

**上海东洲资产评估有限公司**  
**关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈**  
**意见通知书（202809号）》的回复**

二〇二〇年十二月

**中国证券监督管理委员会：**

根据贵会 2020 年 11 月 19 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（202809 号）（以下简称“《反馈意见》”），本公司（上海东洲资产评估有限公司）立即就《反馈意见》中需要评估师回复的问题进行了认真讨论和分析，并按照《反馈意见》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵会，请予审核。

如无特别说明，本回复所述的词语或简称与《重组报告书》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的涵义。

在本回复中，若合计数与各分项数值相加之和在尾数上存在差异，均为四舍五入所致。

**问题 17.**申请文件显示，1) 报告期标的资产导购服务（剔除 P2P 类业务）毛利率分别为 62.20%、75.47%、79.60%、74.52%，综合毛利率分别为 64.59%、71.79%、79.19%、73.36%，均呈上升趋势，而可比上市公司值得买综合毛利率分别为 84.01%、73.68%、71.57%、70.17%，明显下滑。2) 标的资产与值得买主要客户均为淘宝、天猫、京东、拼多多等主流电商。3) 2017 年末、2018 年末、2019 年末及 2020 年 6 月末，标的资产应收账款占营业收入的比重分别为 10.53%、13.73%、14.93%、45.80%。值得买 2017 年、2018 年、2019 年其应收账款占营业收入的比重分别为 21.47%、27.15%、30.48%。4) 本次评估市盈率高于值得买上市市盈率。请你公司结合标的资产与行业内竞争对手的市场地位、客户分布、行业话语权、业务规模、经营模式等情况补充披露：1) 标的资产毛利率持续上升的原因及合理性，与可比公司毛利率持续下降的差异原因。2) 客户重叠情况下，标的资产的竞争优势，维持行业地位的措施及可行性。3) 标的资产报告期应收账款占收入的比例持续上升，但明显低于可比公司相应数据的合理性，且标的资产应收账款比例报告期增长较快的合理性。4) 标的资产针对保护商标等知识产权、避免用户流失所采取的措施。5) 本次评估市盈率的合理性。6) 结合以上情况，说明评估预测的合理性。请独立财务顾问和会计师、评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、本次评估市盈率的合理性

由于标的公司账面货币资金占评估值 28% 以上，为避免该因素带来的异常影响，在比较市盈率指标时，应剔除货币资金的影响后进行对比分析。

根据值得买(300785.SZ)发布的公告，其最早于 2017 年申报，并最终于两年后 2019 年 7 月 12 日批准上市，根据其首次公开发行股票并在创业板上市之上市公告书，值得买公开发行 13,333,334 股人民币普通股，发行后总股本 53,333,334 股人民币普通股，发行股票价格为 28.42 元/股，发行价格对应的总市值 151,573.34 万元。值得买公布的发行前一个完整会计年度 2018 年归属于母公司股东净利润为 9,571.92 万元，扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润 8,684.86 万元，

2018年期末货币资金682.63万元，扣除货币资金后，发行价格对应的市盈率17.37倍（扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润）。

值得买上市之后连续涨停，打开涨停价149.98元/股，对应的总市值799,893.34万元，扣除货币资金后，打开涨停价对应的市盈率92.02倍（扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润）。另外，上市后30个交易日均价为110.75元/股，对应的总市值590,685.98万元，扣除货币资金后，上市后30个交易日均价对应的市盈率67.93倍（扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润）。从最近6个月的交易情况来看，值得买总市值均值为918,817.14万元，2019年扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润为10,724.94万元，2020年三季度期末货币资金49,462.98万元，扣除货币资金后，近6个月交易均价对应的市盈率81.42倍（扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润）。

本次标的公司评估值361,000.00万元，前一个完整会计年度2019年归属于母公司股东净利润为13,619.24万元，扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润12,400.27万元，2019年期末货币资金101,353.24万元，扣除货币资金后，本次估值对应的市盈率20.94倍（扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润）。

