

**北京卓信大华资产评估有限公司对深圳证券交易所  
《关于对广东天龙油墨集团股份有限公司的重组问询函》  
相关问题的回复**

**深圳证券交易所创业板公司管理部：**

广东天龙油墨集团股份有限公司(以下简称“天龙集团”、“上市公司”)于2020年3月31日披露了《广东天龙油墨集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》(以下简称“重组报告书(草案)”),并于2020年4月13日收到贵部下发的《关于对广东天龙油墨集团股份有限公司的重组问询函》(创业板许可类重组问询函[2020]第12号),我公司就本问询函所涉问题,组织项目组进行了认真的理解和研究并做如下回复:

**问题一：**

你公司2018年度亏损90,574.41万元,请补充说明是否存在重大资产重组前发生业绩“变脸”的情形,如是,请中介机构根据证监会《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》的规定就相关事项进行核查并发表明确意见。

**回复：**

一、《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》的相关规定

2016年6月24日,中国证监会发布了《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》的相关规定:

“问：上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形，对中介机构有哪些要求？”

答：上市公司重大资产重组前一会计年度发生业绩“变脸”、净利润下降 50%以上(含由盈转亏)，或本次重组拟置出资产超过现有资产 50%的，为避免相关方通过本次重组逃避有关义务、责任，独立财务顾问、律师、会计师和评估师应当勤勉尽责，对上市公司(包括但不限于)以下事项进行专项核查并发表明确意见：

1.上市后的承诺履行情况，是否存在不规范承诺、承诺未履行或未履行完毕的情形。

2.最近三年的规范运作情况，是否存在违规资金占用、违规对外担保等情形，上市公司及其控股股东、实际控制人、现任董事、监事、高级管理人员是否曾受到行政处罚、刑事处罚，是否曾被交易所采取监管措施、纪律处分或者被我会派出机构采取行政监管措施，是否有正被司法机关立案侦查、被我会立案调查或者被其他有权部门调查等情形。

3.最近三年的业绩真实性和会计处理合规性，是否存在虚假交易、虚构利润，是否存在关联方利益输送，是否存在调节会计利润以符合或规避监管要求的情形，相关会计处理是否符合企业会计准则规定，是否存在滥用会计政策、会计差错更正或会计估计变更等对上市公司进行“大洗澡”的情形，尤其关注应收账款、存货、商誉大幅计提减值准备的情形等。

4.拟置出资产的评估(估值)作价情况(如有)，相关评估(估值)方法、评估(估值)假设、评估(估值)参数预测是否合理，是否符合资产实际经营情况，是否履行必要的决策程序等。

上市公司应当在公布重组草案的同时，披露上述专项核查意见。”

综上，根据《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》相关规定，在上市公司重大资产重组前一会计年度发生业绩“变脸”、净利润下降 50% 以上(含由盈转亏)，或本次重组拟置出资产超过现有资产 50% 时，中介机构应当在公布重组草案的同时，披露相关专项核查意见。

## 二、天龙集团本次交易不构成重大资产重组，本次交易亦不存在拟置出资产超过现有资产 50% 的情形

根据上市公司 2018 年度经审计的财务数据、北京睿道网络科技有限公司(以下简称“睿道科技”)2018 年度经审计的财务数据以及本次交易 100% 股权的交易价格，相关财务比例计算如下：

单位：万元

2018 年末/ 2018 年度	上市公司	睿道科技	占比	是否构成重大资产重组
资产总额	251,449.90	54,726.48	21.76%	否
资产净额	98,495.76	43,600.00	44.27%	否
营业收入	796,770.98	263,073.43	33.02%	否

由上表可知，根据《重组管理办法》的规定，本次交易不构成重大资产重组。同时，本次交易亦不存在拟置出资产超过现有资产 50% 的情形。

三、你公司 2018 年度亏损 90,574.41 万元，请补充说明是否存在重大资产重组前发生业绩“变脸”的情形，如是，请中介机构根据证监会《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》的规定就相关事项进行核查并发表明确意见。

根据证监会 2016 年 6 月 24 日发布的《关于上市公司重大资产重

组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》，在上市公司资产交易构成重大资产重组或在拟置出资产超过现有资产 50% 的情形时，中介机构应当在公布重组草案的同时，披露相关专项核查意见。

