

共壹册 第壹册

桂林莱茵生物科技股份有限公司拟收购
广州涅生网络科技有限公司 100%股权项目

资产评估说明

中同华评报字（2015）第 932 号



北京中同华资产评估有限公司
China Alliance Appraisal Co., Ltd.

报告日期：2015 年 12 月 9 日

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 中海地产广场西塔 3 层

邮编：100077 电话：010-68090001 传真：010-68090099

资产评估说明目录

第一部分	评估说明使用范围声明.....	1
第二部分	关于进行资产评估有关事项的说明.....	2
第三部分	评估对象与评估范围说明.....	3
第四部分	资产核实情况总体说明.....	6
第五部分	收益法评估技术说明.....	9
第六部分	市场法评估技术说明.....	88
第七部分	评估结论及分析.....	103
附件一：	关于进行资产评估有关事项的说明.....	106

第一部分 评估说明使用范围声明

本评估说明供相关监管机构和部门使用。除法律法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

二〇一五年十二月九日

第二部分 关于进行资产评估有关事项的说明

（由委托方与广州涅生网络科技有限公司提供，原件附后）

第三部分 评估对象与评估范围说明

一、评估对象与评估范围内容

本次资产评估对象为广州涅生网络科技有限公司（以下简称为“涅生网络”）的股东全部权益价值，涉及的范围为涅生网络申报的于评估基准日经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）专项审计后的资产和负债，具体资产类型和审计后账面价值（母公司单体报表）见下表：

金额单位：人民币元

科目名称	账面价值（单体）
一、流动资产合计	36,568,831.09
货币资金	1,365,127.01
应收账款	4,185,691.43
其他应收款	2,466,203.58
存货	257,073.07
其它流动资产	28,294,736.00
二、非流动资产合计	3,112,042.71
长期股权投资	2,981,256.20
固定资产	130,786.51
其中：设备类	130,786.51
三、资产总计	39,680,873.80
四、流动负债合计	5,530,341.40
应付账款	738,636.74
应付职工薪酬	563,390.51
应交税费	3,773,733.16
其它应付款	454,580.99
五、非流动负债合计	-
六、负债合计	5,530,341.40
七、净资产	34,150,532.40

1. 委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致，并经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）专项审计，出具了瑞华专审字[2015]4502004号无保留意见审计报告。

2. 截止评估基准日，涅生网络拥有一家全资子公司，为广州闪光网络科技有限公司（以下简称“闪光网络”），闪光网络的基本情况如下：

公司名称	广州闪光网络科技有限公司
地址	广州市天河区天寿路沾益直街电务综合楼三楼 352A 房
营业执照注册号	440104000166580

法定代表人	李先桃
注册资本	200 万元整
实收资本	200 万元整
公司类型	有限责任公司（法人独资）
经营范围	软件开发;网络技术的研究、开发；计算机技术开发、技术服务；广告业；企业管理咨询服务；企业形象策划服务；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；商品零售贸易（许可审批类商品除外）。
成立日期	2010 年 10 月 26 日
营业期限	2010 年 10 月 26 日至长期
注册登记部门	广州市工商行政管理局天河分局

涅生网络于 2015 年 7 月收购了闪光网络 100% 股权。因公司从经营战略上考虑，主打“涅生”品牌，闪光网络的经营业务从 2014 年下半年开始向涅生网络转移，从 2015 年 9 月，所有的业务已全部转移至涅生网络。

二、实物资产分布情况及特点

公司属于电子商务服务行业，无重大的实物资产。其主要实物资产为办公电子设备和自营销售而采购的少量 ReFa 美容产品-存货。其中：

办公电子设备：包括电脑、服务器及易管软件等，主要位于广州办公场所及物流仓库等。使用情况正常。

存货：为自营销售的 ReFa 美容产品，类似于美容的按摩滚轮、瘦身美容仪器等产品，存放于广州办公场所。

三、企业申报的账面记录或者未记录的无形资产情况

企业帐面未记录的无形资产状况如下：

（1）软件著作权：

涅生网络现持有中华人民共和国国家版权局颁发的计算机软件著作权登记证书，证书号：软著登字第 0567733 号，软件名称：涅生电子商务 ERP 运营支撑软件 V1.0，登记号：2013SR061971，开发完成日期：2013 年 04 月 01 日，权利范围：全部权利。

软件证书登记情况：

证书名称	软件产品登记证书
软件名称	涅生电子商务 ERP 运营支撑软件 V1.0

证书编号	粤 DGY-2014-1453
有效期	五年至 2019 年 9 月 29 日
发证机关	广东省经济和信息化委员会

(2) 域名

序号	域名	所属注册商	注册人(中英文)	注册邮箱	注册日期	到期日期	DNS 服务器
1	mynieshe ng.com	FOSHAN YIDONG NETWORK CO. LTD	Guang Zhou Shi Nie Sheng Wang Luo Ke Ji You Xian Gong Si 广州涅生 网络科技有限公司	wujunfan062 2@126.com	2012 年 5 月 24 日	2016 年 5 月 24 日	NS3.72DNS.CO M NS4.IDC1.CN
2	vhappybu y.com	FOSHAN YIDONG NETWORK CO. LTD	Guang Zhou Shi Nie Sheng Wang Luo Ke Ji You Xian Gong Si 广州涅生 网络科技有限公司	wujunfan062 2@126.com	2012 年 4 月 28 日	2016 年 4 月 28 日	NS3.72DNS.CO M NS4.IDC1.CN

四、企业申报的表外资产的类型、数量

企业未申报表外资产。

五、引用其他机构出具的报告的结论所涉及的资产类型、数量和账面金额（或者评估值）

本项目未引用其他机构出具的报告结论事项。

第四部分 资产核实情况总体说明

一、资产核实人员组织、实施时间和过程

接受评估委托后，评估人员首先向被评估单位提供了评估明细表、填表说明、资料清单等电子文档，要求被评估单位进行资产申报和资料准备；然后成立了以现场项目负责人为主的核实小组，根据制定的现场核实计划，分收益法、市场法、长期股权投资、设备、其他资产和负债等小组分别进行核查。评估组核实工作期间为2015年10月8日至2015年12月8日。核实过程分三个阶段进行，第一阶段对评估申报明细表进行初步审核，了解委托评估资产的概况；第二阶段进行现场核实盘点工作，对申报表中与实际不符项目经被评估单位确认后修正完善；第三阶段编写核实情况说明。现将核实方法说明如下：

（一）流动资产核实情况

主要对企业的实物性流动资产（主要为存货）、非实物性流动资产进行了核实。

1. 实物性流动资产的核实主要为存货，公司的存货为待售的自营商品。

评估人员首先向企业调查存货的核算方法，通过抽查会计凭证对存货账面值的构成内容进行核实，然后会同企业管理人员依据运营部提供的存货库存表、销售记录及申报明细表进行抽盘，并根据评估基准日至盘点日的出入库情况进行调整，验证评估基准日存货实有数量。

2. 非实物性流动资产的核实主要通过核对企业财务账的总账、各科目明细账、会计凭证，对非实物性流动资产进行了核实，并重点对现金进行盘点、对银行存款和往来款进行函证、对应收款项进行账龄分析。

（二）长期股权投资核实情况

向被评估单位收集相关的投资协议、股权转让文件，以及被投资单位的企业法人营业执照、注册登记证、公司章程、验资报告、评估基准日财务报表等资料；调查企业对长期股权投资的核算方法；与评估申报表进行核对，核实其账面价值、投资比例是否相符；对拥有控制权的长期股权投资，参照企业整体评估进行全面的资产核实。

（三）固定资产核实情况

根据被评估单位提供的资产申报明细表，被评估单位的固定资产主要是电子设备，对固定资产进行抽查核实，对于漏填和填报不实的部分，要求企业财务、设备部

门共同核对、填齐改正。现场勘查的内容主要包括：现场核对设备名称、规格型号、生产厂家及数量是否与申报表一致；了解资产权属及资产使用情况。

（四）负债核实情况

企业的负债科目包括应付账款、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款。清查中首先对大额负债进行函证，对未收到回函的负债和其他未进行函证的负债实行替代程序，主要是核对各科目总账、明细账、会计凭证是否一致，核实负债发生原因和负债的真实性及账面余额的正确性。

（五）损益类财务指标核实情况

1. 对于收入的核实，了解申报数据的准确性、收入变化趋势、以及相关业务类型的变化趋势和引起收入变化的主要因素等。

2. 成本及费用的核实和了解，根据历史数据和预测表、了解主营成本的构成项目，并区分固定成本和变动成本项目进行核实。主要了解企业各项期间费用划分的原则、固定性费用发生的规律、依据和文件、变动性费用发生的依存基础和发生规律。

3. 了解税收政策、计提依据及是否有优惠政策等。

（六）业务和经营调查

评估人员主要通过收集分析企业历史经营情况和未来经营规划以及与管理层访谈对企业的经营业务进行调查，收集了解的主要内容如下：

1. 了解企业历史年度权益资本的构成、权益资本的变化，分析权益资本变化的原因；
2. 了解企业历史年度各区域销售额及其变化，分析销售收入变化的原因；
3. 了解企业历史年度成本的构成及其变化；
4. 了解企业主要其他业务收入的构成，分析其对企业利润的贡献情况；
5. 了解企业历史年度利润情况，分析利润变化的主要原因；
6. 收集了解企业各项销售指标、财务指标，分析各项指标变动原因；
7. 了解企业未来年度的经营计划、投资计划等；
8. 了解企业的税收及其他优惠政策；
9. 收集被评估单位行业有关资料，了解行业现状、区域市场状况及未来发展趋势；
10. 了解企业的溢余资产、负债和非经营性资产、负债的内容及其资产状况。

二、影响资产核实的事项及处理方法

评估人员未发现影响资产核实的事项。

三、核实结论

核实情况表明：

1. 非实物资产，核实评估明细表和账面记录一致，申报明细表与实际情况吻合。
2. 实物资产的核实情况与核实评估明细表相互对应，账实、账表相符。
3. 关联交易情况：

武汉涅生网络科技有限公司于 2014 年 12 月 31 日与重庆博多物流有限公司签订了编号为 YB201501190016 电子商务物流服务合同，武汉涅生网络科技有限公司对重庆博多物流有限公司销售的商品提供仓储管理、订单处理、分拣包装、全国配送等物流服务。2015 年 4 月 30 日，武汉涅生网络科技有限公司、广州涅生网络科技有限公司、重庆博多物流有限公司签订了编号为 YB201506190202 的三方协议，将 YB201501190016 合同中的权利义务全部转移到广州涅生网络科技有限公司。三方同意自 2015 年 5 月 1 日起原合同项下的费用将由重庆博多物流有限公司与广州涅生网络科技有限公司进行结算。武汉涅生网络科技有限公司控制人与广州涅生网络科技有限公司控制人为兄妹关系，构成关联交易。

纳入评估范围内的其他资产及负债账账、账表、账实相符，实物资产均可继续正常使用，且产权清晰，未发现产权纠纷问题。

第五部分 收益法评估技术说明

一、广州涅生网络科技有限公司概况

(一) 公司发展历史和现状简介

广州涅生网络科技有限公司系由李先桃出资设立的有限责任公司，成立于 2012 年 5 月 15 日，取得广州市工商行政管理局天河分局核发的（穗）名预核内字【2012】第 06201205030309 号《企业名称预先核准通知书》。公司初始出资额为 10 万元，出资情况业经而翔会计师事务所（普通合伙）审验并出具穗翔验字【2012】第 1J006 号验资报告。

股东	出资额（万元）	持股比例（%）	出资方式
李先桃	10.00	100.00	货币资金

2012 年 5 月 30 日，涅生网络新增注册资本 90 万元，由原股东李先桃以货币资金缴足，增资后公司注册资本为人民币 100 万元。本次增资业经广州振和会计师事务所有限公司审验并出具广和验字【2012】A467 号验资报告。

2012 年 10 月 15 日，根据股东转让出资合同书，李先桃将持有的 5% 股份转让给自然人吴军凡，并于 2012 年 10 月 17 日完成工商登记变更。变更后，股权结构如下：

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
李先桃	95.00	95.00
吴军凡	5.00	5.00
合计	100.00	100.00

2013 年 2 月 28 日，涅生网络新增注册资本 200 万元，其中李先桃出资 190 万元，吴军凡出资 10 万元，业经广州振和会计师事务所有限公司审验并出具广和验字【2013】A293 号验资报告。增资后，股权结构如下：

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
李先桃	285.00	95.00
吴军凡	15.00	5.00
合计	300.00	100.00

2015年6月18日，涅生网络股东认缴新增注册资本200万元，2015年7月30日新增注册资本到位，增资后，股权结构如下：

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
李先桃	475.00	95.00
吴军凡	25.00	5.00
合计	500.00	100.00

（二）公司经营状况简介

1. 公司主要业务及经营模式简介

涅生网络的经营范围：研究和试验发展。具体包括：网络技术的研究、开发；广告业；企业形象策划服务；策划创意服务；摄影服务；企业管理服务（涉及许可经营项目的除外）；文化艺术咨询服务；会议及展览服务；计算机技术开发、技术服务；票务服务；商品批发贸易（许可审批类商品除外）；商品零售贸易（许可审批类商品除外）。

2. 公司财务状况及经营成果

（1）母公司口径，近两年及评估基准日的资产、财务和经营业绩如下表：

资产负债表简表（母公司口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013-12-31	2014-12-31	2015-9-30
资产总额	1,335.80	2,312.31	3,968.09
负债总额	384.03	232.45	553.04
净资产	951.77	2,079.86	3,415.05

利润表（母公司口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013年度	2014年度	2015年1-9月
营业总收入	1,007.97	2,236.63	1,999.52
营业成本	171.59	168.72	356.73
利润总额	642.34	1,739.85	1,192.60
净利润	641.72	1,737.42	1,037.07

（2）合并口径，近两年及评估基准日的资产、财务和经营业绩如下表：

资产负债表简表（合并口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013-12-31	2014-12-31	2015-9-30
资产总额	1,658.19	2,703.72	3,996.31
负债总额	368.97	318.74	582.35
净资产	1,289.22	2,384.98	3,413.96
归属于母公司所有者权益	1,289.22	2,384.98	3,413.96
少数股东权益	-	-	-

利润表（合并口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-9 月
营业总收入	1,437.88	2,367.07	2,005.19
营业总成本	504.05	663.83	830.09
利润总额	933.75	1,707.52	1,184.51
净利润	859.92	1,705.09	1,028.97
归属于母公司的净利润	859.92	1,705.09	1,028.97

以上涅生网络 2013 年、2014 年及基准日财务数据业经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）专项审计，并出具了瑞华专审字[2015]4502004 号无保留意见审计报告。

3. 主要资产概况

公司属于轻资产行业，主要的资产是非实物的流动资产。

4. 主要财务指标分析

（1）盈利能力状况分析

涅生网络近两年盈利能力状况指标及行业数据对比表

指标\年度	2013 年	2014 年	行业平均值
净资产收益率（%）	122.67	92.81	7.50
总资产报酬率（%）	104.82	78.33	5.50
营业利润率（%）	64.94	72.02	12.50
成本费用利润率（%）	186.51	258.46	3.50
资本收益率（%）	245.69	341.02	9.00

*行业数据为企业绩效评价指标中计算机服务与软件业行业的相关数据

由上表可以看出，涅生网络近年来的盈利指标显示企业的盈利能力很强，各项收益率均远高于同行业的平均值。反映企业有很强的活力能力，具备良好的发展态势。

（2）资产质量状况

涅生网络近两年资产质量状况指标及行业数据对比表

指标\年度	2013年	2014年	行业平均值
总资产周转率(次)	1.61	1.09	1.20
应收账款周转率(次)	9.32	5.53	7.50
流动资产周转率(次)	1.63	1.09	2.70

*行业数据为企业绩效评价指标中计算机服务与软件业行业的相关数据

涅生网络公司的 2015 年度 1-9 月的营业收入由于行业的特征，前三季度的营业收入与第四季度持平，导致相应指标较小，无可比性。从 2013 年、2014 年度分析，应收账款周转率有逐年下降，并低于行业平均值；总资产周转率与行业平均值相当；流动资产周转率低于行业平均值，反映该公司资产营运状况一般。

(3) 债务风险状况

涅生网络近两年债务风险状况指标及行业数据对比表

指标年度	2013年	2014年	行业平均值
资产负债率(%)	22.25	11.79	65.00
速动比率(%)	442.47	843.21	100.10

*行业数据为企业绩效评价指标中计算机服务与软件业行业的相关数据

由上表可以看出，涅生网络速动比率远高于行业平均值、资产负债率远低于行业平均值，表明公司的财务结构较好，长期偿债风险和短期偿债风险均很小。

(4) 经营增长状况

涅生网络近两年经营增长状况指标及行业数据对比表

指标年度	2013年	2014年	行业平均值
销售(营业)增长率(%)	509.27	64.62	6.50
资本保值增值率(%)	1,142.92	184.99	106.00
营业利润增长率(%)	7,656.46	82.55	6.5
总资产增长率(%)	1,245.25	63.05	4.6

*行业数据为企业绩效评价指标中计算机服务与软件业行业的相关数据

由上表可以看出，涅生网络公司近几年的发展速度很快，呈现跨越式发展，企业销售增长率、资本保值增值率、营业利润增长率、总资产增长率均高出同行业同类型企业很多，说明企业在同类型企业中发展较好，发展能力位于同行业同类型企业前列，企业的发展潜力很大，具有很好的发展前景。

5. 人力资源状况

(1) 截止评估基准日，涅生网络员工总人数为 122 人，按照不同结构划分如下：

①员工部门结构

专业分类	人数（人）	占总人数比例
财务部	4	3.28%
供应链	18	14.75%
行政部	2	1.64%
杭州办事处	5	4.10%
客服部	30	24.59%
设计部	3	2.46%
推广部	3	2.46%
研发部	18	14.75%
运营部	36	29.51%
总经办	3	2.46%
总计	122	100.00%

②员工年龄分布

年龄结构	类别	25岁以下 (含25岁)	26-34	35-44	合计
	人数	84	32	6	122
	比例	68.85%	26.23%	4.92%	100%

③员工学历状况

学历结构	类别	本科	大专	中专、高中、技校	合计
	人数	31	42	49	122
	比例	25.41%	34.43%	40.16%	100%

④按等级分布

按等级分析	类别	高层管理人员	中层管理人员	基层管理人员	其他	合计
	人数	4	10	15	93	122
	比例	3.28%	8.20%	12.30%	76.23%	100%

(2) 涅生网络历史及未来经营的人员计划一栏表:

根据与企业管理层沟通,企业正处于高速发展的初期,考虑各部门的结构及分配,未来各部门人员安排及计划如下:

部门安排	2013	2014	2015/1-9	2015/10-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总经办	3	3	3	3	3	3	3	3	4	4
研发部	4	11	14	18	19	20	21	22	24	26
设计部	1	2	2	3	4	5	6	8	10	12
运营部	16	21	21	36	38	42	46	50	54	58
客服部	16	19	21	30	34	38	42	46	50	54

财务部	2	3	4	4	4	4	4	4	5	5
推广部	0	0	0	3	4	5	6	7	8	9
人力资源行政部	0	0	1	2	2	2	2	3	4	5
武汉涅生-供应链（物流）	0	0	10	18	20	22	24	26	28	30
杭州办事处	0	0	1	5	6	7	8	10	12	14
职工人数合计	42	59	77	122	134	148	162	179	199	217

上述统计，按年平均人数为基础，2015年1-9月平均人数为77人，期末人数根据工资单（表）2015年9月30日的人数统计为122人。

6. 公司税赋情况

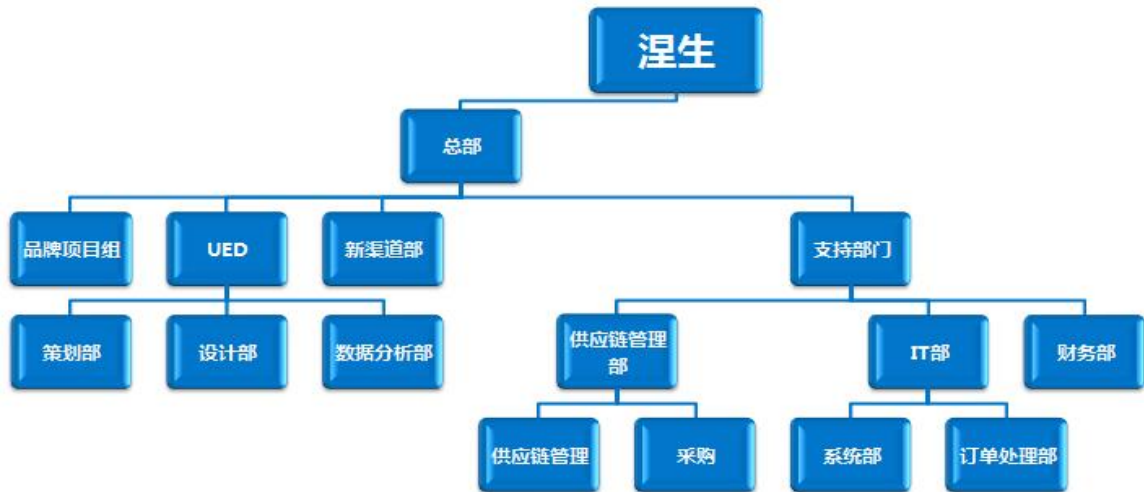
涅生网络为在广州注册的企业，2014年9月30日广东省经济和信息化委员会颁发了《软件产品登记证书》，证书编号：粤 DGY-2014-1453,按照《税收减免管理办法（试行）规定》，公司符合两免三减半的税收优惠，具体优惠为：2013、2014年度免所得税，2015-2017年减半征收所得税，所得税税率为12.5%，2018年起恢复所得税税率25%；城建税税率为7%，教育附加税为3%，地方教育附加税为2%。增值税税率17%（自营销售）和6%（服务、仓储）。

7. 公司经营概况

（1）涅生网络的主要业务和行业分类

涅生网络成立于2012年5月，是一家集品牌营销、线上渠道资源整合、产品运营、CRM数据搜集、IT系统研发和仓储物管理的全产业链全渠道电子商务代运营商，涅生网络主要为品牌企业提供整体电子商务解决方案，涵盖了电商策略制定、电商渠道资源整合、品牌营销、直营店铺托管及运营、视觉设计、策划运营、客户服务、数据服务等环节，同时提供或协同第三方提供仓储服务和系统服务。代运营主要的服务产品对象有美妆、轻奢及3C家电。

涅生网络的项目垂直架构：



涅生网络目前是国内最有竞争力的线上全渠道综合运营商之一，在大健康、美妆、轻奢及 3C 家电行业处于行业前三；拥有从品牌营销、渠道资源整合、品类运营、CRM 数据、IT 系统研发运维、到仓储物流的全产业链的运营能力。

涅生网络的主营业务收入包括服务业收入、自营网店的销售收入和仓储物流服务收入。

1) 服务业收入：包括代理运营服务和 IT 系统开发及运维服务，该项服务即为品牌企业提供整体电子商务解决方案，涵盖了电商策略制定、电商渠道资源整合、品牌营销、直营店铺托管及网站建设、维护运营、视觉设计、策划运营、客户服务、数据服务等环节，同时提供或协同第三方提供仓储服务和系统服务。涅生网络为客户提供上述内容的一站式综合运作服务，并与客户签订电子商务代营运合同或服务协议，根据双方协商或达到的销售额，涅生网络向客户收取一定比例的技术服务费(销售佣金)、代营运维护服务费或合作服务费。

2) 销售（自营网店）收入：自营网店系指涅生网络与品牌企业签约，获得品牌企业在电商业务方面的授权，由涅生网络向品牌企业采购产品，并在互联网第三方平台或自主平台上以涅生网络公司自己的名义开店和销售产品的服务模式，俗称自营经销模式。在自营经销模式下，涅生网络主要赚取买卖差价。

3) 仓储物流收入：仓储物流业务主要是为服务业或自营网店中相关品牌产品的仓储、配送等延伸服务、深化服务。

涅生网络是一家轻资产、业务正快速发展的电子商务网络科技公司，是伴随中国电子商务成长和发展的第一代运营商。涅生网络所处行业为电子商务行业，根据证监

会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），应归类为“信息传输、软件和信息技术服务业”。

（2）涅生网络的业务流程简介

（I）电子商务代运营流程

涅生网络的电子商务代运营业务流程图如下：



电子商务代运营业务流程的具体说明如下：

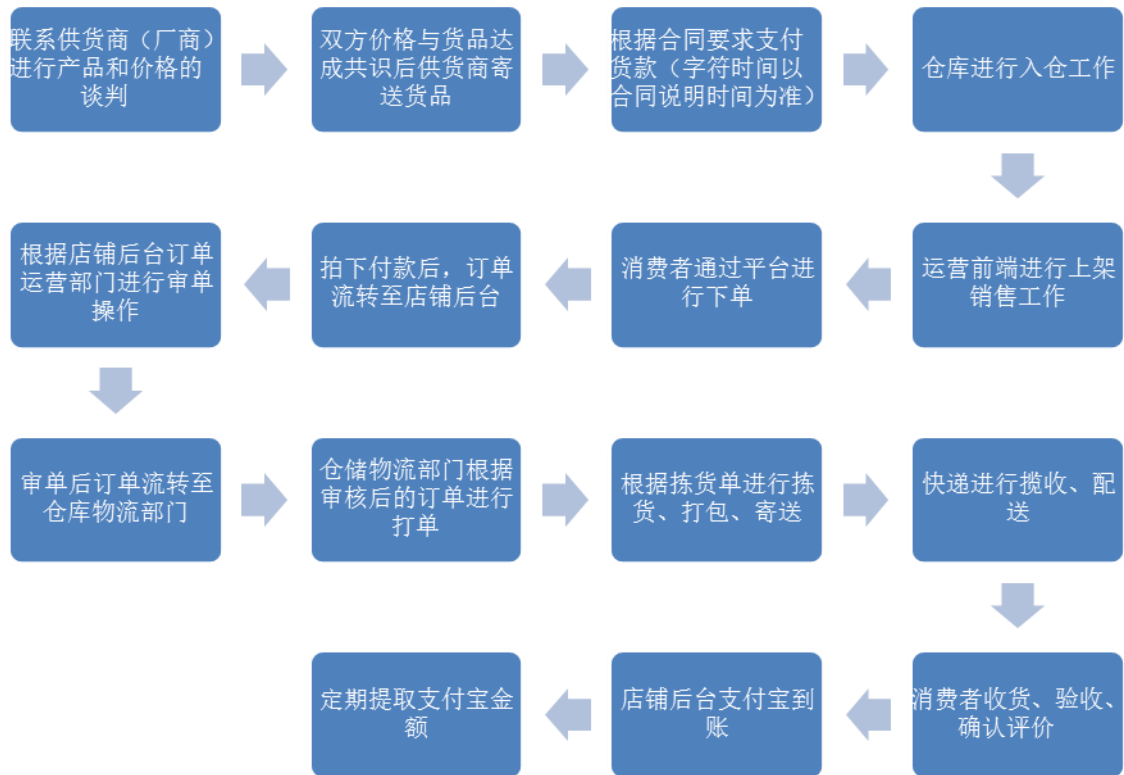
- ①与品牌方商谈合同内容，确认合作模式；
- ②根据合同要求在第三方线上平台开设店铺或接手品牌方的店铺开展全方位运营；
- ③消费者通过各种方式进入店铺选购产品，然后进行下单操作，下单主要填写收货的信息和配送要求，然后通过支付宝或其他相关的支付途径支付产品货款；
- ④消费者支付货款之后，订单将同步到店铺后台和仓库的系统，涅生网络的订单审核人员进行订单审核后流转至物流部门；
- ⑤物流部门根据审核后的订单进行打单、拣货、打包配送等工作，最后由快递进行揽收配送；
- ⑥消费者确认收货之后进行检查然后确认订单，产品货款到达店铺后台的支付