标的公司与值得买的市盈率汇总如下：

单位：万元

项目	标的公司	值得买(300785.SZ)
扣除货币资金后的总市值	259,646.76	150,890.71 <sup>注1</sup>
		590,685.98 <sup>注2</sup>
		799,210.71 <sup>注3</sup>
		869,354.16 <sup>注4</sup>
市盈率（扣除货币资金后的总市值除以扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润）	20.94	17.37 <sup>注1</sup>
		67.93 <sup>注2</sup>
		92.02 <sup>注3</sup>
		81.06 <sup>注4</sup>

注：1. 发行价格对应的总市值；2. 上市后30个交易日均价对应的总市值；3. 打开涨停对应的总市值；4. 近6个月交易均价对应的总市值。

标的公司扣除货币资金后，评估值对应的市盈率20.94倍（扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润），远低于值得买上市后首次打开涨停后股价对应的市盈率，也远低于值得买上市30个交易日均价对应的市盈率和近6个月交易

均价对应的市盈率，标的公司评估的市盈率水平相对合理。

本次评估市盈率高于值得买发行价格对应的市盈率 17.37 倍（扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润），高出 20.55%，主要原因有以下几点：

#### 1、标的公司用户规模较大

截至 2020 年 6 月 30 日，标的公司相关产品拥有超过 2.6 亿的累计注册用户。根据艾瑞咨询发布的《2020 年中国在线导购平台行业研究报告》，2018 年 7 月-2020 年 6 月中国在线导购平台企业中，返利网 APP 月均独立设备数位于第一梯队，月度总使用次数名列行业第一，标的公司凭借自身的竞争优势在同行业中排名靠前。

庞大而优质的用户群体意味着标的公司的相关产品获得了广大移动互联网用户的广泛认可，具备较市场地位较好，进一步巩固竞争优势。

#### 2、标的公司的市场规模较大

从业务规模来看，值得买 2017 年和 2018 年导购 GMV 分别为 61 亿、102 亿，而标的公司 2017 年和 2018 年导购 GMV 超过 130 亿，高于同期值得买的导购规模。

通过与商家或电商平台的深度合作，标的公司为商家们带去了大量站外流量，高效地帮助商家及电商平台实现推广目标。业务规模优势提高了标的公司获得高佣金推广活动的的能力，从而获得更高的佣金收入。标的公司的业务规模优势还有助于其拓展其他业务机会，如吸引更多广告推广服务的新客户等。

#### 3、标的公司经营时间较长、导购经验丰富

标的公司是国内较早从事在线导购业务的企业之一，至今有已有 13 年的历史，并与多家知名电商平台和品牌商保持了良好的合作关系，积累了丰富的导购服务经验。2018 年以来，标的公司报告期内 APP 端的导购转化率保持在 30% 以上的较高水平，长期合作历史及丰富的导购服务经验有助于巩固标的公司的市场地位。

#### 4、标的公司的客户覆盖范围较广

值得买主要用户为男性，主要导购商品类别以数码电器为主。而标的公司的

用户以女性为主，且导购商品类别更为丰富，因此标的公司合作的电商平台范围较广。标的公司的跨平台、跨品类的商品或服务导购能力较强，有助于标的公司实现“全渠道”、“全场景”导购服务战略，有利于标的公司与全网各类电商平台、品牌商保持长期合作关系，进而获得更大的导购规模或获取各类广告主的广告订单。

综上，标的公司位于在线导购第一梯队，市场地位较好，导购业务规模高于值得买上市时的同期导购规模。此外，标的公司经营时间更长、客户覆盖范围更广、导购经营能力较强，有利于标的公司和全网各类电商平台、品牌商保持长期合作关系，进而获得更大的导购规模或获取各类广告主的广告订单，进一步提升标的公司的竞争力。

综合考虑标的公司扣除货币资金后的评估值市盈率远低于值得买上市后首次打开涨停后股价对应的市盈率，也远低于值得买上市 30 个交易日均价对应的市盈率和近 6 个月交易均价对应的市盈率，本次评估市盈率高于值得买 2018 年上市发行时市盈率具有合理性。

## 二、结合以上情况，说明评估预测的合理性

报告期内，标的公司毛利率波动系产品结构变化所致，即来源于优惠券模式的导购服务收入占导购服务总收入的比例逐年上升使得毛利率有所上升，变化趋势与可比公司值得买趋势存在差异的主要原因系双方优惠信息来源差异导致营业成本结构不同。标的公司报告期应收账款占收入的比例低于可比公司主要系业务结构存在差异，标的公司报告期应收账款占收入的比例持续上升的主要受业务构成变动、电商平台活动等因素影响。标的公司已针对保护商标等知识产权、避免用户流失所采取了相关措施。