根据上市公司 2018 年度经审计的财务数据、睿道科技 2018 年度经审计的财务数据、本次交易 100% 股权的交易价格及《重组管理办法》的规定，本次交易不构成重大资产重组。同时，本次交易方案亦不存在拟置出资产超过现有资产 50% 的情形。

综上，因本次交易不构成重大资产重组且本次交易方案亦不存在拟置出资产超过现有资产 50% 的情形，不属于《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》规定的中介机构应当在公布重组草案的同时披露相关专项核查意见的情形。

#### 问题七：

你对交易标的的评估以收益法评估结果作为最终评估结论，在收益法评估过程中，交易标的预测 2021 年至 2024 年营业收入每年均有所增长，毛利率保持稳定。请补充说明：(1)对 2020 年的预测是否已考虑疫情的影响，如否，请说明原因及合理性；(2)结合公司所处行业发展情况、主要媒体渠道发展情况、公司战略等，进一步说明评估收入增幅以及毛利率保持稳定的合理性，评估过程与你公司在草案中对行业发展情况的描述是否存在矛盾。请评估师进行核查并发表明确意见。

#### 回复：

一、对 2020 年的预测是否已考虑疫情的影响，如否，请说明原因及合理性。

## **(一)疫情对互联网营销行业发展的影响**

新型冠状病毒肺炎疫情于 2020 年 1 月在全国爆发以来，全国各省、市相继启动了重大突发公共卫生事件一级响应，对肺炎疫情的防控工作正在全国范围内持续进行。疫情将对我国互联网营销行业带来一定影响，但风险与机遇并存：一方面，疫情将冲击正常经济运行和发展，影响消费者收入和企业盈利水平，进而在一定程度上影响广告主的广告投放预算，导致广告主投放需求下降；另一方面，抗击疫情采用的隔离或封闭防疫手段，可能促进消费者泛娱乐需求增加，移动互联网媒体平台流量爆发，互联网营销行业的需求增加。根据 QuestMobile 于 2020 年 2 月发布的《2020 年中国移动互联网“战疫”专题报告》，疫情爆发期间，用户使用互联网的时长持续增加，人均单日总使用时长比平日增长 20.75%。短视频行业、移动社交行业、新闻资讯行业、在线教育行业、搜索下载与浏览器行业 APP 使用时长均呈现增长态势。由于我国疫情得到初步控制，2020 年春节以来，各行各业复工复产率持续提升，预计互联网营销广告需求将逐步回升至正常水平。

## **(二)疫情对睿道科技经营的影响**

从短期来看，疫情可能在一定程度上影响客户的广告投放预算，进而影响睿道科技 2020 年的经营状况。具体影响程度将取决于短期疫情防控的情况、持续时间以及各项调控政策的实施。

从长期角度来看，互联网营销行业相较其他传统行业受疫情影响的程度相对较小，疫情期间在线教育行业和游戏等行业客户，追加广告投放预算。顺应移动互联网流量爆发，信息流广告和短视频蓬勃发展的趋势，睿道科技凭借丰富的客户资源、较强的综合服务能力、较好的效果优化能力、短视频行业的战略布局，持续与头部媒体平台保

持密切合作。因此，从长期来看，睿道科技的发展趋势较好。

### **(三)2020 年预测已考虑疫情的影响**

疫情为 2020 年初偶发的不可控因素，我们分析了疫情对互联网营销行业、对睿道科技经营的长短期影响，综合春节后疫情防控情况、复工复产进度、各项调控政策与部分客户可能压缩广告投放预算的情况，考虑疫情未来可能的冲击，本次评估收入预测已考虑疫情可能对睿道科技经营造成的影响，最终预测 2020 年营业收入增长率为 -5.53%。

二、结合公司所处行业发展情况、主要媒体渠道发展情况、公司战略等，进一步说明评估收入增幅以及毛利率保持稳定的合理性，评估过程与你公司在草案中对行业发展情况的描述是否存在矛盾。请评估师进行核查并发表明确意见。

