

华泰联合证券有限责任公司  
关于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  
之中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会  
会后二次反馈意见的回复之核查意见

独立财务顾问



签署日期：二〇一九年八月

**中国证券监督管理委员会：**

2019年8月8日，经贵会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2019年第37次会议审核，广西慧金科技股份有限公司（以下简称“慧金科技”、“上市公司”）吸收合并北京天下秀科技股份有限公司暨关联交易获有条件通过。

根据并购重组委审核意见，华泰联合证券有限责任公司作为本次交易的独立财务顾问就审核意见所提问题进行了认真核查，出具了核查意见，具体内容请参见下文。

除特别说明，本回复中所述的词语或简称与重组报告书中所定义的词语或简称具有相同的涵义。

## 目 录

问题一：根据回复，标的企业除最低货币资金保有量外的资金系保证资金安全而未用于投资等其他用途，请申请人进一步披露该资金管理方式是否为企业经营交易模式所需，未来是否需要改变该资金管理方式。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。.....	3
问题二：请申请人进一步披露标的资产持续盈利能力和业绩承诺的可实现性，请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。.....	5
问题三：请申请人结合标的资产评估增值率较高的情况，进一步披露交易定价是否公允。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见.....	46

问题一：根据回复，标的企业除最低货币资金保有量外的资金系保证资金安全而未用于投资等其他用途，请申请人进一步披露该资金管理方式是否为企业经营交易模式所需，未来是否需要改变该资金管理方式。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

## 一、标的企业的资金管理方式分析

### （一）该资金管理方式是否为企业经营交易模式所需

经核查，天下秀未将超过最低货币资金保有量的资金用于投资等其他用途，该资金管理方式并非企业经营交易模式所需。超过正常经营所需资金较多的主要原因是天下秀近年来经历多次融资，且经营状况较好、历年盈余逐步积累，因此货币资金余额较大。

独立财务顾问、会计师和评估师核查了天下秀已开立银行账户清单、支付宝或新浪支付等第三方支付平台账户的资产证明书、企业信用信息报告、定期存款存单，对所有银行账户进行函证，对银行收支明细及第三方支付平台的收支流水及账户状态、受限情况进行了核查。

#### 1、银行存款

招商银行北京太阳宫支行账户资金为股东增资款 1,225.23 万美元（折合人民币 8,409.03 万元），民生银行北京新源里支行账户资金为一年期定期存款 20,000 万元，上述两个账户均为天下秀日常经营无需使用的账户。

招商银行北京光华路支行、招商银行北京北三环支行等银行账户系天下秀日常经营中，用以与客户、供应商结算以及日常发放工资等支出的账户，2018 年 12 月末的货币资金余额 13,148.93 万元，而通过该类账户采购的 2018 年度月平均支出约为 4,300 万元、日常工资等月平均支出约为 1,100 万元，金额远小于 2018 年 12 月末的该部分银行账户余额；该部分银行账户金额较大的原因系天下秀资金较为充裕，未及时将资金归集后用于存放定期存款或投资理财等其他用途。

## 2、其他货币资金

其他货币资金为存放于支付宝或新浪支付等第三方支付平台账户的资金，系天下秀日常经营过程中收付款形成的余额。其他货币资金 2018 年 12 月末余额为 11,145.83 万元，金额较大，远超日常的支付需求。

通过其他货币资金账户支付的内容主要为向采用支付宝等方式结算的供应商支付采购款，从天下秀 2018 年经营情况看，通过支付宝或新浪支付等第三方支付平台账户支付的月平均采购金额约为 3,300 万元，2018 年 12 月末的其他货币资金余额远超日常的采购支付需求，但因天下秀资金较为充裕，未及时将多余资金转出用于存放定期存款或投资理财等其他用途，故 2018 年 12 月末其他货币资金账户金额较大。

经向天下秀管理层调查访谈，天下秀货币资金余额较大的主要原因是管理层对于资金的管理较为谨慎，未将闲置资金用于存在一定风险的投资理财等其他用途，而且存放定期存款等方式与保留在银行活期账户中的利息差异较小，活期存款、支付宝账户资金相对定期存款等具有较好的流动性，安全性也比较高，因此，天下秀仅将部分资金存为定期存款，而未将银行存款和支付宝账户中多余的资金全部转出存放定期存款或投资理财等其他用途。2018 年 12 月末的账户余额较大的现象并非天下秀的经营交易模式所需，而是阶段性资金结余较多，未充分、及时利用导致。

### （二）未来是否需要改变该资金管理方式

经核实，天下秀已经制定了相应的《闲置资金管理办法》，将改变目前未充分利用闲置资金的情况。管理层后续将根据天下秀业务发展情况，详细规划资金用途和规模，结合经营状况以及资本运营计划，充分做好资金的调度、归集、利用等资金管理工作，在符合相关监管要求的基础上，充分利用好闲置资金，一方面选择定期存款、低风险的理财产品或者其他途径进行投资，另一方面，根据企业发展需要，将资金用于具有发展潜力的新项目，为天下秀股东创造更高的收益。

## 二、补充披露情况

上市公司已在重组报告书“第八节 本次交易评估情况/十四、天下秀资金管理

理方式分析”中进行了补充披露。

### 三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为，现有资金管理方式系阶段性的安排，并非天下秀经营交易模式所需，天下秀未来将会基于《闲置资金管理办法》，结合实际经营情况和资本运营计划，调整目前的资金管理方式，充分利用好闲余资金。

问题二：请申请人进一步披露标的资产持续盈利能力和业绩承诺的可实现性，请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答复：

#### 一、标的资产持续盈利能力和业绩承诺的可实现性分析

标的资产具有持续盈利能力、业绩承诺具有可实现性，原因如下：

（一）从市场来看，社交广告行业快速发展，远高于传统互联网广告，上游新兴社交平台强劲发展、覆盖的海量用户规模不断扩张，广告资源丰富，未来随着技术进步和广告主进一步的预算倾斜，社交广告市场有巨大可挖掘空间，仍可保持较快发展，有利于天下秀未来继续保持较高的发展速度。

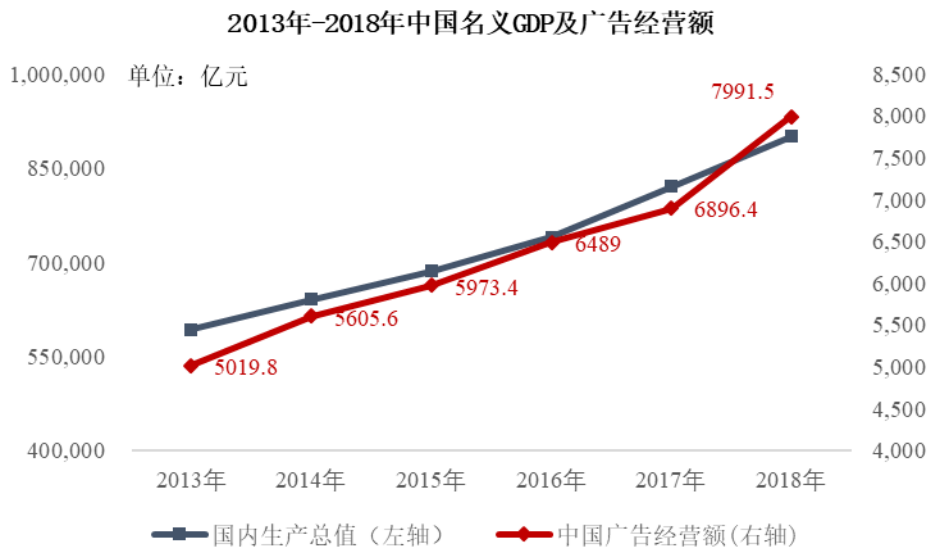
从天下秀所处的行业来看，整体广告行业持续稳定增长，同时，新兴技术推动互联网广告及社交广告持续发展，社交媒体平台已覆盖海量人群，社交广告规模增速高于互联网广告市场整体增速。未来随广告主预算分配比重持续加大，再加上技术进步推动和服务商的深入挖掘，社交广告资源不断丰富，预计市场仍将保持较快发展。具体情况分析如下：

#### 1、行业市场规模及增速

##### （1）我国广告行业整体保持稳定增长

我国正处于宏观经济转型和经济结构调整叠加时期，整体宏观经济保持平稳发展，为国内广告行业的持续发展提供基础。近几年，中国广告业整体持续稳定增长，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。根据国家统计局数据，从2013年到2018年，中国广告经营额由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年较2017年增长率达

到 15.88%。考虑到目前宏观经济形势和未来发展，预计我国广告业总体规模将保持稳定增长。



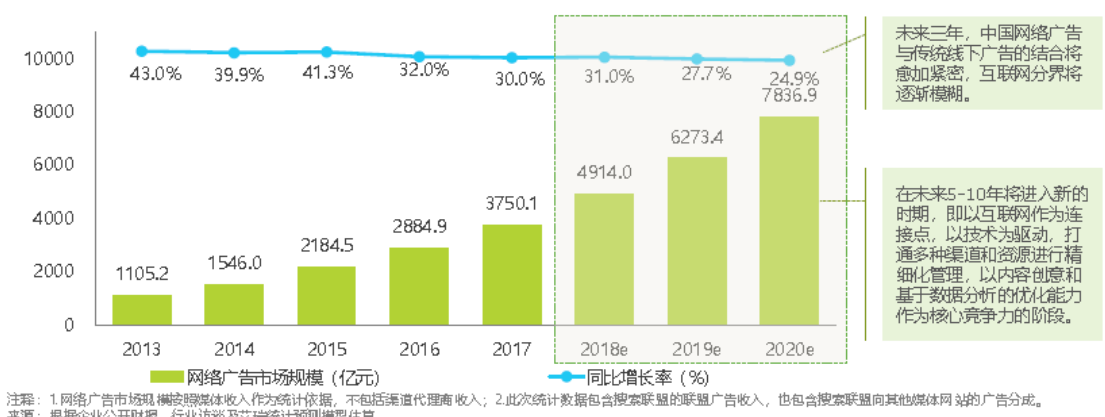
数据来源：国家统计局

## (2) 我国互联网广告及移动广告市场规模不断扩大，已成为行业主流

### ①我国互联网广告市场规模快速增长，发展不断成熟

随着通信基础设施的完善、网民规模的增长，互联网带动了传统产业的变革和创新，广告和互联网相结合的互联网广告行业也在快速发展。互联网广告以其精准度高、互动性强以及营销成本相对较低等显著特性，吸引了越来越多的广告主，已成为广告客户的主要投放方式之一，市场规模也在持续高速增长。

