速成长期，2017 年收入较 2016 年增长 39.27%，随业务发展成熟，客户数量及交易额的增速相对放缓；③微任务平台所覆盖的微博平台自媒体数量随业务发展积累逐渐增多，可供客户选择的范围和提供的服务更广；④微任务系统逐步升级，使用功能和用户体验更为完善。

综上，新媒体广告交易系统服务的业务规模在报告期内不断扩大、规模效应更加明显，同时运营模式和自媒体资源库更趋稳定和成熟。根据天下秀与北京微梦签署的战略合作协议及补充协议，由于 2018 年度微任务交易金额超过人民币 10 亿元，北京微梦给予的运营支撑费比例由 2017 年的 1%增加至 2%，该变化导致 2018 年毛利率有所上升。基于客户和交易额的逐步稳定，天下秀在报告期内给予客户的返点逐渐减少，2018 年不再给予客户返点，也使得 2018 年毛利率有所提升。

2. 交易系统服务业务毛利率上升的可持续性

基于新媒体广告交易系统服务的业务模式趋于成熟，交易规模趋于稳定，毛利率总体上也将趋于稳定。根据与北京微梦关于运营支撑费的约定，如果交易额继续增长，达到一定规模后运营支撑费比例将提高，如天下秀能够完成相应规模指标的情况下，该业务毛利率将继续小幅上升。

（三）天下秀向北京微梦支付的平台分成占天下秀营业成本比例逐年下降的原因

报告期内，天下秀平台分成与营业成本匹配性情况如下：

单位：万元

年度	2019年 1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
平台分成成本	3,157.10	18,372.93	16,540.26	12,061.90
营业成本	23,974.48	82,871.24	47,757.92	32,562.06
平台分成成本占营业成本比例	13.17%	22.17%	34.63%	37.04%
新媒体广告交易系统服务收入	5,278.37	30,617.89	24,488.02	17,583.59
营业收入	34,538.82	120,957.83	72,541.92	47,615.65
新媒体广告交易系统服务收入占比	15.28%	25.31%	33.76%	36.93%

由上表可以见，报告期内平台分成成本占天下秀营业成本比例逐年下降，主要系天下秀新媒体营销客户代理服务的业务发展迅速，导致新媒体广告交易系统服务收入在营业收入总额中的占比逐年下降所致。平台分成成本占营业成本的比例变动，与新媒体广告交易系统服务收入在营业收入中的占比变动趋势一致。

三、补充披露报告期返点和分成具体政策、相关收入的具体金额、会计处理方式及其合规性

（一）新媒体广告交易系统服务的返点政策及相关收入金额

新媒体广告交易系统服务仅 2016 年和 2017 年对少数几家大客户给予返点，客户返点政策及金额情况如下：

单位：万元

返点政策	当期新媒体广告 交易系统服务收 入额	当期新媒体 广告交易系 统服务交易 额（含税）	当期返点额 （含税）	返点额占整体 交易额的比例 （%）
2017 年度				
根据该客户当年平台 交易额，返点比例为平 台交易额的 5%	24,488.02	91,091.84	1,890.61	2.08
2016 年度				
根据该客户当年平台 交易额，返点比例为平	17,583.59	69,299.31	3,300.90	4.76

台交易额的 5%-10%				
--------------	--	--	--	--

天下秀 2017 年度新媒体广告交易系统服务收入合计 24,488.02 万元，相关交易流水 91,091.84 万元，当期返点额（含税）1,890.61 万元，占当年交易流水总额的 2.08%；2016 年度新媒体广告交易系统服务收入合计 17,583.59 万元，相关交易流水 69,299.31 万元，当期返点额（含税）3,300.90 万元，占当年交易流水总额的 4.76%。

报告期内，随着新媒体广告交易系统服务规模不断扩大，运营模式和自媒体资源库更趋成熟。基于客户和交易额的逐步稳定，天下秀在报告期内给予客户的返点比例逐渐减少，2018 年不再给予客户返点。报告期内，天下秀的返点金额和占比均较低，未来随天下秀业务成熟和核心竞争力提升，不进行返点不会对天下秀持续盈利能力造成不利影响。