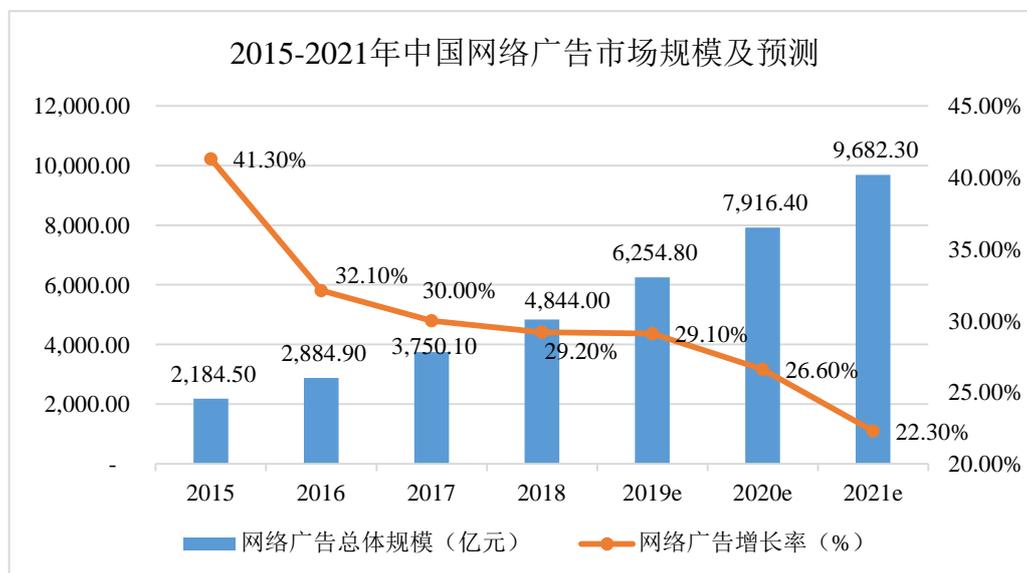
睿道科技属于移动互联网广告营销行业，专注于为客户提供移动互联网精准营销服务，包括创意制作、精准投放、效果优化等移动互联网精准营销服务与移动互联网广告投放代理服务。公司报告期的主要媒体为字节跳动(今日头条)和腾讯，侧重于移动互联网广告中的信息流广告业务。睿道科技基于对行业的深刻理解和丰富的移动互联网广告投放经验，形成了效果优化优势、短视频布局优势、媒体资源优势和客户资源优势。本次评估收入增幅以及毛利率保持稳定的合理性分析如下：

#### **(一)行业发展情况**

##### **1、互联网营销行业的发展情况**

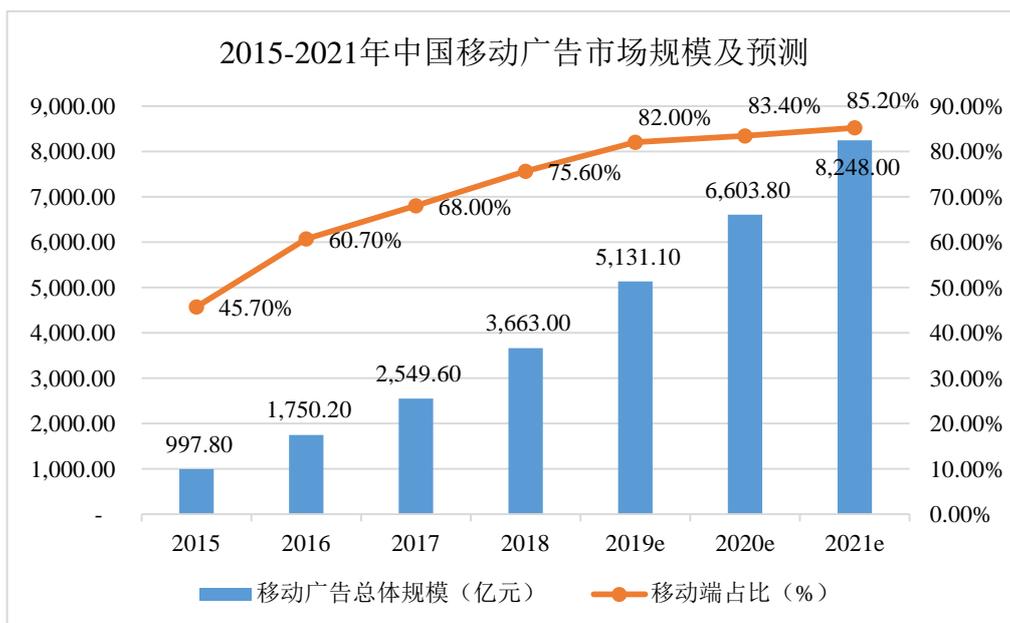
得益于互联网网民增加、用户消费习惯改变及互联网营销的高效性，中国互联网营销行业发展迅速。根据艾瑞咨询 2019 年 6 月发布的《中国网络广告市场年度监测报告》，中国网络广告行业的市场规