本次评估预测在对标的公司进行分析的基础上，以标的公司主要产品结构和未来发展策略为重点，结合标的公司市场竞争优势，在标的公司持续增强整合营销能力、继续拓展“全场景”、“全渠道”的服务链条、不断完善生态内容的建设和持续开发创新产品和服务等发展举措下，未来预测毛利率略有上升，市盈率略高于值得买上市市盈率具有合理性。

## 三、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：（1）标的公司位于在线导购第一梯队，市场地位较好，导购业务规模高于值得买上市时的同期导购规模。此外，标的公司经营时间更长、客户覆盖范围更广、导购经营能力较强，有利于标的公司和全网各类电商平台、品牌商保持长期合作关系，进而获得更大的导购规模或获取各类广告主的广告订单，进一步提升标的公司的竞争力，本次评估市盈率高于值得买2018年上市发行时的市盈率具有合理性；（2）标的公司毛利率波动系产品结构变化所致，变化趋势与可比公司值得买趋势存在差异的主要原因系双方优惠信息来源差异导致营业成本结构不同。标的公司报告期应收账款占收入的比例低于可比公司主要系业务结构存在差异，应收账款占收入的比例持续上升的主要受业务构成变动、电商平台活动等因素影响。本次评估预测在对标的公司进行分析的基础上，以标的公司主要产品结构和未来发展策略为重点，结合标的公司市场竞争优势和发展举措，未来预测毛利率略有上升具有合理性。

**问题 23.**申请文件显示，本次标的资产收益法评估中，评估师采用了管理层的盈利预测，预测期营业收入持续增长。请你公司补充披露：1）评估师采用了管理层的盈利预测是否符合评估准则及评估师执业要求，有无进一步论证管理层预测的合理性。2）截止目前，标的资产2020年营业收入、业绩承诺的实现情况。3）报告期留存率下降、人均单日使用次数下降、月平均新增注册账户数下降、营业收入不断下降，而预测期持续增长的谨慎性，评估预测的依据。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**回复：**

**一、评估师采用了管理层的盈利预测是否符合评估准则及评估师执业要求，有无进一步论证管理层预测的合理性**

《资产评估执业准则—企业价值》第二十三条要求：对委托人和其他相关当事人依法提供并保证合理性、合法性、完整性的未来收益预测资料，资产评估专业人员应当与委托人和其他相关当事人讨论未来各种可能性，结合标的公司的人力资源、技术水平、资本结构、经营状况、历史业绩、发展趋势，考虑宏观经济因素、所在行业现状与发展前景，分析未来收益预测资料与评估目的及评估假设的适用性。资产评估专业人员应当关注未来收益预测中经营管理、业务架构、主营业务收入、毛利率、营运资金、资本性支出、资本结构等主要参数与评估

假设、价值类型的一致性。当预测趋势与历史业绩和现实经营状况存在重大差异时，资产评估专业人员应当要求委托人和其他相关当事人说明差异的合理性及可持续性，与评估假设、价值类型核查一致后，在资产评估报告中予以披露。

本次评估结合标的公司历史经营情况，管理层根据企业制定的发展规划，签发了管理层盈利预测。资产评估师对标的公司盈利预测的合理性进行了必要的调查、分析、判断，经过与标的公司管理层多次讨论，标的公司进一步修正、完善后，资产评估机构采信了标的公司盈利预测的相关数据，符合评估准则及评估师执业要求。

## 二、截止目前，标的资产 2020 年营业收入、业绩承诺的实现情况

根据标的公司 2020 年 1-10 月未经审计的财务报告，截至 2020 年 10 月，标的资产营业收入和业绩承诺实现情况如下：

项目	营业收入	净利润
2020 年全年预测数/业绩承诺数	61,674 万元	14,997 万元
2020 年 1-10 月实际数	38,338 万元	10,419 万元
完成比例	62.2%	69.4%