宝，品牌方定期提取支付宝的金额；

⑦品牌方与涅生网络财务每月核对店铺的订单、物流订单以及支付宝明细，双方确认无误后由涅生网络开具服务（佣金）发票，品牌方支付服务费（佣金）。

（II）电商自运营流程

涅生网络的电子商务自营经销业务流程图如下：



电子商务自营经销业务流程的具体说明如下：

①涅生网络联系供货商（厂商）进行产品的筛选（生产）和价格的谈判；

②双方达成共识之后，供货商安排寄送产品，涅生网络根据合同要求支付货款，涅生网络仓库进行入库工作。

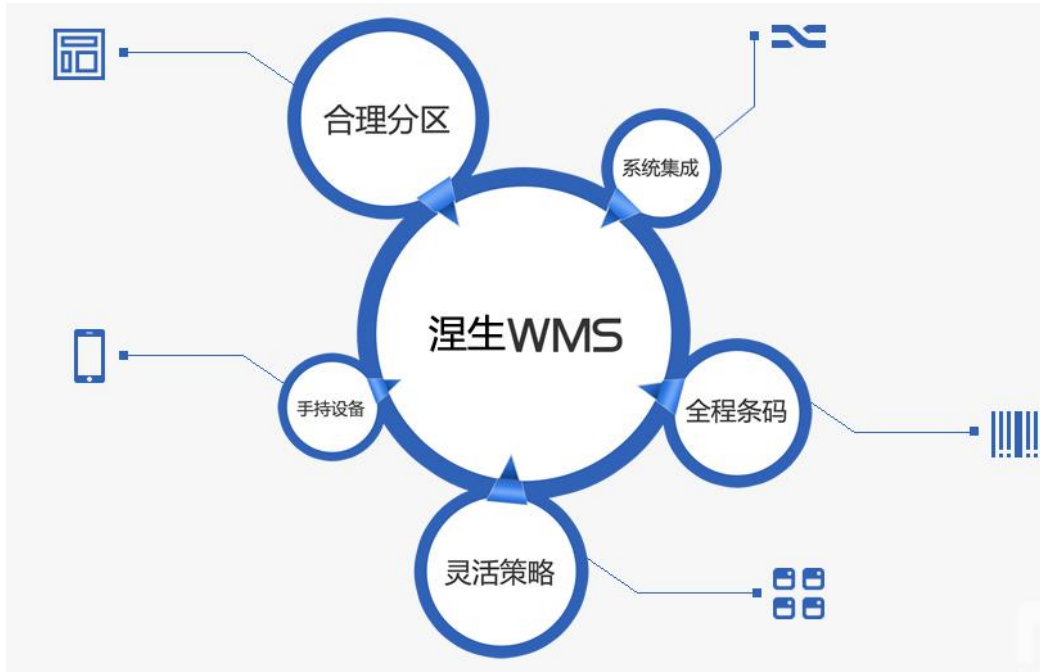
③入库确认后，涅生网络进行产品上架销售，消费者通过各种方式进入店铺选购产品，选择适合的产品后进行下单操作，下单主要填写收货的信息和配送要求，然后通过支付宝或其他相关的支付途径支付产品货款，订单将同步到店铺后台和仓库的系统；

④涅生网络安排人员进行订单审核后，将订单流转至物流部门，物流部门根据审核后的订单进行打单，拣货、打包配送等工作，最后由快递进行揽收配送；

⑤消费者确认收货之后确认订单付款，产品货款进入店铺后台的支付宝，财务定期提取支付宝的金额。

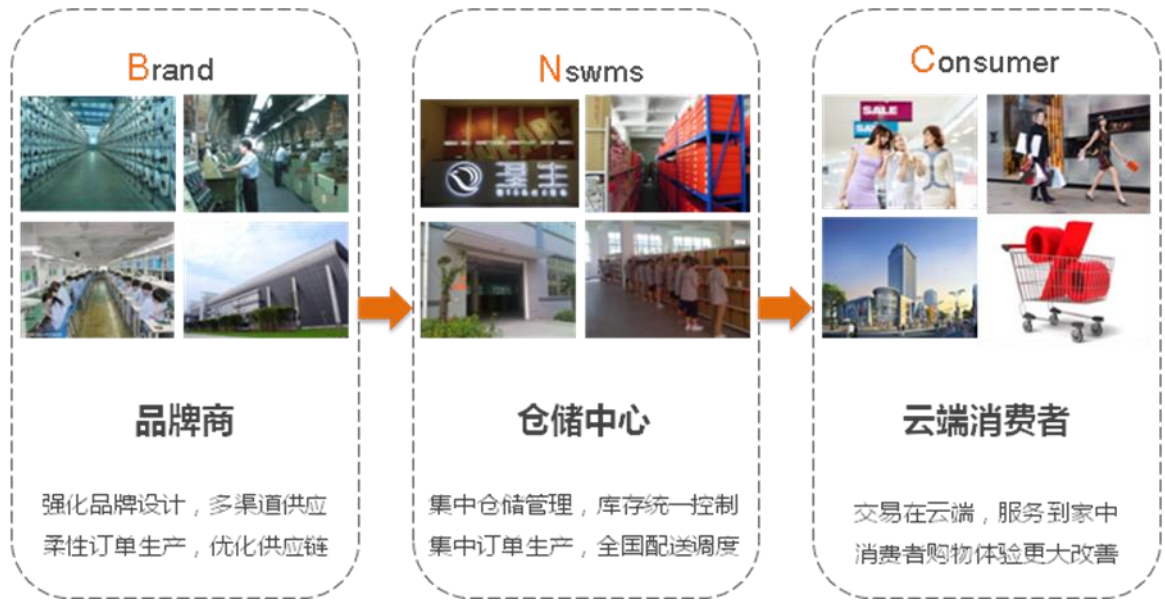
（III）仓储物流流程

涅生网络的仓储物流业务流程图如下：



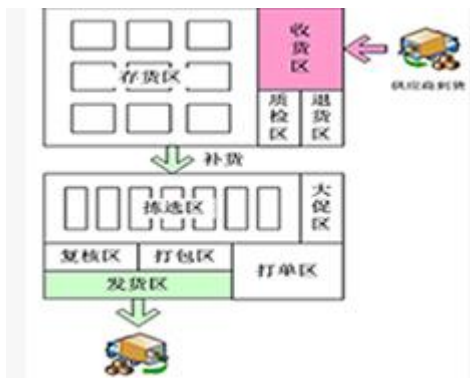
针对电子商务行业仓储管理功能（简称WMS），可以集中管理线上线下库存，依靠灵活多变的收货策略、补货策略、批次策略、分配策略。波次策略和出库策略。涅生 wms 是设计目地为专业的指导型系统，可以满足电商企业精细化的库存管理需求，提升仓储操作的工作效率。

采用中央仓储+集中派送模式：



①合理全区

- 收货区-收货理货贴标
- 质检区-入库抽检全检
- 存储区-存储箱装商品
- 打单区-批量打印单证
- 拣货区-存放散装商品
- 大促区-针对大型活动
- 复核区-订单扫描复核
- 打包区-打包贴单称重
- 发货区-物流公司交接
- 退货区-销售退货处理
- 异常区-存放异常货物



②手持设备:

数据实时传输，账实数完全匹配
 降低出错几率，操作过程中同时校验
 作业流程衔接，操作完毕即可流转
 货品准确定位，移动中库存跟踪
 人员动态高度，按区按量分配任务
 绩效考核依据，实时记录操作步骤



③灵活策略：

渥生 WMS 灵活策略包括:收货策略，波动策略，补货策略，上架策略，分配策略，盘点策略



④库存同步：

渥生 WMS 库存同步提高多级虚拟库存管理、支持店铺、SKU、仓库库存自由关联、自动同步、自动按比例分配、智能共享、智能独享、
 库存同步更加灵活、智能。满足多种业务模式需求

⑤财务管理：

渥生 WMS 财管理提供应付、应收、流水账、快递对账、平台对账等财务关心的功能。支持支付方式自动拆分，智能分摊、平台佣金、优惠自动识别，智能计算商品毛利，订单毛利，让财务提交工作效率，解决电商大量零售对账；

二、宏观经济发展与电子商务及竞争分析

（一）国家宏观经济发展分析

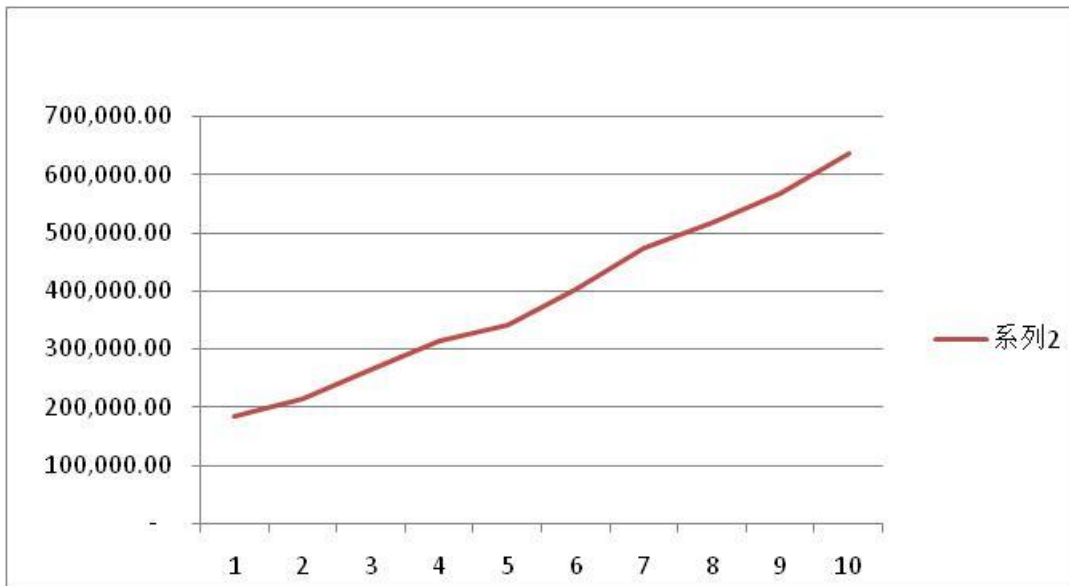
1.国内生产总值（GDP）

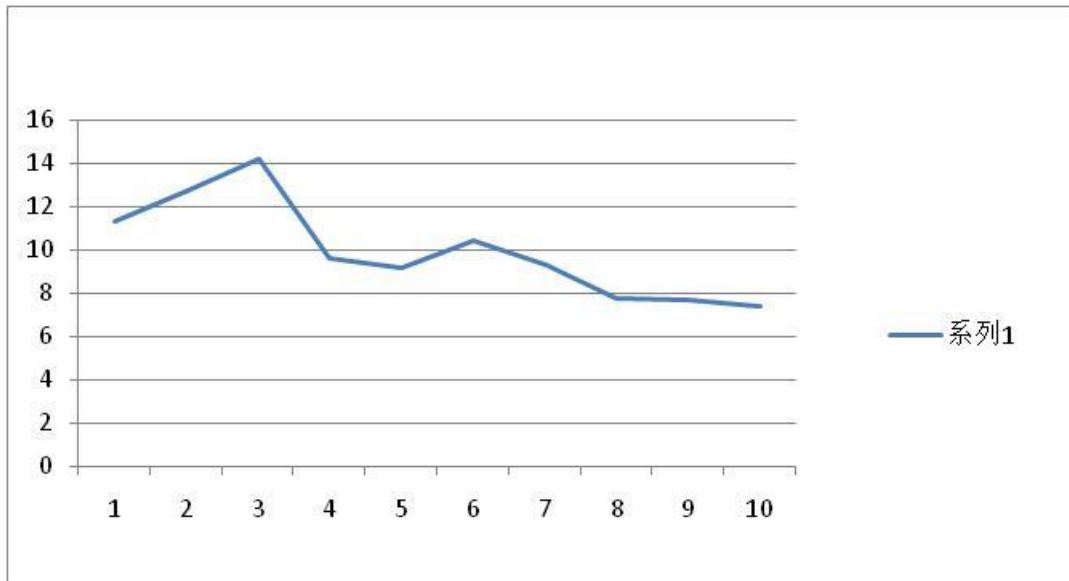
各年 GDP 统计数

时间	GDP(亿元)	同比增长率 (%)
2005 年	184,937.40	11.3
2006 年	216,314.40	12.7
2007 年	265,810.30	14.2
2008 年	314,045.40	9.6
2009 年	340,902.81	9.2
2010 年	401,513.00	10.4
2011 年	473,104.00	9.30
2012 年	519,322.00	7.80
2013 年	568,845.20	7.70
*2014 年	636,463.00	7.40
平均值		9.96

*注：2014 年数据为暂估值

数据来源：Wind 资讯





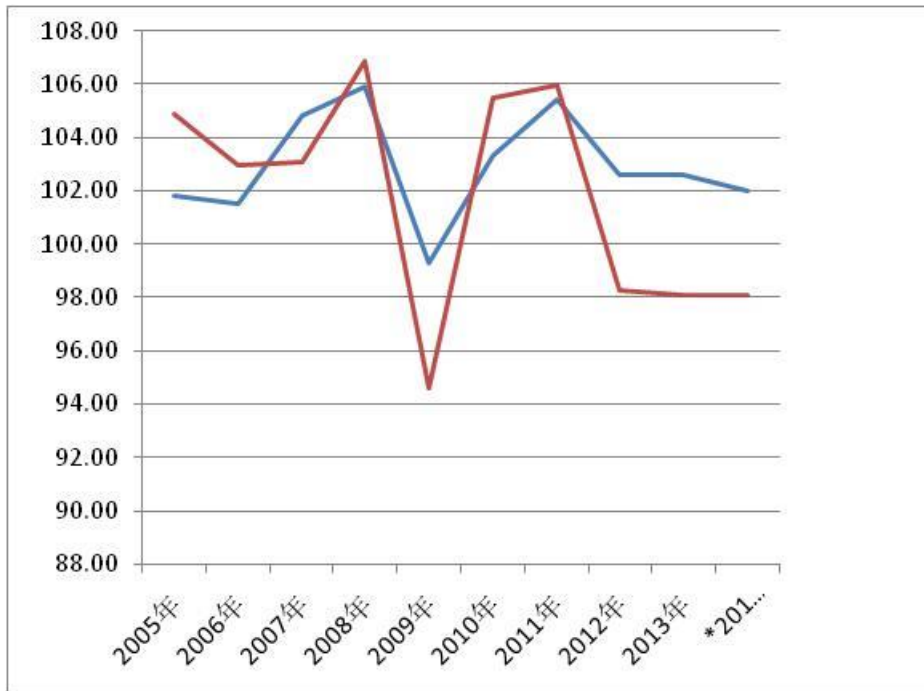
2. 物价方面

CPI/PPI 数据

时间	全国居民消费价格总指数(CPI)	全部工业品出厂价格指数(PPI)
2005 年	101.80	104.90
2006 年	101.50	103.00
2007 年	104.80	103.10
2008 年	105.90	106.90
2009 年	99.30	94.60
2010 年	103.30	105.50
2011 年	105.40	106.00
2012 年	102.60	98.30
2013 年	102.60	98.10
*2014 年	102.00	98.10
平均值	102.90	101.77

*注：2014 年数据为暂估值

数据来源：Wind 资讯



从上图、表数据中可以看出，通货膨胀在过去 9 年时间内经历了一个波动周期。从 1978 年到 2013 年，平均年通胀率 CPI 大约为 2.9%；全部工业品出厂价格指数平均值为 1.77%。全部工业品价格，在 2005 年至 2011 年呈上升状态，2011 年后出现下降趋势。我国未来年度的年平均通胀率约为 2.9%-3%。

3.宏观经济情况

今年以来，我国经济增速持续下行。1-5 月份，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 6.4%，增幅比上年同期回落 2.3 个百分点。投资、消费、出口三驾马车增速均出现下降。1-5 月社会消费品零售总额 117297 亿元，同比名义增长 10.4%，较上年同期回落 1.7 个百分点；投资增速有所放缓，固定资产投资（不含农户）171245 亿元，同比名义增长 11.4%。1-6 月份，进出口总额同比下降 6.9%，其中，出口同比增长 0.9%；进口同比下降 15.5%，贸易顺差 1.65 万亿元，同比扩大 1.5 倍。

部分经济指标逐步筑底回升，经济出现回稳迹象。一是企业预期稳定向好。6 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，连续 4 个月高于临界点，呈现持续小幅扩张的趋势。其中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，表明生产和市场需求均有所回升。6 月份非制造业商务活动指数为 53.8%，表明非制造业继续保持平稳增长状态。二是受市场需求有所回暖带动，房地产投资有望扭转下行趋势。1-5 月，商品房销售额增速由负转正，由 1-4 月同比下降 3.1%转为上涨 3.1%。商品房销售面积尽管仍同比下降 0.2%，但降幅已连续三个月收窄。商品房待售面积首

现减少，5月末，商品房待售面积比上月末减少15万平方米，为2014年以来首次减少。三是制造业投资增速回升。1-5月份制造业投资增速为10%，比1-4月增速回升0.1个百分点。

需求结构孕育新变化。大众消费品稳定增长。随着信息消费、绿色消费、旅游休闲消费、个性化消费蓬勃发展，反映一般大众性消费的限额以下消费品零售增速一直保持20%以上增长势头，且增速连续几个月回升。一般服务业投资增速较快。1-5月份第一产业投资4213.3亿元，同比增长20.8%，第二产业投资70802.4亿元，同比增长14%，第三产业投资96229.8亿元，增长19.50%。特别是扣除房地产和基础设施的一般性服务业投资前五个月增长15.5%。一般贸易出口快于加工贸易出口。一般贸易主体地位进一步提高，加工贸易进、出口均出现负增长。1-6月份，一般贸易出口同比增长6.4%，加工贸易出口下降7.5%。从三大需求对经济增长贡献率来看，消费对经济增长的贡献率最大，将近60%。消费对稳增长的基础性作用凸显。

传统产业持续低迷，新兴产业快速增长。一季度规模以上的工业增加值同比增长6.4%，增速为2009年以来的最低，钢铁、水泥等一些原材料制造业存在严重的产能过剩。与传统行业相比，新主体、新业态、新产品、新技术快速增长。前5个月，全国新登记注册企业161.9万户，同比增长22.9%。5月份，全国网上零售额同比增长39.3%，增速比社会消费品零售总额快29.2个百分点。5月份，智能手机产量同比增长10.3%，智能电视增长59.9%，铁路机车增长90.8%，铁路客车增长43.9%，运动型多用途汽车增长35.8%，多功能乘用车（MPV）增长37.5%。5月份，高技术产业增加值同比增长9.3%，增速比规模以上工业快3.2个百分点。

居民收入增速高于GDP增速，收入分配结构继续改善。一季度，全国人均居民可支配收入6087元，同比名义增长9.4%，扣除价格因素实际增长8.1%，高于GDP的增速，高于财政收入增速4.2个百分点。其中，城镇居民人均可支配收入8752元，同比名义增长8.3%，扣除价格因素实际增长7%；农村居民人均可支配收入3279元，同比名义增长10.0%，扣除价格因素实际增长8.9%。农村居民的收入增速继续快于城镇，城乡收入倍差是2.61，比全年同期缩小0.05。

（二）行业发展分析

（1）电子商务行业概况

电子商务泛指以互联网、移动通信、传真、电话、电视等电子网络进行的各种商

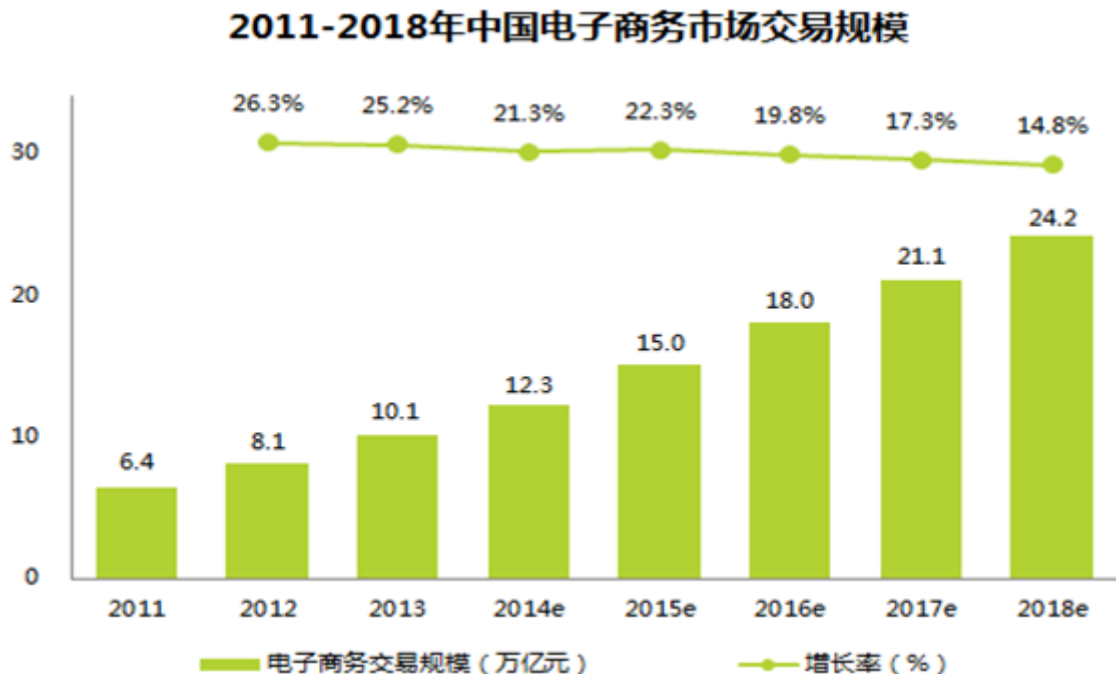
务活动。随着信息技术的发展和普及以及网络经济的高速增长，电子商务发展迅猛，并已成为是国民经济和社会信息化的重要组成部分。在电子商务正加速与生产、流通、消费等各个领域融合的背景下，电子商务不但创造了新的消费需求，而且已成为提供公共产品、公共服务的新力量及经济发展新的原动力。

中国电子商务行业分类：

按交易对象分类		艾瑞研究领域划分
B2B	Business to Business, 企业对企业	B2B电子商务
B2C	Business to Customer, 企业对消费者	网络购物
C2C	Customer to Customer, 消费者对消费者	
©2011.9 iResearch Inc.		www.iresearch.com.cn

表 III-1 中国电子商务分类

根据艾瑞咨询发布的《2014年电子商务核心数据》，2014年，我国电子商务市场交易规模达12.3万亿元，2011年至2014年间的增长率超过20%，且预计2015年至2018年仍将保持平稳快速增长，2018年，我国电子商务市场交易规模将达到24.2万亿元。2011年—2018年，国内电子商务市场交易规模如下图所示：



根据艾瑞咨询对国内电子商务细分领域的分类，国内电子商务市场主要包括 B2B 电子商务市场、网络购物市场、在线旅游市场、本地生活 O2O 市场。其中，网络购物市场系涅生网络目前经营所处的主要市场。近年来，网络购物市场已成为推动电子

商务市场发展的最重要力量，网络购物占电子商务的份额也逐年提升。随着移动购物市场的飞速发展、电商企业向三四线城市甚至农村市场的扩张及国际化战略的布局，未来几年，中国网络购物市场仍将保持快速发展，网络购物在电子商务中的占比将会继续提升。

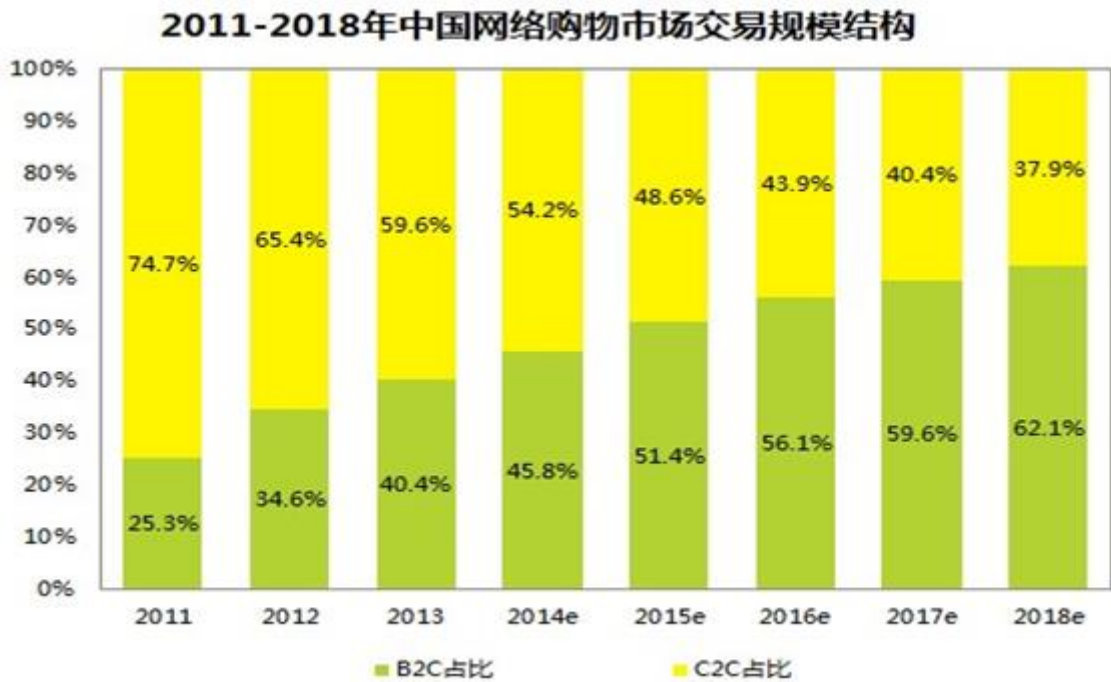
（2）网络购物行业概况

受益于移动互联网的持续高速增长以及网络购物的普及化，国内网络购物市场规模持续快速增长。根据艾瑞咨询发布的《2014年电子商务核心数据》，2011年，国内网络购物市场规模仅为7,845.3亿元，而到了2014年，国内网络购物市场交易规模已达到2,8145.1亿元，是2011年规模的3.59倍；预计2018年，国内网络购物市场交易规模将达到73,000亿元，是2014年规模的2.59倍。同时，根据国家统计局的数据，2014年我国社会消费品零售总额为26.24万亿，其中，网络购物交易额大致相当于社会消费品零售总额的10.7%，年度线上渗透率已首次突破10%。2011年—2018年，国内网络购物市场规模如下图所示：



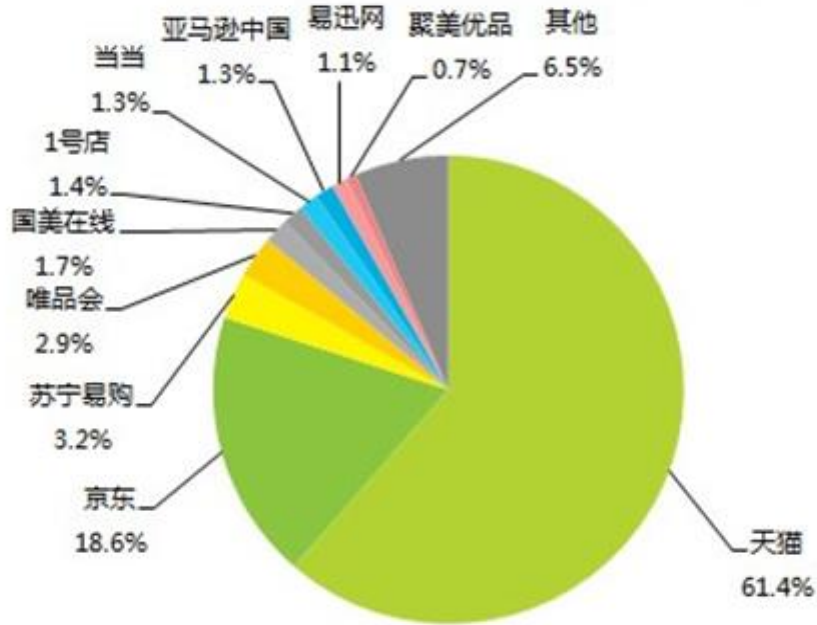
国内网络购物市场基本由B2C和C2C构成。根据艾瑞咨询数据显示，2014年中国网络购物市场中B2C交易规模达12,882亿元，占整体网络购物市场交易规模的比重达到45.8%，较2013年的40.4%增长了5.4个百分点。从增速来看，B2C市场增长迅猛，2014年中国网络购物B2C市场增长68.7%，远高于C2C市场35.2%的增速，B2C市场将继续成为未来网络购物市场发展的主要推动力。2011年—2018年，