目前，中国是仅次于美国的全球第二大互联网广告市场。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。国内互联网广告市场仍有巨大的发展空间。

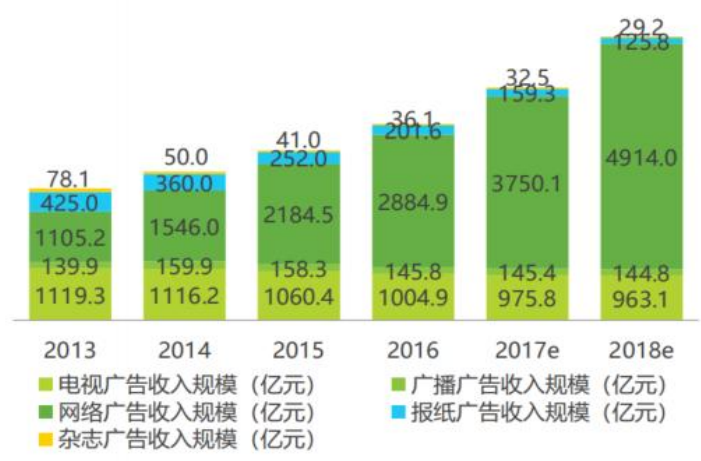


2013-2020年中国网络广告市场规模及预测（数据来源：艾瑞咨询）

②互联网广告在整个广告市场所占比重越来越大

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。据艾瑞咨询预计，2018年，网络广告占五大媒体广告收入比例高达61.5%。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、电视广告将继续下滑，而网络广告收入还将保持较快速度增长，占整体广告市场的比例将进一步提升。

2013-2018年中国五大媒体广告收入规模及预测



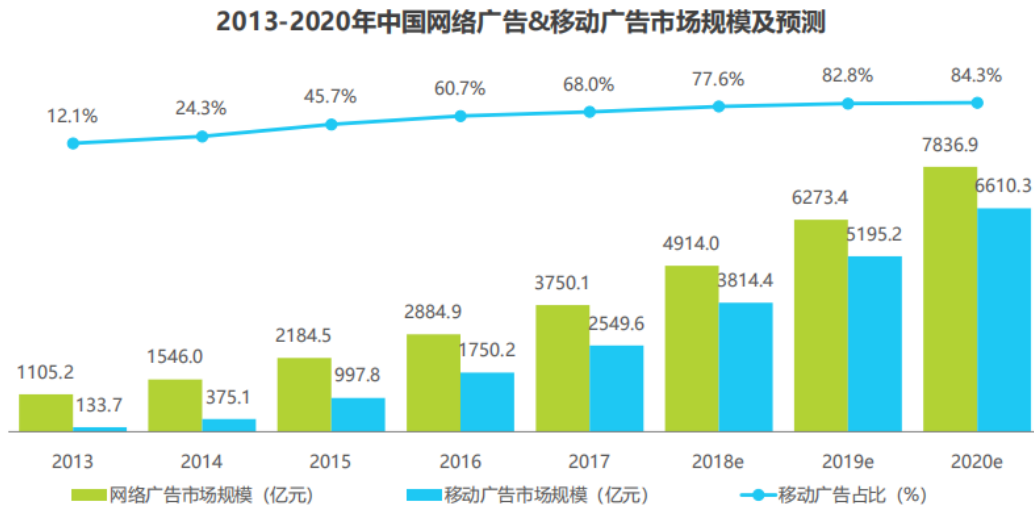
数据来源：艾瑞咨询

③移动广告发展迅速，占比持续增大

互联网广告市场中，移动广告已占据市场主流的地位。根据易观数据，2017



年中国移动互联网用户规模达到 9.71 亿，同比增长 7.8%。移动终端已经成为当前人们生活不可缺少的一部分，与此同时，移动广告产业链不断完善，推动着互联网广告规模的快速增长。根据艾瑞咨询数据，2017 年移动广告规模达 2,549.6 亿，占总体互联网广告比例近 70%，预计 2020 年这一比例将达到 84.3%，未来仍将持续引领互联网广告市场发展。



数据来源：艾瑞咨询

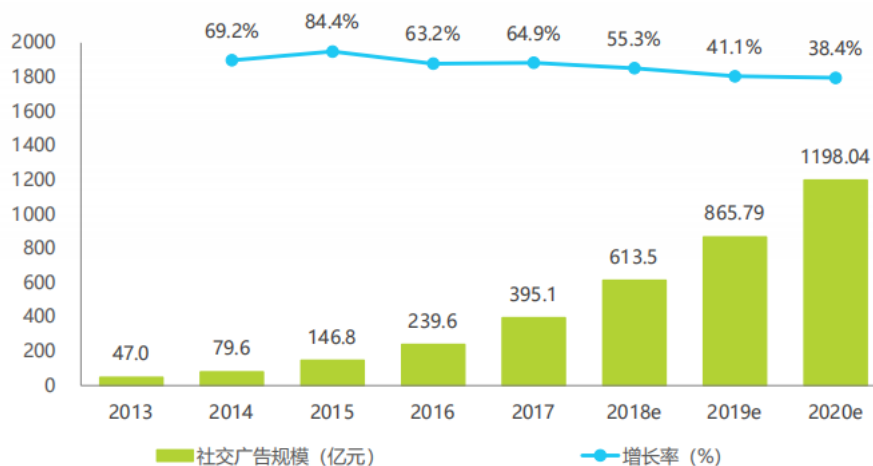
### (3) 社交网络广告市场增长强劲，增速高于传统互联网广告行业，未来占比将进一步上升，仍有较大发展空间

#### ① 社交网络广告市场增长强劲，增速高于传统互联网广告行业

互联网时代下，新技术开发速度明显加快，层出不穷，推动媒体平台升级以及新媒体诞生。新兴媒体平台上内容的优化升级和广告技术的进步，使得广告形式不断创新，广告投放方式和投放效果也发生改变。在这一趋势下，传统媒体受众规模持续下滑，呈现出明显老龄化的趋势，投放规模和投放质量都难以满足当前广告主需求。在传统媒体衰落的同时，新兴媒体的用户规模覆盖快速上升，其中移动用户规模 2017 年达到 6.15 亿，移动视频用户达到 8.97 亿，远远超过传统媒体覆盖用户规模。在这一趋势下，广告主逐渐将广告预算从传统媒体转移至网络媒体，尤其是社交网络媒体。此外，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明显优势，更受广告主青睐。上述驱动因素带动社交网络广告市场迅速发展。

根据艾瑞咨询数据，2017 年中国社交广告规模为 395.1 亿元，年增速达 64.9%。预计到 2020 年将超过 1,100 亿元，增速仍为 38%，高于互联网广告行业的整体增速。

2013-2020年中国网络广告市场社交广告规模

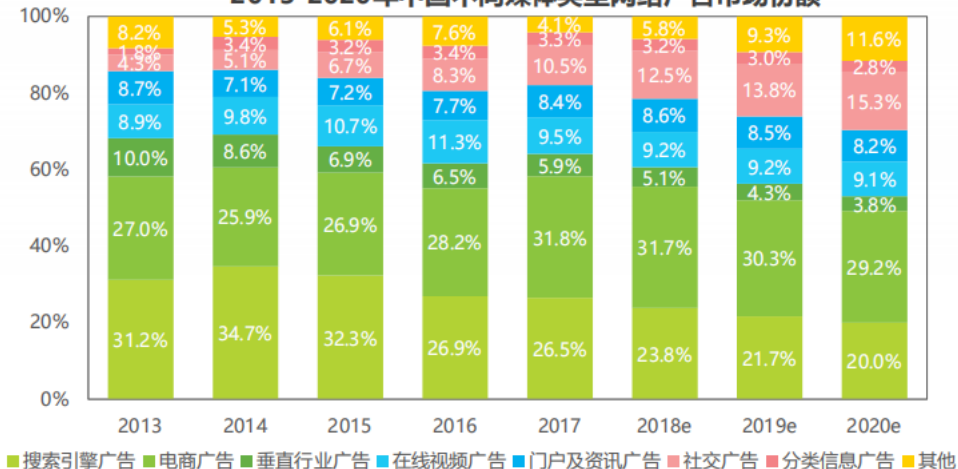


数据来源：艾瑞咨询

②社交广告市场份额目前占比尚低，未来有较大发展空间

2017 年社交广告在中国互联网广告市场中占比为 10.5%，占比尚较低。未来随着新媒体平台的快速发展，增速将保持在较互联网广告整体增速更高的水平，市场份额也将不断提升，预计 2020 年占比将达到 15.3%。