模已从 2015 年的 2,184.50 亿元增长至 2018 年的 4,844.00 亿元。从绝对值来看，中国网络广告产业生命力依然旺盛，预计在 2021 年市场规模将达到近万亿。



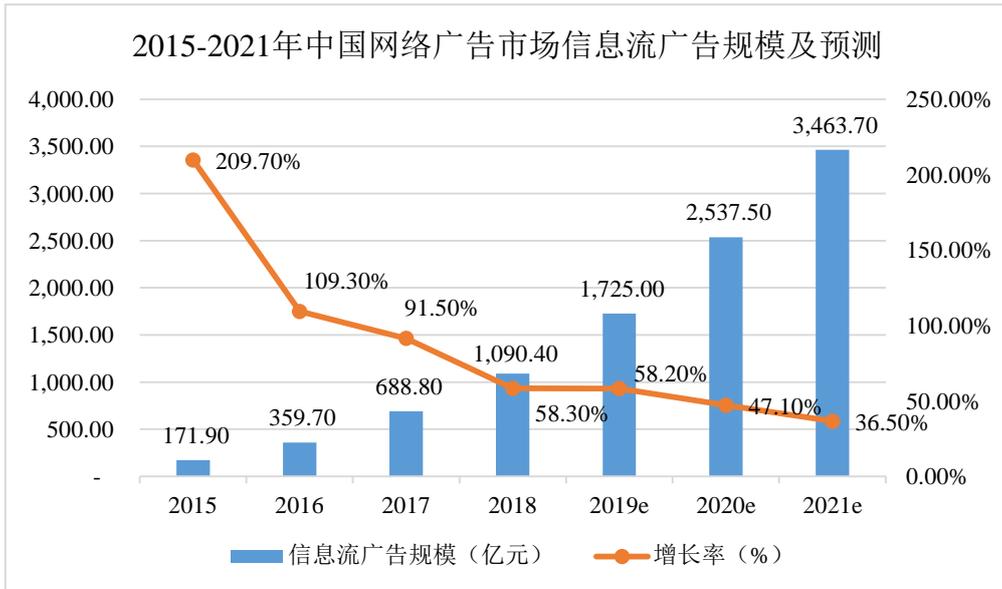
来源：艾瑞咨询

随着移动互联网技术不断发展、移动互联网基础设施快速普及、网络带宽不断提升以及智能手机等互联网移动终端的不断普及，我国移动互联网行业在近几年呈现了爆发式增长，大量互联网用户从 PC 端向移动端转移，移动互联网广告市场增速可观。2018 年移动互联网广告市场规模达到 3,663.00 亿元，移动互联网广告的整体市场增速远远高于网络广告市场增速。预计到 2021 年，中国移动互联网广告市场规模将超过 8,248.00 亿元，移动互联网广告在互联网广告市场的渗透率将达到 85.20%。



来源：艾瑞咨询

移动互联网营销市场发展渐趋成熟，互联网营销逐渐向内容化、原生化、跨屏化、数据化方向发展。随着搜索媒体增速放缓，以信息流广告为代表的移动互联网媒体成为市场新兴增长点。基于大数据算法推荐的信息流广告，突破了传统广告位的空间限制，其原生的展现形式、精准的用户触达提升了广告转化效率，更有助于广告主的品牌传播。2018年信息流广告市场规模达到1,090.40亿元，预计2020年将超过2,500.00亿。从增速来看，信息流广告2016年、2017年、2018年增速分别为109.30%、91.50%、58.30%，预计到2020年仍将保持45%以上的增长率，整体增速有所放缓，信息流广告对于网络广告的推动作用仍旧十分明显。



来源：艾瑞咨询

综上，根据艾瑞咨询 2019 年 6 月发布的《中国网络广告市场年度监测报告》，行业市场规模历史增长率与预测增长率如下：

增长率	2017 年	2018 年	2019 年 e	2020 年 e	2021 年 e
中国网络广告市场规模	30.00%	29.20%	29.10%	26.60%	22.30%
中国移动网络广告市场规模	45.67%	43.67%	40.08%	28.70%	24.90%
信息流广告规模	91.50%	58.30%	58.20%	47.10%	36.50%