国内网络购物市场交易规模结构如下图所示：



网络购物 B2C 市场的市场集中度较高。根据艾瑞咨询数据显示，2014 年，天猫市场份额占比超六成，京东市场份额占比为 18.6%，其余 B2C 市场包括苏宁易购、唯品会、国美、一号店、当当、亚马逊中国等，但其市场份额占比均未超过 5%。从自主销售为主的 B2C 市场来看，京东占比近五成，苏宁易购占比达到 8.5%，唯品会占比达到 7.7%，其余自主销售为主的 B2C 市场包括国美、一号店、当当、亚马逊中国等。2014 年，国内 B2C 购物网站交易规模市场份额如下图所示：

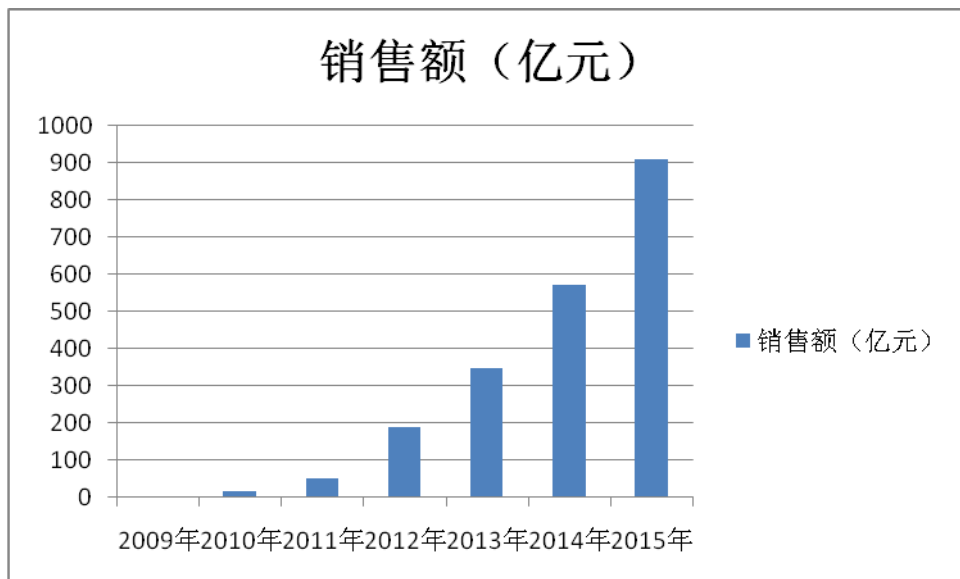
2014年中国B2C购物网站交易规模市场份额



就阿里巴巴马云开创的中国双 11 的天猫网购销售额统计，2014 年以来，网络购物呈现出高速增长的趋势。

天猫历年双 11 销售额统计

年份	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
销售额 (亿元)	0.5	19	53	191	350	571	912



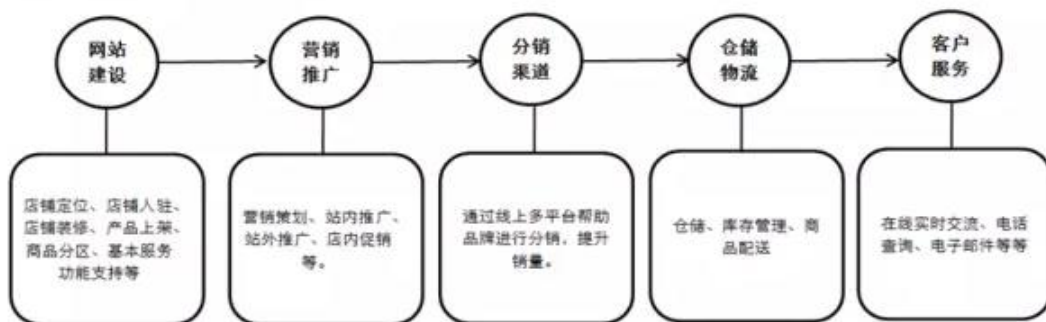
(3) 电商代运营行业概况

①网络购物 B2C 市场产业链

网络购物 B2C 市场产业链主要包括产品生产商/供应商、电子商务代运营商、网络购物平台和消费者等。

产品生产商/供应商处于网络购物市场的上游，负责产品的生产制造或供应环节，其产品质量的优劣、品牌知名度的高低等直接关系到消费者的满意度及消费者对网络购物的认知与接受度。

电子商务代运营商是连接产品生产商/供应商与消费者的桥梁。随着网络购物市场交易规模的逐年快速增长和天猫、京东等网络购物平台的崛起，大量传统产品生产商/供应商开始重视和发展线上业务。但是，传统产品生产商/供应商在发展线上业务的过程中往往面临很多发展瓶颈，由于其一直专注于线下业务，缺乏相关的电子商务运营经验和线上营销经验，以及对相关电子商务交易平台的交易规则理解不到位，从而导致其对消费者在线购物的需求和行为模式较为陌生。由于缺乏经营电子商务的实战经验，很多传统企业在发展电子商务之初，考虑到成本、经验、人才等各方面的因素，更倾向于将电子商务业务外包，寻求与外包服务商合作或者依托第三方代运营等形式开展电子商务业务。在此背景下，电子商务代运营行业逐渐发展且增长迅速。电子商务代运营商的全产业链服务流程如下图所示：



②国内电子商务代运营市场概况

近年来，在国内电子商务市场快速增长、网络购物市场的信任机制和管理机制逐渐完善的背景下，传统品牌商和实体零售企业触网动力强劲而对电商运营环境和规则的不熟悉，国内电子商务代运营商开始崭露头角，且我国电子商务代运营市场规模迅速扩大且发展迅猛。根据艾瑞咨询的统计，2010年，中国电子商务代运营市场交易规模仅为108.9亿元，而到2014年，中国电子商务代运营市场交易规模约达2,600亿元，2011年至2014年的年均增长率超过100%，并预计2014年至2017年，中国电子商务代运营市场交易规模年均复合增长率预计仍将高达56.7%，到2017年，中国电子商务代运营市场交易规模预计将达到约10,000亿元。

③国内电子商务代运营行业竞争状况

由于较低的行业进入门槛，目前，国内电子商务代运营市场存在显著的“低集中竞争性”特征，市场中的小型或产业链单个环节运营服务的代运营商为数众多，尚未出现对某类服务形成垄断、在规模、资金实力和盈利能力方面具有绝对优势的企业，市场竞争非常激烈。

但是，随着行业内部分企业不断发展多平台多渠道合作、扩展其全网销售及服务能力、引入资金实施并购等，激烈的市场竞争又会使得大部分小型或以提供单个环节为主业而又缺乏足够资金支持的低端代运营商逐步被市场淘汰，并涌现出资金实力较为雄厚、规模较大、服务更加专业的大中型全产业链运营服务的代运营商，甚至出现在某些行业或细分市场形成垄断的电子商务代运营服务企业。

目前，运营规模较大的国内电子商务代运营商有上海宝尊电子商务有限公司、瑞金麟网络技术服务股份有限公司、上海凯诘电子商务有限公司、杭州悠可化妆品有限公司、上海丽人丽妆化妆品有限公司、广州涅生网络科技有限公司等。

（三）影响行业发展的重要因素

（1）影响行业发展的有利因素

①国家产业政策对电子商务产业发展的大力扶持和鼓励

随着国内整体网民规模的持续扩大及互联网普及率的持续提高，电子商务正加速渗透到生产、流通、消费等各个领域，并已成为提供公共产品、公共服务的新力量及经济发展新的原动力。中国政府对信息产业和电子商务的发展给予了高度的重视，积极出台一系列政策法规大力扶持和鼓励电子商务长期、健康、有序的发展。

早在 2004 年年底，在国务院办公厅信息化领导小组第四次会议上，温家宝总理主持通过了《关于加快电子商务发展的若干意见》（国办发〔2005〕2 号）。该意见阐明了发展电子商务对我国国民经济和社会发展的作用，提出“要积极推进企业信息化建设，推广电子商务应用，加速国民经济和社会信息化进程”。

2006 年 5 月，《2006-2020 年国家信息化发展战略》将电子商务的发展作为我国信息化发展的战略重点之一。2006 年颁布的《中华人民共和国第十一个五年规划》、2011 年颁布的《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》和 2012 年颁布的《电子商务发展“十二五”规划》均提出要积极发展电子商务。

2015 年 5 月，国务院下发的《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》（国发〔2015〕24 号）直接指出电子商务已成为经济发展新的原动力，并提出到 2020 年，电子商务要与其他产业深度融合，成为促进创业、稳定就业、改善民生服务的重要平台，对工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展起到关键性作用。

②持续提高的国内消费者消费能力、庞大的国内网民规模和持续增加的互联网普及率

持续提升的国内消费者消费能力、庞大的网民规模基数和持续增加的互联网普及率不仅为我国网络购物及其附属行业的发展奠定了坚实的消费基础，也是我国网络购物及其附属行业迅速发展的核心原因。

随着我国经济的发展和居民收入的提高，我国消费者消费能力持续提高，根据艾瑞咨询的统计，2014 年，国内网络购物市场交易规模已达到 2,8145.1 亿元，预计 2018 年将达到 73,000 亿元。根据国家统计局的统计，2014 年，国内社会消费品零售总额占 GDP 的比例为 41.2%，但是仍远低于其他发达国家（例如美国国内消费品零售消费总额占 GDP 的比例达 67.2%）。因此，持续提高的国内消费者消费能力未来将极大推动网络购物及附属产业的发展。

根据中国互联网络信息中心发布的《第 35 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截止 2014 年 12 月，中国网民规模达 64,875 万人，比 2005 年的 11,100 万人增长 4.84 倍；中国互联网普及率达到 47.9%，比 2005 年的 8.5%提高了 39.4 个百分点。虽然网民规模和互联网普及率快速增加，但是与发达国家仍有较大差距，结合中国庞大的人口基数，中国互联网网民规模和互联网普及率未来仍有较大的提升空间，从而为网络购物等电子商务行业提供更多的潜在客户。

③互联网及配套产业的基础设施和信息技术持续发展、完善、升级和创新

互联网及配套产业的基础设施和信息技术不断发展、完善、升级和创新为电子商务各细分行业未来持续发展的推动力。网络宽带环境的优化、技术开发的进步、电脑、手机等终端硬件技术性能的提升能够让消费者更加便捷、更加愉悦的接触网络购物等电子商务市场，吸引更多的网络购物用户；行业配套的仓储物流平台、第三方网络购物平台、便捷支付平台等的日渐丰富和完善，使得线上交易的产品或服务种类、价格透明性、交易安全性和配送效率不断提升，保证了消费者便利的购物体验 and 建立了良好的购买信心，从而奠定了消费者对于电子商务虚拟消费模式的认可。与此同时，数据处理系统、客户关系管理系统、物流配送管理系统等新信息管理技术的不断成熟也将有效推动了电子商务代运营商提升运营管理效率，为网络购物等电子商务行业导入更多的用户，有力地推动行业的持续发展。

（2）影响行业发展的不利因素

①综合性人才相对缺乏

电子商务代运营工作是一个集创意策划、软件技术、营销推广、用户管理和仓储物流管理于一体的产品，必然需要一大批拥有策划、编程、美术、运营和市场营销和仓储物流管理等多方面知识的综合性人才。随着线上市场规模不断扩大，商品种类的丰富，服务的品牌商和消费者增加和销售渠道的拓展，对电子商务代运营商的商品采购、多渠道协同销售、订单处理能力、物流配送提出更高的要求，虽然通过使用不断完善和创新的新信息管理技术能够提高运营效率，但是目前人才的缺乏尤其是高水平的综合性人才的缺乏将对电子商务代运营行业未来的可持续发展造成不利影响。

②技术服务能力有待提高

国内网购购物市场的良好发展前景和传统商品和实体零售企业强劲的触网现实需求，电子商务代运营商纷纷涌入该行业。由于较低的行业进入门槛及行业还处在发展初期的客观情况，行业内各电子商务代运营商的运营能力良莠不齐，大多数电子商务代运营商的技术服务能力相对较差，在线上营销、品牌产品网站建设等能力方面也相对较弱，部分电子商务代运营商因夸大宣传给部分传统品牌商和消费者对电子商务代运营行业留下了负面印象。即使是国内较优秀的电子商务代运营商，在技术服务能力方面与美国 Global Sports Inc. Commerce（以下简称“GSI”）等国外知名电子商务代运营商仍有一定的差距。

（四）、行业季节性、区域性和周期性

（1）季节性

网络购物的交易量受天猫、京东等网络购物网站或产品供给商促销活动的影响。在天猫商城、京东商城等网络购物网站打折大促期间，例如“天猫 11.11 大促”、“天猫年中大促”、“京东 6.18 大促”等，由于线上产品打折促销力度大，会极大刺激销售额的提高，因此体现出一定的季节性特征。根据艾瑞咨询的统计，国内 1 至 4 季度的网络购物市场交易规模逐季递增。

（2）区域性

网络购物消费者的消费能力取决于其收入状况，因此网络购物行业的市场区域性分布与经济发展水平及互联网计算机硬件设施水平密切相关。总体而言，国内网络购物市场主要分布在华东、华南等东部发达地区，西北、东北的市场份额相对较低，体现出一定的地域性特征。

（3）周期性

网络购物行业的发展与国民经济发展和居民收入的增长水平密切相关。国内经济的增长、居民收入水平的提高对行业的发展当然有促进作用，但是经济不景气时需求并不会出现明显减少。近年来，虽然国内经济景气度有所波动，但是国内网络购物市场交易规模一直保持着持续快速上涨的态势，体现出明显的抗周期性特征。

（五）涅生网络的核心优势

1、涅生网络在行业领先的全渠道 6 大综合核心优势

➤ 1、运营力：从品类分析规划、产品策略、价格策略、渠道策略、店铺日常运营到售前售后客服的一体化综合竞争力。

➤ 2、渠道力：涅生网络整合了天猫、京东、一号店、苏宁易购、当当网、亚马逊、聚美优品、乐峰、唯品会、美团、窝窝团、拉手的全渠道资源，实现品牌统一、系统的线上全渠道销售。

➤ 3、营销力：涅生网络的运营营销人员均拥有国际 4A 和中国一流广告公司多年的从业经验，其可为客户提供精准的、定制化市场分析、营销活动策划、广告投放等服务

➤ 4、视觉力：多年的电商运营累积沉淀了各行业的视觉设计经验。通过对用户消费的消费心理解读及视觉探索，已深知消费的转化要点，为店铺营销转化带来提升。

➤ 5、IT 力：涅生网络是行业内少数几家有能力针对客户、渠道和消费群体特点，定制专业化 IT 系统的运营商之一，在提升 IT 系统实用效率、降低

成本方面拥有无可比拟的优势。并拥有自有开发的涅生管家系统，并获得软件专利认证。

➤ 6、物流力：涅生网络为客户提供关于仓储管理、供应链优化、物流配送的专业解决方案，是客户可信赖的合作伙伴，日均最高值可发 2 万单。

2、涅生网络的团队组织分布

根据了解，涅生网络目前的经营团队主要包括：

(1) 广州总部：位于广州市海珠区新港中路艺苑南路 13 号大院 8 栋 201 室，系公司核心经营团队。

(2) 武汉经营部：位于湖南省武汉市黄陂区盘龙城经济技术开发区三店村 888 号，系电子商务配套的物流配送中心。

(3) 杭州经营部（筹备）：位于杭州余杭区文一西路 998 号海创园 19-505，未来拟开展网络艺术品拍卖等业务。

3、2012 年至今涅生网络科技携手合作伙伴：

涅生电商路上的伙伴：

2012年至今涅生网络科技携手合作伙伴

大健康类	美妆类	3C类
 云南白药 品牌全网渠道  INFINITUS 无限极 国内大健康产业巨头  layn 莱茵生物 国内植物提取行业领军企业	 春纪 食补养肤领导品牌  L'ORÉAL PARIS 巴黎欧莱雅 世界最大护肤品牌  MARUBI 丸美 眼部护理专家  九美子 美白大师  九美子 美白第一品牌 曼秀雷敦 引领年轻人潮流  花皙蔻 ChristLand 天然植物护肤专家  TJOY 丁家宜 国内知名护肤品牌	 美的 Midea 美的空调，全网类目第一销量品牌  中国电信 广东电信网上商城 独家运营广东电信商城
轻奢类	其他类	
 唯视良品 SHUTTLEGLASSES.COM 全球最畅销的眼镜品牌  Refa 风靡全球的美容神器	 SOVILTITUS 瑞士时尚手表品牌  冬己 Jung 韩国母婴护理大师  涅生美体 涅生美体馆： 首个专业美体塑体馆	

三、评估方法简介

收益法是基于一种普遍接受的原则。该原则认为一个企业的整体价值可以用企业未来现金流的现值来衡量。收益法评估中最常用的为折现现金流模型，该模型将资产经营产生的现金流用一个适当的折现率折为现值。

企业价值评估中的收益法，是指通过将评估单位预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估思路。收益法的基本公式为：

$$E = B - D$$

式中：E—被评估单位的股东全部权益价值；D—评估对象的付息债务价值；B—被评估单位的企业价值：

$$B = P + \sum C_i$$

式中： $\sum C_i$ —被评估单位基准日存在的非经营性或溢余性资产的价值；P—被评估单位的经营性资产价值：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n}$$

式中：R_i—被评估单位未来第i年的预期收益(自由现金流量)；r—折现率；n—评估对象的未来预测期。

对于全投资资本，上式中 R_i=净利润+折旧/摊销+税后利息支出—营运资金增加—资本性支出

为考虑历史数据与预测数据的口径一致性，本次收益法和市场法的相关分析和数据预测全部以合并报表口径为基础。

四、评估假设前提

本次评估是建立在一系列假设前提基础上的。下面是其中一些主要的假设前提：

(一) 一般假设

1. 本次评估以持续经营为前提。持续经营是指被评估单位的企业工商注册经营期限到期后能续期经营，并按现有经营模式、管理模式经营，不发生重大改变。

2. 本次评估的价值类型是市场价值，不考虑本次评估目的所涉及的经济行为对企业经营情况的影响。

3. 本次评估基于现有的国家法律、法规、税收政策以及金融政策，不考虑评估基准日后不可预测的重大变化。

4. 本次评估基于被评估单位未来的经营管理团队尽职，并继续保持现有的经营管理模式经营，被评估单位的经营活动和提供的服务符合国家的产业政策，各种经营活动合法，并在未来可预见的时间内不会发生重大变化。

5. 本次评估基于评估基准日现有的经营能力，除了正常的经营维护支出和适

当的新增生产能力（人员增加）方面的支出外，不考虑未来可能由于管理层、经营策略和重大追加投资等情况导致的经营范围及能力扩大。

6. 本次评估预测是基于现有市场情况对未来的合理预测，不考虑今后市场发生目前不可预测的重大变化和波动。如政治动乱、经济危机、恶性通货膨胀等。

7. 本次评估假设委托方及被评估单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。

8. 除评估师所知范围之外，假设评估对象所涉及的资产均无附带影响其价值的权利瑕疵、负债和限制，假设与之相关的税费、各种负债均已付清。除本报告有特别说明外，假设评估对象不会受到已经存在的或将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式等因素对其价值的影响。

（二）特殊假设

1. 假设评估基准日后被评估单位采用的会计政策和编写本评估报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致；

2. 假设评估基准日后被评估单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致；

3. 假设被评估单位在评估目的的经济行为实现后，仍将按照原有的经营目的、经营模式、管理水平、财务结构、以及所处行业状况及市场状况持续经营下去，并能够连续获利，其收益可以预测；

4. 假设被评估单位未来的生产经营计划、投资计划及营销计划等均能如期实现，其生产运营所需资质均能持续更新，无重大变化，被评估单位洽谈的主要项目能基本实现，无重大争议或纠纷；

5. 本次评估假设股东于年中均匀获得净现金流。

当上述条件发生变化时，评估结果一般会失效。

五、财务报表的审查与调整

所谓财务报表的审查与调整是指评估人员对被评估单位提供的财务报表进行必要的审查，对其资产和收益项目根据评估的需要进行必要的分类或调整。

1. 非经营性资产（合并报表口径）

（1）非经营性资产

非经营性资产在这里是指对被评估单位主营业务没有直接“贡献”的资产。我们知

道，企业不是所有的资产对主营业务都有直接贡献，有些资产可能对主营业务没有直接“贡献”，如长期投资、在建工程及一些闲置资产等。企业的长期投资是企业将自身的资产通过让渡给其他人拥有或使用，而本身收取投资收益。上述投资收益与自身的主营业务没有直接关系，因此作为针对企业主营业务来说为非经营性资产。

非经营性资产的另一种形态为暂时不能为主营业务贡献的资产或对企业主营业务没有直接影响的资产，如在建工程、超常持有的现金和等价证券、长期闲置资产等。

根据企业提供的评估基准日经审计的合并资产负债表，我们发现企业存在非经营性资产情况为：

1) 其他应收款：

其他应收款中有 200 万元为股东占用的暂借款资金，与经营活动无关，为非经营性资产（期后已还款）。

2) 其他流动资产：

涅生网络公司其他流动资产核算的内容是公司购买的招商银行点金公司理财产品，在评估基准日的余额为 3,115.00 万元，公司将多余的现金用于理财，我们认为该项资产是与公司的经营是没有直接关系的，针对本企业主营业务来说，为非经营性资产。

除此以外，未发现企业存在其他非经营性资产或负债。

综上所述，涅生网络的非经营性资产净值详见下表：

金人单位：万元

一	非经营性资产	账面净值	评估值	备注
1	其他应收款	200.00	200.00	暂借款
2	其他流动资产	3,115.00	3,115.00	理财产品
	小计	3,315.00	3,315.00	
二	非经营性负债	0.00	0.00	
三	非经营性调整净值	3,315.00	3,315.00	

注：合并报表范围内的非经营性资产、负债已考虑了纳入合并报表范围内的各公司之间投资与权益抵消、合并各方内部债权债务抵消的影响。

2. 负息负债（合并报表口径）

所谓负息负债是指那些需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券等。负息负债还应包括其他一些融资资本，如其他应付款中非金融机构借款、基准日的应付股利等。

经核实，未发现企业存在负息负债。

有关企业非经营性资产、负债或负息负债调整情况，请详见《非经营性资产、负债评估表》、《负息负债明细表》。

六、评估预测说明

（一）对未来六年及以后年度收益的预测

对未来六年及以后年度收益的预测是由被评估单位管理当局根据中长期规划提供的。评估人员在充分分析被评估单位的资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景，考虑宏观和区域经济因素、所在行业现状与发展前景对企业价值的影响，对管理当局提供的企业未来收益预测进行必要的分析、判断和调整，并与管理当局讨论了有关预测的假设、前提及预测过程，基本采纳了管理当局的预测。

考虑到涅生网络公司处于高速发展的初期，此类公司由于发展初期的业务、利润具有高增长性，使得企业预测期内增长的平稳过度期延长，根据行业调查数据分析，电商型企业发展周期前 5 年左右为高速成长期，后 2-5 年为成熟稳定期，故评估师认为在采用收益法进行分段预测时，适当延长预测期，将第一段预测期延长 2 期到 2021 年，再从 2022 年开始作为永续稳定期的进行测算。以下预测思路按本方法进行。

涅生网络的主营业务为代运营服务及其配套服务，与全资子公司闪光网络的原相关业务一致，根据涅生网络管理层的经营战略及提供的情况说明，为提升“涅生”品牌形象，闪光网络的经营业务从 2014 年下半年开始已基本停止经营，从 2015 年 9 月，所有的业务已全部转移至涅生网络，闪光网络的报表反映仅发生少量的费用。考虑闪光网络在以后年度的业务已由涅生网络承接，故本次收益法的相关数据分析及预测以合并报表口径为基础进行，子公司的价值将以合并报表的形式统一体现。

1. 营业收入的分析和预测

涅生网络的营业收入主要包括服务业收入、自营网店的销售收入和仓储物流收入。故企业管理层认为，按照上述三种服务收入类型分别预测。

本次预测的总体评估思路：

根据涅生网络的公司所在行业之经营特点，企业管理层认为其公司未来的经营情况将与行业及电商整体发展关系密切，未来公司的收入增长率与行业发展应该是同步的。故，评估师认为，根据涅生网络的主营业务收入构成情况，企业的总体预测思路如下：

2015 年的营业收入，主要根据 2015 年涅生网络已与客户签订的大部分服务合同

及实际执行完成情况预测全年营业额。

2016-2021 年的营业收入，主要依据服务对象（业务内容）-电商行业交易规模的增长率、企业历史数据收入增长率、公司服务的部分客户预测或公司自身预计增长率等因素综合权重分析，预估服务对象收入增长率，并根据 2015 年预测的收入额为基础，估算 2016 年-2021 年的营业收入额。

对不常发生或偶然发生且金额较小的其他业务收入，由于未来存在不确定性，不再进行预测。

（1）服务业收入预测

涅生网络的服务业收入为公司的主要收入来源，包括代理运营服务和 IT 系统开发及运维服务两大类，该项服务即为品牌企业提供整体电子商务解决方案，涵盖了电商策略制定、电商渠道资源整合、品牌营销、直营店铺托管及网站建设、维护运营、视觉设计、策划运营、客户服务、数据服务等环节，同时提供或协同第三方提供仓储服务和系统服务。涅生网络为客户提供上述内容的一站式综合运作服务，并与客户签订电子商务代营运合同或服务协议，根据双方协商或达到的销售额，涅生网络向客户收取一定比例的技术服务费或代营运维护服务费。其中：

①代理运营服务-是品牌企业以自身名义在电商平台开设网上店铺，涅生网络代理品牌企业负责该店铺的的日常运营，包括网上店铺的开设运营、客服管理、营销策划等。代运营业务模式下，涅生网络主要通过收取服务费、销售佣金、销售奖励等方式获取收入。

②IT 系统开发及运维服务-是代理运营服务的附加服务，系为电商企业已有的网络平台进行网站店面设计、产品设计及推广、网站建设、维护运营、视觉设计、项目开发等，而涅生网络则收取合作服务费。

由于上述二项业务类型企业有时候较难区分，因此我们将代理运营服务与 IT 系统开发及运维服务合并统称为服务业收入进行预测。

1) 服务业收入历史情况分析

涅生网络历史服务业收入汇总：

金额单位：万元

项目内容	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
服务业收入	1,373.78	2,307.20	1,538.17
收入增长率		67.95%	

涅生网络成立日期较短，2013 年业务下半年才陆续走上正轨，故所有历史数据均从 2013 年度开始统计（以下类同）。

从历史数据分析，企业处于快速发展初期，2015 年 1-9 月的服务业收入已经达到 1538 万元。

2) 服务业收入的预测方法及依据

涅生网络经营方式有其自身的特殊性，同时又与电商网购行业的关联性较大。涅生网络立志于引领中国数字化购物浪潮的先锋，成为品牌商的新渠道战略伙伴。涉及的主要品牌电商渠道如下：