2013-2020年中国不同媒体类型网络广告市场份额

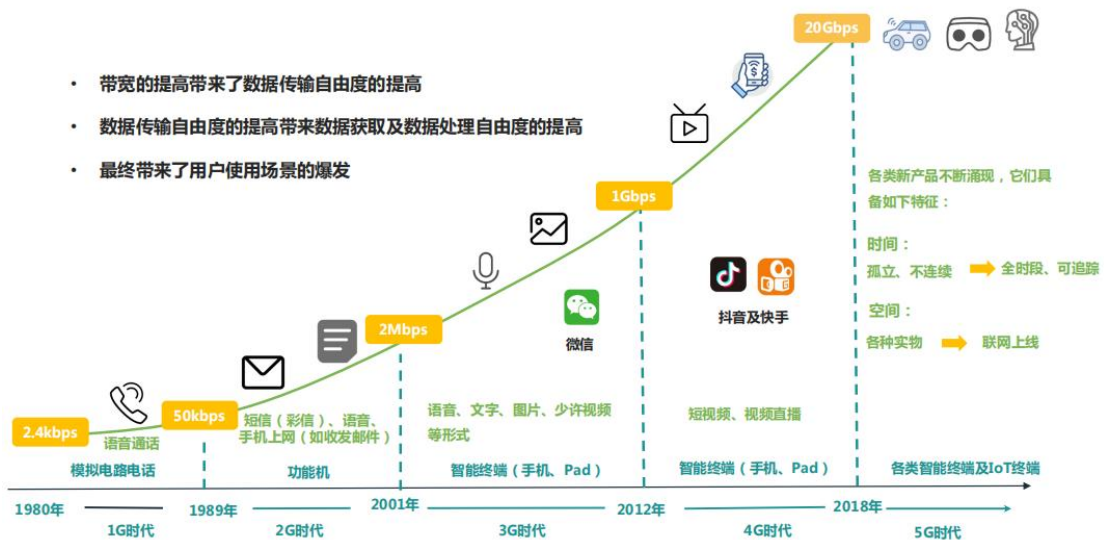


数据来源：艾瑞咨询

## 2、行业发展趋势及行业增长的驱动因素

## (1) 技术进步为互联网广告营销行业发展的基础动力。技术进步不断引领行业变革，未来随技术进步，社交网络营销行业仍有较大可挖掘空间

技术进步对互联网广告营销行业的发展促进作用明显，未来随技术进步和通信传输速率的进一步提升，还将促进社交网络营销行业发展和成熟，进一步打开市场空间。随着通信传输速率的提升，带来了数据传输自由度的提高，从而带来数据获取及数据处理自由度的提高，最终带来了用户使用场景的爆发。在 1G、2G 时代，用户交流的使用场景还以语音、短信为主，互联网广告营销行业也主要以 PC 端为主；随着 3G 时代到来，微博、微信开始从发展走向成熟，互联网广告营销行业发展的重点也逐步越来越向移动端转移，形式从文字逐步发展为包括图片、少许视频等，社交网络广告开始快速发展。在 4G 时代，除了微信、微博外，抖音、快手等以短视频为主的社交平台开始不断涌现，增长势头强劲，社交网络广告的承载媒体也走向更多元化的平台。未来随着技术进步，社交网络营销行业还将进一步发展成熟，无论是媒介技术还是广告技术，互联网广告营销公司均对之保持密切关注。例如在短视频兴起之时，各公司便着手开发与之相应的社会化营销策略和监测系统；积极将 VR/AR 等新兴互动技术纳入营销场景中；快速推进行程序化购买广告的应用，不断改进购买平台等。在今天，技术对互联网广告营销行业的促进作用越来越大，技术优势甚至有望上升到与资源优势相对等的地位，被互联网广告营销企业所倚重。随着技术的不断进步，社交网络行业的用户价值还将不断被挖掘，市场仍有较大可挖掘空间。

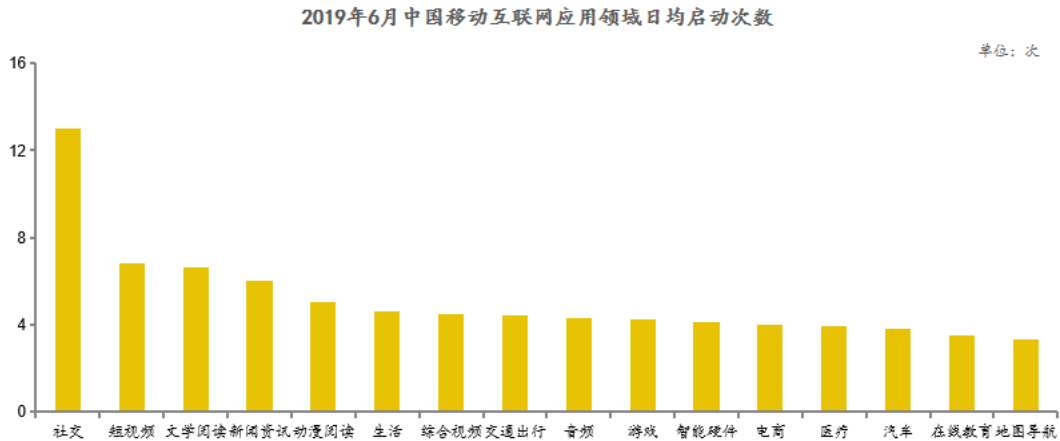


数据来源：Trustdata 移动大数据监测平台

**(2) 移动互联网的渗透带来的下沉市场红利，形成丰富的广告资源，为社交网络营销行业进一步增长提供强劲支撑，成为社交网络广告营销市场增长的强劲动力**

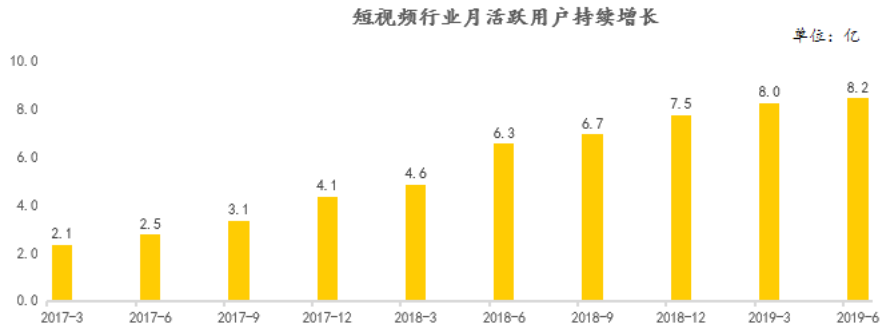
①中国移动互联网渗透下沉，以短视频为代表的泛娱乐时代使得用户对移动互联网的依赖度不断加深，月人均单日使用时长进一步拉长

随着互联网进行下半场，移动互联网逐步下沉渗透，三四线城市用户全面触网，带来下沉市场红利。与非下沉市场用户相比，有钱有闲的下沉市场用户更重视取悦自我，泛娱乐时代在下沉市场中优先获得红利。泛娱乐时代中，人们的休闲娱乐需求被进一步细分，社交、短视频、在线阅读、新闻资讯、手机动漫、在线音乐、手机游戏、手机动漫、有声听书、幽默段子等繁荣发展，这些休闲的娱乐方式和社交裂变成为吸引下沉市场用户的有效手段。从 2019 年 6 月的移动互联网应用领域日均启动次数看，社交成为移动互联网应用领域启动次数最多的 APP 类型，其次为短视频。



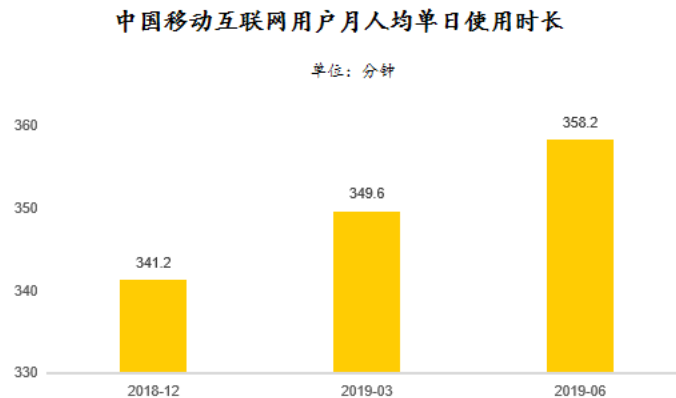
数据来源：Trustdata 移动大数据监测平台

在泛娱乐行业中，短视频行业发展最为强劲，用户规模持续增长。2019 年 6 月，短视频行业的新安装用户接近 1 亿，月活跃用户数同比增量过亿，从 2017 年初的约 2 亿人增长至 2019 年 6 月的 8.2 亿人，增长约 4 倍，其增长动力来源于 35 岁及以上、三四线城市下沉用户。



数据来源：QuestMobile

受益于短视频行业的崛起，用户在移动端的时间时长进一步增长，对移动互联网的依赖不断加深。中国移动互联网用户月人均单日使用时长已从 2018 年 12 月的 341 分钟增长至 2019 年 6 月的 358 分钟。在时长增量方面，短视频行业贡献了六成以上的整体时长增量。