注：标的资产 2020 年 11 月导购服务产生的收入尚未完成结算，暂无法准确核算。

截至 2020 年 10 月，标的资产实现的营业收入及净利润占比较低，主要系受新冠疫情影响，2020 年一季度实现的营业收入及净利润情况较低。2020 年第二季度，随着疫情影响的逐步消除，电商行业的经营状况逐步恢复并实现了较好的增长。标的资产 2019 年 5-10 月与 2020 年 5-10 月净利润同期对比情况如下：

项目	净利润（扣除非经常性损益）
2019 年 5-10 月实际数	4,629.27 万元
2020 年 5-10 月实际数	6,809.67 万元
同比增长	47.10%

注：2020 年 5-10 月数据数据未经审计

如上表所示，排除疫情影响较大的经营期间，标的资产 2020 年实现的净利润情况出现较大幅度的增加。2020 年 11 月的导购收入尚未完成结算，根据联盟后台预估数据及历史订单确认情况预计标的公司 11 月的导购收入规模约为 4,320 万元。根据 2020 年 11 月相关的广告合同及确认排期需求的文件，标的公司 11 月基本确定的广告收入订单约 1,780 万元。基于上述收入规模及标的公司报告期内的净

利润水平，标的公司目前预计11月的净利润在1,600万以上，标的公司业绩承诺目前预计完成情况如下：

项目	净利润
2020年5-11月预测实现净利润(扣除非经常性损益)	8,409.67万元
2019年5-11月实现净利润(扣除非经常性损益)	7,262.14万元
2020年5-11月同比变动	15.80%

如上表所示，排除疫情影响较大的期间的的影响，2020年以来标的公司的盈利能力有较为显著的提高。考虑到第四季度是电商传统旺季，如双十一、双十二等大促活动将有力地提升标的公司业绩。标的公司继续挖掘支付宝、微信等小程序平台的庞大流量的业务机会，扩大活跃用户基础。同时，标的公司依托于导购转化效率高的优势，通过完善导购策略及加大商务拓展力度，以获取更多佣金收入和电商及品牌商的广告投放，标的公司预计业绩承诺能够实现。

**三、报告期留存率下降、人均单日使用次数下降、月平均新增注册账户数下降、营业收入不断下降，而预测期持续增长的谨慎性，评估预测的依据**

1、访问用户次月留存率较为稳定

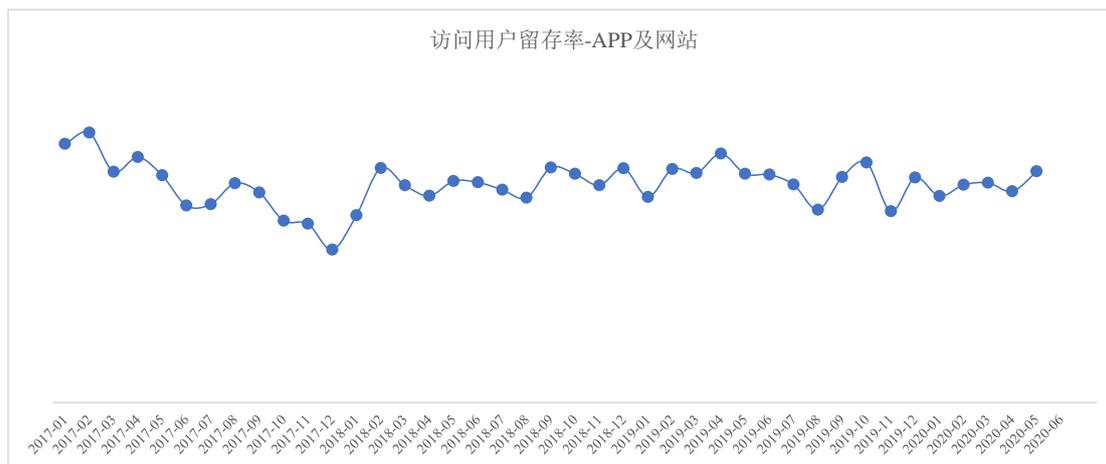
报告期内，“返利”APP及网站的访问用户次月留存率的具体情况如下：

	2020年1-6月	2019年度	2018年度	2017年度
“返利”APP及网站月均访问用户次月留存率注	47.07%	47.48%	47.80%	46.41%