①服务业收入预测思路

目前，涅生网络的服务业服务对象主要有化妆品类、家电类、服装类（服装、鞋帽、户外用品类）以及其他类四种。

本次主要根据 2015 年涅生网络已与客户签订了大部分的服务合同及实际执行完成情况，同时依据上述四种服务对象线上交易数据（电商行业）增长率、企业历史数据服务业收入增长率、公司服务的部分客户预测的线上交易增长率综合分析其总服务业收入增长率，并根据 2015 年预测的收入额估算 2016 年-2021 年的营业服务收入额。

②电商网购行业整体增长率情况分析

工信部、发改委等权威部门预测，“十三五”期间，我国电商交易规模还将保持年均 20% 的增长。据此预测，到“十三五”末，我国的电商交易规模有望达到 30 万亿水平。

受益于移动互联网的持续高速增长以及网络购物的普及化，国内网络购物市场规模持续快速增长。根据艾瑞咨询发布的《2014 年电子商务核心数据》，2011 年，国内网络购物市场规模仅为 7,845.3 亿元，而到了 2014 年，国内网络购物市场交易规模已

达到 2,8145.1 亿元，是 2011 年规模的 3.59 倍；预计 2018 年，国内网络购物市场交易规模将达到 73,000 亿元，是 2014 年规模的 2.59 倍。

2011 年-2018 年的中国网络购物市场交易规模如下表：

年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
网络购物交易规模	8945.3	11870.9	18924.9	28145.1	39550.0	51600	62950	73000
全部网购交易规模增长率	70.20%	51.30%	59.40%	48.70%	40.50%	30.50%	22.00%	16.00%

网络购物整体交易规模金额单位：亿元

数据来源：艾瑞咨询发布的《2014 年电子商务核心数据》

③服务对象行业网购交易规模增长率分析及预测

从涅生网络公司代运营的服务对象化妆品类、家电类、服装类和其他类分析其增长率及预测。

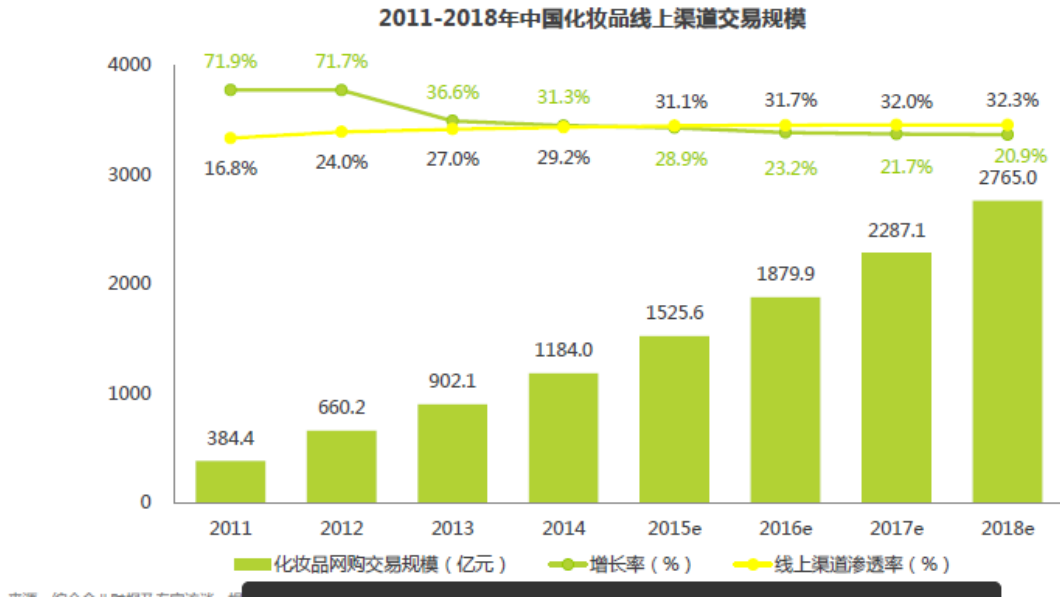
(I) 化妆品类-网购交易规模增长率及预测

2014 年中国整体网民规模达到 6.5 亿人，其中移动网民为 5.6 亿人，女性移动网民占比 52.9%，整体接近 3.0 亿人。移动网民的快速增长为女性美妆移动行业发展定了坚实的用户基础和更为广阔的发展空间，移动端设备让用户的信息获取更加高效，移动技术的发展为美妆用户提供了更快的消费决策过程，移动社区的快速发展为用户提供了更有效率的交流平。根据艾瑞咨询发布的《2015 年中国女性移动美妆行业发展报告》数据显示，2014 年中国化妆品线上渠道交易规模为 1184.0 亿元，化妆品零售线上渗透率为 29.2%，预计到 2018 年，这一规模接近 3000 亿，年复合平均增长率为 23.6%。化妆品线上渠道交易规模保持较快速增长，化妆品向线上渠道渗透进一步加深，其增长率如下表：

年份	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
化妆品网络购物交易规模	384.4	660.2	902.1	1184.0	1525.6	1879.9	2287.1	2765
化妆品交易规模增长率	71.90%	71.70%	36.60%	31.30%	28.90%	23.20%	21.70%	20.90%

化妆品网络购物交易规模金额单位：亿元

数据来源：《2015 年中国女性移动美妆行业发展报告》



根据上述数据，由此我们预测 2016-2021 美妆行业网销增长率如下：

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
预测美妆行业网销增长率	23.20%	21.70%	20.90%	18.81%	15.99%	12.79%

说明：2016 年-2018 年美妆行业网销增长率数据取自《2015 年中国女性移动美妆行业发展报告》率数据，2019 年至 2021 的美妆行业网销增长率系在 2018 年增长率的基础上，根据其历史下降趋势，考虑年度增长率同比逐年下降进行预测。

(II) 家电类-网购交易规模增长率及预测

根据《2013 年家电网购分析报告》、《2013 年家电网购分析报告》以及《2015 上半年中国家电网购分析报告》中相关数据表明。2013-2015 年家电类的线上销售增长率呈现历年递增现象，具体见下表：

年份	2013 年	2014 年	2015 年	平均增长率
家电交易规模增长率	42%	51%	64%	52.33%
网购整体行业增长率	59.40%	48.70%	40.50%	
家电的涨幅高于网购整体行业涨幅比例	-41.43%	4.51%	36.72%	20.61%

说明：家电的涨幅高于网购整体行业涨幅比例取 2014 年和 2015 年的平均值 20.61%。

由于家电网购在我国起步比较晚，2013 年国家发布《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，强调了互联网在整体社会经济中的重要地位。在国家政策的推动下，互联网与传统经济的结合愈加紧密，电子商务增长迅猛，人们的消费行为也在

此过程中发生了巨大的变化——网络购物因其便捷、透明、高效等优点，正逐渐成为越来越重要的消费形式。家电产品的购买方式也逐渐从传统的地面卖场、家电连锁转移到网上商城。因此家电线上销售的增长率高于中国网络购物的增长率。2015年上半年，我国B2C家电网购市场（含移动终端）规模达到1361亿元，同比增长64%，高于整体网上零售额增长水平。

我们认为家电行业网购增幅与中国网络购物增幅数据，线性相关，故根据2014年、2015年的家电交易规模增长率高于中国网络购物的增长率平均值为20.61%，由此我们预测2016-2021年家电类交易规模增长率如下：

年份	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
中国网络购物的增长率	30.50%	22.00%	16.00%	12.80%	10.24%	8.19%
预测家电行业网购的增长率	36.79%	26.54%	19.30%	15.44%	12.35%	9.88%

说明：2016年-2018年中国网络购物的增长率的数据取自艾瑞咨询发布的《2014年电子商务核心数据》全部网购交易规模增长率数据，2019年至2021年的中国网络购物的增长率系在2018年增长率的基础上，根据其历史下降趋势，考虑年度增长率同比上年下降20%进行预测。

（III）服装类-网购交易规模增长率及预测

这里的服装类主要是指服装、鞋帽、箱包、户外用品类商品。

根据中国电子商务研究中心讯、中国报告大厅相关数据表明，服装、鞋帽、户外用品类的2013年-2015年的线上交易增长率统计如下：

年份	2013年	2014年	2015年	平均增长率
服装类交易规模增长率	36.90%	42.80%	41.50%	40.40%

从上表看出，服装类的线上交易增长率比较稳定，通过网购全行业趋势分析认为，服装类的线上交易增长率未来预测如下表：

年份	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
预测服装类交易规模的增长率	40.40%	36.36%	32.72%	29.45%	26.51%	23.86%

（IV）其他类商品-参考中国网络购物的增长率作为其网购增长率。

由于无法查询到相关数据资料，对其他类商品参考中国网络购物的增长率作为其网购预测增长率。

年份	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
其他-中国网络购物的增长率	30.50%	22.00%	16.00%	12.80%	10.24%	8.19%

④服务业收入的增长率预测汇总

根据涅生网络经营特点及与网购行业的相关性，对涅生网络的服务业收入 2016 年及以后年度的增长率预测，将根据行业数据综合增长率、公司历史增长率以及访谈品牌客户数据分析增长率，分别赋予权数，分析预测公司的服务业收入在 2016-2021 年的增长率。

(I) 服务对象行业网购销售增长率预测汇总

根据涅生网络服务对象化妆品类、家电类、服装类以及其他类商品的收入占比情况，并依据上述分析的各类业务行业线上交易总体增长率，预测 2016 年-2021 年的服务业营业收入增长率如下表：

服务业网购内容	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	公司收入占比
预测美妆行业网销增长率	23.20%	21.70%	20.90%	18.81%	15.99%	12.79%	62.10%
预测家电行业网购的增长率	36.79%	26.54%	19.30%	15.44%	12.35%	9.88%	16.03%
预测服装类网购的增长率	40.40%	36.36%	32.72%	29.45%	26.51%	23.86%	11.96%
其他按照整体行业预测增长率	30.50%	22.00%	16.00%	12.80%	10.24%	8.19%	9.91%
服务业行业综合增长率预计	28.16%	24.26%	21.57%	18.95%	16.09%	13.19%	100.00%

说明：公司收入占比按 2015 年数据估算。

(II) 涅生网络自身服务业收入增长率分析

涅生网络公司成立于 2012 年 5 月，2012 年处于公司的初始筹备阶段，2013 年、2014 和 2015 年 1-9 月的服务业收入如下表：

金额单位：万元

项目内容	2013年	2014年	2015年 1-9月
历史服务业收入	1,373.78	2,307.20	1,538.17
收入增长率		67.95%	

根据前 2 年的经营情况统计分析，由于电商网购行业的特点，特别是每年的双十一、双十二的购物狂欢节，国内 1 至 4 季度的网络购物市场交易规模逐季递增，尤其是第 4 季度的交易规模将占到全年交易规模的一半以上，而且有愈演愈烈的发展趋势。

由于网购业务的季节性因素，我们通过调查分析统计，涅生网络的第四季度的服务业收入要占到全年收入的 50% 以上（2013 年、2014 年第四季度占全年的收入比例分别为 42%、51%）。

因此 2015 年 1-9 月的收入数据不具有可比性，我们根据 2013 年和 2014 年度比较，其增长率已达到 68%，我们认为涅生网络公司处于快速发展阶段，而根据 2015 年度涅生网络的已签订合同及销售完成情况统计分析，预计 2015 年公司的服务业收入增长率仍将达到 60% 以上，同时结合行业的发展趋势，我们预计涅生网络在未来的 4-5 年仍能保持较高速度的增长率。

（III）代理品牌访谈预测的品牌营业收入增长率情况

涅生网络的服务收入为技术服务费、销售佣金或代理费，该服务收入受代理品牌运营以及品牌企业线上销售额的影响，为此我们对公司服务的部分品牌企业（丸美、春纪、美的空调、九美子和丁家宜等 8 家品牌企业）进行访谈，对品牌企业线上销售的产品在未来规划、广告上的支持力度、未来预计的线上销售额、品牌的产品生命周期等方面进行了询问和了解。根据访谈信息，我们汇总分析在 2016-2021 年的品牌企业计划线上销售营业收入的增长率如下表：

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
根据访谈预测服务业收入总体增长率	30.74%	28.15%	24.04%	17.43%	13.94%	11.85%

综上，根据行业数据综合增长率、公司历史增长率、访谈品牌客户数据增长率，分别赋予权数，分析预测涅生网络的服务业营业收入在 2016-2021 年的增长率，如下表：

年份	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	权重
根据行业数据预测服务业营业收入综合增长率	28.16%	24.26%	21.57%	18.95%	16.09%	13.19%	50%
公司历史服务业营业收入总体增长率							0%
据访谈预测服务业营业收入总体增长率	30.74%	28.15%	24.04%	17.43%	13.94%	11.85%	50%
服务业收入综合增长率预测	29.45%	26.20%	22.81%	18.19%	15.02%	12.52%	

说明：涅生网络的服务业收入的历史数据为爆发性增长，2014 年及预计的 2015 年服务业收入增长率分别为 67.95% 和 61%，考虑谨慎性原则，不对其历史数据进行权重。

即：根据上述分析，对涅生网络 2016-2021 年度服务业收入的预测的增长率分别为：29.45%、26.20%、22.81%、18.19%、15.02% 和 12.52%。

⑤服务业收入预测汇总

经过 2012、2013、2014 年三年的经营积累，涅生网络通过在品牌营销、渠道资源整合、品类运营、CRM 数据管理、IT 系统研发运维、物流仓储等服务上的丰富经

验，不断为客户提供优质的代运营服务，使客户在线上销售额有大幅的增加，并得到了众多客户的一致好评，涅生网络同时连续获得 2013、2014 年天猫认证银牌 TP。根据已签订合同情况，预计 2015 年涅生网络将延续 2014 年的高增长态势。

通过对涅生网络 2015 年已签订合同及已实现销售情况进行统计及访谈分析，2015 年已签合同金额按照客户公司（品牌企业）的目标任务，预测 2015 年度的服务业收入 3,703.16 万元（含税），不含税服务业收入 3,493.55 万元，具体明细见下表：

序号	收入类别	客户单位名称	合同名称	公司 2015 年目标完成量	费用标准条款	收入类型	实际预测 2015 年收入
1		重庆博多物流有限公司	代运营合作协议（春纪）（YB201501140008）	年度目标 2300 万元	年度回款<2300 万，服务系数 15%，2300<回款额<2400 万 额外服务费 1%，2400<回款额<2500 万，额外服务费 2%，>2500 万，额外服务费 3%	全年渠道	
						技术服务费	1,800,000.00
2		重庆博多物流有限公司	代运营合作协议（丸美）（YB201501140007）	15 年度目标 1.2 亿	年度回款<10000 万，服务系数 8%，10000<回款额<11000 万 额外服务费 2%，11000<回款额<12000 万，额外服务费 3%，>12000 万，额外服务费 4%	全年渠道	8,000,000.00
						额外服务费	2,000,000.00
3-1	代理运营	广东美的制冷设备有限公司	代运营合作合同（美的）		固定费用 10 万/月，	全年渠道	1,200,000.00
				天猫体系：3 亿	技术服务费：小于 2.5 亿元，1.1%，大于 2.5 小于 3，溢出部分增加 0.5%，3-3.5 溢出部分 1%，超过 3.5 亿元，溢出部分按照 1.5%	技术服务费	2,200,000.00
				美的官方旗舰店：2 亿元	实际销售额 0.3%	技术服务费	690,000.00
				天猫分销管理：1 亿	基本分销额 1 亿元，分成率 0.8%，1-2 亿元溢出部分 0.5%，超过 2 亿溢出部分 1%	技术服务费	560,000.00
				一号店：5000 万	低端机 1.5%，中端机 1.8%，高端机 2%。0.3 亿元以上溢出部分 1%	技术服务费	-
3-		广东美的制冷设	“O2O”代运营合	已经提前结束合	固定费用 5 万/月，	全年渠道	200,000.00

2	备有限公司	作合同（美的）	同，销量较少	技术服务费 回款额 3.5%	技术服务费	
4	北京启美汇通贸易有限公司（丁家宜）按 5% 缴纳营业税	代运营合作合同（丁家宜）	年度目标 1200 万	技术服务费 回款额 20%，超过 500 万，按照 23%	技术服务费	2,760,000.00
5	北京启美汇通贸易有限公司	电子商务服务合作协议（名木）	年度目标 500 万元	技术服务费 回款额 30%	技术服务费	1,500,000.00
6	上海融述电子商务有限公司	代运营合作合同（what for）	年度目标 500 万元	技术服务费 回款额 10%	代运营	150,000.00
7	广州九美仟惠生物科技有限公司	电子商务代运营合作合同（九美子）	年度目标 500 万元	年度回款 < 600 万，服务系数 16%，600 < 回款额 < 1000 万，额外服务费 4%，> 1000 万，额外服务费 6%	天猫	800,000.00
8	杭州确依贸易有限公司	电子商务代运营合同（M2 记忆）	年度目标 100 万元	固定费用 5 万/月，销售佣金 15%	全渠道	950,000.00
9	广州生生体育发展有限公司	电子商务代运营合同	8 个月 1000 万元	营业额 12%	天猫京东	1,200,000.00
10	上海卫伦信息技术有限公司	天猫唯视良品旗舰店电子商务服务合同（眼镜）	年度目标 1000 万元	固定费用 2.5 万/月，销售佣金比较复杂，详见合同	全渠道	725,000.00
11	广州冬已婴童护理用品有限公司	电子商务代运营合同	全年 100 万元	固定费用 5 万/月，销售佣金 12%	代运营	540,000.00
12	Kingkow 有限公司（童装）	电子商务代运营合作合同	年度目标 100 万元	固定费用 5 万/月，销售佣金 17%，2016.3.1-2016.12.31 固定费用为 10 万元/月，技术服务费为 10%，2017.1.1-2018.2.28 固定费用 5 万元/月，技术服务费 10%。	全年渠道 技术服务费	400,000.00 340,000.00
13	北京美力三生科技有限公司	技术服务合同（REFA 美力三）	四个月目标 1200 万元	固定费用 5 万/月，销售佣金 15%	全年渠道 技术服务费	200,000.00 450,000.00
14	广州岚萃贸易有限公司	电子商务代运营合同（花皙蔻） 2015/08/01	半年目标 200 万元	固定费用 5 万/月，销售佣金 16%	全年渠道 技术服务费	250,000.00 320,000.00
15	中国电信股份有限公司广东分公司	技术服务合同				1,500,000.00
16	宁波市鄞州力及运动服饰有限公司	代运营合作合同	11 月 300 万，12 月 400 万	回款额 8%	技术服务费	560,000.00
17	环运信息技术（上海）有限公司	京东环运专营店店长商务服务合同（眼镜）		回款额 7%	技术服务费	42,000.00

18		环运信息技术(上海)有限公司	京东环运专营店店长商务服务合同补充协议(眼镜)		每月服务费 3.8 万元	全年渠道	152,000.00
19		上海融述电子商务有限公司	电子商务代运营合同 Marcovicci 男鞋		销售额的 10%	技术服务费	50,000.00
20		广州市雅贝恩贸易有限公司	代运营合作合同		洗涤及湿巾类 6%, 其他及护肤品收入 12%		32,720.24
21		北京启美汇通贸易有限公司	分销服务合同(丁家宜)	2015 年 9-12 月 1000 万	2015 年根据回款 9%, 超过 1000 万, 额外 1%		720,000.00
		代理运营收入小计				(含税)	30,291,720.24
						(不含税)	28,577,094.57
1	II 系统开发及运维	广州笔领广告有限公司	微信游戏开发委托合同 6 万元				60,000.00
2		广州笔领广告有限公司	微信帐号运营委托合同 60 万元			已支付 20 万元	600,000.00
3		重庆博多物流有限公司	动漫形象平面设计合同 1 万元				10,000.00
4		昆明零壹科技有限公司	移动互联网建设运维协议 60 万元				600,000.00
5		昆明零壹科技有限公司	网站建设、维护、运营协议 50 万元				500,000.00
6		重庆博多物流有限公司	春纪 4 月网络推广合同 8 万元				80,000.00
7		贝瑞滋 4 月游戏开发委托合同	游戏开发委托合同 1 万元				10,000.00
8		重庆博多物流有限公司	丸美 5 月网络推广合同 49 万元				490,000.00
9		重庆博多物流有限公司	丸美“眼霜节测试”和“明星人气眼霜 PK”手机 H5 项目开发协议				50,000.00
10		重庆博多物流有限公司	丸美 9 月《眼霜节》网络推广				200,000.00
11		昆明零壹科技有限公司	“好山好水好烟”微信公众号建设运维服务项目合约	2015 年支付 120 万, 2016 年支付 30 万			1,200,000.00
12		昆明零壹科技有限公司	网站建设、维护、运营协议之补充协议	30 万			300,000.00
13		广州生生体育发展有限公司	生生体育 10 月-11 月品牌网络推广合同				600,000.00
14		北京启美汇通贸易有限公司	丁家宜 10 月-11 月品牌公关推广合同				820,000.00

15	北京启美汇通贸易有限公司	丁家宜“寻找家宜”“冻住青春肌”PC端&手机端互动项目开发合同					380,000.00
16	重庆博多物流有限公司	丸美11月《双11》网络推广合同					400,000.00
17	时间廊钟表有限公司	铁达时“ALL IN 项目”电子商务合作合同					314,900.00
18	重庆博多物流有限公司	其他					125,000.00
	IT系统开发及运维收入小计					(含税)	6,739,900.00
						(不含税)	6,358,396.23
	服务业收入总计					(含税)	37,031,620.24
						(不含税)	34,935,490.79

涅生网络 2015 年度 1-9 月实际已实现服务业收入为 1,538.17 万元,故预测 2015 年 10-12 月的服务业收入约为 1,955.37 万元。

由于网购业务的季节性因素及双 11 和双 12 购物节以及品牌企业年终促销等活动的重大影响,我们通过企业历史经营数据统计及基准日期后至报告出具日已实现销售情况调查分析,涅生网络 2015 年的第四季度服务业收入预计要占到全年收入的 51% 以上(2013 年、2014 年第四季度占全年的收入比例分别为 42%、51%)。企业管理层认为预测情况符合企业实际经营状况,上述业务确定,当年能达到预计目标收入。

综合上述对涅生网络 2015 年服务业收入的预测及未来年度服务业收入的增长率预测,企业最终预测的涅生网络未来年度服务业收入汇总如下:

金额单位:万元

年份/收入内容	2015 年(10-12)	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
服务业收入	1,955.37	4,522.32	5,707.33	7,008.90	8,283.57	9,527.53	10,720.45
增长率	-	29.45%	26.20%	22.81%	18.19%	15.02%	12.52%

(2) 销售(自营网店)营业收入预测

自营网店:系指涅生网络与品牌企业签约,获得品牌企业在电商业务方面的授权,由涅生网络向品牌企业采购产品,并在互联网第三方平台或自主平台上以涅生网络公司自己的名义开店和销售产品的服务模式,俗称自营经销模式。在自营经销模式下,涅生网络主要赚取买卖差价。自营销售的增值税税率为 17%。

1) 销售(自营网店)营业收入历史情况分析

涅生网络历史销售（自营网店）营业收入汇总：

金额单位：万元

项目内容	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
销售（自营网店）收入	64.10	53.27	48.08
收入增长率		-16.90%	

涅生网络目前的主要客户（品牌企业）为天猫、淘宝，自营的商品主要为美妆类及美力汇 REFA（美容用品-仪器）分销。目前主要销售美妆产品。

从历史数据分析，企业处于发展初期，自营网店刚起步，历史经营收入较小。从访谈管理层了解到，企业未来拟大力发展正在创办的唯乐购平台，并发展美妆类以外的其他商品的线上销售，可能将成为未来收入的一个增长点，但未来该平台之销售收入的增长很大程度上还取决于商品货源、种类及供货的及时性。根据已签订的代理商合同及与销售主管、董事长的访谈了解情况，其中的美力汇 REFA（美容用品-仪器）分销业务，从 2015 年 8 月才刚开始销售。

2) 销售（自营网店）营业收入预测汇总

由于历史数据的参考性较差，企业管理层认为对 2015 年度的自营销售收入采用企业已签订合同、已实现销售统计和访谈分析等因素进行综合预测更趋合理，而未来年度（2016-2021 年）企业的自营销售增长率采用艾瑞咨询发布的《2014 年电子商务核心数据》中 2016 年-2018 年的中国网络购物市场交易规模预测数据以及根据其增长率趋势对 2019-2021 年的增长率进行估算。

经综合分析估算，涅生网络估计 2015 年度全年自营网店的销售额为 128.29 万元，1-9 月已实现销售额为 48.08 万元，则预测 10-12 月的销售额约为 80.21 万元。

则销售（自营网店）营业收入预测汇总如下：

金额单位：万元

年份/收入内容	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
自营网店收入	80.21	167.42	204.25	236.93	267.25	294.62	318.76
收入增长率		30.50%	22.00%	16.00%	12.80%	10.24%	8.19%

（3）仓储物流营业收入预测

涅生网络的仓储物流业务主要是为代理运营服务或自营网店中相关品牌产品的仓

储、配送等延伸服务、深化服务。

1) 仓储物流营业收入历史情况分析

涅生网络历史仓储物流营业收入汇总：

金额单位：万元

项目内容	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
仓储物流营业收入	0.00	0.00	390.17
收入增长率			

从历史经营数据分析，涅生网络以前的仓储物流业务系由武汉涅生网络科技有限公司（原为广州涅生网络的关联方公司，根据企业提供的情况说明，该公司已在注销过程中，目前已为涅生网络的物流经营部）经营，故 2014 年及以前账面反映的历史收入为零。从 2015 年 5 月开始-至 7 月份已全部把仓储物流业务转移到涅生网络（母公司）的武汉物流经营部，故从 2015 年 7 月份开始出现了爆发性增长。

2) 仓储物流营业收入预测汇总

仓储物流是服务业的延伸，其与电商网购行业密切相关（呈一定的线性关系）；同时又与其企业自身经营相关联；另外，尽管公司的仓储物流是代运营的配套服务，其受到销量的影响，但由于目前国内仓储物流的不足以及要求快速、安全、准时的电商仓储一体化服务，使得电商物流是目前最具发展前景的物流服务领域，据行业分析，其仓储物流行业发展速度可能远超过电商销售本身。

由于仓储物流的历史数据无法参考，无法按收入的比例进行预测，同时考虑涅生网络未来经营范围的调整或扩大。因此预测涅生网络的仓储物流增长率，将分别根据电商行业整体增长率因素和企业自身经营规划的增长率进行权重估算。

物流收入增长率的预测	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
按电商行业整体增长率	30.50%	22.00%	16.00%	12.80%	10.24%	8.19%
按企业自身经营规划的增长率	73.39%	32.35%	27.76%	20.58%	16.40%	13.12%
物流收入的增长率（按行业 40%，企业规划 60%）	56.24%	28.21%	23.05%	17.47%	13.94%	11.15%

注：企业自身经营规划的增长率系管理层提供的原规划依据。管理层认为按行业及原规划权重预测可能更符合谨慎性原则，同时认为企业本身正处于快速发展初期，企业自身发展速度将高于行业平均水平。

则物流营业收入预测汇总如下：

金额单位：万元

年份/收入内容	2015年10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
仓储物流收入	519.46	1,421.18	1,822.13	2,242.21	2,633.86	3,000.97	3,335.58
收入增长率		56.24%	28.21%	23.05%	17.47%	13.94%	11.15%

2015年度的物流收入按核实后的实际情况预测。根据企业与客户签订的电子商务物流合同及经营计划，预测2015年的仓储物流收入约909.63万元，5-9月的已实现收入为395.32万元(截止到6月份还只有85万元)，则10-12月的预测收入约为519.46万元。