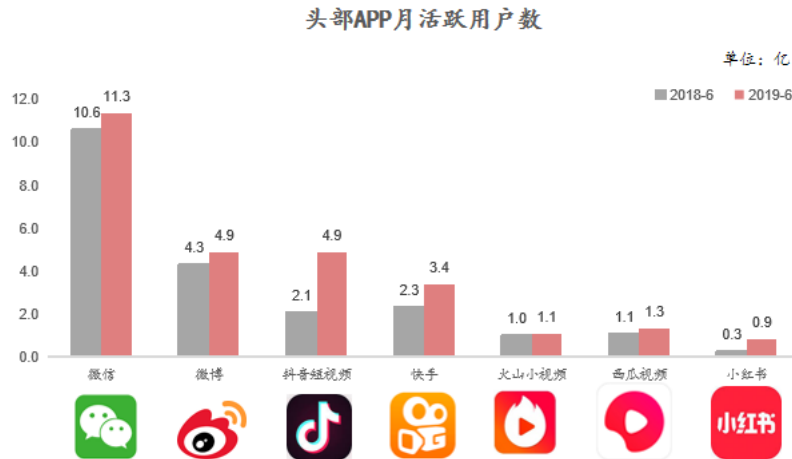


数据来源：QuestMobile TRUTH 中国移动互联网数据库 2019 年 6 月

②在下沉市场红利中，众多新兴社交媒体平台繁荣发展，覆盖的海量用户规模持续增长，形成丰富的广告资源，成为社交网络广告营销市场增长的强劲动力

在移动互联网渗透下沉构建的增量市场红利中，新兴社交媒体平台发展强劲，头部社交类 APP 覆盖了更多的活跃用户。截止 2019 年 6 月，微信的月活跃用户数同比增长 0.7 亿，微博的月活跃用户数同比增长 0.6 亿，其他新兴媒体平台以短视频平台最为突出，包括抖音短视频、快手、火山小视频等，抖音的月活跃用户数 2019 年 6 月达到 4.9 亿，较去年同期增长 1 倍以上，快手的月活跃用户数也达到 3.4 亿。除此之外，微博、微信等也纷纷在应用场景中加入短视频形式，社交形式更多元。

社交媒体平台的不断涌现、用户数的增长和社交形式不断的丰富，形成了更丰富的广告资源。目前新兴媒体的用户市场营销价值还远未开发完全，随着技术进步和服务商的深入挖掘，市场潜力巨大，成为社交网络广告营销市场进一步增长的强劲动力。



数据来源：QuestMobile，公司公告

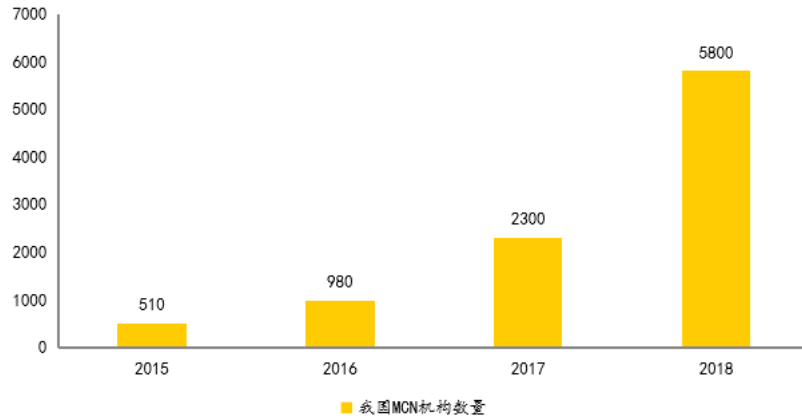
**(3) 在新媒体营销行业发展的新趋势下，自媒体从业机构数量快速扩张，用户对创意有趣的广告内容接受度较高，广告主对新兴媒体的预算分配比重持续加大，促进社交媒体平台的商业化进程提速，成为新媒体营销行业快速发展的加速器**

①在新媒体营销行业发展的新趋势下，自媒体从业机构数量快速扩张

随着微信、微博等众多开放式社交媒体平台的兴起，涌现出一批又一批内容创业者，专业化的自媒体从业机构也应运而生，专门从事孵化和扶持具有潜力的自媒体原创 IP，成为自媒体运营商，即 MCN（Multi-Channel Network）机构。

在新媒体营销行业发展的新形势下，我国的自媒体从业机构在这一时期全面开花，机构数呈现高速增长趋势。

### MCN在我国全面开花，机构数呈现高速增长趋势

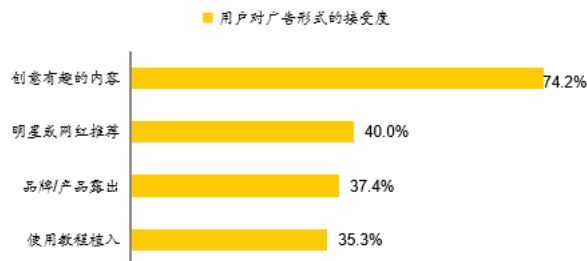


数据来源：易观、克劳锐

②短视频的发展使得广告形式能更具创意性和趣味性，用户接受度较高，相对付费意愿更高

短视频的发展，带动广告投放形式发生深刻变化。广告形式从文字、图片向更多元、立体的短视频发展，趣味性和创意性均更强。根据 Echo 快调研显示，用户对于创意有趣的广告内容接受度最高。这类用户基于内容兴趣或信任关系，相对付费意愿更高，用户触达更精准更便捷，转化率、客单价和复购率更高。

### 用户对广告形式的接受度



数据来源：QuestMobile Echo 快调研 2019 年 6 月

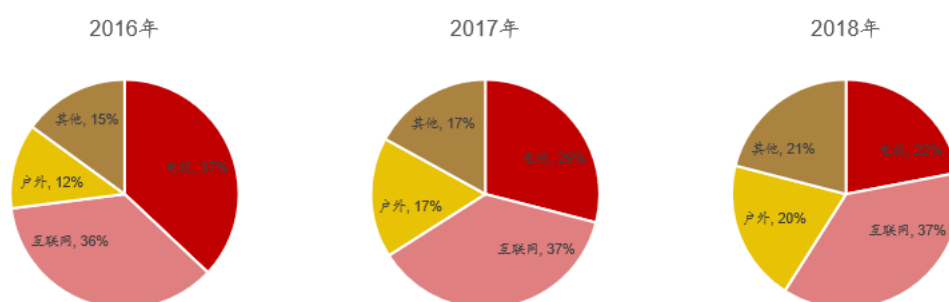
③大流量平台上的新广告形式能有效吸引、甚至提升广告主的预算，广告主对新兴媒体的预算分配比重持续加大，社交广告已成为中国广告主数字投放的首选渠道

在受众和投放平台发生深刻变化的今天，广告主对整个广告市场的视角也发生了重大改变，传统媒体预算投入持续压缩，大流量平台的互联网广告投放比例

快速攀升。同时，在移动互联网时代，用户个性化、分布渠道碎片化的特点明显，因此创新性的广告形式越来越受到广告主的预算倾斜。若新的形式能够带来更好的展示和转化效果，还能够刺激广告主增加额外的预算投放。

根据 CTR 对中国广告主营销趋势调查显示，广告主对“互联网+户外媒体”的预算分配比重持续加大。

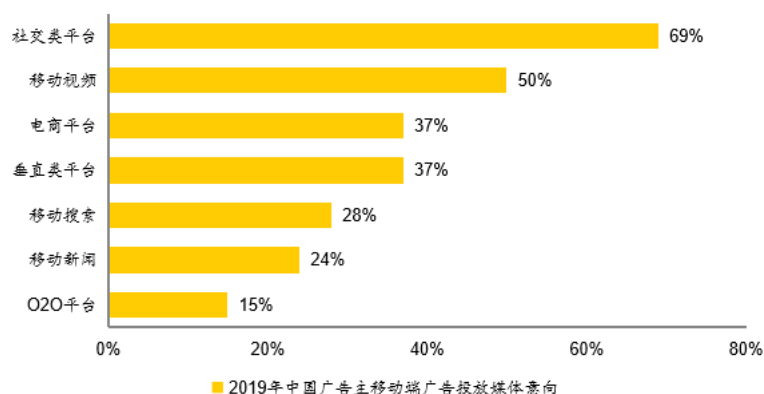
2016-2018年广告主对各类媒体广告费用的预期分配比例变化



数据来源：CTR 2016-2018年《中国广告主营销趋势调查》

根据 AdMaster 对数字营销从业人员的调研，社交广告已成为中国广告主数字投放的首选渠道。

社交广告已成为中国广告主数字投放的首选渠道



数据来源：艾瑞、AdMaster 对数字营销从业人员的调研

综上所述，在新媒体营销行业发展的新趋势下，自媒体从业机构数量快速扩张，行业成熟度加大，用户对创意有趣的广告内容接受度较高，相对付费意愿也更高，广告主在新形势下对新兴媒体的预算分配比重持续加大，促进社交媒体平



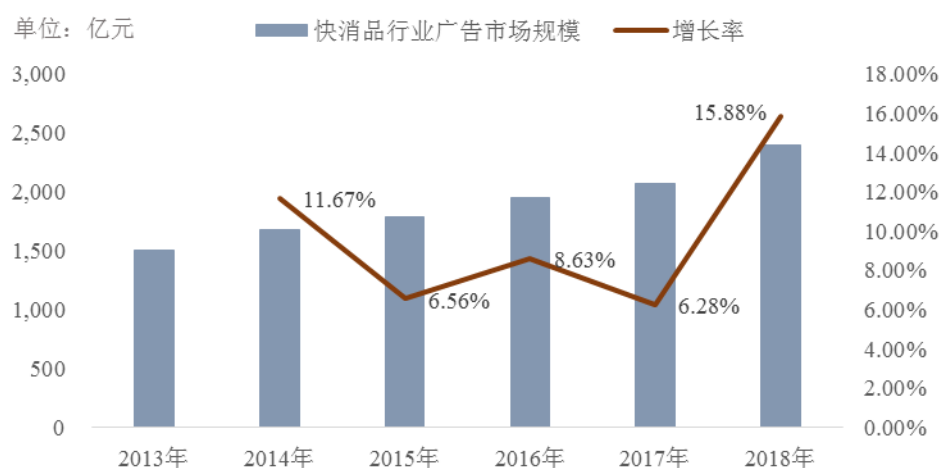
台的商业化进程提速，成为新媒体营销行业快速发展的加速器。

**(4) 从下游客户广告支出看，天下秀下游客户以快消品、电商行业为主，快消品行业广告支出保持稳健增长，电商行业因行业竞争激烈广告投入呈强劲增长的态势，成为带动新媒体营销行业发展的直接动力**

#### ①快消品行业广告支出保持稳健增长

根据艾瑞咨询，中国广告市场按下游行业拆分，快速消费品行业占比最大，占整个行业市场份额约 30%。据此计算，快消品行业广告支出由 2013 年的 1,506 亿元增长到 2018 年的 2,397 亿元，增长势头强劲，且在 2018 年增速达到 15.88%。