依据该预测数据，睿道科技所处于的互联网营销行业信息流广告市场规模在未来几年内仍将呈现快速增长的趋势。

## 2、同行业可比上市公司情况

### (1)营业收入情况

综合考虑同行业上市公司主营业务、媒体资源相似度等情况，我们选取了利欧股份、佳云科技、科达股份作为互联网营销行业的可比上市公司。同行业可比上市公司历史数据指标如下：

单位：万元

公司名称	2017年度	2018年度	收入增长率
科达股份	946,976.80	1,420,949.89	50.05%

公司名称	2017年度	2018年度	收入增长率
利欧股份	1,057,263.07	1,225,003.86	15.87%
佳云科技	270,612.47	561,019.65	107.31%
可比公司收入行业平均值	-	-	57.74%
睿道科技	68,799.69	263,073.43	282.38%

由上表可知，上述从事互联网营销的上市公司历史期营业收入保持了较高的增长速度，睿道科技的收入增长情况与行业的增长趋势基本一致。

## (2)毛利率情况

报告期内，睿道科技与同行业可比上市公司按行业披露的毛利率情况如下：

公司名称	业务类型	2017年	2018年	2019年1-9月
科达股份	互联网服务	12.44%	9.64%	5.51%
利欧股份	媒介代理和数字营销服务	13.01%	8.58%	8.99%
佳云科技	互联网营销	13.42%	4.40%	4.47%
行业平均毛利率	-	12.96%	7.54%	6.32%
睿道科技	移动互联网营销	6.60%	5.51%	3.86%

数据来源：科达股份、利欧股份和佳云科技定期报告与问询函回复

由上表可知，2017年、2018年、2019年1-9月的同行业可比上市公司互联网营销板块平均毛利率分别为12.96%、7.54%和6.32%，同期睿道科技的毛利率分别为6.60%、5.51%和3.86%，略低于同行业可比上市公司的毛利率。同行业可比公司毛利率逐年下降，睿道科技的综合毛利率变化趋势与同行业可比公司毛利率变化趋势一致。

睿道科技的毛利率低于同行业可比上市公司互联网营销板块毛

利率，差异具体原因如下：①上市公司业务类型繁多，子公司业务互补、资源协同效应明显，各家子公司由于细分业务、业务发展侧重点的不同，综合毛利率差异较大；②各家可比上市公司媒体资源结构差异较大。科达股份除布局字节跳动、腾讯等头部媒体之外，同时深入布局电商媒体平台、手机厂商媒体平台，通过广告投放的规模优势获取更高的媒体返点；利欧股份更侧重于搜索类、导航类、门户类广告资源；佳云科技侧重于搜索类与厂商媒体平台布局。在各媒体平台的广告投放规模与返点政策差异，导致睿道科技的毛利率较可比上市公司毛利率偏低；③上市公司资金实力较强，更容易发挥广告投放的规模效应，获得更高的媒体返点，相应的毛利率也较高。

综上，同行业可比上市公司因业务类型差异、媒体资源差异和资金实力差异使得同行业可比公司间毛利率水平不尽相同，睿道科技与同行业可比公司亦存在差异，睿道科技的毛利率情况是其业务类型、媒体结构和业务发展侧重点的体现，睿道科技的毛利率水平是合理的。

## (二)主要媒体渠道发展情况

### 1、媒体平台收入增长情况

睿道科技历史期的主要媒体为字节跳动和腾讯，侧重于移动互联网广告中的信息流广告业务。经查阅相关公开资料，字节跳动和腾讯2017年至2019年度历史营业增长率，以及2020年预测收入增长率如下：

媒体平台	2017年	2018年	2019年	2020年e
腾讯网络广告	49.94%	43.62%	17.73%	-
字节跳动	150.00%	233.33%	140.00%	66.67%

数据来源：字节跳动,中信证券《字节跳动：离千亿美元估值还有多远》及兴业证券《互联网广告向核心媒体集中，广告中间商尽享变革红利》，数据未经审计；腾讯(HK:0700),定期报告。