（二）新媒体广告交易系统服务的分成政策及相关金额

1、新媒体广告交易系统服务的分成政策情况如下：

广告主通过微任务平台自行选择自媒体账号发布商业信息，天下秀从中收取服务费，并向北京微梦支付平台分成成本。天下秀向北京微梦支付的金额为天下秀服务费收入（扣除手续费等相关费用）的 70%。

2、新媒体广告交易系统服务运营支撑费用的政策情况如下：

鉴于“微任务”有助于北京微梦提升微博用户资源转换率，北京微梦应向天下秀支付运营支撑费用。双方就 2015 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日期间各年度的运营支撑费安排补充约定如下：如该年度微任务交易金额小于人民币 3 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 0.5%，运营支撑费金额精确到百万位，百万位后的数字舍弃（下同）；如该年度微任务交易金额超过人民币 3 亿元小于人民币 10 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 1%；如该年度微任务交易金额超过人民币 10 亿元小于人民币 15 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 2%；如该年度微任务交易金额超过人民币 15 亿元小于人民币 20 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 2.5%；如该年度微任务交易金额超过人民币 20 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易金额的 3%。

3、新媒体广告交易系统服务的分成的相关金额

报告期内，平台分成成本与微任务交易总额的匹配情况如下表所示：

单位：万元

项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
平台分成成本	3,157.10	18,372.93	16,540.26	12,061.90
微任务交易总额	18,254.76	105,816.49	91,091.84	69,299.31
平台分成成本占微任务交易总额的比例（%）	17.29	17.36	18.16	17.41

由上表可以看到，报告期内平台分成成本占微任务交易总额的比例基本保持稳定，各年差异较小。平台分成成本与微任务交易总额具体对应关系如下：

单位：万元

序号	项目	2019年1-3月	2018年	2017年	2016年
①	微任务交易总额	18,254.76	105,816.49	91,091.84	69,299.31
②	新媒体广告交易系统服务收入	5,278.37	30,617.89	24,488.02	17,583.59
③	平台分成成本总额计算基数	5,209.32	30,821.87	26,332.40	19,122.31
④	平台分成成本总额（=③*70%）	3,646.53	21,575.31	18,432.68	13,385.62
⑤	平台分成成本	3,157.10	18,372.93	16,540.26	12,061.90

（1）微任务交易总额，为微任务平台上的广告主投放广告所消耗的金额。报告期内，微任务交易总额分别为 69,299.31 万元、91,091.84 万元、105,816.49 万元和 18,254.76 万元。

（2）新媒体广告交易系统服务收入，主要系根据自媒体实际收益的一定比例收入平台技术服务费，报告期内为 17,583.59 万元、24,488.02 万元、30,617.89 万元和 5,278.37 万元。报告期内，与微任务交易总额的比例分别为 25.37%、26.88%、28.93% 和 28.92%，2016 年-2018 年呈较为稳定的上升趋势，主要系天下秀给客户的返点金额及比例逐年下降所致。2016 年及 2017 年度，天下秀给予客户返点的金额分别为 3,300.90 万元、1,890.61 万元；2018 年开始，不再给予客户返点。

（3）平台分成成本总额计算基数，为天下秀与北京微梦进行分成对账的基础。天下秀据此计算平台分成成本总额，平台分成成本总额=平台分成成本总额计算基数*70%。平台分成成本总额计算基数与新媒体广告交易系统服务收入差异的原因主要系增值税销项税额、客户返点及第三方支付渠道手续费等影响所致。

（4）平台分成成本，为天下秀向北京微梦每年支付的与微任务项目相关的

分成成本，报告期内分别为 12,061.90 万元、16,540.26 万元、18,372.93 万元和 3,157.10 万元。平台分成成本与平台分成成本总额的差异主要系增值税进项税额及北京微梦向天下秀支付的运营支撑费所致。根据北京微梦与天下秀对运营支撑费的约定，北京微梦基于微任务交易总额的规模按相应比例向天下秀支付运营支撑费。如当年度微任务交易金额超过人民币 3 亿元小于人民币 10 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易总额的 1%，返点金额不足 100 万的部分不予计算；如该年度微任务交易金额超过人民币 10 亿元小于人民币 15 亿元，则该年度运营支撑费金额为交易总额的 2%，返点金额不足 100 万的部分不予计算。报告期内，运营支撑费（含税）的金额分别为 600.00 万元、900.00 万元、2,100.00 万元和 300 万元。