**快消品行业广告市场规模及增长率**

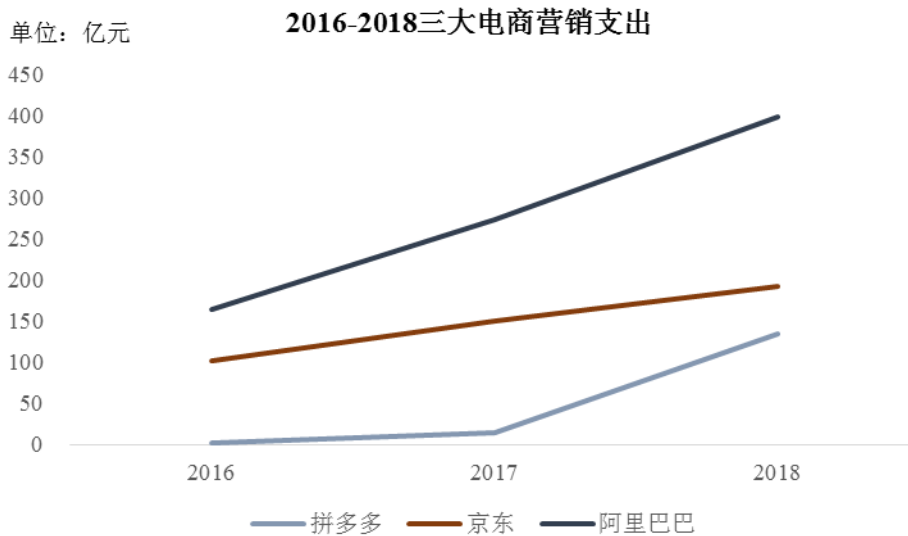


资料来源：根据艾瑞咨询中国广告经营额及快消品所占份额计算得出

**②电商行业激烈的竞争及强势的新进入者带动电商领域广告主投放呈强劲增长态势**

电商行业由于激烈的竞争和拼多多等强势的新进入者，带动电商领域广告主投放增加。电商行业主要下游广告主中，拼多多的营销费用自 2017 年第一季度始终保持环比增长。同时微信体系中的电商玩家也在不断加大广告投放以抢占市场份额，树立品牌。阿里巴巴在盒马等新零售业态上的投入、以及对于用户获取的投入也助推了其营销费用。阿里巴巴、京东、拼多多三大电商 2016 年营销费用 266.42 亿元人民币，2017 年营销费用 435.62 亿元人民币，2018 年营销费用 724.57 亿元人民币。其中 2017 年增长率达到 63.51%，2018 年增长率达到 66.33%，

呈强势增长态势。



数据来源：上市公司年报

快消品行业和电商行业广告支出的稳健增长，成为带动新媒体营销行业发展的直接动力。

结论：在新媒体营销行业发展的新趋势下，中国社交广告市场，拥有全网第一的流量，未来随着商业化进程提速，广告主广告支出的预算倾斜，在技术赋能和服务商深入挖掘下，预计市场仍将保持较快发展。

（二）从竞争态势看，新媒体营销行业竞争激烈，各服务商主要在客户资源、社交媒体资源以及技术上形成竞争，行业壁垒主要体现在技术壁垒、自媒体资源等渠道壁垒、产品和品牌壁垒，以及行业经验壁垒。目前，整个行业集中度不高，各服务商较为分散，市场占有率均较低，天下秀 2018 年市场占有率约 2%，凭借技术优势、广泛的自媒体资源渠道优势、创新产品服务和品牌优势、先发带来的行业经验优势，在较为分散行业内处于较为领先的地位。

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。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，行业竞争激烈，行业内参与者众多，参与主体多样且分散，市场占有率较低，天下秀凭借先发优势、客户资源和自媒体资源优势，以及技术优势等，目前在较为分散的行业内处于较为领先的地位。我国新媒体营销行业竞争态势具体分析如

下：

## 1、行业竞争状况

目前行业的竞争主要体现在以下三个方面：

### （1）客户资源竞争

基于新媒体的互联网营销，针对客户的竞争不仅体现在对大型客户的争夺，更重要的是对中型、小型客户的争夺。“去中心化”以个人为中心，以个性化消费为特征的新型传播生态圈，尤其是微博、微信等新型的营销平台，为中型、小型客户在预算有限的情况下提供了低成本营销推广渠道。基于新媒体的互联网营销，中型、小型客户资源的竞争尤为激烈。

### （2）社交媒体资源竞争

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，而是由全体网民共同参与、权级平等地共同创造的结果，主要表现为媒体的去中心化，进而使得信息去中心化。“去中心化”是互联网发展到一定阶段形成的社交关系形态和内容产生形态，是相对于中心化而言的新型网络内容产生过程。信息的去中心化意味着自媒体分散化程度增加，同时，随着社交媒体行业不断发展，自媒体所依托的社交媒体平台也不断丰富，导致自媒体分散程度进一步增加，各互联网广告服务商对自媒体资源的争夺愈发激烈。

### （3）广告交易的技术竞争

微博、微信、短视频、直播等新媒体传播平台技术日趋复杂且技术更迭快，互联网广告交易过程中涉及海量信息数据的采集、记录、分析、应用和优化，依靠人工难以有效完成和精准匹配，因此新媒体营销服务行业对技术能力和技术平台有较高的要求。目前，能够提供适应基于社交媒体平台的营销平台技术并在此基础上提供广告服务的供应商逐渐增多，但大多数服务商的技术水平相对较低，具有自有技术平台同时能够提供涵盖策略、投放、监测、优化等整合式互联网营销技术服务内容的服务商较少。未来，互联网营销服务商只有不断加强自身技术和服务能力，才能满足客户的精准营销需求。技术竞争最终体现在为客户提供服务的范围、质量和服务深度等方面的竞争。

## 2、行业壁垒

新媒体营销行业的行业壁垒主要体现在技术壁垒、自媒体资源等渠道壁垒、产品和品牌壁垒，以及行业经验壁垒，具体如下：

### （1）技术壁垒

由于互联网营销服务活动是依托一系列网络技术手段连接起来的虚拟网络开展的，网络技术具有更新速度快、应用多样化等特征，服务商需要不断依托自身的技术积累保持技术上与时俱进，进而为客户提供更专业和高效的营销服务。

在互联网营销服务过程中通常会涉及数据挖掘技术、用户行为跟踪技术、搜索爬虫技术、网页分析技术、语义分析技术、增强现实技术等多项互联网技术。尽管该等技术均属于通用的应用型技术，但任何服务商均无法在短期内实现对其深刻理解和良好应用，即使进行公开采购仍需要较大规模资本性投入。技术水平高低将直接影响互联网营销服务的质量和效率，技术水平较高的服务商在激烈的市场竞争中能将技术优势转化为大数据积累优势、资源库优势、以及为客户提供差异化和精准化营销服务的优势，将逐渐脱颖而出，形成自身竞争优势。

### （2）自媒体资源等渠道壁垒

海量优质的自媒体资源库是客户选择新媒体营销服务商的重要考量。自媒体行业迅速发展，平台层出不穷，只有准确把握社交媒体的发展趋势，并能掌握核心自媒体资源的机构才能为客户提供优质的服务。而把握趋势的能力需要长时间的行业运作和广泛的积累。

### （3）产品和品牌壁垒

营销活动往往是企业追求产品和服务销量提升的推广过程，但同时也是企业追求品牌认知和市场形象的一个“形象工程”。新媒体营销服务行业主要借助网络为客户提供创新的产品和有深度的服务，为其进行品牌推广和形象传播。因此，选择具有创新能力和品牌良好的营销服务商已成为客户品牌推广和形象传播活动的重要组成部分。服务商的产品创新能力和品牌价值往往体现在业务品质、人员素质、服务经验和技术水平等多个方面。借助上述方面形成的产品创新能力和品牌价值需要服务商进行大量的投入和长期的积累，不仅需要在经营中积累大量

的成功服务案例并形成优良的口碑，同时还需要进行必要的资金投入以持续不断进行产品创新、并做好自身形象和品牌的维护和推广。在实践中，具备创新能力和良好品牌的服务商更易获得客户尤其是品牌客户的青睐，从而树立较强的竞争优势。

#### **(4) 行业经验壁垒**

新媒体营销企业的发展不仅需要较强的互联网相关技术能力作为支撑，还取决于企业对客户所在行业和需求的理解，这需要足够的行业经验与认知。这些经验与认知的获得不仅需要专业而丰富的个人经验，更需要创意团队乃至整个企业在长期从业过程中逐渐积累，新进企业难以迅速获得这种强大的软实力。