如上表所示，2017年至2019年字节跳动与腾讯广告业务收入规

模均实现了较大幅度增长。

字节跳动自 2016 年第二届头条号创作者大会上提出“All in 短视频”战略，基于今日头条资讯类 APP 的用户基础，在短视频领域打造了“抖音+火山小视频+西瓜视频”的产品矩阵，字节跳动逐渐形成了“资讯分发+内容社区+短视频”的核心业务布局，占领了移动互联网端的各主要细分市场，使得字节跳动系 APP 的使用时长从 2017 年 6 月的 3.90% 上升至 2019 年 9 月的 12.50%，超过了百度系、阿里系、新浪系，仅次于腾讯系位列第二。踩准短视频行业流量崛起的风口，字节跳动的广告收入实现爆发式增长，公开资料显示，字节跳动系广告业务收入由 2017 年的 150 亿元人民币增加至 2019 年的 1,200 亿元人民币，年均复合增长率高达 182.84%；2017 年至 2019 年腾讯的广告收入亦实现较大幅度增长，由 2017 年的 404.39 亿元人民币增加至 2019 年的 683.77 亿元人民币，年均复合增长率达 30.03%。

从上表可以看出，腾讯由于其本身体量较大，历史年度收入增长率接近行业平均水平。字节跳动作为目前移动互联网媒体中上升势头较强的头部媒体，历年来收入增长率均大幅度超过行业平均收入增长率水平，预计未来仍然会获得比行业平均水平更快的增长，但由于体量不断扩大，未来增长速度亦会下降，直到与行业水平趋近。

## 2、睿道科技按媒体平台区分的毛利率情况

按媒体平台区分的毛利率历史参数如下：

媒体	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
字节跳动	3.77%	6.08%	5.66%
腾讯	10.72%	3.25%	-2.55%
搜狐	14.33%	17.00%	8.31%
其他媒体	8.78%	7.96%	2.96%

报告期内，睿道科技的综合毛利率分别为 6.60%、5.51% 与 3.86%，毛利率小幅下降。2018 年综合毛利率较 2017 年下降 1.09 个百分点，主要系公司顺应行业变化趋势将运营资源逐渐集中于字节跳动、腾讯等头部媒体，在毛利率相对较高的其他媒体投放减少所致。2019 年 1-9 月综合毛利率较 2018 年度下降 1.65 个百分点，主要系部分媒体未收到第四季度以及年度返点、腾讯平台广告投放的负毛利影响所致。在各媒体平台上，直接客户的毛利率通常高于渠道客户的毛利率。

报告期内，睿道科技在字节跳动平台上的毛利率分别为 3.77%、6.08% 和 5.66%，2018 年度毛利率较 2017 年度毛利率增长 2.31 个百分点，主要是因为公司经营规模不断扩大，在字节跳动平台上广告投放量迅速增加，降低了对部分客户的返点比率。2019 年 1-9 月的毛利率较 2018 年小幅下降，主要是因为公司依据市场竞争情况，提升了对部分客户的返点比率。

报告期内，睿道科技在腾讯平台上的毛利率分别为 10.72%、3.25% 与 -2.55%，毛利率呈下降趋势且 2019 年 1-9 月毛利率为负数，主要系睿道科技与腾讯合作模式发生变化所致。自 2017 年开始，睿道科技成为腾讯的广告代理商，直接与腾讯开展业务合作。近年来由于竞争态势不断变化，睿道科技给予客户的返点比率略有提升，导致毛利率不断降低。2019 年 1-9 月，公司基于自身战略选择和竞争优势，结合头部媒体平台间的战略定位及返利政策，于 2019 年下半年逐步减少了直接与腾讯合作的业务规模。根据腾讯的返点政策和睿道科技与腾讯签署的合作协议，在睿道科技与腾讯直接发生业务规模未能达到相应指标时，睿道科技将不能获取腾讯年度返点，由于前期给予客户的返点已经付出，在未能获得腾讯年度返点的情况下，睿道科技在腾讯的广告投放将呈亏损状态，使得 2019 年 1-9 月公司移动互联网广

告投放代理业务毛利率进一步下降。

### (三)公司未来发展战略

睿道科技将依托上市公司良好的品牌效应，不断加强自身运营服务优势和短视频布局优势，提升服务质量，进一步加深与头部优质媒体的合作关系，随着合作的继续深入，业务量持续上升，双方的合作关系将更加紧密。同时，公司将依据行业发展情况拓展新兴媒体渠道，增加自身媒体投放策略的灵活性，减少潜在经营风险。针对媒体合作平台，公司具体的未来发展战略如下：