（三）新媒体营销客户代理服务的返点政策及相关收入金额

报告期内，根据与客户商业谈判结果，天下秀会给予部分客户销售返点，主要系代理商客户。报告期内，新媒体营销客户代理服务客户返点政策及金额情况如下：

单位：万元

返点政策	新媒体营销客户 代理服务收入金 额	当期返点额	返点额占收 入额的比例 (%)
2019 年 1-3 月			
代理商客户：根据销售额及相关媒体资源的不同，返点比例为 10%-30%之间	29,247.38	152.44	0.44
品牌客户：根据销售额，返点比例为 2%-10%之间			
2018 年度			
代理商客户：根据销售额及相关媒体资源的不同，返点比例为 10%-30%之间	90,236.29	3,055.29	3.39
品牌客户：根据销售额，返点比例为 2%-10%之间			
2017 年度			
代理商客户：根据销售额及相关媒体资源的不同，返点比例为 10%-30%之间	46,709.47	2,421.40	5.18

返点政策	新媒体营销客户 代理服务收入金 额	当期返点额	返点额占收 入额的比例 (%)
品牌客户：根据销售额，返点比例为 2%-10%之间			
2016 年度			
代理商客户：根据销售额及相关媒体资源 的不同，返点比例为 10%-30%之间	25,417.97	917.86	3.61

天下秀 2019 年 1-3 月新媒体营销客户代理服务收入合计 29,247.38 万元，当期返点额 152.44 万元，占收入总额的 0.44%；2018 年度新媒体营销客户代理服务收入合计 90,236.29 万元，当期返点额 3,055.29 万元，占收入总额的 3.39%；2017 年度新媒体营销客户代理服务收入合计 46,709.47 万元，当期返点额 2,421.40 万元，占收入总额的 5.18%。2016 年度新媒体营销客户代理服务收入合计 25,417.97 万元，当期返点额 917.86 万元，占收入总额的 3.61%。2019 年 1-3 月新媒体营销客户代理服务返点比例较低的原因系部分客户根据年度销售总额按阶梯比例返点，1-3 月销售额所对应的返点比例较低所致。2017 年，新媒体营销客户代理服务返点比例相对其他年度较高，主要系天下秀在 2017 年与广告代理商微格（北京）信息咨询有限公司新建了合作关系。为开拓客户，天下秀在当年度给予了较高的返点政策。总体而言，天下秀新媒体营销客户代理服务返点金额占相关营业收入的比例相对较低。

（四）返点和分成的会计处理方式及其合规性

（1）新媒体广告交易系统服务返点的相关会计处理方式

天下秀根据与新媒体广告交易系统服务客户的约定，于客户发生平台交易时按交易额对客户应获得的返点进行合理估计，据此冲减当期主营业务收入并增加其他应付款。

（2）新媒体营销客户代理服务返点的相关会计处理方式

天下秀根据与新媒体营销客户代理服务客户的约定，于销售行为发生时对客户应获得的返点进行合理估计，据此冲减当期主营业务收入并冲减应收账款。

（3）新媒体广告交易系统服务平台分成的相关会计处理方式

天下秀根据与北京微梦的约定，报告期内按照微任务平台交易额对应付的平

台分成额进行合理估计，据此直接增加当期主营业务成本并增加应付账款。

(4) 上述会计处理的合规性

天下秀对客户的返点满足《企业会计准则第 14 号——收入》对商业折扣的相关认定，即“企业为促进商品销售而在商品标价上给予的价格扣除”。根据《企业会计准则第 14 号——收入》第七条相关规定：“销售商品涉及商业折扣的，应当按照扣除商业折扣后的金额确定销售商品收入金额”。因此，天下秀按照扣除商业折扣后的实际销售额确认收入符合会计准则的规定。