(4) 主营业务收入预测汇总

综上所述，涅生网络的未来年度的主营业务收入预测结果汇总如下：

金额单位：万元

营业收入项目	2015年/10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
(1) 服务业收入	1,955.37	4,522.32	5,707.33	7,008.90	8,283.57	9,527.53	10,720.45
增长率		29.45%	26.20%	22.81%	18.19%	15.02%	12.52%
(2) 销售(自营网店)收入	80.21	167.42	204.25	236.93	267.25	294.62	318.76
增长率		30.50%	22.00%	16.00%	12.80%	10.24%	8.19%
(3) 仓储物流收入	519.46	1,421.18	1,822.13	2,242.21	2,633.86	3,000.97	3,335.58
增长率		56.24%	28.21%	23.05%	17.47%	13.94%	11.15%
营业收入合计	2,555.04	6,110.92	7,733.70	9,488.04	11,184.69	12,823.12	14,374.79
增长率		34.86%	26.56%	22.68%	17.88%	14.65%	12.10%

有关主营业务收入的预测，详见《营业收入预测表》及预测依据。

备注：

其他业务收入：为转租收入及利息收入。其中：

①转租收入系租赁的广州一处广州市海珠区新港中路艺苑路13-27号7-201-1仓库面积，由于非经营所用，转租给他人，转租面积(386m²)。由于为非自己物业，而且对应其他业务成本(出租成本)与转租收入相当(见合同)，金额又很小，故本次同时对该租赁收入和出租成本均不再预测。

②利息收入系非经营性资产产生的利息收入，为企业提供给个人的借款，基准日时已经还清，将来不再发生，故不再预测。

2. 营业成本的分析 and 预测

涅生网络的营业成本主要包括人工成本、采购成本、仓库租金及其他配套成本等，评估人员在企业管理当局提供的成本费用预测的基础上，通过对企业历史营业成本明细项的分析及未来可能发生的相关成本因素等，分别对应服务业成本、销售(自营网

店)成本和仓储物流成本进行了分析、复核:

(1) 服务业成本预测

服务业的主要成本是人工成本、办公租金及相关服务费等。

涅生网络的历史服务成本如下表:

金额单位:万元

项目内容	2013年	2014年	2015年1-9月
人工成本	125.83	200.78	171.29
相关服务费	44.05	55.34	28.65
服务业成本合计	169.93	256.12	199.94
占服务收入比例	12.37%	11.10%	13.00%

1) 人工费的预测

经核实,企业服务业反映的人工成本,主要包括设计部、运营部、推广部和杭州办事处的人员工资成本。根据涅生网络预测的未来运营部门的人力资源配置安排及员工薪酬计划,同时考虑各地方未来工资水平按一定比例增长等情况,计算出人工费用(注:为使与历史数据保持一致,企业对应的福利费、社保保险等费用全部在管理费用中反映)。

2) 杭州办事处租金的预测

根据经营计划,涅生网络杭州办事处,计划接下来2个月内安排5-6人,作为筹备及开展唯乐购平台的业务,包括字画代拍卖等业务。根据与管理层沟通了解的情况,尽管目前暂未开始正式租赁经营场所,但未来拟租赁50-80平方米作为办公,估计年租金约3万元左右。故考虑该业务开展的实际情况,管理层认为杭州办事处拟从2016年1月开始进行开办并租赁办公场所,并假设每年约5%的房租增长进行预测。同时企业管理层对该办事处的人员工资成本在服务业成本-人工成本中进行预测。

3) 相关服务费的预测

相关服务费系支付给相关电商平台的发布广告及其他与服务业相关的成本费用。经了解,该部分费用与服务业收入成一定的线性关系。根据涅生网络提供的历史数据资料,前三期的相关服务费占服务业收入的比例分别为3.21%,2.4%和1.86%,历史的服务费如下:

金额单位:万元

项目内容	2013年	2014年	2015年1-9月
------	-------	-------	-----------

相关服务费	44.05	55.34	28.65
占服务业收入比例	3.21%	2.40%	1.86%

本次预测按前三期相关服务费成本占服务业收入的平均比例取值为 2.49% 作为未来年度相关服务费的预测。

服务业成本预测结果如下：

金额单位：万元

项目	2015年/10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
人工费用	60.79	295.02	367.42	451.34	564.26	695.26	846.81
租金-杭州办事处	-	3.00	3.15	3.31	3.47	3.65	3.83
相关服务费	48.67	112.57	142.07	174.47	206.20	237.16	266.86
服务业成本合计	109.46	410.59	512.63	629.12	773.93	936.06	1,117.49
占服务业收入比例	5.60%	9.08%	8.98%	8.98%	9.34%	9.82%	10.42%

(2) 销售（自营网店）成本预测

销售（自营网店）成本主要是采购成本，分为自销和分销，一般的电商行业毛利率较低。这主要看销售的品种及销售的模式。

企业自营网店的历史成本如下：

项目内容	2013年	2014年	2015年1-9月
自营销售成本	54.05	5.07	11.57
占自营销售收入比例	84.31%	9.52%	24.06%

从历史经营情况分析，企业自营网店的期限较短，波动性大，该业务的账面反映的成本无参考意义。

涅生网络由于销售产品（美妆类较多）的不同，管理层认为美妆类的零售的毛利率较高，一般为 50% 左右，分销的毛利率为 20% 左右。而我们抽样了三个经营化妆品的上市公司，其一般的销售毛利率平均值约 33.24%

证券代码	销售毛利率[报告期] 2013 年报[单位] %	销售毛利率[报告期] 2014 年报[单位] %	平均值%
600315.SH（上海家化）	62.9588	61.8159	62.17
000662.SZ（索芙特）	16.6791	14.3703	14.60
600439.SH（瑞贝卡）	22.1894	25.7253	22.95
			33.24

故，企业管理人员认为平均按 25%-30% 估测毛利率可能较为合理，考虑谨慎性原则，本次按 75% 的成本率预测未来年度的自营网店的销售成本。

自营网店的销售成本预测如下：

金额单位：万元

项目	2015 年/10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
自营网店销售收入	80.21	167.42	204.25	236.93	267.25	294.62	318.76
自营网店销售成本	60.15	125.56	153.19	177.70	200.44	220.97	239.07
销售成本率	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%

（3）仓储物流成本预测

涅生网络为服务业（代运营）的配套仓储物流服务设立在武汉-仓储物流经营部，目前的物流仓储租赁面积为 4200 平方米。武汉位于中国的物流中转中心，交通十分便利。该公司的仓储物流业务从 2015 年 5 月份才正式开始运营。根据与管理层相关人员的访谈了解及对历史成本资料的分析，仓储物流成本主要包括人工费用、仓库租金、水电费、物流成本-快递费四部分组成。

涅生网络的历史服务成本如下表：

金额单位：万元

项目内容	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月
仓储人工费用			25.73
仓库租金-武汉			
水电费			
物流成本-快递费			108.60
仓储物流成本合计	-		134.33

经了解，武汉物流仓库从 2015 年 7 月才开始租赁，而且 7-10 月为免租期。账面费用的物流成本仅为人工费用和快递费。根据与相关上市公司经营状况比较，由于涅生网络公司是 BOC 物流，有别与传统物流，公司物流主要成本是快递的派送成本和房租成本，相应成本较低。其中的物流成本 108.60 万元系 5 月份开始纳入涅生网络核算的快递费。考虑公司的物流业务从 2015 年 5 月才开始，故历史数据无参考意义。

1) 人工费用的预测

根据涅生网络预测的武汉涅生（仓储物流部）未来人力资源配置安排及员工薪酬计划，同时考虑未来武汉地区工资水平按 10% 比例增长等情况，计算出仓储物流人工

费用（注：为使与历史数据保持一致，对应的福利费、社保保险等费用全部在管理费用中反映）。

2) 仓库租金的预测

2015年-2017年仓库租金，根据公司与租赁方签订的合同计算（注：按照租赁合同，2015年7-10月是免租期，2015年租金实际是两个月租金），2018年-2021年结合武汉的历史租金增长率情况，预测租金年增长率5%。

3) 水电费的预测

根据与公司相关人员的访谈，了解到主要是照明、电脑等办公用电以及生活用水，目前每个月约3000元左右，因此本次预测2015年水电费约4万元，随着业务量的增加，预测2016年开始按10%增长。

4) 物流成本-快递费的预测

涅生网络的配送业务-快递费，均转包给相关的快递公司发送，经核实了解，支付给快递公司每单业务约4.1元成本。根据对5-9月的财务账查询，快递费占仓储物流收入的比例为27.47%，根据与公司相关管理人员访谈了解，快递费与仓储物流的收入有密切关系，按单数与单价估算比例约为30%-32%，而且随着公司下半年发货量的增加，平均快递成本有可能降低，因此综合分析，本次快递费的预测根据快递费与仓储物流收入的比例预测未来的快递费成本，考虑谨慎性原则，其平均比例取值为30%。

仓储物流成本预测结果如下：

金额单位：万元

项目	2015年/10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
人工费用	20.48	100.10	121.12	145.35	173.20	205.18	241.82
仓库租金	10.08	60.98	63.50	66.68	70.01	73.51	77.19
水电费	1.00	4.40	4.84	5.32	5.86	6.44	7.09
快递费	155.84	426.35	546.64	672.66	790.16	900.29	1,000.68
仓储物流成本合计	187.39	591.84	736.10	890.01	1,039.23	1,185.43	1,326.77

综上所述，主营业务成本预测结果汇总如下：

项目	2015年/10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
(1) 服务业（代理运营服务）成本	109.46	410.59	512.63	629.12	773.93	936.06	1,117.49
(2) 销售成本（自营网店）	60.15	125.56	153.19	177.70	200.44	220.97	239.07
(3) 仓储物流成本	187.39	591.84	736.10	890.01	1,039.23	1,185.43	1,326.77
主营业务成本合计	357.01	1,127.99	1,401.92	1,696.82	2,013.61	2,342.46	2,683.33

营业成本/营业收入%	13.97%	18.46%	18.13%	17.88%	18.00%	18.27%	18.67%
------------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

有关营业成本的预测，详见《营业成本预测表》。

3. 营业税金及附加的分析和预测

涅生网络的营业税金及附加主要包括营业税、城建税、教育费附加、地方教育费附加及文化事业建设费等。

根据评估基准日企业的税收政策，企业已全部缴纳增值税，其中，服务业收入和仓储物流收入增值税税率为6%；销售自营网店收入增值税税率17%。

本次预测时依据对应收入以及税负比例计算应缴纳的增值税及需要缴纳的城建税、教育费附加、地方教育费附加以及文化事业建设费。

其中，公司有部分收入属于广告类收入，该类收入历史年度平均占服务业收入的5.9%，按税收政策规定，需要交纳文化事业建设费，费率为3%。

未来年度的营业税金及附加预测结果如下：

项目	2015年/10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
营业税							
城建税	10.60	25.15	32.03	39.35	46.42	53.26	59.73
教育费附加	7.57	17.97	22.88	28.10	33.16	38.04	42.67
文化事业建设费	3.46	8.00	10.10	12.41	14.66	16.86	18.98
营业税金及附加合计	21.63	51.12	65.01	79.85	94.24	108.16	121.38
占营业收入比例	0.85%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%	0.84%

有关主营业税金及附加的预测，详见《营业税金及附加预测表》。

4. 销售费用的分析和预测

销售费用主要由佣金、工资（客服人员的工资）、快递费、网络服务费、广告费、平台使用费等构成。

（1）销售费用历史构成及数据见下表：

序号	费用明细项	历史数据		
		2013年	2014年	2015年/1-9月
1	工资-客服	18.15	24.04	47.68
2	广告费	1.98	11.34	23.30
3	佣金	3.39	24.69	28.07
4	财产险	0.80	-	2.10
5	投标服务费	3.36	-	-

6	临时人员工资	-	-	4.05
7	业务宣传费	-	-	3.00
8	快递费及其他	10.59	8.51	0.62
	销售费用合计	38.27	68.58	108.82
	销售费用/营业收入	2.66%	2.90%	5.43%

(2) 预测简单说明:

序号 1: 工资-客服部人员工资 (系基本工资和岗位津贴简称: 薪酬) 在本销售费用中核算。对于客服部员工薪酬, 结合该公司未来人力资源配置安排及员工薪酬计划, 同时考虑未来工资水平按 10% 比例增长等情况, 计算出客服部人工费用 (注: 为使与历史数据保持一致, 对应的福利费、社保保险等费用全部在管理费用中反映)。

历史及管理层预测的客服部人员情况:

	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2015 年 10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	202 1 年
客服部人员	16	19	21	30	34	38	42	46	50	54

广州总部的办公场所租金统一在管理费用预测。

序号 8: 快递费及其他系企业日常快递费等, 经了解, 该类业务与主营业务收入无关, 管理层认为按每年 10% 增长预测比较客观, 估计 2015 年的费用约 12 万元。

对于其他销售费用明细项的预测, 主要采用趋势分析法, 分析各费用项目的性质及发生的原因, 由于均与营业收入成一定的线性关系, 故根据历史数据, 按占营业收入比例的历史平均值进行预测 (剔除未发生期或不合理因素)。

(3) 销售费用预测数据结果汇总:

项目	2015 年/10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
销售费用合计	90.71	266.20	330.32	401.75	477.05	556.87	641.39
销售费用/营业收入	3.55%	4.36%	4.27%	4.23%	4.27%	4.34%	4.46%

有关销售费用的预测, 详见《销售费用预测表》。

5. 管理费用的分析和预测

管理费用主要由办公费、工资、差旅费、业务招待费、折旧费用、办公室房租、水电费、工会经费、单位社保、住房公积金等构成。

(1) 管理费用历史构成及数据见下表:

序号	费用明细项	
----	-------	--

		2013年	2014年	2015年/1-9月
1	办公费	14.87	15.12	15.49
2	福利费	18.64	15.75	11.39
3	交通费	4.97	5.48	6.95
4	差旅费	11.64	37.64	35.55
5	汽车费	3.43	0.66	0.22
6	工资-管理和研发部门	110.84	123.62	160.70
7	业务招待费	9.90	11.84	13.39
8	折旧	3.09	7.87	9.47
9	会议费	0.00	0.68	0.00
10	电话费	5.03	7.92	8.31
11	印花税	0.05	0.62	1.12
12	社会保险费	23.34	34.54	42.20
13	水电费	5.11	7.04	6.98
14	租金-广州	10.03	20.78	26.71
15	培训费	0.50	4.29	2.20
16	堤围防护费	1.20	1.10	0.00
17	招聘费	0.31	0.38	0.40
18	工会经费			
19	住房公积金			
20	其他-杂项	2.04	6.86	4.72
	管理费用合计	224.99	302.18	345.81
	管理费用/营业收入%	15.65%	12.77%	17.25%

(2) 预测简单说明:

1) 序号 2: 福利费、序号 12: 社会保险费(五险): 系公司全部员工的福利费和五险(养老保险、失业保险、医疗保险、工伤保险、失业保险)。

2) 序号 6: 工资-管理人员系总经办、财务部、人力资源行政部的人员工资(薪酬)和研发工资(含 IT 研发部门工资)系研发部人员工资(薪酬)。

3) 对于工资、单位承担的社会保险、福利费, 主要依据公司未来人力资源配置安排及薪酬计划, 同时结合当地工资发展水平、社保基数历史增长趋势等进行综合分析测算。目前企业实际按 2408 元为基数缴纳社会保险, 故本次在此基础上预测并每年按 10%增长。详见《人工费预测明细表》。

4) 序号 18: 工会经费、序号 19: 住房公积金: 公司历史数据无工会经费, 以前

年度也不缴纳住房公积金，为了在与历史成本数据匹配，将公司的工会经费和为员工缴纳的住房公积金全部列入管理费用预测。

其中，工会经费按全部员工工资薪酬的 2% 预测；住房公积金，根据广州市缴纳政策，按每年的社保基数 10% 预测（广州市 6%-20% 不等，一般的国有企业为 10%-12% 较多，管理层认为按 10% 预测较为合理）。

5) 对于折旧费用，按照现有的固定资产、未来的更新计划以及折旧政策估算得出，该企业对折旧费用全部在管理费用中核算。

6) 序号 14：为广州办公场所的租金和物业管理费，按照相关合同和规定，同时考虑一定的增长幅度进行预测。其中位于广州总部的办公场所合同到期为 2016 年，合同显示租金为 3 万元/月，物业管理费约为每月 2000 元（无合同），2017 年及以后预计增长 10%。1-9 月的租金包含武汉的仓库租金，预测时把武汉仓库租金在营业成本中反映。

7) 序号 16：堤围防护费，按照当地税费规定的总营业收入的 1‰ 计算预测。

8) 对于其他管理费用明细项的预测，主要采用趋势分析法，分析各费用项目的性质及发生的原因，由于均与营业收入成一定的线性关系，故根据历史数据，按占营业收入比例的历史平均值进行预测（剔除不合理因素）。

（3）管理费用预测数据结果汇总：

项目	2015 年/10-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
管理费用合计	213.33	764.12	901.06	1,062.29	1,251.67	1,511.11	1,747.56
管理费用/ 营业收入	8.35%	12.50%	11.65%	11.20%	11.19%	11.78%	12.16%

有关管理费用的预测，详见《管理费用预测表》。

6. 财务费用的分析和预测

财务费用主要包括银行手续费和存款利息收入。涅生网络公司历史上均无借款，发生的各项财务费用金额均较小，主要为网络购物时支付银行的手续费。在未来预测中，财务费用按营业收入的一定比例 0.03% 计算。

具体预测结果数据如下：

项目	2015 年/7-12	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
财务费用合计	0.77	1.83	2.32	2.85	3.36	3.85	4.31
财务费用/营业收入	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%

有关财务费用的预测，详见《财务费用预测表》。

7. 资产减值损失的预测

资产减值损失主要考虑企业往来款的回款损失。该公司以前年度未发生回款损失，历史数据是根据会计政策期末计提坏账准备，实际未发生回款损失。因此，本次预测中不考虑资产减值损失。

8. 投资收益的预测

本次预测按合并报表口径，故对控股公司已一并考虑。投资收益的账面金额系公司购买的理财产品所获得收益，本次已将其列为非经营性资产单独进行评估，故此处不考虑投资收益的预测。

9. 营业外收入、支出的预测

该公司历史发生额均很小，考虑未来不确定性较多，无法预计，预测时不予考虑。

10. 所得税预测

根据《财政部、国家税务总局关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》的规定，我国境内新办的集成电路设计企业和符合条件的软件企业，经认定后，在 2017 年 12 月 31 日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照 25% 的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。公司“涅生电子商务 ERP 运营服务软件 V1.0”系统 2013 年 6 月 25 日获得中华人民共和国版权局核发计算机软件著作权登记证书、2014 年 9 月 30 日获得广东省经济信息化委员会核发软件产品登记证书。公司企业所得税符合上述优惠政策。2013 年、2014 年免征企业所得税，2015-2017 年减按 12.5% 税率缴纳所得税，涅生网络目前享受两免三减半的所得税优惠政策，故 2015 年-2017 年按照所得税减半（税率即：12.5%）优惠政策，并假设从 2018 年恢复税率 25%。本次对 2015 年-2017 年所得税税率按 12.5% 预测，对 2018 年及以后按 25% 进行预测。

（二）企业自由现金流的预测

企业自由现金流 = 净利润 + 利息支出 × (1 - 所得税率) + 折旧及摊销 - 年资本性支出 - 年营运资金增加额

1. 净利润的预测

根据以上各收益指标的预测值，可以直接求得未来每年的净利润。

净利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用-所得税。

净利润预测汇总如下：（金额单位：万元）

项目	未来预测							
	2015/10-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021	稳定期
一、营业收入	2,555.04	6,110.92	7,733.70	9,488.04	11,184.69	12,823.12	14,374.79	14,374.79
减：营业成本	357.01	1,127.99	1,401.92	1,696.82	2,013.61	2,342.46	2,683.33	2,683.33
营业税金及附加	21.63	51.12	65.01	79.85	94.24	108.16	121.38	121.38
销售费用	90.71	266.20	330.32	401.75	477.05	556.87	641.39	641.39
管理费用	213.33	764.12	901.06	1,062.29	1,251.67	1,511.11	1,747.56	1,747.56
财务费用	0.77	1.83	2.32	2.85	3.36	3.85	4.31	4.31
二、营业利润	1,871.60	3,899.65	5,033.07	6,244.47	7,344.77	8,300.66	9,176.83	9,176.83
三、利润总额	1,871.60	3,899.65	5,033.07	6,244.47	7,344.77	8,300.66	9,176.83	9,176.83
减：所得税费用	233.95	487.46	629.13	1,561.12	1,836.19	2,075.17	2,294.21	2,294.21
四、净利润	1,637.65	3,412.19	4,403.94	4,683.35	5,508.58	6,225.50	6,882.62	6,882.62

有关净利润的预测，详见《利润预测表》。

2. 折旧及摊销的预测

固定资产的折旧包括，对基准日现有的固定资产（存量资产）按企业会计计提折旧的方法（直线法）计提折旧、用于现有生产设备的维护方面的支出和对基准日后新增的固定资产（用于新增生产能力方面的支出-新增员工涉及购置办公设备），按购入年份的中期作为转固定资产日期开始计提折旧。

年折旧额=固定资产原值×年折旧率

预测未来各期固定资产折旧及摊销如下表：

金额单位：万元

项目	2015年/10-12月	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	永续期
折旧摊销	3.18	16.30	10.66	15.07	16.56	15.77	16.63	17.48

有关折旧及摊销的预测，详见《折旧/摊销预测表》。

3. 资本性支出预测

资本性支出包括追加投资和更新支出。

根据涅生网络公司的规划，预计未来随着公司人员的扩充，需追加电脑设备的购置支出。评估人员经过与企业管理层级相关员工的沟通，了解了公司未来的新增固定资产计划，按照一定金额估算了未来拟追加的固定资产投资。

更新支出是指为维持企业持续经营而发生的资产更新支出，主要为固定资产更新支出。本次评估假设各项设备的更新等将于未来各年均匀发生，其金额接近各年有关的折旧摊销金额。

同时，考虑杭州办事处的开办，2016年需要添置家具、服务器等设备（正常员工购置电脑设备除外）。

具体见下表所示：

金额单位：万元

项目	2015年/7-12	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	稳定期
用于现有生产设备的维护方面的支出	3.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
用于新增生产能力方面的支出		14.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
资本性支出合计	3.00	26.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00

资本性支出的预测，详见《资本性支出预测表》。

4. 营运资金增加预测

营运资金主要为流动资产减去不含有息负债的流动负债。

营运资金的预测，一般根据企业最近几年每年营运资金占用占营业收入的比例进行分析和判断，在历史平均比例水平基础上结合企业目前及未来发展加以调整。通过计算一个资金周转周期内所需的资金，确定每年企业营运资金需求量及营运资金占营业收入的比例。为了合理地预测将来公司需要占用的营运资金情况，我们根据被评估单位公司财务数据以及与财务、市场方面有关负责人的访谈了解的情况，以前二期平均营运资金占营业收入的比例来确定未来年度公司营运资金占营业收入的水平。2013年、2014年及2015年1-9月营运资金占销售收入的平均水平分别为23.30%、16.25%、4.18%，扣除2015年1-9月不合理因素，故本次确定19.80%作为未来营运资金占营业收入平均水平进行预测。

有关营运资金的预测，详见《营运资金预测表》。

5. 收益期的预测

鉴于公司的经营期限为长期，因此未来预测年期为无限年期。

6. 终值预测

终值是企业在预测经营期之后的价值。终值的预测一般可以采用永续年金的方式，在国外也有采用 Gordon 增长模型进行预测的。本次评估我们采用永续年金的方式预测。我们假定企业的经营在 2021 年后每年的经营情况趋于稳定。

详见《股权价值测算表》。

七、折现率的预测

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估价值的重要参数。由于涅生网络不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算广州涅生网络科技有限公司期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β (Levered Beta)；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司 β 以及广州涅生网络科技有限公司资本结构估算涅生网络的期望投资回报率，并以此作为折现率。

(一) 对比公司的选取

由于本次评估的被评估单位为盈利企业，并且在基准日前三年连续盈利，属于电子商务行业，根据证监会《上市公司行业分类指引》(2012 年修订)，应归类为“信息传输、软件和信息技术服务业”。因此在本次评估中，我们初步采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

- 对比公司近三年经营为盈利公司；
- 对比公司必须为至少有两年上市历史；
- 对比公司只发行人民币A股；
- 对比公司所从事的行业与被评估单位相同、类似或其主营业务为电子商务行业或电子商务上下游行业，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于2年。

根据上述原则，我们利用同花顺 iFinD 数据系统进行筛选，最终选取了以下 4 家上市公司作为对比公司，如下所示：

序号	对比公司名称	股票简称	股票代码
1	浙江网盛生意宝股份有限公司	生意宝	002095.SZ
2	深圳市怡亚通供应链股份有限公司	怡亚通	002183.SZ
3	焦点科技股份有限公司	焦点科技	002315.SZ
4	苏宁云商集团股份有限公司	苏宁云商	002024.SZ

1. 对比公司一：浙江网盛生意宝股份有限公司

浙江网盛生意宝股份有限公司，股票简称：生意宝，股票代码：002095.SZ。

浙江网盛生意宝股份有限公司是一家专业从事互联网信息服务、电子商务、专业搜索引擎和企业应用软件开发的高新企业具体包括提供化工、纺织和医药等网站服务，展会服务和生意宝服务、商务服务目前已发展成国内最大的垂直专业网站开发商之一。公司创建并运营了中国化工网、全球化工网、中国纺织网等多个国内外知名的专业电子商务网站以及国内最大的专业化工搜索引擎 ChemIndex 公司旗下的中国化工网是国内第一家专业化工网站。

浙江网盛生意宝股份有限公司（以下简称“生意宝”）原名浙江中化网络股份有限公司，是经浙江省人民政府浙上市[2003]76号文批准，在原杭州中化网络技术有限公司基础上整体变更设立的股份有限公司，由杭州中达信息技术有限公司、上海中化科技发展有限公司、陶水娟、吕钢、傅智勇、陆永康、叶瑞忠、沈培英、童茂荣、於伟东共同发起设立，股本总额为 4,500 万股（每股人民币 1 元）。生意宝于 2003 年 11 月 7 日在浙江省工商行政管理局登记注册，取得注册号为 3300001010169 的企业法人营业执照。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2006]133 号文核准，生意宝于 2006 年 12 月在深圳证券交易所上市，发行股数 1,500 万股，总股本为 6,000 万股，生意宝注册地在浙江省杭州市，生意宝注册资本为 6,000 万元。深圳证券交易所 A 股交易代码:002095，A 股简称：生意宝。所属行业为计算机类。根据生意宝 2008 年 5 月 16 日召开的 2007 年度股东大会决议和修改后的章程规定，生意宝以 2007 年 12 月 31 日股本 6,000 万股为基数，按每 10 股由资本公积金转增 5 股，共计转增 3,000 万股，并于 2008 年度实施。转增后，注册资本增至人民币 9,000 万元。根据生意宝 2010 年 4 月 15 日召开的 2009 年度股东大会决议和修改后的章程规定，生意宝以 2009 年 12 月 31 日股本 9,000 万股为基数，按每 10 股由资本公积金转增 5 股，共计转增 4,500 万股，并于 2010 年度实施。转增后，注册资本增至人民币 13,500 万元。根据生意宝 2011 年 4 月 9 日召开的 2010 年度股东大会决议及修改后的章程规定，生意宝以 2010 年 12 月 31 日股本 13,500 万股为基数，按每 10 股由资本公积金转增 2 股，共计转增 2,700 万股，并于 2011 年度实施。转增后，注册资本增至 16,200 万元。根据生意宝 2014 年 3 月 25 日召开的 2013 年度股东大会决议及修改后的章程规定，生意宝以 2013 年 12 月 31 日股本 16,200 万股为基数，按每 10 股由资本公积金转增 3 股，共计转增 4,860 万股，并于 2014 年度实施。转增后，注册资本增至 21,060 万元。