1、睿道科技将进一步加强与字节跳动的合作，充分发挥短视频布局优势。睿道科技顺应短视频行业发展潮流，组建了专业的摄制团队，搭建了丰富多样的自有拍摄场景，为与字节跳动的紧密的合作奠定了基础。自2020年1月新型冠状病毒疫情爆发以来，短视频平台的日活跃用户规模、日均用户时长均创历史新高，预计未来字节跳动将会保持高速的业务增长，睿道科技将继续保持与字节跳动紧密的合作关系。

2、未来睿道科技将实时调整与腾讯的合作模式。自2017年开始，睿道科技成为腾讯的广告代理商，直接与腾讯开展业务合作。睿道科技基于自身战略选择和竞争优势，结合头部媒体平台间的战略定位及竞争态势，2019年下半年逐步减少了直接与腾讯合作的业务规模，公司与腾讯的业务合作主要通过腾讯的其他直接代理商进行，以满足广告主的广告投放需求。未来睿道科技将以提升股东回报和增厚公司收益为前提，根据自身战略选择、竞争优势、客户市场变化、媒体竞争格局变化、媒体返点政策的变化及移动互联网精准营销新情况实时调整与腾讯的具体业务合作方式。

#### (四)未来年度收入和毛利率预测参数的合理性

本次评估对未来年度收入和毛利率预测参数选取情况如下：

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入	276,836.05	329,252.07	393,557.57	438,964.99	468,954.38
营业成本	263,222.13	313,536.03	375,344.63	418,739.74	447,425.34
毛利率	4.92%	4.77%	4.63%	4.61%	4.59%
增长率	-5.53%	18.93%	19.53%	11.54%	6.83%

睿道科技未来年度营业收入预测除 2020 年，其他年度呈上升趋势，增速逐渐变缓；毛利率预测呈小幅下降趋势，与行业的整体趋势相符。

##### 1、收入预测的合理性

按媒体平台区分的营业收入预测参数如下：

单位：万元

媒体收入	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
字节跳动	248,900.52	299,313.56	361,316.95	404,952.65	433,967.60
腾讯	16,332.25	18,335.24	20,637.34	22,409.06	23,383.50
搜狐	481.35	481.35	481.35	481.35	481.35
其他媒体	11,121.92	11,121.92	11,121.92	11,121.92	11,121.92
合计	276,836.05	329,252.07	393,557.57	438,964.99	468,954.38

按媒体平台区分的营业收入增长率参数选取如下：

媒体	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
字节跳动	10.67%	20.25%	20.72%	12.08%	7.17%
腾讯	-70.68%	12.26%	12.56%	8.59%	4.35%
搜狐	-60.38%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他媒体	-0.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

睿道科技在依托运营优化能力、短视频布局优势及较强的综合服务能力，在合理的资金投入和毛利水平下尽可能对头部媒体聚焦投入

的战略下，未来将继续保持与字节跳动紧密的合作关系，逐步将 2019 年度出现亏损的腾讯广告投放业务，由直接代理转型为渠道投放(即通过腾讯的其他直接代理商进行广告投放)。未来公司将以提升股东回报和增厚公司收益为前提，根据自身战略选择、竞争优势、客户市场变化、媒体竞争格局变化、媒体返点政策的变化及移动互联网精准营销新情况实时调整与腾讯的具体业务合作方式。

睿道科技聚焦头部媒体的同时，将依据行业发展情况拓展新兴媒体渠道，增加自身媒体投放策略的灵活性，因此公司营业收入增长率达到字节跳动 2020 年预测收入增长率的 50%-60% 的增长幅度是合理的。参考前述主要媒体与行业增长幅度，即公司不考虑特殊因素，2020 年在字节跳动广告代理收入增长幅度应当在 25%-30% 之间，2021 年、2022 年增长幅度应当在 20%-25% 之间，2023 年、2024 年收入增长幅度将小幅下降趋于稳定。