天下秀对于微任务平台分成成本满足《企业会计准则——基本准则》对成本的相关认定，即“企业为生产产品、提供劳务等发生的可归属于产品成本、劳务成本等的费用，应当在确认产品销售收入、劳务收入等时，将已销售产品、已提供劳务的成本等计入当期损益。”因此，天下秀对微任务平台分成确认成本符合会计准则的规定。

四、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，由于天下秀营销客户代理服务业务结构和客户结构的变化，2018 年毛利率有所下降，毛利率变动具有合理性；天下秀预测期已充分考虑了营销客户代理服务业务毛利率下降对评估预测的影响，随着天下秀业务规模的扩大，经营管理规模效应的显现，毛利率将趋于稳定，不会对持续盈利能力产生重大影响；天下秀交易系统服务业务毛利率变动具有合理性；报告期内返点、分成的会计处理合规。

问题十三、申请文件显示，2016 年度、2017 年度和 2018 年，天下秀收入分别为 47,615.65 万元、72,541.92 万元和 120,957.83 万元，净利润分别为 5,715.09 万元、9,901.23 万元和 15,542.86 万元。请你公司结合报告期天下秀收入、成本、营业税金及附加、各项期间费用、投资收益、其他收益、营业外收支、所得税费用等科目变动情况及原因、同行业公司情况等，量化分析并补充披露报告期天下秀收入和净利润增长的原因及合理性、净利润增长的可持续性以及预测净利润增长的谨慎性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表意见。

答复：

一、报告期天下秀各科目变动情况及原因

报告期内，天下秀经营成果及各科目变动情况如下：

单位：万元

项 目	2019年 1-3月	2018年度	2017年度	2016年度	2018年度 对比2017 年度	2017年度 对比2016 年度	2018年比 2017年占 净利润变 动的比例	2017年比 2016年占 净利润变 动的比例
营业收入	34,538.82	120,957.83	72,541.92	47,615.65	48,415.91	24,926.27	858.19%	595.45%
营业成本	23,974.48	82,871.24	47,757.92	32,562.06	35,113.33	15,195.86	622.40%	363.00%
税金及附加	354.91	1,163.08	558.97	276.89	604.12	282.08	10.71%	6.74%
期间费用	5,187.09	17,244.90	11,588.82	7,828.75	5,656.07	3,760.08	100.26%	89.82%
信用减值损失	359.29	-	-	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	429.60	645.88	191.67	-216.28	454.21	-3.83%	10.85%
资产处置收益	-	-	0.40	-	-0.40	0.40	-0.01%	0.01%
投资收益	-62.73	-178.17	-112.60	-5.54	-65.56	-107.07	-1.16%	-2.56%
其他收益	-	0.93	0.48	-	0.46	0.48	0.01%	0.01%
营业利润	4,600.32	19,071.77	11,878.60	6,750.74	7,193.16	5,127.86	127.50%	122.50%
营业外收入	-	-	0.82	0.00	-0.82	0.82	-0.01%	0.02%
营业外支出	-	11.23	3.26	44.18	7.97	-40.92	0.14%	-0.98%
利润总额	4,600.32	19,060.54	11,876.16	6,706.56	7,184.38	5,169.59	127.35%	123.49%
所得税费用	798.92	3,517.68	1,974.92	991.47	1,542.75	983.45	27.35%	23.49%
净利润	3,801.40	15,542.86	9,901.23	5,715.09	5,641.63	4,186.14	100.00%	100.00%
毛利率	30.59%	31.49%	34.17%	31.61%	-2.68%	2.55%		
期间费用率	15.02%	14.26%	15.98%	16.44%	-1.72%	-0.47%		
综合所得税率	17.37%	18.46%	16.63%	14.78%	1.83%	1.85%		
销售净利率	11.01%	12.85%	13.65%	12.00%	-0.80%	1.65%		