截止 2014 年 12 月 31 日，生意宝累计发行股本总数 21,060 万股，生意宝注册资本为 21,060 万元。根据生意宝 2015 年 5 月 25 日召开的 2014 年度股东大会决议及修改后的章程规定，生意宝以 2014 年 12 月 31 日股本 21,060 万股为基数，按每 10 股由资本公积金转增 1 股，共计转增 2,106 万股；以未分配利润每 10 股送 1 股，共计送股 2,106 万股；并于 2015 年度实施。利润分配完成后，生意宝注册资本增至 25,272 万元。截止 2015 年 6 月 30 日，生意宝累计发行股本总数 25,272 万股，生意宝注册资本为 25,272 万元，生意宝主要经营活动为：网络基础服务、网络信息推广服务、广告发布服务、生意通电子商务服务、化工贸易服务以及展会服务。

生意宝近 2 年及 1 期相关主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下：

项目	2015 中报	2014 年报	2013 年报
营业收入			
化工贸易服务(万元)	432.22	1,350.44	5,233.02
展会服务(万元)	796.42	1,771.33	1,429.46
担保服务(万元)	3.88	17.99	-
网络服务业(万元)	6,027.57	12,768.73	13,161.08
毛利率			
化工贸易服务 (%)	65.94	30.51	12.36
展会服务 (%)	23.78	23.96	22.83
担保服务 (%)	100.00	100.00	-
网络服务业 (%)	96.84	94.10	93.42
收入构成			
化工贸易服务 (%)	5.95	8.49	26.40
展会服务 (%)	10.97	11.13	7.21
担保服务 (%)	0.05	0.11	-
网络服务业 (%)	83.02	80.26	66.39

2. 对比公司二：深圳市怡亚通供应链股份有限公司

深圳市怡亚通供应链股份有限公司，股票简称：怡亚通，股票代码：002183.SZ。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司作为专业的一站式供应链管理电子商务类服务商，所从事的主要业务是为企业(客户)提供除其核心业务(产品研发、制作及销售)外其余供应链管理环节的服务，即企业将供应链管理服务环节外包给该公司,该公司根据需要提供包括代理采购、产品营销支持、进出口通关、供应链库存管理(VMI)、国际物流中心、流通物流加工、供应链结算配套服务、供应链信息系统等一系列、全方位的服务。

深圳市怡亚通供应链股份有限公司（以下简称“怡亚通”）是由深圳市怡亚通商贸有限公司(“原公司”)变更成立的股份有限公司。持有深圳市市场监督管理局颁发的

注册号为 440301501127886 号企业法人营业执照。注册地址为中华人民共和国(“中国”)深圳市福田区深南中路国际文化大厦 27 楼。原公司成立于 1997 年 11 月 10 日,持有深圳市工商行政管理局颁发的执照号深司字 S59063 企业法人营业执照。注册资本人民币 2,000 万元。其中周国辉及其父亲周伙寿分别持有 88.75%及 11.25%股权。2004 年 2 月 6 日,周伙寿将其持有的 0.5%及 0.5%原公司股权分别无偿转让给周爱娟及周丽红。同时,周伙寿将其持有的 10%原公司股权以人民币二百万元转让给西藏联合精英科技有限公司(原名“深圳市联合精英科技有限公司”,于 2012 年度,该公司注册地址由深圳市迁至西藏自治区,并更名为“西藏联合精英科技有限公司”,以下简称“联合精英”)。深圳市怡亚通投资控股有限公司(原名为“深圳市联合数码控股有限公司”,以下简称“怡亚通投资控股”)及周伙寿分别持有 90%及 10%联合精英股权。周国辉及周伙寿分别持有 90%及 10%怡亚通投资控股股权。2004 年 2 月 20 日,原公司取得广东省深圳市人民政府以深府股[2004]4 号文件批准,同意从有限责任公司改制为股份有限公司。各股东以经审计后于 2003 年 8 月 31 日的原公司净资产值(扣除负债后的净额)人民币 70,822,231 元,以 1:1 的折股比例折为新成立股份有限公司每股面值人民币 1 元的普通股,怡亚通实际收到股本共人民币 70,822,231 元。改制后的公司名称由“深圳市怡亚通商贸有限公司”更改为“深圳市怡亚通供应链股份有限公司”。同时,怡亚通于同日成立联怡(香港)有限公司(“联怡香港”)以收购由周国辉及周爱娟分别持有的联怡国际(香港)有限公司(“联怡国际”)99%及 1%股权。2004 年 4 月 23 日,周国辉将其持有的 88.75%原公司股权以人民币一千万元转让怡亚通投资控股。改制后,周国辉、周伙寿、周爱娟及周丽红于怡亚通的实质持股权分别为 87.975%、11.025%、0.5%及 0.5%。怡亚通经中国证券监督管理委员会《关于核准深圳市怡亚通供应链股份有限公司首次公开发行股票的通知》(证监发行字[2007]367 号)批准,于 2007 年 11 月 5 日在深圳证券交易所发行人民币普通股 31,000,000 股,每股发行价人民币 24.89 元,注册资本变更为人民币 123,574,258 元,每股面值人民币 1 元。怡亚通于 2007 年 11 月 13 日在深圳证券交易所上市。2008 年 5 月 13 日,经怡亚通股东大会决议,以公司原总股本 123,574,258 股为基数,每 10 股转增 10 股,共计转增 123,574,258 股,转增后总股本为 247,148,516 股,注册资本亦变更为人民币 247,148,516 元。2009 年 5 月 20 日,经怡亚通股东大会决议,以公司原总股本 247,148,516 股为基数,每 10 股转增 5 股,共计转增 123,574,258 股,转增后总股本为 370,722,774 股,注册资本亦变更为人民币 370,722,774 元。2010 年 5 月 6 日,

经怡亚通股东大会决议，以公司原总股本 370,722,744 股为基数，向全体股东每 10 股派 1 元人民币现金（含税），同时，以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股。转增后总股本增加为 556,084,161 股，注册资本亦变更为人民币 556,084,161 元。2011 年 5 月 17 日，经公司 2010 年度股东大会决议，以 2010 年末的总股本 556,084,161 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 1.1 元（含税），同时以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股。转增后公司总股本增至 834,126,241 股，注册资本亦变更为人民币 834,126,241 元。根据中国证券监督管理委员会证监许可[2013]167 号文《关于核准深圳市怡亚通供应链股份有限公司非公开发行股票批复》的核准，怡亚通于 2013 年 4 月向符合中国证券监督管理委员会相关规定条件的特定投资者定价发行人民币普通股（A 股）15,200 万股，每股面值人民币 1.00 元，每股发行认购价格为人民币 4.16 元。发行后公司总股本变更为 986,126,241 股，注册资本亦变更为人民币 986,126,241 元。经过历年的转增股本及增发新股，截至 2014 年 12 月 31 日，怡亚通累计发行股本总数 997,777,989 股，注册资本为 997,777,989 元。怡亚通的母公司为怡亚通投资控股，最终控股人为周国辉先生。

怡亚通近 2 年及 1 期相关主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下：

项目	2015 中报	2014 年报	2013 年报
营业收入			
产品整合业务(万元)	45,851.16	83,462.28	84,479.06
广度供应链业务(万元)	45,801.03	92,065.90	96,005.91
深度供应链业务(万元)	1,399,472.73	2,019,457.70	970,935.06
毛利率			
产品整合业务(%)	5.68	5.77	3.34
广度供应链业务(%)	49.78	49.07	47.93
深度供应链业务(%)	5.82	5.50	5.21
收入构成			
产品整合业务(万元)	3.07	3.80	7.34
广度供应链业务(万元)	3.07	4.19	8.34
深度供应链业务(万元)	93.85	92.00	84.33

3. 对比公司三：焦点科技股份有限公司

焦点科技股份有限公司，股票简称：焦点科技，股票代码：002315.SZ。

焦点科技股份有限公司是一家综合型第三方 B2B 电子商务平台运营商,国内最早专业从事电子商务开发及应用高新技术的企业之一,致力于为客户提供全面的电子商务解决方案,主要为中国供应商和全球采购商提供信息发布与搜索等服务,已成为全球采购商采购中国制造产品的最重要网络渠道之一。2009 年 7 月,焦点科技获得中国服

务贸易协会和中国信息协会联合颁发的"2008-2009 年度中国最佳客户服务奖";2009年 5 月,焦点科技获南京市人民政府颁发的"2008 年度南京市科学技术进步一等奖";2008 年 12 月 31 日,国家发改委、工业和信息化部、商务部、国家税务总局联合认定焦点科技为 2008 年度国家规划布局内重点软件企业;2008 年 9 月 24 日,江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、江苏省国家税务局、江苏省地方税务局联合认定焦点科技为高新技术企业;2008 年 4 月,江苏省科学技术厅认定中国制造网 B2B 第三方电子商务平台为高新技术产品;2007 年 12 月 20 日,《互联网周刊》授予中国制造网电子商务平台(Made-in-China.com)"2007 年中国商业网站排行榜(B2B)第 1 名"荣誉;2006 年,中国对外贸易杂志社授予焦点科技"中国对外贸易最有影响力企业"荣誉;2003 年至 2006 年,《互联网周刊》连续四年授予中国制造网电子商务平台(Made-in-China.com)"中国商业网站 100 强"荣誉。

焦点科技股份有限公司(以下简称“焦点科技”)系于 2007 年 9 月经南京焦点科技开发有限公司股东会决议批准,由南京焦点科技开发有限公司整体变更而设立的股份有限公司,设立时股本总额为 8,812 万元。2009 年 9 月经中国证券监督管理委员会《关于核准焦点科技股份有限公司首次公开发行股票批复》【证监许可[2009]1014 号】的核准,焦点科技向社会公开发行人民币普通股股票 2,938 万股,每股面值 1 元,每股发行价为 42 元,发行后股本总额变更为 11,750 万元。焦点科技股票于 2009 年 12 月 9 日起在深圳证券交易所挂牌交易。焦点科技现注册资本为 11,750 万元,于 2012 年 9 月取得由南京市工商行政管理局换发的 320191000008734 号《企业法人营业执照》,注册地址为南京高新开发区星火路软件大厦 A 座 12F。

焦点科技近 2 年及 1 期相关主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下:

项目	2015 中报	2014 年报	2013 年报
营业收入			
B2B(万元)	19,977.26	45,487.08	46,609.02
保险(万元)	521.98	3,630.06	2,675.81
贸易(万元)	2,413.80	1,345.00	1,423.34
毛利率			
B2B (%)	69.78	66.14	72.76
保险 (%)	48.46	43.88	30.42
贸易 (%)	9.51	14.49	7.49
收入构成			
B2B (%)	87.19	90.14	91.92
保险 (%)	2.28	7.19	5.28
贸易 (%)	10.53	2.67	2.81

4. 对比公司四：苏宁云商集团股份有限公司

苏宁云商集团股份有限公司，股票简称：苏宁云商，股票代码：002024.SZ。

苏宁云商集团股份有限公司是一家从事综合电器的销售和企业的企业.公司目前经营的商品包括空调、冰洗、彩电、音像、小家电、通讯、电脑、数码八个品类,近千个品牌,20 多万个规格型号.公司是中国 3C(家电、电脑、通讯)家电的连锁零售的行业领跑者.公司是国内仅有的几家全国性家用电器连锁零售企业之一。近年，公司由传统的电器连锁，转型为“电商+零售服务商”，旗下拥有苏宁易购电商平台，同时苏宁云商持续优化连锁网络布局，加速门店互联化运营，持续推进 O2O 发展，探索尝试开设互联化门店-“云店”，推进红孩子、超市店面业态网络布局。

苏宁云商集团股份有限公司(以下简称“苏宁云商”)的前身系于 1996 年 5 月 15 日在中华人民共和国江苏省南京市注册成立的江苏苏宁交家电有限公司，成立时的注册资本为人民币 120 万元。于 2000 年 7 月 28 日，经江苏省工商行政管理局批准更名为江苏苏宁交家电集团有限公司。于 2000 年 8 月 30 日经国家工商行政管理局批准更名为苏宁交家电(集团)有限公司。于 2001 年 6 月 28 日，经江苏省人民政府苏政复[2001]109 号文批准，以苏宁交家电(集团)有限公司于 2000 年 12 月 31 日的净资产整体变更为苏宁电器连锁集团股份有限公司，股本总额为人民币 68,160,000 元，于 2001 年 6 月 29 日领取营业执照。此后，根据 2005 年第二次临时股东大会决议，苏宁云商更名为苏宁电器股份有限公司。根据 2013 年 3 月召开的 2013 年第一次临时股东大会决议，苏宁云商更名为苏宁云商集团股份有限公司，并于 2013 年 3 月 20 日取得变更后的营业执照。苏宁云商总部地址为中华人民共和国江苏省南京市。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2004]97 号文“关于核准苏宁电器连锁集团股份有限公司公开发行股票的通知”批准，苏宁云商于 2004 年 7 月 7 日向境内投资者发行了 2,500 万股人民币普通股(以下称为“A 股”)，每股面值人民币 1 元，每股发行价为人民币 16.33 元，发行后总股本增至人民币 93,160,000 元，苏宁云商发行的 A 股于 2004 年 7 月 21 日在深圳证券交易所中小企业板块挂牌上市交易。经于 2005 年 5 月 22 日召开的 2004 年年度股东大会通过，苏宁云商以资本公积转增股本人民币 93,160,000 元。经此次转增后，股本总额变更为人民币 186,320,000 元。经于 2005 年 9 月 29 日召开的 2005 年第二次临时股东大会决议通过，苏宁云商以资本公积转增股本人民币 149,056,000 元。经此次转增后，股本总额变更为人民币 335,376,000 元。经中国证券监督管理委员会证监发行字[2006]21 号文“关于核准苏宁电器股份有限公司非公开发行股票的通

知”批准，苏宁云商于 2006 年 6 月 20 日向特定投资者非公开发行 2,500 万 A 股，每股面值人民币 1 元，每股发行价为人民币 48 元，股本总额变更为人民币 360,376,000 元。经于 2006 年 9 月 13 日召开的 2006 年第二次临时股东大会决议通过，苏宁云商以资本公积转增股本人民币 360,376,000 元。经此次转增后，股本总额变更为人民币 720,752,000 元。经于 2007 年 3 月 30 日召开的 2006 年年度股东大会决议通过，苏宁云商以资本公积转增股本人民币 720,752,000 元。经此次转增后，股本总额变更为人民币 1,441,504,000 元。经中国证券监督管理委员会证监许可[2008]647 号文“关于核准苏宁电器股份有限公司非公开发行股票批复”批准，苏宁云商于 2008 年 5 月 16 日向特定投资者非公开发行 5,400 万 A 股，每股面值人民币 1 元，每股发行价为人民币 45 元，股本总额变更为人民币 1,495,504,000 元。经于 2008 年 9 月 16 日召开的 2008 年第一次临时股东大会决议通过，苏宁云商以资本公积转增股本人民币 1,495,504,000 元。经此次转增后，股本总额变更为人民币 2,991,008,000 元。经于 2009 年 3 月 31 日召开的 2008 年年度股东大会决议通过，苏宁云商以现有总股本 2,991,008,000 股为基数，向全体股东每 10 股送 2 股红股并派发现金红利人民币 0.3 元；同时，公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。经过此次分红派息以及资本公积金转增股本后，股本总额变更为人民币 4,486,512,000 元。经中国证券监督管理委员会证监许可字[2009]1351 号《关于核准苏宁电器股份有限公司非公开发行股票批复》批准，苏宁云商于 2009 年 12 月 23 日以非公开发行股票的方式向证券投资基金等特定投资者发行人民币普通股(A 股)177,629,244 股，每股面值人民币 1 元，每股发行价为人民币 17.20 元，股本总额变更为人民币 4,664,141,244 元。经于 2010 年 4 月 6 日召开的 2009 年年度股东大会决议通过，苏宁云商以资本公积转增股本人民币 2,332,070,622 元。经此次转增后，股本总额变更为人民币 6,996,211,866 元。经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]477 号《关于核准苏宁电器股份有限公司非公开发行股票批复》批准，苏宁云商于 2012 年 7 月 2 日以非公开发行股票的方式向特定投资者发行人民币普通股(A 股)386,831,284 股，每股面值人民币 1 元，每股发行价为人民币 12.15 元，股本总额变更为人民币 7,383,043,150 元。

苏宁云商近 2 年及 1 期相关主营业务占全部经营业务的比重及相关数据如下：

项目	2015 中报	2014 年报	2013 年报
营业收入			
其他行业(万元)	-	-	3,248.20
安装维修行业(万元)	-	-	103,324.20

零售业(万元)	6,232,412.00	10,725,968.80	10,285,491.50
毛利率			
其他行业 (%)	-	-	6.94
安装维修行业 (%)	-	-	22.55
零售业 (%)	14.58	14.31	14.31
收入构成			
其他行业 (%)	-	-	0.03
安装维修行业 (%)	-	-	0.99
零售业 (%)	100.00	100.00	98.97

数据来源：同花顺 iFinD 数据

上述对比公司股票价格波动率与沪深 300 指数波动率 t 检验统计数据如下：

序号	对比公司名称	股票代码	自由度 (n-2)	T 检验统计量	t 检验结论
1	生意宝	002095.sz	58	2.22	通过
2	怡亚通	002183.sz	58	2.61	通过
3	焦点科技	002315.sz	58	3.36	通过
4	苏宁云商	002024.sz	58	3.56	通过

(二) 加权资金成本的确定 (WACC)

WACC (Weighted Average Cost of Capital) 代表期望的总投资回报率。它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

1. 股权回报率的确定

为了确定股权回报率，我们利用资本定价模型 (Capital Asset Pricing Model or “CAPM”)。CAPM 是通常估算投资者收益要求并进而求取公司股权收益率的方法。它可以用下列公式表述：

$$Re = Rf + \beta \times ERP + Rs$$

其中：Re 为股权回报率；Rf 为无风险回报率；β 为风险系数；ERP 为市场风险超额回报率；Rs 为公司特有风险超额回报率

分析 CAPM 我们采用以下几步：

第一步：确定无风险收益率

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。

我们在沪、深两市选择从评估基准日到国债到期日剩余期限超过 10 年期的国债，并计算其到期收益率，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，详见《国债到期收益率计算表》。

我们以上述国债到期收益率的平均值 4.14% 作为本次评估的无风险收益率。

第二步：确定股权风险收益率

股权风险收益率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。正确地确定风险收益率一直是许多股票分析师和资产评估师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现从 1926 年到 1997 年，股权投资年平均年复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率（无风险收益率）约 5.8%。这个超额收益率就被认为是股权投资风险超额收益率 ERP（Equity Risk Premium）。

借鉴美国相关部门估算 ERP 的思路，我们对中国股票市场相关数据进行了研究，我们按如下方式计算中国股市的股权风险收益率 ERP：

- 确定衡量股市整体变化的指数：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。目前国内沪、深两市有许多指数，但是我们选用的指数应该是能最好反映市场主流股票变化的指数，参照美国相关机构估算美国 ERP 时选用标准普尔 500（S&P500）指数的经验，我们在估算中国市场 ERP 时选用了沪深 300 指数。沪深 300 指数是 2005 年 4 月 8 日沪深交易所联合发布的第一只跨市场指数，该指数由沪深 A 股中规模大、流动性好、最具代表性的 300 只股票组成，以综合反映沪深 A 股市场整体表现。沪深 300 指数为成份指数，以指数成份股自由流通股本分级靠档后的调整股本作为权重，因此选择该指数成份股可以更真实反映市场中投资收益的情况。
- 收益率计算年期的选择：所谓收益率计算年期就是考虑到股票价格是随机波动的，存在不确定性，因此为了合理稀释由于股票非系统波动所产生的扰动，我们需要估算一定长度年限股票投资的平均收益率，以最大程度地降低股票非系统波动所可能产生的差异。考虑到中国股市股票波动的特性，我们选择 10 年为间隔期为计算 ERP 的计算年期，也就是说每只成份股的投资回报率都是需要计算其十年的平均值投资回报率作为其未来可能的期望投资回报率。另一方面，我们知道中国股市起始于上世纪 90 年代初期，但最初几年发展极不规范，直到 1997 年之后才逐渐走上正规，考虑到上述情况，我们在测算中国股市 ERP 时，计算的最早滚动时间起始于 1997 年，我们具体采用“向

前滚动”的方法分别计算了 2002、2003、2004、...2010 和 2011 年的 ERP，也就是 2002 年 ERP 的计算采用的年期为 1997 年到 2002 年数据（此时年限不足 10 年），该年度 ERP 的含义是如果在 1997 年购买指数成份股股票持有到 2002 年后每年平均超额收益率；2003 年的 ERP 计算采用的年限为 1997 年到 2003 年（此时年限也不足 10 年），该年度 ERP 的含义是如果在 1997 年购买指数成份股股票持有到 2003 年后每年平均超额收益率；以此类推，当计算 2009 年的 ERP 时我们采用的时间年期为 2000 年到 2009 年（10 年年期），该年度 ERP 的含义是如果在 2000 年购买指数成份股股票持有到 2009 年后每年平均超额收益率；计算 2010 年 ERP 时我们采用的年限为 2001 年到 2010 年（10 年年期），计算 2011 年 ERP 时我们采用的年限为 2002 年到 2011 年（10 年年期），该年度 ERP 的含义是如果在 2002 年购买指数成份股股票持有到 2011 年后每年平均超额收益率。

- 指数成份股的确定：沪深 300 指数的成份股每年是发生变化的，因此我们在估算时采用每年年底时沪深 300 指数的成份股，即当计算 2011 年 ERP 时采用 2011 年底沪深 300 指数的成份股；计算 2010 年 ERP 时采用沪深 300 指数 2010 年底的成份股。对于 2002~2004 年沪深 300 指数没有推出之前，我们采用“外推”的方式，即采用 2005 年年底沪深 300 指数的成份股外推到上述年份，既 2002~2004 年的成份股与 2005 年末保持不变。
- 数据的采集：本次 ERP 测算我们借助 Wind 资讯的数据系统提供所选择的各成份股每年年末的交易收盘价。由于成份股收益中应该包括每年分红、派息等产生的收益，因此我们需要考虑所谓分红、派息等产生的收益，为此我们选用的年末收盘价是 Wind 数据中的年末“复权”价。例如在计算 2012 年 ERP 时选用数据是从 2003-12-31 起至 2012-12-31 止的以 1997 年 12 月 31 日为基准的年末复权价，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。
- 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种计算方法：

算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1,2,3,\dots,N)$$

式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末交易收盘价（后复权价）

设第 1 年到第 n 年的收益平均值为 A_n ，则：

$$A_n = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

式中： A_n 为第 1 年（当计算 2012 年 ERP 是即 2003 年）到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1,2,3,\dots,10$ ， N 是计算每年 ERP 时的有效年限，例如计算 2012 年时， $N=10$ ，计算 2003 年时由于计算年限是从 1997 年到 2002 年，因此 $N=6$ 。

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：

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

P_i 为第 i 年年末交易收盘价（后复权价）

● **无风险收益率 R_f 的估算：**为了估算每年的 ERP，需要估算计算期每年的无风险收益率 R_f ，本次测算我们采用国债的到期收益率（Yield to Maturate Rate）作为无风险收益率。我们首先选择每年年末距到期日剩余年限超过 5 年的国债，然后根据国债每年年末距到期日的剩余年限的长短将国债分为两部分，分别为每年年末距国债到期日剩余年限超过 5 年但少于 10 年的国债和每年年末距国债到期日剩余年限超过 10 年的国债，最后分别计算上述两类国债到期收益率的平均值作为每年年末的距到期剩余年限超过 10 年无风险收益率 R_f 和距到期剩余年限超过 5 年但小于 10 年的 R_f 。

● **估算结论：**

将每年沪深 300 指数成份股收益算术平均值或几何平均值计算出来后，需要将 300 个股票收益率计算平均值作为本年算术或几何平均值的计算 ERP 结论，这个平均值我们采用加权平均的方式，权重则选择每个成份股在沪深 300 指数计算中的权重；每年 ERP 的估算分别采用如下方式：

算术平均值法：

$$ERP_i = A_i - R_{f_i} \quad (i=1,2,\dots,N)$$

几何平均值法：

$$ERP_i = C_i - R_{f_i} \quad (i=1,2,\dots,N)$$

通过估算我们可以分别计算出 2005、2004、...、2014 年每年的市场风险超额收益率 ERP_i ，由于我们评估是要估算未来的 ERP，因此我们最终需要选择上述 2005-2014 年每年 ERP 的平均值作为我们需要估算的未来的 ERP，我们的估算结果如下：

序号	年分	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 Rf(距到期剩余年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf	无风险收益率 Rf(距到期剩余年限超过 5 年但小于 10 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf
1	2005	7.74%	3.25%	3.56%	4.18%	-0.31%	2.94%	4.80%	0.31%
2	2006	36.68%	22.54%	3.55%	33.13%	18.99%	2.93%	33.75%	19.61%
3	2007	55.92%	37.39%	4.30%	51.62%	33.09%	3.85%	52.07%	33.54%
4	2008	27.76%	0.57%	3.80%	23.96%	-3.23%	3.13%	24.63%	-2.56%
5	2009	45.41%	16.89%	4.09%	41.32%	14.40%	3.54%	41.87%	13.35%
6	2010	41.43%	15.10%	4.25%	37.18%	10.85%	3.83%	37.60%	11.27%
7	2011	25.44%	0.12%	3.98%	21.46%	-3.86%	3.41%	22.03%	-3.29%
8	2012	25.40%	1.60%	4.15%	21.25%	-2.55%	3.50%	21.90%	-1.90%
9	2013	24.69%	4.26%	4.32%	20.37%	-0.06%	3.88%	20.81%	0.38%
10	2014	41.88%	20.69%	4.31%	37.57%	16.37%	3.73%	38.15%	16.96%
11	平均值	33.22%	12.18%	4.03%	29.20%	8.21%	3.47%	29.76%	8.77%

由于几何平均值可以更好表述收益率的增长情况，因此我们认为采用几何平均值计算的 C_n 计算得到 ERP 更切合实际，由于本次评估被评估标的资产的持续经营期超过 10 年，因此我们认为选择 $ERP = 8.21\%$ 作为目前国内市场股权超额收益率 ERP 未来期望值比较合理。

第三步：确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (Levered β)。

β 被认为是衡量公司相对风险的指标。投资股市中一个公司，如果其 β 值为 1.1 则意味着其股票风险比整个股市平均风险高 10%；相反，如果公司 β 为 0.9，则表示其股票风险比股市平均低 10%。因为投资者期望高风险应得到高回报， β 值对投资者衡量投资某种股票的相对风险非常有帮助。

目前中国国内同花顺 iFind 资讯公司是一家从事于 β 的研究并给出计算 β 值的计算公式的公司。本次评估我们是选取该公司公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，股

票市场指数选择的是沪深 300 指数，选择沪深 300 指数主要是考虑该指数是国内沪深两市第一个跨市场指数，并且组成该指数的成份股是各行业股票交易活跃的领头股票。选择该指数最重要的一个原因是我们在估算国内股票市场 ERP 时采用的是沪深 300 指数的成份股，因此在估算 β 值时需要与 ERP 相匹配，因此应该选择沪深 300 指数。

采用上述方式估算的 β 值是含有对比公司自身资本结构的 β 值。

第四步：计算对比公司 Unlevered β 和估算被评估单位 Unlevered β

根据以下公式，我们可以分别计算对比公司的 Unlevered β ：

$$\text{Unlevered}\beta = \text{Levered}\beta / [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T—适用所得税率。

对比公司名称	股票代码	剔除资本结构因素的 Beta(Unlevered Beta)
生意宝	002095.sz	0.8295
怡亚通	002183.sz	0.6691
焦点科技	002315.sz	0.8104
苏宁云商	002024.sz	0.7603
平均值		0.7673