### **3、行业竞争格局以及天下秀所处的行业地位**

我国互联网营销服务行业开放性较高，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 亿元，中国社交网络广告市场规模预计约为 613.5 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 年中国社交网络广告市场规模的比例约为 2%，凭借技术优势、广泛的自媒体资源渠道优势、创新产品服务和品牌优势、先发带来的行业经验优势，在较为分散行业内处于较为领先的地位。

**(三) 从竞争壁垒来看，天下秀通过先发优势建立了行业经验壁垒，并通过创新的产品服务能力，建立了客户资源壁垒和品牌壁垒，同时通过开发的信息系统建立了平台和技术壁垒，进一步形成并扩大了自媒体资源等渠道壁垒。未来，天下秀将以有多年行业经验的管理团队为基础，不断加强创新和服务能力，加强研发投入，通过大数据的积累和在交易撮合中的运用最高效地发挥规模优势，进一步扩大领先优势。**

天下秀成立之初即从事新媒体营销服务，经过多年发展，围绕新媒体营销服务建立了自身的核心优势，在行业内处于较领先的地位，并通过核心优势形成了

行业壁垒，有助于天下秀未来继续保持领先优势，拥有持续盈利的能力。具体表现为：

### **1、通过先发优势建立了行业经验壁垒**

天下秀成立之初即从事互联网营销业务，为客户提供互联网营销媒介代理、营销策划、营销创意等服务，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。

随着社交媒体、短视频、音频、直播等新媒体传播平台的快速发展，带来大量新媒体从业者的诞生和自媒体的繁荣发展。天下秀把握住新媒体营销快速发展的趋势，服务也从早期的博客、论坛等逐步转移到微博、微信、抖音等，并利用早期在博客、论坛等平台积累的新媒体营销行业经验，服务于更广泛的广告主和新媒体从业群体，积累行业数据。

新媒体营销行业的进入门槛虽较低，但行业经验积累至关重要。天下秀通过先发在行业经验、人才、数据等方面占据了独特的优势，在长期从业过程中积累了对行业的任职和对客户需求的理解，这些软实力难以在短期内被同类企业所超越。

### **2、通过创新的产品服务能力，建立了客户资源壁垒和品牌壁垒**

天下秀长期专注于社交网络广告行业，拥有一支深入理解新媒体营销行业且执行力极强的客户服务团队，能够为客户提供个性化的策略制定、方案策划，及时解决客户遇到的问题，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。众多品牌客户在从传统的媒体平台向社交媒体平台转移时，由于自媒体较分散，且商业价值和粉丝群体特性差异较大，导致很多品牌客户选择自媒体账号、并进行自媒体广告策划投放的能力较弱。通过天下秀的服务，品牌客户可实现一次向几千个自媒体账号的采购和投放，并且能更直接地触达消费者，实现精准营销。

天下秀目前既服务了众多从事电商、微商等的中小客户，也服务了众多品牌

客户，与其建立了稳定的合作关系，主要服务的客户涵盖快速消费品、信息技术（含互联网）、金融、汽车、家电数码等行业。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，天下秀在服务客户时提供的差异化和精准化的营销服务赢得了客户的普遍认可，逐步建立起自身的品牌价值，形成了客户资源壁垒和品牌壁垒。

### **3、通过开发的信息系统建立了平台和技术壁垒**

天下秀自主研发建立了微任务系统和 WEIQ 新媒体大数据系统，形成了领先行业的信息系统平台。基于上述两个信息系统平台，天下秀不断积累新媒体数据，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，沉淀社交资产，形成数据挖掘智库系统。广告主可以通过该平台更快地识别出符合自身需求的自媒体账号，天下秀也能够借助技术和平台进行高效的撮合，为广告主实现营销广告精准投放，提升广告转化效果。天下秀建立了比同行业其他公司更高效地交易撮合能力，提升了核心竞争力。

天下秀建立的新媒体营销服务平台，将上下游分散的客户、自媒体资源有力地进行了整合。相较于同行业其他竞争对手，天下秀的客户、供应商均较为分散，但借助技术和平台优势，天下秀能够提升撮合效率，增加匹配精准度，同时还能通过对接分散的上下游提升自己的议价能力，形成了自身的平台和技术壁垒。

### **4、自媒体资源等渠道壁垒**

天下秀自主研发建立的微任务实现了微博自媒体资源的汇聚，WEIQ 系统实现了跨平台自媒体资源的整合，包括微博、微信、抖音等短视频平台。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，获得稳定的广告订单，同时，系统保障了交易的安全和结算资金的及时性，减少了交易对方发生违约的风险。天下秀也通过技术和平台积累的大数据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，加强了自身的自媒体推荐能力，能够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。同时，天下秀还不断随新兴媒体平台的发展拓展其他自媒体资源，为广告主提供充足的自媒体资源库，形成了自身在自媒体资源等方面的渠道壁垒。

目前，天下秀管理团队核心成员均已在新媒体行业从业多年，积累了丰富的行业经验，在技术研发、市场开拓、客户服务等为天下秀建立了完善的管理制度。同时，天下秀高度重视管理人才、技术人才和营销人才的选拔、培养和任用，坚持人才的知识化、年轻化。未来，天下秀将以管理团队为基础，不断加强创新和服务能力，加强研发投入，通过大数据的积累和在交易撮合中的运用最高效地发挥规模优势，进一步扩大领先优势，加强自身的持续盈利能力。

（四）通过对行业发展增速与天下秀预测数据进行对比，对各类型客户收入、客户数量、单位投放金额等预测及匹配性进行分析，结合预测期内天下秀的实际经营数据、可比交易标的资产预测增速情况等，天下秀预测期内收入增速低于行业发展增速，预测数据与历史发展数据匹配，实际经营数据略高于历史同期，与可比交易比预测增速具有合理性，综合上述因素后确认天下秀营业收入预测谨慎合理，可实现性强。

基于前述对行业的市场规模及增速、发展趋势和行业增长的驱动因素、竞争态势与标的公司建立的行业壁垒情况的分析，对标的公司营业收入的可实现性分析，分析如下：

## 1、定性分析

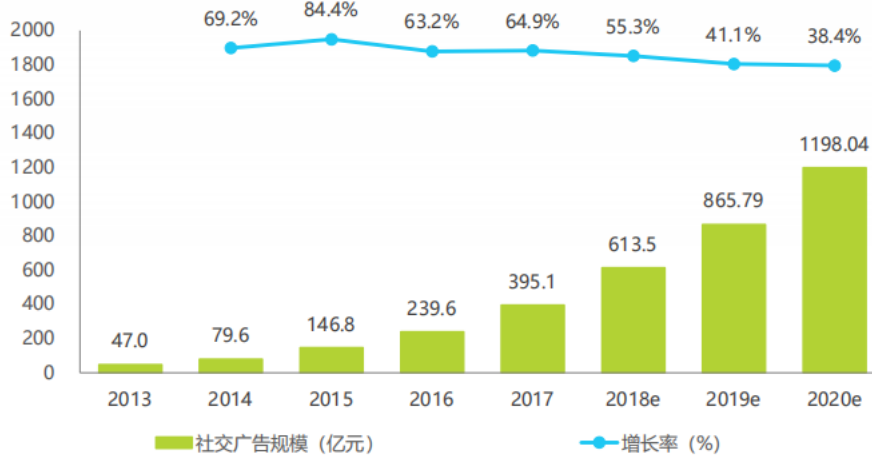
### （1）行业整体发展状况分析

#### ①天下秀所处的社交网络广告增速保持强劲增长

根据艾瑞咨询数据，2017年中国社交广告规模为395.1亿元，年增速达64.9%。预计到2020年将超过1,100亿元，增速仍为38%，高于互联网广告行业的整体增速。



2013-2020年中国网络广告市场社交广告规模

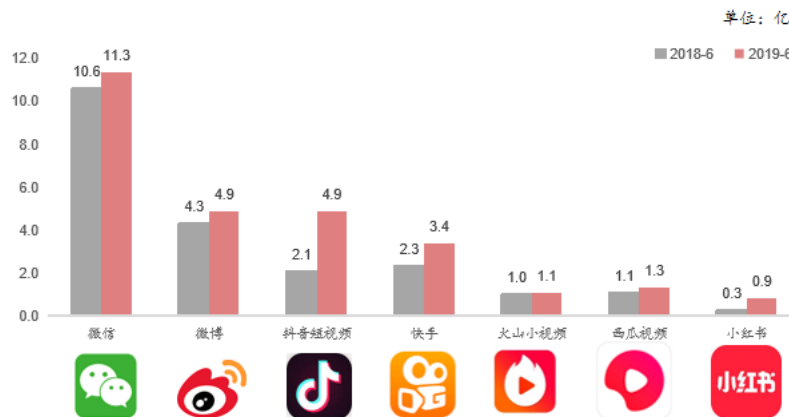


数据来源：艾瑞咨询

## ② 社交媒体平台用户规模持续扩张

近几年，随着移动互联网市场下沉，新兴社交媒体平台发展强劲，头部社交类 APP 覆盖了更多的活跃用户。截止 2019 年 6 月，微信的月活跃用户数同比增长 0.7 亿，微博的月活跃用户数同比增长 0.6 亿，其他新兴媒体平台以短视频平台最为突出，包括抖音短视频、快手、火山小视频等，抖音的月活跃用户数 2019 年 6 月达到 4.9 亿，较去年同期增长 1 倍以上，快手的月活跃用户数也达到 3.4 亿。目前新兴媒体的用户市场营销价值还远未开发完全，随着技术进步和服务商的深入挖掘，市场潜力巨大，成为社交网络广告营销市场进一步增长的强劲动力。