由上表可知，报告期内天下秀的营业收入和净利润都保持了较快的增长。

（一）营业收入的变动情况

报告期内，天下秀营业收入主要来自新媒体营销客户代理服务和新媒体广告交易系统服务等。

2017年、2018年天下秀的营业收入分别比上年增加 24,926.27 万元及

48,415.91 万元，增长率分别为 52.35% 及 66.74%。天下秀收入增长的原因分析如下：

1、近年来，新媒体营销行业整体增长迅速，实现了较整个广告行业更快的增长

天下秀所属的细分行业为新媒体社交广告行业。随着互联网的快速更迭，内容不再是专业网站或特定人群所产生，而是全民共同参与创造，形成了媒体的去中心化，这种现状在社交领域尤其明显。因此基于社交领域的新媒体发展尤其迅速。微博、微信、短视频、音频、直播等新媒体传播平台的快速发展促成了大量新媒体从业者的诞生和自媒体的繁荣。微博、微信、短视频等各类社交媒体平台的商业化运营呈现爆发式增长。根据公开信息，微博 2017 年、2018 年营业收入增速分别达到 75% 和 49%，社交媒体平台的繁荣给相关新媒体产业带来了较大的发展红利。

据艾瑞咨询数据，2017 年中国广告行业广告经营额为 6,896.4 亿元，增速为 6.3%，2018 年中国广告市场经营额增长至 7,991.5 亿元，增速为 15.88%。同时，社交广告由于在展现营销创意、建立品牌共鸣、产生互动和转化方面具有优势，处于更快的增长速度，对传统媒体广告的替代作用也越发明显。随着品牌客户越来越重视互联网广告及对广告投放进行精细化管理，社交网络广告在整体广告市场的份额上升明显。根据艾瑞咨询数据，2017 年中国社交网络广告规模为 395.1 亿元，增速为 64.9%。据艾瑞咨询预计，社交网络广告规模 2020 年将达到 1,100 亿以上，报告期内社交网络规模广告行业规模保持高速增长。

2、天下秀不断加大研发和服务创新，推动业务迅速发展

我国互联网营销服务行业与国外成熟市场的互联网营销服务行业相似，属于开放性行业，没有严格的行业壁垒和管制，行业内参与者众多且细分化程度较高。各家互联网营销服务商根据自身定位、拥有的独特资源优势参与行业竞争，整个行业市场化程度较高，行业集中度不高、较为分散，各服务商市场占有率较低。对于有明显竞争优势的头部互联网营销服务商而言，市场份额增长空间较大。

在此基础上，天下秀不断加大研发投入和服务创新，推动业务迅速发展。多年来深耕新媒体营销广告行业，始终关注并紧紧把握这一营销发展趋势，为大量国内外品牌与中小企业广告主提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和

实施、社交媒体账户运营、营销效果监测等一系列新媒体营销客户代理服务。在广泛的新媒体营销实践中，天下秀积累了大量的客户资源和新媒体资源，并在服务过程中自主研发建立了大数据系统、收集和产生了大量且多维度的新媒体数据，形成了丰富的新媒体营销经验和对新媒体营销的深刻理解，为客户提供越来越全面和领先性的服务，实现广告精准投放，满足客户多元化和跨平台的投放需求。同时，天下秀不断加强服务创新能力，获得了客户的普遍认可，推动了自身业务迅速发展。

（二）净利润的变动情况

天下秀 2017 年度净利润较 2016 年度增加 4,186.14 万元，增长率为 73.25%；2018 年度较 2017 年度增加 5,641.63 万元，增长率为 56.98%。

天下秀净利润的增长主要来自于营业收入和毛利的快速增长，具体分析如下：

1. 营业收入的增长情况详见本题“一、报告期天下秀各科目变动情况及原因 /（一）营业收入的变动情况”。

2. 毛利率水平 2017 年度较 2016 年度上升 2.55%，；2018 年度较 2017 年度下降 2.68%，报告期内毛利率水平略有波动。2017 年度毛利率上升的主要原因系 2017 年新媒体营销客户代理服务收入占比上升，其他服务收入占比下降所致。新媒体营销客户代理服务的毛利率水平较高，而其他服务毛利率较低，导致整体毛利率水平上升。其他服务主要为天下秀与北京合声易铭信息技术有限公司签订《天下秀软件推广平台合作伙伴框架协议》为其提供软件推广服务，随着天下秀战略聚焦于拓展品牌客户的营销代理服务，该业务于 2017 年终止。2018 年度毛利率下降的原因主要系新媒体营销客户代理服务中品牌客户和代理商客户收入快速增长，品牌客户和代理商客户相较中小客户毛利率水平相对较低，使得整体毛利率水平有所下降。