将对比公司的 Unlevered β 计算出来后，取其平均值 0.7673 作为被评估单位的 Unlevered β 。

第五步：确定被评估单位的资本结构比率

在确定被评估单位目标资本结构时我们参考了以下两个指标：

- 被对比公司资本结构平均值；
- 被评估单位自身账面价值计算的资本结构。

最后综合上述两项指标确定被评估单位目标资本结构。

由于被评估单位账面资本结构中无借款（债权），故我们采用被评估单位的账面资本结构作为本次评估的被评估单位的资本结构比率。

被评估单位目标资本结构，我们是根据如下数据确定的：

企业名称	市场价值基础资本结构		账面价值基础资本机构	
	D/(D+E)	E/(D+E)	D/(D+E)	E/(D+E)
对比公司平均资本结构	5.93%	94.07%	-	-
被评估单位账面资本结构			0.00%	100.00%

根据上述数据，我们最终确定被评估单位目标资本结构为：

D=0.00%：E=100.00%

第六步：估算被评估单位在上述确定的资本结构比率下的 Levered β

我们将已经确定的被评估单位资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估单位的 Levered β ：

$$\text{Levered}\beta = \text{Unlevered}\beta \times [1 + (1 - T) \times D/E]$$

式中：D—债权价值；E—股权价值；T：适用所得税率取 25%。

第七步： β 系数的 Blume 修正

我们估算 β 系数的目的是估算折现率，但折现率是用来折现未来的预期收益，因此折现率应该是未来预期的折现率，因此要求估算的 β 系数也应该是未来的预期 β 系数，但我们采用的 β 系数估算是采用历史数据（评估基准日前对比公司的历史数据），因此我们实际估算的 β 系数应该是历史的 β 系数而不是未来预期的 β 系数。为了估算未来预期的 β 系数，我们需要采用布鲁姆调整法(Blume Adjustment)。Blume 在 1975 年其在“贝塔及其回归趋势”一文中指出股票 β 的真实值要比其估计值更趋近于“1”。并提出“趋一性”的两个可能的原因：（1）公司初建时倾向于选择风险相对高的投资项目，当风险随着时间的推移逐渐释放时， β 会出现下降的趋势。（2）公司在决定新的投资时，作为风险厌恶者的管理层，可能倾向于考虑小风险的投资，这样公司的 β 系数就趋于“1”。

在实践中，Blume 提出的调整思路及方法如下：

$$\beta_a = 0.35 + 0.65\beta_h$$

其中： β_a 为调整后的 β 值， β_h 为历史 β 值。

该调整方法被广泛运用，许多著名的国际投资咨询机构等就采用了与布鲁姆调整相类似的 β 计算公式。鉴于此，本次评估我们采用 Blume 对采用历史数据估算的 β 系数进行调整，经 Blume 调整后 β 为 0.8488。

第八步：估算公司特有风险收益率 R_s

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合（Portfolio）的组合投资回报率，资本定价模型不能直接估算单个公司的投资回报率，一般认为单个公司的投资风险要高于一个投资组合的投资风险，因此，在考虑一个单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的针对投资组合所具有的全部特有风险所产生的超额回报率。

目前国际上将公司全部特有风险超额收益率进一步细化为公司规模溢价（Size Premium） RP_s 和特别风险溢价 RP_u ，即：

$$R_s = RP_s \pm RP_u$$

其中公司规模溢价 RP_s 为公司规模大小所产生的溢价，主要针对小公司相对大公司而言，由于其规模较小，因此对于投资者而言其投资风险相对较高。

在国际上有许多知名的研究机构发表过有关文章详细地定量阐述了公司资产规模与投资回报率之间的关系。如美国的 Ibbotson Associate 在其 SBBI 每年度研究报告中就有类似的论述。美国研究公司规模超额收益的另一个著名研究是 Grabowski-King 研究，下表就是该研究的结论：

国际上在对公司规模溢价 RP_s 研究最著名的包括 Ibbotson Associate 研究、Grabowski-King 研究，另外还有 Fama-French 研究，该研究不但包含 RP_s 也包含了部分 RP_u 的因素。

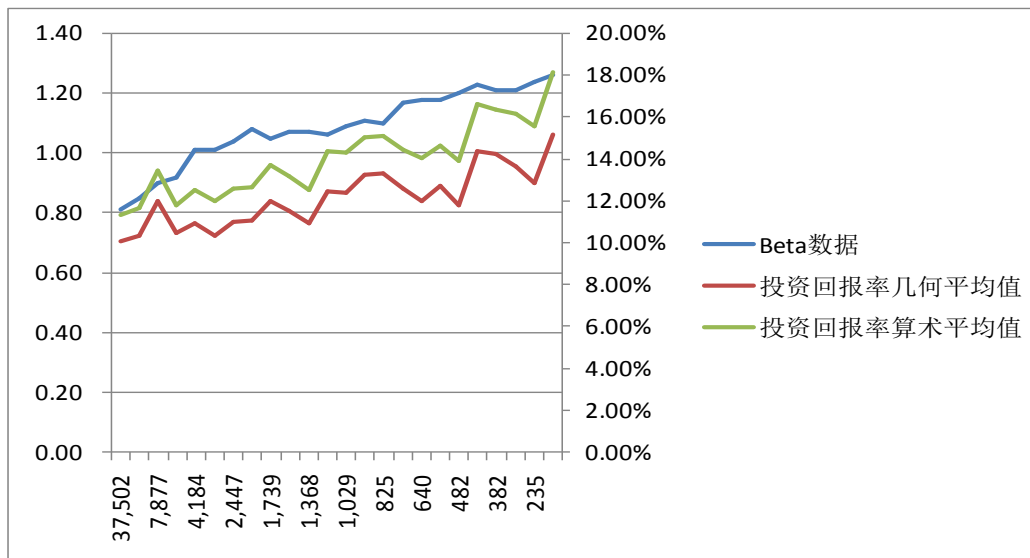
1) Ibbotson Associate 研究

美国 Ibbotson Associate 与 Duff & Phelps 合作对公司规模溢价 RP_s 进行了研究，根据 Duff & Phelps 发布的 2011 年报告，该研究基于两个思路，其一是研究公司规模、经营风险 β 系数与投资回报率之间的关系。该研究的结论可以表述如下：

公司投资回报率与股权账面价值关系表

分组序号	股权账面价值 (百万美元)	样本点 数量	Beta数据	投资回报率 标准差	投资回报率 几何平均值	投资回报率 算术平均值
1	37,502	38	0.81	16.42%	10.10%	11.35%
2	11,465	34	0.85	16.64%	10.37%	11.64%
3	7,877	35	0.90	17.85%	12.01%	13.46%
4	5,622	33	0.92	17.11%	10.50%	11.82%
5	4,184	36	1.01	18.50%	10.92%	12.54%
6	3,055	33	1.01	19.33%	10.31%	11.99%
7	2,447	38	1.04	18.44%	10.99%	12.61%
8	2,016	39	1.08	18.63%	11.05%	12.68%
9	1,739	35	1.05	19.44%	12.01%	13.73%
10	1,551	36	1.07	19.06%	11.52%	13.17%
11	1,368	44	1.07	18.74%	10.96%	12.54%
12	1,157	45	1.06	20.61%	12.46%	14.39%
13	1,029	42	1.09	20.43%	12.41%	14.31%
14	923	49	1.11	20.27%	13.23%	15.03%
15	825	44	1.10	20.28%	13.30%	15.13%
16	736	46	1.17	20.50%	12.56%	14.47%
17	640	49	1.18	21.23%	11.99%	14.06%
18	553	59	1.18	20.83%	12.70%	14.65%
19	482	45	1.20	21.53%	11.77%	13.91%
20	430	56	1.23	22.60%	14.36%	16.64%
21	382	61	1.21	21.58%	14.25%	16.33%
22	312	84	1.21	24.28%	13.63%	16.13%
23	235	112	1.24	25.13%	12.87%	15.56%
24	162	142	1.26	26.01%	15.19%	18.14%
25	60	394	1.30	31.70%	15.06%	19.04%

数据来源: Duff & Phelps Risk Premium Report 2011



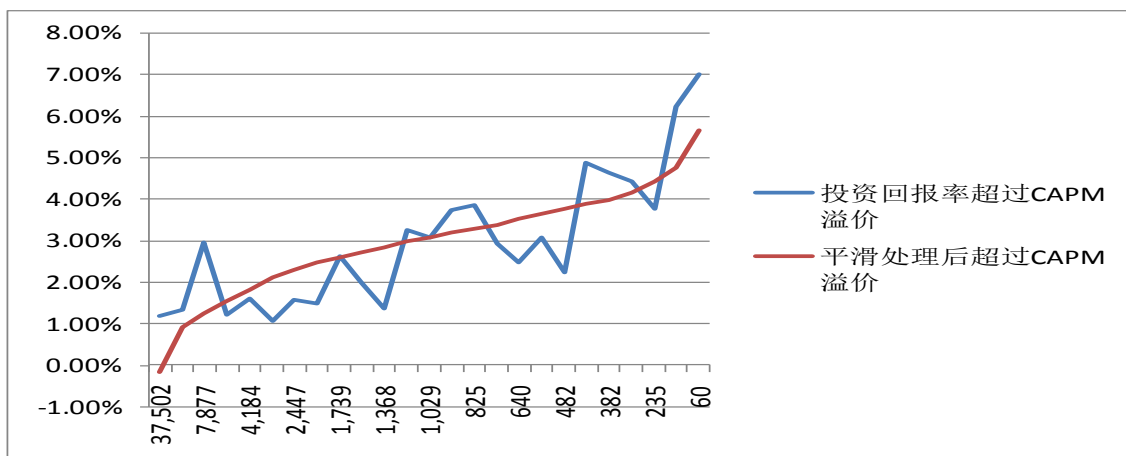
由上表可以看出，随着公司规模的小，Beta 系数呈增加趋势，同时公司的投资回报率呈增加趋势，该结论表明公司规模与投资风险呈负相关关系。

2) Grabowski-King 研究

该研究更加具体、直接，实际上该研究采用多种方式作为企业规模大小的衡量标准，包括净资产账面价值、总资产账面价值、销售收入、EBITDA 等，估算股票实际投资回报率与采用 CAPM 模型估算结论之间差异与公司规模之间的关系。下表数据就是公司以股权账面价值（净资产）衡量的规模与公司投资回报率超过 CAPM 模型计算的投资回报率之差的关系数表：

分组序号	股权账面价值 (百万美元)	计算超过无风险 收益率的投资回 报率平均值	CAPM模型计算的 超过无风险收益 率的回报率	投资回报率平均 值超过CAPM计算 值溢价	平滑处理后超过 CAPM溢价
1	37,502	4.31%	3.11%	1.20%	-0.16%
2	11,465	4.60%	3.26%	1.34%	0.91%
3	7,877	6.42%	3.45%	2.97%	1.25%
4	5,622	4.78%	3.55%	1.23%	1.55%
5	4,184	5.50%	3.89%	1.61%	1.82%
6	3,055	4.95%	3.88%	1.07%	2.11%
7	2,447	5.57%	3.99%	1.58%	2.31%
8	2,016	5.64%	4.15%	1.49%	2.48%
9	1,739	6.69%	4.05%	2.64%	2.61%
10	1,551	6.13%	4.12%	2.01%	2.72%
11	1,368	5.50%	4.13%	1.37%	2.83%
12	1,157	7.35%	4.08%	3.27%	2.98%
13	1,029	7.27%	4.20%	3.07%	3.09%
14	923	7.99%	4.25%	3.74%	3.19%
15	825	8.09%	4.24%	3.85%	3.29%
16	736	7.43%	4.50%	2.93%	3.39%
17	640	7.02%	4.55%	2.47%	3.52%
18	553	7.61%	4.52%	3.09%	3.65%
19	482	6.87%	4.62%	2.25%	3.77%
20	430	9.60%	4.71%	4.89%	3.88%
21	382	9.29%	4.66%	4.63%	3.98%
22	312	9.09%	4.65%	4.44%	4.16%
23	235	8.52%	4.74%	3.78%	4.42%
24	162	11.10%	4.86%	6.24%	4.76%
25	60	12.00%	4.99%	7.01%	5.66%

数据来源：Duff & Phelps Risk Premium Report 2011



从上表可以看出公司投资回报率超过 CAPM 计算值的溢价随着资产规模的降低由 1.12% 逐步增加到 7.01%。

3) Fama-French 研究

传统的 CAPM 模型实际表明股票的投资回报率与市场超额风险收益一个因素有关，因此称之为单因素模型；Ibbotson Associate 研究和 Grabowski-King 研究在上述结论中增加了一个变量，就是规模超额回报率（Size Premium），也就是说股票投资回报率不但与市场超额回报率有关还与企业自身的规模大小有关，因此称之为二因素模型。但是公司的全部特有风险还与其他方面的因素有关，例如，与企业的盈利状态有关，具体的说就是盈利公司投资风险要低于亏损公司，盈利能力越强，企业的投资风险就应该越低，超额回报率就相对较低。因此在考虑公司特有风险超额回报率时，还应该考虑公司盈利能力指标。

美国芝加哥大学商学院（Graduate School of Business, University of Chicago）的 Eugene F. Fama 和马塞诸塞州技术大学的斯罗恩管理学院（Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology）的 Kenneth R. French 两位学者联合提出 Fama-French 模型，该模型可以表述如下：

$$R_e = R_f + \beta \times ERP + s \times SMB + h \times HML$$

式中： R_e =股权投资回报率；

R_f =无风险回报率；

ERP =市场超额风险回报率；

SMB =股票市值因素超额回报率，实际是规模超额回报率；

HML= HML 为股票市场价值超过账面价值因素超额回报率；

β 、 s 和 h 分别是上述三个因子的系数

上述模型中的 HML 参数实际是反映上市公司市场价值价值与账面价值之比，市场价值超过账面价值部分所产生的超额收益率，对于一般的企业，市场价值超过账面的主要原因就是企业存在的“商誉”，商誉高，则市场价值就会高于账面价值，但企业上述的高低主要是由企业的盈利能力决定的，因此可以分析认为该模型在理论上表明股权投资回报率除了跟市场因素、规模因素有关外，还与企业盈利能力有关，也就是所谓的三因素模型。

参考 Grabowski-King 研究的思路，同时在 Grabowski-King 研究的思路的基础上再进一步，我们在考虑公司的资产规模基础上，同时再引进另一个参数--收益能力指标，来研究公司特有风险超额收益 RP_s 与公司资产规模和收益能力两个指标参数的关系。我们对沪、深两市的 1,000 多家上市公司 2005~2014 年的数据进行了分析研

究，我们的研究过程主要分为以下几步：

● **选取样本点：**

在国内沪、深两市上市公司中共选取 1,051 家上市公司作为样本点，借助 Wind 资讯的数据系统提供的从 1997-12-31 起至 2014-12-31 的复权交易年收盘价格作为基础数据分别采用算术平均值和几何平均值方法分别计算每个选定的样本点从 2005 年~2014 年的每年收益的平均值：

算术平均值计算方法：

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1,2,3,\dots,n)$$

式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末交易收盘价（复权）

设第 1 年到第 n 年的收益平均值为 A ，则：

$$A = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

几何平均值计算方法：

设第 1 年到第 n 年的几何平均值为 C ，则：

$$C = \sqrt[n-1]{\frac{P_n}{P_1}} - 1$$

P_n 为第 n 年年末交易收盘价（后复权）。

估算每个样本点的实际平均收益之后，我们采用 CAPM 模型，既：

$$R_e = R_f + \text{Beta} (\text{ERP})$$

估算出每个样本点采用 CAPM 模型估算的收益率 R_e 。

● **样本点公司规模数据和收益能力数据的选择**

对于衡量样本点的资产规模指标我们选择“账面总资产”，对于衡量收益能力指标我们相应地选择总资产回报率 ROA。

● **数据整理**

我们首先将样本点的公司规模超额收益率，也就是采用 2005 年到 2011 年平均股票收益率 R_e 与采用资本定价模型估算出来的 CAPM 的差额，即，股票 j 的公司超额

收益率 Δ_j 为:

$$\Delta_j = Re_j - CAPM_j \quad (j=1, 2, \dots, n)$$

我们将公司特有风险超额收益率 Δ 与选择出来衡量资产规模的总资产账面价值 S 和衡量收益能力指标的总资产回报率 ROA 组成样本点数据序列。对上述数据序列进行排序和分组，排序、分组的方法如下：

- 先按公司总资产进行排序，将数据序列按总资产规模从小到大进行升序排序；
- 按总资产规模进行分组，分别为以下 9 组：

序号	资产规模 (亿元)	样本点数量
1	$0 \leq S < 5$	111
2	$5 \leq S < 10$	212
3	$10 \leq S < 15$	101
4	$15 \leq S < 20$	76
5	$20 \leq S < 30$	61
6	$30 \leq S < 40$	76
7	$40 \leq S < 50$	71
8	$50 \leq S < 100$	101
9	$S \geq 100$	102

- 再在上述按总资产划分的分组中，再按收益率指标 ROA 进行第二次排序，并进行分组，分组情况如下：

序号	总资产规模分组标准 (亿元)	总资产收益率分组标准 (%)	样本点数量
1	$0 \leq S < 5$	$R < 0$	28
2	$0 \leq S < 5$	$0 \leq R < 10$	53
3	$0 \leq S < 5$	$R \geq 10$	30
4	$5 \leq S < 10$	$R < 0$	22
5	$5 \leq S < 10$	$0 \leq R < 10$	148
6	$5 \leq S < 10$	$R \geq 10$	42
7	$10 \leq S < 15$	$R < 0$	10
8	$10 \leq S < 15$	$0 \leq R < 10$	74
9	$10 \leq S < 15$	$R \geq 10$	17
10	$15 \leq S < 20$	$R < 0$	7
11	$15 \leq S < 20$	$0 \leq R < 10$	28
12	$15 \leq S < 20$	$R \geq 10$	41
13	$20 \leq S < 30$	$R < 5$	27
14	$20 \leq S < 30$	$R \geq 5$	34
15	$30 \leq S < 40$	$R < 5$	26
16	$30 \leq S < 40$	$R \geq 5$	50
17	$40 \leq S < 50$	$R < 5$	30
18	$40 \leq S < 50$	$R \geq 5$	41
19	$50 \leq S < 100$	$R < 5$	32

20	50≤S <100	R≥5	69
21	S≥100	R <5	19
22	S≥100	5≤R <10	51
23	S≥100	R≥10	32

- 将上述 23 个小组中的每组样本的超额收益率、总资产和 ROA 的平均值作为该组样本的超额收益率、总资产和 ROA，则可以得到如下数据表格：

序号	总资产规模分组标准 (亿元)	总资产收益率分组标准 (%)	样本点数量	超额收益率Rs	总净资产平均值S (亿元)	总资产平均值 (亿元)的自然对数	总资产收益率平均值 ROA
1	0≤S <5	R <0	28	3.00%	2.96	1.08	-6.41%
2	0≤S <5	0≤R <10	53	2.80%	3.64	1.29	5.74%
3	0≤S <5	R≥10	30	2.74%	3.39	1.22	17.26%
4	5≤S <10	R <0	22	2.45%	7.17	1.97	-57.48%
5	5≤S <10	0≤R <10	148	2.41%	7.56	2.02	4.67%
6	5≤S <10	R≥10	42	2.28%	7.36	2.00	14.94%
7	10≤S <15	R <0	10	2.17%	16.88	2.83	-2.31%
8	10≤S <15	0≤R <10	74	2.09%	17.43	2.86	5.54%
9	10≤S <15	R≥10	17	2.03%	17.08	2.84	13.75%
10	15≤S <20	R <0	7	1.29%	22.35	3.11	-8.94%
11	15≤S <20	0≤R <10	28	1.61%	22.51	3.11	3.34%
12	15≤S <20	R≥10	41	1.45%	22.24	3.10	8.35%
13	20≤S <30	R <5	27	1.22%	27.09	3.30	0.22%
14	20≤S <30	R≥5	34	1.12%	27.40	3.31	9.23%
15	30≤S <40	R <5	26	0.97%	34.65	3.55	1.38%
16	30≤S <40	R≥5	50	0.94%	35.47	3.57	8.94%
17	40≤S <50	R <5	30	0.81%	44.34	3.79	1.73%
18	40≤S <50	R≥5	41	0.73%	44.84	3.80	10.07%
19	50≤S <100	R <5	32	0.59%	69.17	4.24	2.98%
20	50≤S <100	R≥5	69	0.35%	70.62	4.26	10.37%
21	S≥100	R <5	19	0.19%	379.82	5.94	2.86%
22	S≥100	5≤R <10	51	-0.72%	295.01	5.69	7.41%
23	S≥100	R≥10	32	-0.66%	506.88	6.23	14.61%

● 估算结论

我们按超额收益率 RP_s 与总资产的自然对数和总资产报酬率 ROA 进行二元一次线性回归分析，得到如下结论：

$$RP_s = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA \quad (R^2 = 93.14\%)$$

其中： RP_s ：公司规模超额收益率；

S ：公司总资产账面值（按亿元单位计算）；

ROA：总资产报酬率；

\ln ：自然对数。

根据以上结论,我们将被评估单位的总资产账面价值以及按此总资产计算的被评估单位的总资产报酬率分别规模代入上述回归方程即可计算被评估单位的规模超额收益率 RP_s 。

在采用上述方式估算公司规模超额溢价 RP_s 后,由于本次评估的被评估企业与对比公司相比在以下几个方面存在特殊因素因此存在公司特有风险溢价 RP_u :

公司特别风险溢价 RP_u 主要是针对公司具有的一些非系统的特有因素所产生风险的风险溢价或折价,一般认为这些特别风险包括,但不局限于:

经营特别风险:是指公司经营因素导致公司盈利水平变化,从而使投资者预期收益下降的可能,经营特别风险主要受公司本身的管理水平、技术能力、经营方向、产品结构等内部因素影响,一般认为,上市公司在公司治理结构和公司治理环境方面优于非上市公司,与作为上市公司的对比公司而言,涅生网络经营规模较小,在治理结构等方面存在管理、技术能力上的风险;同时,该公司属于高速发展初期,业务上升速度较快,主营业务收入主要来源于客户、客户平台及客户货源品种等,业务收入受到客户销售额波动的影响,存在一定的经营模式的风险。综上所述,本次评估与被评估企业的除规模外的特有风险收益率 RP_u 为 0.2%。

由此两项得出,被评估企业的特有风险超额收益率 R_s 为 4.50%。(取整)

第九步:计算现行股权收益率

将恰当的数据代入 CAPM 公式中,我们就可以计算出对被评估单位的股权期望回报率为 15.60%。

即被评估单位的 $CAPM=4.14\%+8.21\%\times 0.8488+4.50\%=15.60\%$

由于本次评估的目标资本结构中无付息负债,因此,虽然未来年度税收政策的不同,但不会影响未来期间的股权收益率。

2. 债权回报率的确定

在中国,对债权收益率的一个合理估计是将市场公允短期和长期银行贷款利率结合起来的一个估计。

目前在中国,只有极少数国营大型企业或国家重点工程项目才可以被批准发行公司债券。事实上,中国目前尚未建立起真正意义上的公司债券市场,尽管有一些公司债券是可以交易的。然而,另一方面,官方公布的贷款利率是可以得到的。事实上,报告日现在有效的一年期贷款利率是 4.35%。我们采用该利率作为我们的债权年期期望回报率。

3. 被评估单位折现率的确定

股权期望回报率和债权回报率可以用加权平均的方法计算总资本加权平均回报率。权重评估对象实际股权、债权结构比例。总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$WACC = R_e \frac{E}{D+E} + R_d \frac{D}{D+E} (1-T)$$

其中：WACC 为加权平均总资本回报率；E 为股权价值；Re 为期望股本回报率；D 为付息债权价值；R_d 为债权期望回报率；T 为企业所得税率。

根据上述计算得到被评估单位总资本加权平均回报率为 15.60%，我们以其作为被评估公司的折现率。关于企业所得税率的预测，由于被评估单位享有“两免三减半”的所得税优惠政策，因此在折现率估算时考虑了上述所得税优惠政策对折现率的影响。由于本次评估的目标资本结构中无付息负债，故此，虽然未来年度税收政策的不同，但不会影响未来期间的 WACC。

WACC 的计算详见《加权资金成本计算表》。

八、非经营性资产负债的评估

根据我们的分析，被评估单位非经营性资产、负债，经单独评估后如下表：

金额单位：万元

一	非经营性资产	账面净值	评估值	备注
1	其他应收款	200.00	200.00	股东暂借款
2	其他流动资产	3,115.00	3,115.00	理财产品
	小计	3,315.00	3,315.00	
二	非经营性负债	0.00	0.00	
三	非经营性调整净值	3,315.00	3,315.00	

九、收益法评估结果

截止评估基准日，经过测算得到涅生网络的股东全部权益，在持续经营、公开市场条件下收益法的评估价值为人民币 40,900.00 万元。预测的现金流量及股东权益评估结果，请见附件表 2《股权价值测算表》

第六部分 市场法评估技术说明

一、市场法简介

(1) 简介

市场法是根据与被评估单位相同或相似的对比公司近期交易的成交价格，通过分析对比公司与被评估单位各自特点分析确定被评估单位的股权评估价值，市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业其市场价值是相同的（或相似的）。市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被评估单位处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估单位比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。上市公司比较法中的可比企业应当是公开市场上正常交易的上市公司，评估结论应当考虑流动性对评估对象价值的影响。

交易案例比较法是指通过分析与被评估单位处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，在与被评估单位比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法。

(2) 市场法-上市公司比较法的应用

考虑到交易案例比较法由于受数据信息收集的限制而无法充分考虑评估对象与交易案例的差异因素对股权价值的影响，另一方面有证券市场上存在一定数量的与被评估单位类似的上市公司，且交易活跃，交易及财务数据公开，信息充分，故本次市场法评估采用上市公司比较法。

本次评估采用市场法中的对比公司方式（Guideline Company Method），所谓**上市公司比较法**是通过比较与被评估单位处于同一行业的上市公司的公允市场价值来确定委估企业的公允市场价。这种方式一般是首先选择与被评估单位处于同一行业的并且股票交易活跃的上市公司作为对比公司，然后通过交易股价计算对比公司的市场价值。另一方面，再选择对比公司的一个或几个收益性和/或资产类参数，如 NOIAT（税后现金流）、EBIT，EBITDA 或总资产、净资产等作为“分析参数”（“Benefit”），最后计算对比公司市场价值与所选择分析参数之间的比例关系---称之为**比率乘数（Multiples）**，然后再通过“比率乘数”的修正分析得到被评估单位的比率乘数，将上述比率乘数应用到被评估单位的相应的分析参数中从而得到委估对象的市场价值。

通过计算对比公司的市场价值和分析参数，我们可以得到其收益类比率乘数和资

产类比率乘数。但上述比率乘数在应用到被评估单位相应分析参数中前还需要进行必要的调整，以反映对比公司与被评估单位之间的差异。

即计算公式为：

被评估单位股东权益价值=（比率乘数×对应参数-付息负债-少数股东权益价值）×（1-不可流通折扣率）+非经营性资产净值

二、比率乘数的选择

1、比例乘数的确定

上市公司比较法要求通过分析对比公司股权（所有者权益）和/或全部投资资本市场价值与收益性参数、资产类参数或现金流比率参数之间的比率乘数来确定被评估单位的比率乘数，然后，根据委估企业的收益能力、资产类参数来估算其股权和/或全投资资本的价值。因此采用市场法评估的一个重要步骤是分析确定、计算比率乘数。比率乘数一般可以分为三类，即收益类比率乘数、资产类比率乘数和现金流比率乘数。

根据本次被评估单位的特点，本次评估选用收益类比率乘数。用对比公司股权（所有者权益）和全投资资本市场价值与收益类参数计算出的比率乘数称为收益类比率乘数。收益类比率乘数一般常用的包括：

- 全投资资本市场价值与主营业务收入的比率乘数；
- 全投资资本市场价值与税息前收益比率乘数；
- 全投资资本市场价值与税息折旧/摊销前收益比率乘数；
- 全投资资本市场价值与税后现金流比率乘数；
- 股权市场价值与税前收益（利润总额）比率乘数；