头部APP月活跃用户数



数据来源：QuestMobile，公司公告

## (2) 行业竞争格局

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。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，行业竞争激烈，行业内参与者众多，参与主体多样且分散，市场占有率较低。

天下秀通过先发优势建立了行业经验壁垒，并通过创新的产品服务能力，建立了客户资源壁垒和品牌壁垒，同时通过开发的信息系统建立了平台和技术壁垒，进一步形成并扩大了自媒体资源等渠道壁垒。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4,914亿元，中国社交网络广告市场规模预计约为613.5亿元。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年中国社交网络广告市场规模的比例约为2%，在较分散的市场占据了领先地位。未来，天下秀将以有多年行业经验的管理团队为基础，不断加强创新和服务能力，加强研发投入，通过大数据的积累和在交易撮合中的运用最高效地发挥规模优势，进一步扩大领先优势。

## (3) 分析结论

受益于社交媒体平台的发展，社交广告市场未来将仍呈现高速增长，目前社交广告市场在整个广告市场份额较低，未来随着技术进步、市场成熟和商业化提速，社交广告行业仍有巨大市场可挖掘空间。

## 2、定量分析

### (1) 结合历史经营状况、客户数量及客户单位广告投放额进行预测的匹配性分析

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%	

项目	2018年	2017年	2016年
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%	
<b>新媒体营销客户代理服务</b>	<b>90,236.29</b>	<b>46,709.47</b>	<b>25,386.92</b>
增长率	<b>93.19%</b>	<b>83.99%</b>	
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%	
<b>其他服务</b>	<b>66.65</b>	<b>1,344.43</b>	<b>4,614.09</b>
增长率	<b>-95.04%</b>	<b>-70.86%</b>	
<b>合计</b>	<b>120,920.83</b>	<b>72,541.92</b>	<b>47,584.60</b>
增长率	<b>66.69%</b>	<b>52.45%</b>	

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客户数量情况统计如下表所示：

单位：个

项目	2018年	2017年	2016年
<b>新媒体广告交易系统服务</b>	<b>1,936.00</b>	<b>8,089.00</b>	<b>21,665.00</b>
增长数量	<b>-6,153.00</b>	<b>-13,576.00</b>	
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	
<b>新媒体营销客户代理服务</b>	<b>3,550.00</b>	<b>3,317.00</b>	<b>1,573.00</b>
增长数量	<b>233.00</b>	<b>1,744.00</b>	
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	

项目	2018年	2017年	2016年
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。

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自媒体营销行业走向成熟的结果，符合自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	<b>1,156.00</b>	<b>876.00</b>	<b>791.00</b>	<b>736.00</b>	<b>716.00</b>	<b>716.00</b>
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%	-
<b>合计</b>	<b>31.95</b>	<b>48.94</b>	<b>60.95</b>	<b>73.56</b>	<b>81.44</b>	<b>81.44</b>
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%	-
<b>合计</b>	<b>36,929.72</b>	<b>42,868.25</b>	<b>48,214.78</b>	<b>54,142.86</b>	<b>58,314.40</b>	<b>58,314.40</b>
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：

### A.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。

#### B. 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。

#### C. 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	-
<b>合 计</b>	<b>3,650.00</b>	<b>3,740.00</b>	<b>3,820.00</b>	<b>3,885.00</b>	<b>3,935.00</b>	<b>3,935.00</b>
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%	-
<b>合 计</b>	<b>36.47</b>	<b>51.25</b>	<b>68.55</b>	<b>84.53</b>	<b>94.39</b>	<b>94.39</b>
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%	-
<b>合 计</b>	<b>133,100.13</b>	<b>191,684.46</b>	<b>261,848.12</b>	<b>328,391.86</b>	<b>371,408.84</b>	<b>371,408.84</b>
增长率	47.39%	44.02%	36.60%	25.41%	13.10%	-

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
<b>新媒体广告交易系统服务</b>	<b>36,929.72</b>	<b>42,868.25</b>	<b>48,214.78</b>	<b>54,142.86</b>	<b>58,314.40</b>	<b>58,314.40</b>
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%	-
<b>新媒体营销客户代理服务</b>	<b>133,100.13</b>	<b>191,684.46</b>	<b>261,848.12</b>	<b>328,391.86</b>	<b>371,408.84</b>	<b>371,408.84</b>
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%	-
<b>合 计</b>	<b>170,029.84</b>	<b>234,552.71</b>	<b>310,062.90</b>	<b>382,534.72</b>	<b>429,723.24</b>	<b>429,723.24</b>
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，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，具有匹配性和可实现性。

## (2) 行业发展增速与下秀历史收入、预测期前两年对比

从历史期看，天下秀 2016 年-2018 年的整体收入增速均高于网络广告，与社交网络行业整体增速较为接近。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。本次评估预测中，出于谨慎性考虑，预测天下秀 2019 年、2020 年收入增速均低于社交网络行业增速，整体预测较为谨慎、合理，可实现性较强。

项 目	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
网络广告增速	32.00%	30.00%	31.00%	27.70%	24.90%
社交网络增速	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%



### (3) 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：

#### ①成都狮之吼科技有限公司（以下简称：狮之吼）

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。

#### ②上海鳌投网络科技有限公司（以下简称：鳌投网络）

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。

#### ③杭州遥望网络股份有限公司（以下简称：遥望网络）

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。

④北京小子科技有限公司（以下简称：小子科技）

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。

⑤江西巨网科技股份有限公司（以下简称：巨网科技）

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。

⑥上海云克网络科技有限公司（以下简称：云克科技）

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。

综上所述，天下秀的广告类型主要向自媒体直接采购，为品牌客户和中小客户投放自媒体广告提供服务，其发布内容的广告位、业务侧重、客户诉求、所依赖的媒体资源，与上述可比交易案例有所不同。因此，上述可比交易案例在互联网广告行业与天下秀具有可比性，但所处的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，而天下秀第一年增长率低于行业平均水平，预测较为谨慎。未来年度预测天下秀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。

#### **(4) 2019 年 1-6 月最新经营情况**

根据天下秀 2019 年 1-6 月未经审计的财务报表，天下秀营业收入 1-6 月完成全年预测收入的比例为 46.77%，2016 年度-2018 年度，天下秀 1-6 月的营业收入占全年完成比例在 37.75%至 41.59%之间，平均完成比例为 39.98%。因此，天下秀 2019 年 1-6 月收入完成比例，高于历史平均水平，业绩完成情况较好。

## (5) 分析结论

根据前述分析可知，天下秀预测期内收入增速低于行业发展增速，预测数据与历史发展数据匹配，实际经营数据略高于历史同期，与可比交易比预测增速具有合理性，综合上述因素后确认天下秀营业收入预测谨慎合理，可实现性强。

(五) 结合历史经营情况以及最新经营数据，对天下秀预测期营业成本进行分析，结合天下秀的定价策略和竞争优势，以及与可比交易案例对比，确认天下秀的成本预测充分合理，毛利率预测数据谨慎合理，可实现性强。

### 1、结合历史经营情况，分析营业成本预测的合理性

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	<b>82,850.03</b>	<b>47,757.92</b>	<b>32,515.11</b>

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：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
<b>合 计</b>	<b>118,383.24</b>	<b>165,389.75</b>	<b>220,175.60</b>	<b>273,252.37</b>	<b>307,900.55</b>	<b>307,900.55</b>

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%
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%
<b>合 计</b>	<b>118,383.24</b>	<b>165,389.75</b>	<b>220,175.60</b>	<b>273,252.37</b>	<b>307,900.55</b>	<b>307,900.55</b>
<b>整体毛利率</b>	<b>30.38%</b>	<b>29.49%</b>	<b>28.99%</b>	<b>28.57%</b>	<b>28.35%</b>	<b>28.35%</b>

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。

## 2、毛利率的可实现性分析

天下秀的定价策略为在一定成本基础上进行一定幅度加成对客户进行报价。历史期，同一类型的主要客户毛利率较为稳定，变动主要系业务类型和客户类型占比变化导致的毛利率变化。可见，天下秀作为行业内领先企业，在分散的上下游交易撮合中具有丰富的数据积累和行业经验，具有较强的议价能力。结合天下秀通过技术及平台优势和丰富的自媒体资源建立起的行业壁垒和议价能力，天下秀未来毛利率水平可控。

未来年度毛利率的变动将主要来源于业务结构和客户类型占比变化导致的变化，天下秀预测未来整体毛利率将从 2018 年的 31.49%，到 2019 年将降低到 30.38%，逐步下降到永续期的 28.35%，已充分考虑了上述因素的影响。而从 2019 年 1-6 月实际毛利率情况看，略高于 2019 年预测毛利率，可见，天下秀整体毛利率预测较为合理，具有可实现性。

此外，天下秀未来的业务发展规划，整体运营模式不会发生较大的改变，与客户的合作模式已基本成型较为稳定。同时，经过长期的经营，天下秀的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。确认天下秀的成本预测充分合理。

## 3、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%

股票代码	股票名称	交易标的	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
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			<b>39.52%</b>	<b>39.79%</b>	<b>39.86%</b>	<b>39.56%</b>	<b>39.13%</b>
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。

#### 4、2019 年 1-6 月最新经营情况

从天下秀 2019 年 1-6 月实际毛利率情况看，新媒体广告交易系统服务 2019 年预测毛利率为 38.02%，2019 年 1-6 月实际毛利率为 38.80%，与预测值基本一致；新媒体营销客户代理服务 2019 年预测值为 28.26%，1-6 月毛利率为 29.14%，略高于预测值；整体毛利率 2019 年预测值为 30.38%，1-6 月毛利率为 30.68%，略高于预测值。2019 年 1-6 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。