新型冠状病毒感染的肺炎疫情于 2020 年 1 月在全国爆发以来，在一定程度上影响客户的广告投放预算，从行业来看，仅游戏行业、在线教育类客户出现追加投放，其他客户均压缩投放预算。在充分考虑疫情影响的基础上，最终 2020 年度字节跳动广告代理收入增长幅度参数为 10.67%，也是合理的。

综上，在充分考虑行业发展、主要媒体渠道发展趋势与公司战略的情况下，我们认为，睿道科技预测期的收入增长率是合理的。

## 2、毛利率预测的合理性

按媒体平台区分的毛利率预测参数如下：

媒体	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
字节跳动	4.88%	4.74%	4.60%	4.59%	4.58%
腾讯	3.39%	3.32%	3.26%	3.25%	3.25%
搜狐	7.43%	7.43%	7.43%	7.43%	7.43%

媒体	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
其他媒体	7.84%	7.84%	7.84%	7.84%	7.84%

历史期内，同行业可比公司毛利率逐年下降，睿道科技的综合毛利率变化趋势与同行业可比公司毛利率变化趋势一致。未来预测期内，睿道科技的毛利率呈小幅下降趋势并趋于稳定。

从上游媒体情况来看，随着媒体自身的发展及市场覆盖率提升，话语权的增加，逐步提升对服务商要求，降低互联网营销服务商返点率，逐步进入自身收益期，互联网营销服务商毛利水平下降幅度较大。2019年以来，主流媒体如字节跳动等媒体相继出台了相关政策，希望各代理商突出客户服务能力，而非通过价格战抢夺客户资源，打造公平的市场环境，逐步形成良好的市场秩序，预计未来行业平均毛利水平将趋于稳定。

从下游广告主的情况来看，广告主趋于理性，受宏观经济环境影响，广告主对于成本的控制要求较高，所以对服务商价格诉求会相对较高。同时广告主在前几年尝试新媒体投放时，采购体系未形成严格媒体比价政策，随着各大移动新媒体营销体量的增加及营销经验丰富，价格体系更加透明化，广告主开始提升价格及服务诉求，要求互联网营销服务商更多让利并利用互联网营销服务商之间的竞争关系获得更多合同收益，进一步压缩了互联网营销服务商利润空间，毛利水平呈现下降趋势。

从同业竞争者的情况来看，2016-2017年间，同业竞争者提供相同的产品，用户转换成本低，市场竞争主流为价格竞争。2018年以来，随着市场价格体系的逐渐透明，市场平均毛利水平已处于较低水平，竞争重心逐步转移至服务上来，价格战已不再成为主流竞争手段，市场新进入者与退出者逐渐形成平衡，市场平均毛利水平趋于稳定。

互联网营销行业经过近几年的发展，购买者、供应商、同业竞争者以及潜在竞争者的影响力已趋于平衡，市场价格水平已趋向透明化，毛利水平下降空间不大，未来行业平均毛利水平将趋于稳定。

未来公司将顺应市场竞争趋势，大力提高服务水平，加大视频团队的建设，不断提升公司的竞争力。公司将继续保持与字节跳动紧密的合作关系，逐步将 2019 年度出现亏损的腾讯广告投放业务，由直接代理转型为渠道投放(即通过腾讯的其他直接代理商进行广告投放)。睿道科技聚焦头部媒体的同时，将依据行业发展情况拓展新兴媒体渠道，增加自身媒体投放策略的灵活性。睿道科技未来年度的主要收入来源字节跳动和腾讯的广告投放收入，预计字节跳动和腾讯未来年度的毛利率会出现小幅下降后趋于稳定，符合行业发展的整体趋势。搜狐和其他媒体业务与头部媒体业务相比，具有毛利率高，体量小的特点，预计未来年度毛利率将保持稳定。

综上，虽然历史期内同行业可比公司毛利率下降幅度较大，但基于未来媒体对代理商客户服务能力的要求、同行业充分竞争的发展状况、睿道科技发展战略，未来预测期内，睿道科技的毛利率呈小幅下降趋势并趋于稳定。在充分考虑行业发展、主要媒体渠道发展趋势与公司战略的情况下，我们认为，睿道科技预测期的毛利率是合理的。

经核查，评估师认为：睿道科技 2020 年的预测考虑了疫情的影响；睿道科技评估收入增幅以及毛利率的预测合理，评估过程与草案中对行业发展情况的描述不存在矛盾。

北京卓信大华资产评估有限公司

2020 年 04 月 21 日