数据来源：标的公司系统数据

注：访问用户次月留存率指当月访问标的公司APP、网站的用户次月再次访问的比例。

报告期内，标的公司APP及网站的月访问用户次月留存率的变动趋势如下：



数据来源：标的公司系统数据

报告期内，标的公司 APP 及网站各年的月均访问用户次月留存率约为 47%，2018 年至 2020 年上半年略有下降，但仍然保持了较高的整体用户留存率水平。

2019 年 11 月，标的公司为了吸引长期未登录的老用户，开展了用户唤回活动，包括向给 12 个月以上未登录的用户发送短信等。该活动执行后，11 月唤回的部分用户 12 月及次年 1 月再次登入的比例较低，导致 2019 年 12 月后的留存率有所降低。2020 年 6 月，标的公司月均访问用户次月留存率有所回升。

评估师基于用户留存率采用历史平均值进行预测，本次评估已经考虑了报告期内留存率情况。

## 2、人均单日使用次数基本保持稳定

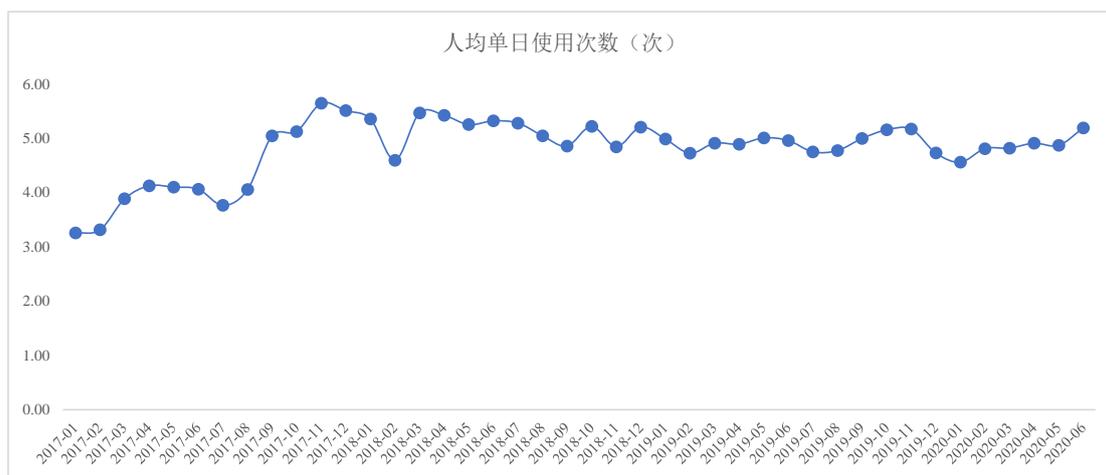
报告期内，“返利”APP 人均单日使用次数的具体情况如下：

	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度	2017 年度
返利网 APP 月均人均单日使用次数（次）注	4.86	4.92	5.16	4.32