根据前述分析可知，天下秀预测期内营业成本和毛利率数据与历史发展及未来发展趋势匹配，实际经营毛利率情况略高于历史同期，结合前述天下秀的行业竞争优势及定价策略，以及与可比交易案例对比，确认天下秀的成本预测充分合理，毛利率预测数据谨慎合理，可实现性强。

（六）根据天下秀历史经营数据以及最新经营数据，结合可比公司各项期间费用占收入比例等情况，确认天下秀对未来年度期间费用预测谨慎合理。基于前述关于行业的市场发展趋势、竞争态势和标的公司形成的竞争壁垒，以及天下秀营业收入、营业成本、毛利率以及期间费用预测的谨慎性分析，标的资产持续盈利能力较强、未来业绩承诺可实现性强。

##### 1、结合历史经营情况，分析期间费用预测的合理性

### (1) 销售费用预测依据及可实现性

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	<b>9,504.75</b>	<b>5,544.78</b>	<b>3,438.98</b>
占营业收入比例	<b>7.86%</b>	<b>7.64%</b>	<b>7.23%</b>

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 1-6 月实际发生情况，天下秀销售费用预测具有可实现性。

## （2）管理费用预测依据及可实现性

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

项 目	2018 年	2017 年	2016 年
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
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

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
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
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。

### (3) 研发费用预测依据及可实现性

天下秀报告期内研发费用投入情况如下：

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%

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。

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

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
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增加，其研发计划和研发费用足以支撑未来收入增长。

## 2、与可比公司各项期间费用占收入比例对比分析

### (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%

序号	证券代码	证券简称	2019年1-3月	2018年度	2017年度	2016年度
		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。

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。

### **3、2019 年 1-6 月最新经营情况**

根据天下秀 2019 年 1-6 月未经审计的财务报表，天下秀完成全年预测净利润的比例为 40.02%。2016 年度-2018 年度，天下 1-6 月的净利润占全年完成比例在 34.72%至 42.56%之间，平均完成比例为 39.47%。因此，天下秀 2019 年 1-6 月业绩完成比例，高于历史平均水平，业绩完成情况较好。

基于前述关于行业的市场发展趋势、竞争态势和标的公司形成的竞争壁垒，以及天下秀营业收入、营业成本、毛利率以及期间费用预测的谨慎性分析，标的资产持续盈利能力较强、未来业绩承诺可实现性强。

### **二、补充披露情况**

上市公司已在重组报告书“第八节 本次交易评估情况/十五、标的资产持续盈利能力和业绩承诺的可实现性”中进行了补充披露。

### **三、独立财务顾问核查意见**

经核查，独立财务顾问认为，基于关于行业的市场发展趋势、竞争态势和标的公司形成的竞争壁垒，以及标的公司营业收入、营业成本、毛利率以及期间费用预测的谨慎性分析，标的资产持续盈利能力较强、未来业绩承诺可实现性强。

**问题三：请申请人结合标的资产评估增值率较高的情况，进一步披露交易定价是否公允。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见**

**一、结合标的资产评估增值率较高的情况，进一步披露交易定价是否公允**

**（一）评估增值的原因分析**

本次标的资产在评估基准日的评估价值为 394,656.78 万元，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%。评估增值的主要原因在于：

1、天下秀属于互联网轻资产公司，客户资源、新媒体资源、技术及人力资源等无形资产价值未在账面所有者权益中体现，使得评估价值与账面所有者权益相比增值幅度较大。

(1) 天下秀在广泛的新媒体营销实践中，积累了大量的客户资源，赢得广大客户的信赖和认可，知名的品牌客户包括宝洁、京东、伊利、苏宁等，2019 年还新增了华为、欧莱雅等品牌客户；此外，天下秀的客户资源还覆盖信息技术（含互联网）、快速消费品等多领域的中小客户。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。

(2) 天下秀专注于为客户提供社交网络广告推广服务，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。同时，天下秀还不断随新兴媒体平台的发展拓展其他自媒体资源，为广告主提供充足的自媒体资源库。

(3) 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，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。广告主可以通过该平台更快地识别出符合自身需求的自媒体账号，实现精准投放。自媒体也可以通过该平台获得稳定的广告订单。同时，系统保障了交易的安全和结算资金的及时性，减少了双方发生违约的风险。

(4) 天下秀的创始人李檬及管理团队核心成员均已在新媒体行业从业多年，积累了丰富的行业经验，在技术研发、市场开拓、客户服务等为天下秀建立了完善的管理制度。同时，天下秀高度重视管理人才、技术人才和营销人才的选拔、培养和任用，坚持人才的知识化、年轻化，积累了丰富的人力资源。



2、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。

天下秀成立之初即从事互联网营销业务，在新媒体营销行业积累了先发优势、技术优势、客户资源和自媒体资源优势、创新及服务能力优势、管理团队优势和平台优势，2018年收入占中国社交网络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。

结合天下秀所拥有的客户资源、新媒体资源、技术及人力资源等无形资产，以及天下秀所处的行业发展趋势、天下秀的行业地位和核心竞争优势，天下秀业务具有较强的核心竞争力和持续盈利能力，天下秀评估增值具有合理性。

## （二）可比交易案例评估增值率情况

天下秀评估价值与归属于母公司的净资产相比增值率为373.32%，而可比交易案例的增值幅度基本在800%以上、平均值在1000%以上，天下秀评估增值率明显低于可比交易案例评估增值率平均水平，接近可比交易案例的最低值。

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			<b>1076.01%</b>	<b>2854.51%</b>
天下秀			<b>373.32%</b>	<b>335.31%</b>

其中：成都狮之吼科技有限公司2018年承诺业绩完成比例为89.98%；上海云克网络科技有限公司2018年承诺业绩完成比例为84.47%，其余可比交易案例的交易标的公司均完成2018年度承诺业绩。剔除未完成承诺业绩的两家公司，其余可比交易案例评估值与归母净资产相比平均增值率为636.59%，与母公司报表净资产相比平均增值率为2910.35%。天下秀评估增值率低于完成业绩承诺的可比交易案例平均评估增值率，处于合理区间内的较低水平，从评估增值率来看

较为合理。

### （三）类似行业交易案例评估增值率情况

除与天下秀同属互联网广告行业的可比交易案例外，统计 2018 年至 2019 年 8 月 20 日已完成或发审委审核通过的重大资产重组案例中属于互联网软件与信息行业案例的评估增值率情况，与归属于母公司的净资产相比评估增值率范围从 141.29%到 1962.29%，平均增值率为 587.88%；与母公司的净资产相比增值率范围从 136.27%到 1962.29%，平均增值率为 614.44%。天下秀评估价值与归属于母公司的净资产相比增值率为 373.32%，与母公司报表净资产相比增值率为 335.31%，低于互联网软件与信息行业交易案例平均值，处于合理区间内，从评估增值率来看谨慎、合理。

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
300682.SZ	朗新科技	易视腾科技股份有限公司	141.29%	136.27%
300682.SZ	朗新科技	邦道科技有限公司	577.45%	577.45%
600318.SH	新力金融	深圳手付通科技股份有限公司	673.81%	673.23%
002602.SZ	世纪华通	盛跃网络科技（上海）有限公司	160.60%	154.36%
300603.SZ	立昂技术	杭州沃驰科技股份有限公司	521.55%	636.07%
300603.SZ	立昂技术	广州大一互联网络科技有限公司	836.17%	902.06%
300455.SZ	康拓红外	北京轩宇空间科技有限公司	1962.29%	1962.29%
300455.SZ	康拓红外	北京轩宇智能科技有限公司	255.22%	255.22%
000547.SZ	航天发展	北京锐安科技有限公司	573.55%	573.55%
000547.SZ	航天发展	南京壹进制信息技术股份有限公司	367.86%	367.73%
601113.SH	华鼎股份	深圳市通拓科技有限公司	188.64%	275.06%
603559.SH	中通国脉	上海共创信息技术股份有限公司	855.45%	949.12%
300364.SZ	中文在线	上海晨之科信息技术有限公司	528.61%	525.36%
平均值			<b>587.88%</b>	<b>614.44%</b>
天下秀			<b>373.32%</b>	<b>335.31%</b>

### （四）交易定价的公允性

本次交易中，天下秀 100%股权以 2018 年 12 月 31 为评估基准日的评估值采用收益法结果确定，评估结果为 394,656.78 万元，评估增值率与可比交易案例以及类似行业交易案例相比都处于较低的水平，评估增值率合理。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，交易价格公允。

## **二、补充披露情况**

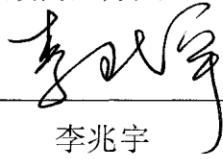
上市公司已在重组报告书“第八节 本次交易评估情况/十六、标的资产评估增值率的合理性及交易定价的公允性”中进行了补充披露。

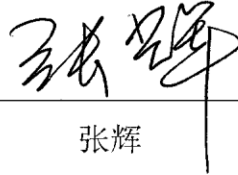
## **三、独立财务顾问核查意见**

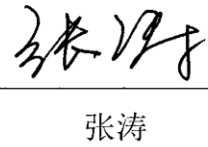
经核查，独立财务顾问认为，标的资产评估增值率与可比交易案例以及类似行业交易案例相比都处于较低的水平，评估增值率合理；交易价格基于评估结果考虑期后事项调整后确定，定价公允。

(本页无正文,为《华泰联合证券有限责任公司关于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之中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会会后二次反馈意见的回复之核查意见》之签章页)

财务顾问主办人:

  
李兆宇

  
张辉

  
张涛