3. 期间费用未随收入同比例上升。期间费用 2017 年度较 2016 年度增加 3,760.08 万元，2018 年度较 2017 年度增加 5,656.07 万元，期间费用随收入规模的扩大整体呈上升趋势；但期间费用率不断下降，2017 年度较 2016 年度下降 0.47%，2018 年度较 2017 年下降 1.72%，主要原因系天下秀在快速发展的过程中，由于部分费用相对固定，随着收入增加、规模效应逐渐显现，期间费用增长幅度整体小于业务规模的增长，因此占营业收入的比例下降。

4. 所得税费用 2017 年度较 2016 年度增加 983.45 万元，2018 年度较 2017 年度增加 1,542.75 万元，增长率分别为 99.19% 和 78.12%，与收入增长趋势基本匹配。

以上因素共同影响，使得天下秀 2017 年度净利润较 2016 年度增加 4,186.14 万元，增长率为 73.25%；2018 年度较 2017 年度增加 5,641.63 万元，增长率为 56.98%。

综上所述，在收入增长的情况下，毛利率波动下降，期间费用随规模效应占收入比例降低，所得税费用随收入增长同趋势增加，净利润呈上升趋势。故净利润在收入持续增长的情况下，增长具有可持续性。

二、同行业可比交易案例情况

近年来上市公司收购可比互联网营销行业标的的案例中，标的资产预测期内净利润增长率如下表所示：

股票代码	股票名称	交易标的	T+1	T+2	T+3	复合增长率
300467.SZ	迅游科技	成都狮之吼科技有限公司	53.04%	31.63%	19.97%	34.20%
300343.SZ	联创互联	上海鳌投网络科技有限公司	14.33%	26.55%	8.83%	16.34%
002291.SZ	星期六	杭州遥望网络股份有限公司	172.68%	28.18%	24.89%	63.43%
603608.SH	天创时尚	北京小子科技有限公司	21.63%	30.00%	29.90%	27.11%
002115.SZ	三维通信	江西巨网科技股份有限公司	86.02%	39.79%	30.77%	50.37%
600242.SH	中昌数据	上海云克网络科技有限公司	60.47%	34.87%	30.98%	41.53%
平均值			68.03%	31.83%	24.22%	38.83%
天下秀			46.33%	35.92%	31.27%	40.86%

注：T+1、T+2、T+3 指预测期第一年、第二年、第三年。

可比交易案例预测期前 3 年复合增长率平均值为 38.83%，天下秀为 40.86%，略高于可比交易案例平均值。

主要原因为天下秀属于互联网广告行业中的社交网络广告细分行业，一方面，社交网络广告行业由于在展现营销创意、建立品牌共鸣、产生互动和转化等方面具有优势，广告投放效果明显好于普通互联网广告和传统广告媒体；另一方面，天下秀服务的客户涵盖信息技术（含互联网）、金融、快速消费品、汽车、家电

数码等行业，客户包括宝洁、京东、伊利、苏宁等，通过多年深耕，赢得广大客户的信赖和认可，这些客户在行业内实力较强，注重社交网络广告营销，营销预算每年持续增长，为天下秀在社交网络广告领域持续快速发展奠定了基础。

综上，天下秀所处社交网络广告行业更具有成长性，未来增长趋势也更快。从可比交易案例未来预测情况来看，预测第一年增长率普遍较高，而天下秀第一年增长率低于行业平均水平，但未来年度仍能保持较快的增长，这主要是基于天下秀历史发展的趋势以及所处细分领域的高成长性所致，预测净利润合理、谨慎。

三、中介机构核查意见

经核查，评估师认为，天下秀报告期内的收入和净利润增长具有合理性和可持续性；天下秀预测净利润增长率谨慎、合理。

（本页无正文，为《天源资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>的答复函（修订稿）》之盖章页）

资产评估师：

资产评估师：

天源资产评估有限公司

年 月 日