数据来源：标的公司系统数据

注：单日使用次数指用户每天使用标的公司 APP 的次数。

报告期内，返利 APP 的人均单日使用次数的变动趋势如下：



数据来源：标的公司系统数据

报告期内，返利 APP 各年的人均单日使用次数大约为 4~5 次，2018 年以来略有下降，但基本保持稳定，且仍高于 2017 年的水平。

本次评估依据主要参考人均订单数，人均单日使用次数与订单数无直接影响关系。2020 年 1-6 月“返利”APP 老用户占比较高，人均订单数较上年有所增长。

### 3、月新增注册账户数有所下降

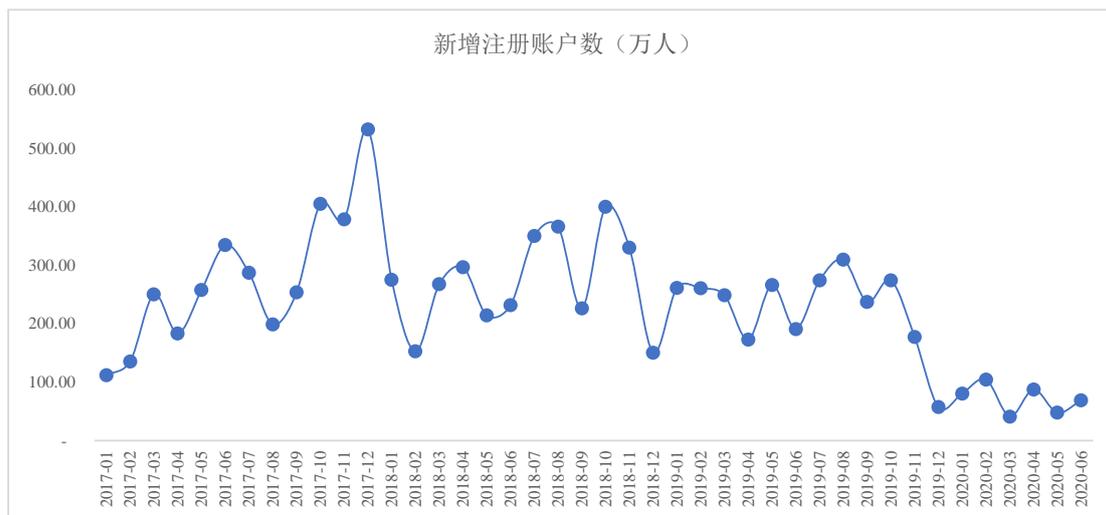
报告期内，标的公司整体注册账户数及月新增注册账户数的具体情况如下：

单位：万人

	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度	2017 年度
期末注册账户数	26,145	25,716	22,985	19,725
月平均新增注册账户数	71.63	227.53	271.74	277.32

数据来源：标的公司系统数据

报告期内，标的公司的新增注册账户数的变动趋势如下：



数据来源：标的公司系统数据

报告期内，标的公司的累计注册账户数持续增长。标的公司月均新增注册账户数于 2019 年末开始有所下降，主要原因系标的公司将市场推广的重点调整至小程序，而小程序中的新增用户未体现在注册账户数据中。

2019 年末，标的公司认为小程序具有较大的增长潜力，因此标的公司增加了小程序产品的推广。由于用户能够使用各小程序平台的原有账户进入小程序应用，因此该部分新增用户未包括在标的公司注册账户数的统计中，从而导致标的公司 2019 年 12 月至 2020 年 6 月的月均新增注册账户数有所下降。

#### 4、历年营业收入有所下降

报告期，标的公司历年营业收入情况如下：

单位：万元

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月
营业收入合计	93,357.66	71,531.76	61,107.03	21,203.15
增长率		-23.38%	-14.57%	

标的公司营业收入逐年下降主要是因为：

首先，标的公司于 2018 年开始逐步收缩与 P2P 理财推广业务合作，并于 2019 年下半年全面终止，导致营业收入下降。剔除 P2P 理财推广业务收入后的情况如下：

	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度	2017 年度

营业收入	21,203.15	61,107.03	71,531.76	93,357.66
-P2P 理财推广业务收入	-	971.71	8,242.28	21,920.75
剔除 P2P 理财推广收入后的营业收入	21,203.15	60,135.32	63,289.48	71,436.91
剔除 P2P 理财推广收入后的增长率		-4.98%	-11.41%	

其次，标的公司增加了优惠券导购工具的使用规模，来源于优惠券模式的导购服务收入占导购服务总收入的比例逐年上升。优惠券由商家在电商平台或品牌商官网中设定，具体形式包括折扣券、满额扣减券等。由于优惠券已设定了折扣优惠，用户已享受了补贴，因此“返利网”在用户完成交易后，不再给予用户额外的返利金，因此在优惠券模式下，表现为标的公司营业收入、营业成本同时减少。因此标的公司的盈利能力不会因营业收入减少而下降。

	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度	2017 年度
剔除 P2P 理财收入后的营业收入	21,203.15	60,135.32	63,289.48	71,436.91
-实际产生返利成本	3,473.48	11,427.10	21,312.26	36,034.38
剔除影响因素后的营业收入	17,729.67	48,708.22	41,977.22	35,402.53
剔除影响因素后的增长率		16.03%	18.57%	

由上表可以见，剔除 P2P 理财推广业务及优惠券模式增加的影响后，标的公司 2017-2019 年的营业收入呈上升趋势。

标的公司 2020 年 1-6 月的营业收入有所下降的主要原因系受 2020 年一季度的新冠疫情影响。预计未来的经营状况将随着电商行业的复苏而恢复。

标的公司的 P2P 理财推广业务已于 2019 年全部停止，该影响因素未来不会继续影响标的公司的营业收入。随着近年来各大电商平台优惠券的普及，标的公司优惠模式导购收入占导购服务总收入增长趋势趋缓，未来标的公司营业收入继续受优惠券模式的影响较小。

因此，未来标的公司将通过持续增强整合营销能力、拓展导购服务覆盖领域及开发创新产品和服务等措施，保持营业收入增长具有合理性。

##### 5、标的公司未来收入预测依据

未来六年的收入预测中，被评估单位预计营业收入复合增长率在 12.6% 左右，历史收入下降系收缩了 P2P 理财推广业务规模。剔除 P2P 理财推广收入后，被评估单位营业收入相对稳定，2018 年营业收入较 2017 年下降较多，主要是由于被评估单位来源于优惠券模式的导购收入规模不断上升。优惠券导购工具下，由于被评估单位不再给予用户额外补贴，因此被评估单位营业收入、营业成本同时降低。剔除优惠券导购工具的影响，标的公司营业收入保持增长。

未来企业将优势资源集中在电商导购领域，凭借行业口碑和用户知名度，整合营销持续发力，预计未来收入得到提升具有合理性。

根据商务部《中国电子商务报告 2019》，2011-2019 年我国电子商务交易额持续增长，网上零售额在 2017、2018 年及 2019 年同比增长均在 20% 以上。根据艾瑞咨询的数据，2015-2019 年中国网络广告市场规模增长率超过 20%，在线导购行业未来两年营业收入规模年均增长率超过 15%。

同行业上市公司值得买（300785.SZ）2017 年-2019 年营业总收入复合增长率为 34.31%，未来三年营业总收入增长率预计均在 22% 以上，复合增长率 24.30%。而被评估单位作为行业头部企业，在导购行业经营多年，在运营经验、技术能力、用户规模、品牌知名度和市场规模等方面保持了较强的竞争优势，预计未来营业收入复合增长率 12.6% 左右，仍低于行业增长率，管理层对营业收入的预测相对合理。

值得买（300785.SZ）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万)	367.00	507.59	662.03	851.45	1,072.10	1,315.55
增长率	82.44%	38.31%	30.43%	28.61%	25.91%	22.71%

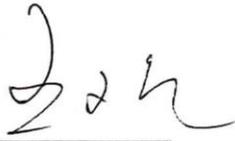
结合上述的分析计算过程，标的公司营业收入增长的预测具备合理性

#### 四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：（1）评估师对标的公司盈利预测进行了必要的调查、分析、判断，就盈利预测的合理性与标的公司管理层多次讨论，标的公司对盈利预测进一步修正、完善后，评估师认为目前的盈利预测是具有合理性的，故评估师采信了标的公司盈利预测的相关数据，符合评估准则要求；（2）标的公司 2020 年 1-10 月未经审计营业收入完成比例 62.16%，净利润完成比例 69.49%，在疫情

影响逐渐消退，电商传统旺季到来以及各项发展举措继续推进的情况下，预计业绩承诺基本能够实现。（3）本次用户留存率采用历史平均值进行预测，已经考虑了报告期内留存率情况，人均单日使用次数与订单数无直接关系，新增注册账户数下降系小程序中的新增用户未体现在注册账户数据中，标的公司营业收入不断下降主要系受 P2P 推广业务停止及优惠券导购收入占比增长影响，剔除相关因素后标的公司营收保持增长，考虑到标的公司 APP 端导购转化率保持了较高水平，2020 年 1-6 月老用户占比较高，人均订单数较上年有所增长，小程序平台庞大流量的业务机会，优惠券占导购收入比例的增长趋势趋缓，对营业收入后续影响较小，并比较行业增长速度及同行业可以公司营业收入增长情况，未来预测期营业收入增长具有合理性和谨慎性，评估预测依据较为充分。

（本页无正文，系《上海东洲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（202809号）〉的回复》之盖章页）

法定代表人：   
王小敏

经办资产评估师：   
杨黎鸣

  
冯赛平

上海东洲资产评估有限公司  
  
2020年12月9日