通过分析，我们发现对比公司和被评估单位可能在资本结构方面存在着较大的差异，也就是对比公司和被评估单位可能会支付不同的利息。这种差异会使我们的“对比”失去意义。为此我们必须剔除这种差异产生的影响。剔除这种差异影响的最好方法是采用全投资口径指标。所谓全投资指标主要包括税息前收益（EBIT）、税息折旧摊销前收益（EBITDA）和税后现金流（NOIAT），上述收益类指标摒弃了由于资本结构不同对收益产生的影响。故，本次评估选用如下全投资口径的比率乘数：

- 全投资资本市场价值与税息前收益（EBIT）比率乘数
- 全投资资本市场价值与税息折旧/摊销前收益（EBITDA）比率乘数
- 全投资资本市场价值与企业税后现金流（NOIAT）比率乘数

2、价值比率适用性判断：

采用 EV/NOIAT 、EV/EBIT 和 EV/EBITDA 模型较 PE 价值模型有明显优势：

- 1) 不受所得税率不同的影响，使得不同国家和市场的上市公司估值更具可比性；
- 2) 不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变都不会影响估值，同样有利于比较不同公司的估值水平；
- 3) 考虑了折旧摊销这些非现金成本的影响（现金比账面利润重要），可以更准确地反映公司价值。

因涅生网络为轻资产公司，市净率法不适用于没有太多固定资产的服务行业。故在轻资产公司市场法估值中较少采用市净率。市销率法适用于收入波动不大的企业，电子商务互联网企业营业收入快速增长，波动较大，也不适用市销率法。故市净率法与市销率法均不适用于涅生网络公司。

具体描述：

（1）EBIT 比率乘数

全投资资本的市场价值和税息前收益指标计算的比率乘数最大限度地减少了由于资本结构影响，但该指标无法区分企业折旧/摊销政策不同所产生的影响。

（2）EBITDA 比率乘数

全投资资本市场价值和税息折旧摊销前收益可以在减少资本结构影响的基础上最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的影响。

（3）NOIAT 比率乘数

税后现金流不但可以减少由于资本结构和折旧/摊销政策可能产生的可比性差异，还可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等对价值的影响。

三、比率乘数的计算时间

根据企业数据和目前可以获取的上市公司的数据，我们计算了对比公司评估基准日最近 12 个月的比率乘数和前 5 年比率乘数。

根据以往的评估经验，我们认为在计算比率乘数时限时应选用与评估基准日相近的年报财务数据即可，因而本次评估我们采用评估基准日最近 12 个月的比率乘数。

四、比率乘数的估算和修正

由于被评估单位与对比公司之间存在经营风险的差异，包括公司特有风险等，因此需要进行必要的经营风险因素差异修正。我们以折现率参数作为被评估单位与对比

公司经营风险的反映因素。

另一方面，被评估单位与对比公司可能处于企业发展的不同期间，对于相对稳定期的企业未来发展相对比较平缓，对于处于发展初期的企业可能会有一段发展相对较高的时期。另外，企业的经营能力也会对未来预期增长率产生影响，因此需要进行预期增长率差异的相关修正。

相关的修正方式如下：

采用单期间资本化模型得到企业市场价值的方式，市场价值为：

$$FMV = \frac{DCF_0 \times (1 + g)}{r - g}$$

因此：

$$\frac{FMV}{DCF_0} = \frac{(1 + g)}{r - g} \quad (A)$$

实际上 $\frac{FMV}{DCF_0}$ 就是我们要求的比率乘数，因此可以定义：

$$\text{比率乘数 } \sigma = \frac{FMV}{DCF_0} = \frac{1 + g}{r - g}$$

式中： r 为折现率； g 为预期增长率。

$$\text{对于对比公司，有：} \frac{1}{\sigma_1} = \frac{DCF_0 \times (1 + g_1)}{FVM_1} = \frac{r_1 - g_1}{(1 + g)}$$

对于被评估单位，有：

$$\begin{aligned} \frac{1}{\sigma_2} &= \frac{DCF_0 \times (1 + g_2)}{FVM_2} = \frac{1}{(1 + g_2)} \times (r_2 - g_2) \\ &= \frac{1}{(1 + g_2)} \times (r_1 - g_1 + r_{s2} - r_{s1} + g_1 - g_2) \\ &= \frac{1}{(1 + g_2)} \times \left[\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_{s2} - r_{s1}) + (g_1 - g_2) \right] \\ \text{即：} \quad \sigma_2 &= \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_{s2} - r_{s1}) + (g_1 - g_2)} \quad (B) \end{aligned}$$

式中： $(r_{s2} - r_{s1})$ 即规模风险因素修正， $(g_1 - g_2)$ 即增长率因素修正。

r_{s1} ：为对比公司规模风险；

g_1 ：为对比公司预期增长率；

σ_1 : 为对比公司的 $\frac{1+g}{r-g}$;

r_{s2} : 为被评估单位规模风险;

g_2 : 为被评估单位预期增长率。

被评估单位市场价值为:

$$FMV_2 = DCF_2 \times \sigma_2 \quad (C)$$

NOIAT、EBIT、EBITDA 乘数分别按如下方法估算和修正:

(1) NOIAT 比率乘数计算过程

式(A)中 $r-g$ 实际就是资本化率, 或者准确地说是对于 DCF 的资本化率。如果 DCF 是全投资资本形成的税后现金流, 如 NOIAT, 相应的 r 应该是全部投资资本的折现率 WACC。因此有如下公式:

$$\frac{FMCV}{NOIAT} = \frac{1+g}{WACC-g}$$

① 折现率 r 的估算

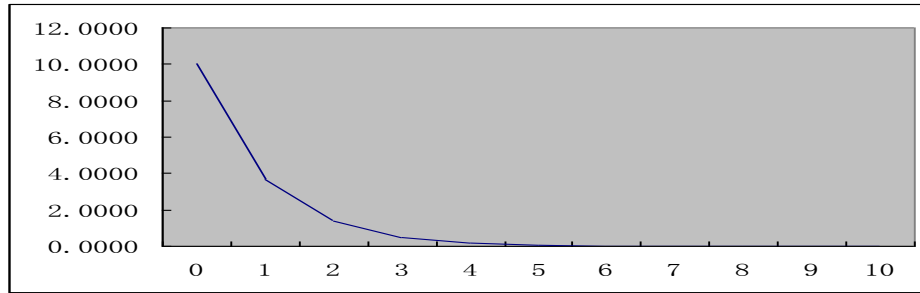
由于对比公司全部为上市公司, 因此其市场价值可以非常容易确定, 我们可以通过其加权资金成本估算其折现率, 即

$$WACC = \frac{E}{D+E} R_e + \frac{D}{D+E} R_d (1-T)$$

对于被评估单位的折现率我们采用对对比公司的折现率修正的方法进行估算。有关对比公司折现率和被评估单位折现率的估算, 请详见市场法估算表及收益表中《折现率计算表(加权平均资本成本)》。

② 预期长期增长率 g 的估算

所谓预期长期增长率就是对比公司和被评估单位评估基准日后的长期增长率, 我们知道对于企业未来的增长率应该符合一个逐步下降的一个趋势, 也就是说其增长率应该随着时间的推移, 增长率逐步下降, 理论上说当时间趋于无穷时, 增长率趋于零, 其关系可以用以下图示:



我们根据对比公司和被评估单位的历史数据、盈利预测为基础分别采用高登 Gordon 增长模型和趋势预测法预测（收益法评估中的未来预测的 NOIAT 数据）预期增长率 g 。

有关对比公司和被评估单位预期长期增长率的估算结果请详见市场法评估表。

③ NOIAT 比率乘数 σ 的估算

根据式(B)，有：

$$\sigma_2|_{NOIAT} = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)}|_{NOIAT}$$

r_1 : 为对比公司折现率 WACC;

g_1 : 为对比公司预期增长率;

σ_1 : 为对比公司的 $\frac{1 + g}{r - g}$;

r_2 : 为被评估单位折现率 WACC;

g_2 : 为被评估单位预期增长率。

(2) EBIT 比率乘数计算过程

① 折现率 r 的估算

我们知道：

$$\frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} = \frac{NOIAT}{D + E} = \frac{EBIT}{D + E} \times \frac{NOIAT}{EBIT}$$

$$\text{因此: } \frac{EBIT}{D + E} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBIT}{NOIAT} = \frac{r_{EBIT} - g_{EBIT}}{1 + g_{EBIT}}$$

$$\text{即: } r_{EBIT} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBIT}{NOIAT} \times (1 + g_{EBIT}) + g_{EBIT}$$

② 预期长期增长率 g 的估算

我们知道：

$$EBIT = \frac{NOIAT - DA \text{ (折旧/摊销)}}{(1-T)}$$

我们可以认为在企业按现状持续经营假设前提下，企业每年的 DA 变化不大，可以忽略，则有：

$$\Delta EBIT = \frac{\Delta NOIAT}{(1-T)}$$

$$\frac{\Delta EBIT}{EBIT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT} \times \frac{1}{(1-T)} \times \frac{NOIAT}{EBIT}$$

我们定义：

$$\lambda = \frac{NOIAT}{EBIT}, \quad g_{EBIT} = \frac{\Delta EBIT}{EBIT}, \quad g_{NOIAT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT}$$

$$\text{则：} \quad g_{EBIT} = \frac{\lambda \times g_{NOIAT}}{1-T}$$

③ EBIT 比率乘数 σ 的估算

根据式(B)，有：

$$\sigma_2|_{EBIT} = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)}|_{EBIT}$$

(3) EBITDA 比率乘数计算过程

① 折现率 r 的估算

我们知道：

$$\frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} = \frac{NOIAT}{D + E} = \frac{EBITDA}{D + E} \times \frac{NOIAT}{EBITDA}$$

$$\frac{EBITDA}{D + E} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBITDA}{NOIAT} = \frac{r_{EBITDA} - g_{EBITDA}}{1 + g_{EBITDA}}$$

$$\text{即：} \quad r_{EBITDA} = \frac{WACC - g_{NOIAT}}{1 + g_{NOIAT}} \times \frac{EBITDA}{NOIAT} \times (1 + g_{EBITDA}) + g_{EBITDA}$$

② 预期长期增长率 g 的估算

我们知道：

$$EBITDA = \frac{NOIAT}{(1-T)} - \frac{T}{(1-T)} DA$$

我们可以认为在企业按现状持续经营假设前提下，企业每年的 DA 变化不大，可以忽略，则有：

$$\Delta EBITDA = \frac{\Delta NOIAT}{(1-T)}$$

$$\frac{\Delta EBITDA}{EBITDA} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT} \times \frac{1}{1-T} \times \frac{NOIAT}{EBITDA}$$

我们定义：

$$\delta = \frac{NOIAT}{EBITDA}, g_{EBITDA} = \frac{\Delta EBITDA}{EBITDA}, g_{NOIAT} = \frac{\Delta NOIAT}{NOIAT}$$

$$\text{则：} g_{EBITDA} = \frac{\delta \times g_{NOIAT}}{1-T}$$

③ EBITDA 比率乘数 σ 的估算

根据式(B)，有：

$$\sigma_2|_{EBITDA} = \frac{1 + g_2}{\frac{1 + g_1}{\sigma_1} + (r_2 - r_1) + (g_1 - g_2)}|_{EBITDA}$$

分别采用上述的比率乘数可以通过公式 (C) 计算得到被评估单位的全投资市场价值，即：

被评估单位全投资市场价值 = 被评估单位比率乘数 × 被评估单位相应分析参数。

五、财务报表的选择

基于此次评估对象的被评估单位为合并报表，故被评估单位和对比上市公司的财务数据均采用合并财务报表。

六、财务报表的审查与调整

所谓财务报表的审查与调整是指评估人员对被评估单位提供的财务报表进行必要的审查，对其资产和收益项目根据评估的需要进行必要的分类或调整。

1. 负息负债

所谓负息负债是指那些需要支付利息的负债，包括银行借款、发行的债券、融资租赁的长期应付款等。负息负债还应包括其他一些融资资本，这些资本本应该支付利息，但由于是关联方或由于其他方面的原因而没有支付利息，如长期应付款等。

根据被评估单位评估基准日的资产负债表（合并口径），其无负息负债。

2. 非经营性资产净值

根据计算公式，为使评估范围及计算口径的一致性，这里的财务报表-非经营性资产净值的计算为合并资产负债表数据。

涅生网络的非经营性资产净值估算，参考收益法评估说明。

被评估单位非经营性资产净值为 3,315.00 万元。

七、缺少流通折扣的估算

（一）缺少流通性对股权价值的影响

流通性定义为资产、股权、所有者权益以及股票等以最小的成本，通过转让或者销售方式转换为现金的能力。

缺少流通折扣定义为：在资产或权益价值基础上扣除一定数量或一定比例，以体现该资产或权益缺少流通性。

股权的自由流通性是对其价值有重要影响的。由于本次评估的企业是非上市公司，其股权是不可以在股票交易市场上交易的，这种不可流通性对其价值是有影响的。

流通性实际是资产、股权、所有者权益以及股票在转换为现金时其价值不发生损失的能力，缺少流通性就是资产、股权等在转换为现金时其价值发生一定损失。美国评估界在谈论缺少流通性时一般包含两个层面的含义：1）对于控股股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少变现性”（Discount for Lack of Liquidity 或者 DLOL），既该股权在转换为现金的能力方面存在缺陷，也就是股权缺少流通折扣就是体现该股权在不减少其价值的前提下转换为现金的能力方面与具有流通性的股权相比其价值会出现的一个贬值；2）对于少数股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少交易市场”（Discount for Lack of Marketability 或者 DLOM），既，由于这类股权没有一个系统的有效的交易市场机制，使这些股权可以方便的交易，造成这类股权交易的活跃程度等方面受到制约，不能与股票市场上的股票交易一样具有系统的市场交易机制，因此这类股权的交易价值与股票市场上交易的股票相比存在一个交易价值的贬值。

一般认为不可流通股与流通股之间的价格差异主要由下列因素造成：①承担的风险。流通股的流通性很强，一旦发生风险后，流通股持有者可以迅速出售所持有股票，减少或避免风险。法人股持有者在遇到同样情况后，则不能迅速做出上述反映而遭受损失。②交易的活跃程度。流通股交易活跃，价格上升。法人股缺乏必要的交易人数，

另外法人股一般数额较大，很多投资者缺乏经济实力参与法人股的交易，因而，与流通股相比，交易缺乏活跃，价格较低。

（二）缺少流通性对股权价值影响的定量研究

不可流通性影响股票价值这一事实是普遍存在的，有很多这方面的研究。目前国际上定量研究缺少流通折扣率的主要方式或途径主要包括以下几种：

1. 限制性股票交易价格研究途径（“Restricted Stock Studies”）。该类研究途径的思路是通过研究存在转让限制性的股票的交易价与同一公司转让没有限制的股票的交易价之间的差异来定量估算缺少流通性折扣。在美国的上市公司中，存在一种转让受到限制性股票，这些股票通常有一定的限制期，在限制期内不能进入股票市场交易，或者需要经过特别批准才能进场交易。但这些股票可以进行场外交易。

下面的表格是对上述限制股研究的一个总结：

序号	研究名称	覆盖年份	折扣率平均值 (%)
1	SEC Overall Average	1966-1969	25.8
2	SEC Non-reporting OTC Companies	1966-1969	32.6
3	Gelman	1968-1970	33
4	Trout	1968-1972	33.5
5	Moroney		35.6
6	Maher	1969-1973	35.4
7	Standard Research Consultants	1978-1982	45
8	Willamette Management Associates	1981-1984	31.2
9	Silber Study	1981-1988	33.8
10	FMV Study	1979-1992.4	23
11	FMV Restricted Stock Study	1980-2001	22.1
12	Management Planning, Inc.	1980-1995	27.7
13	Bruce Johnson	1991-1995	20
14	Columbia Financial Advisors	1996-1997.2	21
15	Columbia Financial Advisors	1997.5-1998	13

从上述研究结论中可以看出利用上世纪 90 年代前限制期为 2 年的限制股交易价格研究缺少流通折扣率大约在 30%左右，利用 90 年代后的数据研究的结论则在 20%左右，这个差异主要是由于限制股的限制期由 2 年变为 1 年的原因。

2. IPO 前交易价格研究途径（“Pre-IPO Studies”）。该类研究的思路是通过公司 IPO 前股权交易价格与后续上市后股票交易价格对比来研究缺少流通折扣率。根据美

国证券市场的相关规定，公司在进行 IPO 时需要向美国证监会（SEC）报告公司前 2 年发生的所有股权交易情况，因此 IPO 前研究一般是根据公司 IPO 前 2 年内发生的股权交易的价格与 IPO 后上市后的交易价格的差异来定量估算缺少流通折扣率的。

IPO 前研究主要 Robert W. Baird & Company 的研究，该研究包含了 1980 年到 2000 年超过 4,000 个 IPO 项目以及 543 项满足条件的 IPO 前交易案例的数据，研究结果表明从 1980 年到 2000 年缺少流通折扣率的中位值和平均值分别为 47% 和 46%。研究结果数据如下：

研究涵盖日期	IPO 项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1997-2000	1,847	266	50%	52%
1995-1997	732	84	43%	41%
1994-1995	318	45	45%	47%
1991-1993	443	49	45%	43%
1990-1992	266	30	34%	33%
1989-1990	157	17	46%	40%
1987-1989	98	21	43%	43%
1985-1986	130	19	43%	43%
1980-1981	97	12	59%	68%
1980-2000	4,088	543	46%	47%

另一个研究是 Valuation Advisor 研究，该研究收集并编辑了大约 3,200 个 IPO 前交易的案例，并建立一个 IPO 前研究缺少流通折扣率的数据库。这个研究包括的数据主要是公司 IPO 前 2 年内普通股、可转换债券、优先股以及股票期权等的交易价格。1999 年到 2008 年的交易汇总表如下：

IPO 前交易时间	1-90 天	91-180 天	181-270 天	271-365 天	1-2 年
1999 折扣率中位值	30.80%	53.90%	75.00%	76.90%	82.00%
2000 折扣率中位值	28.70%	45.10%	61.50%	68.90%	76.60%
2001 折扣率中位值	14.70%	33.20%	33.40%	52.10%	51.60%
2002 折扣率中位值	6.20%	17.30%	21.90%	39.50%	55.00%
2003 折扣率中位值	28.80%	22.30%	38.40%	39.70%	61.40%
2004 折扣率中位值	16.70%	22.70%	40.00%	56.30%	57.90%
2005 折扣率中位值	14.80%	26.10%	41.70%	46.10%	45.50%
2006 折扣率中位值	20.70%	20.80%	40.20%	46.90%	57.20%

IPO 前交易时间	1-90 天	91-180 天	181-270 天	271-365 天	1-2 年
2007 折扣率中位值	11.10%	29.40%	36.30%	47.50%	53.10%
2008 折扣率中位值	20.30%	19.20%	45.80%	40.40%	49.30%

目前,美国一些评估分析人员相信 IPO 前研究缺少流通折扣率与限制股交易研究相比,对于非上市公司,可以提供更为可靠的缺少流通折扣率的数据。原因是 IPO 前的公司股权交易与实际评估中的非上市公司的股权交易情况更为接近,因此按 IPO 前研究得出的缺少流通折扣率更为适合实际评估中的非上市公司的情况。

3. 国内缺少流通折扣率的定量估算

缺少流通性的资产存在价值贬值这一规律在中国国内也是适用的,国内的缺少流通性折扣也是客观存在的。借鉴国际上定量研究缺少流通折扣率的方式,本次评估我们结合国内实际情况采用非上市公司购并市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率。其基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市盈率(P/E),然后与同期的上市公司的市盈率(P/E)进行对比分析,通过上述两类市盈率的差异来估算缺少流通折扣率。

我们分别收集了发生在 2014 年的 570 多个非上市公司的少数股权交易并购案例和截止 2014 年底的 1020 多家上市公司,分析对比上述两类公司的市盈率数据,得到如下数据:

**非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率
比较估算缺少流通折扣率计算表(2014 年按行业)**

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流通折扣率
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
1	采掘业	9	20.18	29	41.90	51.8%
2	传播与文化产业	17	34.85	14	48.80	28.6%
3	电力、煤气及水的生产和供应业	19	18.47	55	25.48	27.5%
4	电子	19	23.81	135	45.92	48.2%
5	房地产业	21	13.53	61	27.99	51.6%
6	纺织、服装、皮毛	8	23.25	28	37.75	38.4%
7	机械、设备、仪表	90	25.95	135	45.10	42.5%
8	建筑业	15	18.92	40	27.50	31.2%
9	交通运输、仓储业	12	16.06	42	30.64	47.6%
10	金融、保险业	50	19.68	31	29.00	32.1%
11	金属、非金属	28	23.81	74	41.68	42.9%
12	农、林、牧、渔业	8	37.04	9	55.01	32.7%
13	批发和零售贸易	54	17.25	59	36.78	53.1%
14	社会服务业	60	27.03	36	43.18	37.4%

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流通折扣率
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
1	采掘业	9	20.18	29	41.90	51.8%
15	石油、化学、塑胶、塑料	28	18.34	99	38.89	52.8%
16	食品、饮料	8	18.33	45	42.16	56.5%
17	信息技术业	89	34.85	47	61.18	43.0%
18	医药、生物制品	30	28.53	73	42.16	32.3%
19	造纸、印刷	6	17.48	10	35.89	51.3%
20	合计/平均值	571	23.02	1022	39.84	42.2%

原始数据来源：Wind 资讯、CVSource

通过上表中的数据，我们可以看出每个行业中非上市公司的平均值市盈率与上市公司的平均市盈率相比存在一定差异，这个差异应该可以认为主要是缺少流通因素造成的，因此可以通过这种方式估算缺少流通折扣率的数值。通过分析我们发现各行业的平均值大约为 42.2%左右。

因为各个行业的缺少流通折扣率不完全一致，而本次被评估单位涉及的行业是电子商务行业，根据证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年修订），应归类为“信息传输、软件和信息技术服务业”。故本次评估按信息技术业折扣率 43.0%作为最后采用的缺少流通折扣率。

八、少数股东权益价值的确定

由于被评估单位合并报表中的子公司为全资子公司，不存在少数股东权益问题。

九、被评估单位股东权益价值确定

根据上述估算过程，我们最后确定采用最近一年值的 EBIT 比率乘数、NOIAT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数作为本次评估的比率乘数，利用如下公式计算被评估单位全投资市场价值。

经营性资产价值=被评估单位 NOIAT 比率乘数（EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数）×被评估单位的 NOIAT（EBIT、EBITDA）

最后我们通过如下方式可得到被评估单位股东权益价值的评估价值：

被评估单位股东权益价值=（经营性资产价值-负息负债价值-少数股东权益）×（1-缺少流通折扣率）+非经营性资产价值

（1）比率乘数的确定

EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 都是反映企业获利能力与全投资市场价值之间关系的比率乘数，这种比率乘数直接反映了获利能力和价值之间的关系，

其中 EBIT 比率乘数最大限度地减少了由于债务结构和所得税造成的影响，EBITDA 比率乘数在 EBIT 比率乘数的基础上又可以最大限度地减少由于企业折旧/摊销政策不同所可能带来的税收等方面的影响，NOIAT 比率乘数在 EBITDA 比率乘数的基础上可以最大限度地减少由于企业不同折现率及税率等方面的影响。

因此我们最后确定采用计算的 NOIAT 比率乘数、EBIT 比率乘数和 EBITDA 比率乘数的分别计算企业全投资市场价值。具体计算采用如下公式：

$$\text{被评估单位比率乘数} = \text{对比公司比率乘数} \times \text{修正系数 P}$$

比率乘数的具体计算结果如下表：

NOIAT 比例乘数计算表

对比公司名称	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 NOIAT 增长率	目标公司 NOIAT 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
生意宝	13.40%	14.94%	11.36%	9.02%	1.55%	2.34%	145.53	23.42	27.48
怡亚通	9.27%	12.50%	7.87%	9.02%	3.23%	-1.15%	109.63	35.58	
焦点科技	12.28%	14.72%	8.36%	9.02%	2.44%	-0.66%	32.15	21.15	
苏宁云商	9.00%	12.97%	5.39%	9.02%	3.97%	-3.63%	31.71	29.78	

EBIT 比例乘数计算表

对比公司名称	NOIAT /EBIT(λ)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 EBIT 增长率	目标公司 EBIT 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
生意宝	101.5%	15.61%	17.39%	13.57%	10.52%	1.78%	3.04%	147.71	19.78	23.49
怡亚通	85.4%	9.55%	14.56%	7.91%	10.52%	5.00%	-2.61%	93.67	31.19	
焦点科技	105.6%	14.16%	17.13%	10.38%	10.52%	2.97%	-0.14%	33.95	18.19	
苏宁云商	261.7%	20.35%	15.10%	18.79%	10.52%	-5.25%	8.27%	82.99	24.82	

EBITDA 比例乘数计算表

对比公司名称	NOIAT /EBITDA (δ)	对比公司折现率	目标公司折现率	对比公司 EBITDA 增长率	目标公司 EBITDA 增长率	风险因素修正	增长率修正	比率乘数修正前	比率乘数修正后	比率乘数取值
生意宝	88.2%	14.11%	17.37%	11.79%	10.49%	3.27%	1.30%	128.40	20.33	24.06
怡亚通	73.5%	8.69%	14.54%	6.80%	10.49%	5.85%	-3.69%	80.53	31.76	
焦点科技	94.3%	13.46%	17.12%	9.27%	10.49%	3.65%	-1.22%	30.32	18.31	
苏宁云商	94.5%	10.66%	15.08%	6.79%	10.49%	4.42%	-3.71%	29.96	25.83	

(2) 股东权益评估结果计算

根据上述比率乘数计算被评估单位全投资市场价值：

$$\text{被评估单位全投资市场价值} = \text{被评估单位比率乘数} \times \text{被评估单位参数 (EBIT、EBITDA、NOIAT)}$$

根据上式计算得出被评估单位全投资市场价值后，通过如下方式得到股权的评估价值：

股东权益价值=（全投资市场价值-付息负债-少数股东权益价值）×（1-不可流通折扣率）+非经营性资产净值

根据以上分析及计算，通过 EBIT 比率乘数、EBITDA 比率乘数和 NOIAT 比率乘数分别得到股东全部权益的市场价值，最终取三种比率乘数结论的平均值作为市场法评估结果。

市场法评估汇总表

金额单位：万元

序号	企业名称	NOIAT 比率乘数	EBIT 比率乘数	EBITDA 比率乘数
1	被评估公司比率乘数取值	27.48	23.49	24.06
2	被评估公司对应参数	2,674.88	3,056.11	3,064.37
3	被评估公司全投资计算价值	73,512.71	71,801.76	73,721.85
4	被评估公司付息负债	-	-	-
5	被评估公司的少数股东权益	-	-	-
6	不可流通折扣率	43.00%	43.00%	43.00%
7	非经营性资产净值	3,315.00	3,315.00	3,315.00
8	归属母公司股东权益价值（取整）	45,200	44,200	45,300
9	归属母公司股东权益评估结果	44,900.00		

十、市场法评估结果

经采用上市公司比较法进行评估，于评估基准日 2015 年 9 月 30 日，广州涅生网络科技有限公司股东全部权益在持续经营、缺少流通条件下的市场价值评估值为 44,900.00 万元。

第七部分 评估结论及分析

本次评估分别采用收益法和市场法两种方法对涅生网络股东全部权益价值进行评估。涅生网络（母公司）经审计后资产账面价值为为 3,968.09 万元，负债为 553.04 万元，净资产为 3,415.05 万元。

一、收益法评估结果

在持续经营的假设条件下，采用收益法评估的涅生网络股东全部权益评估价值为 40,900.00 万元，比审计后账面净资产增值 37,484.95 万元，增值率为 1,097.64%。评估结果见下表：

资产评估结果汇总表（收益法）

金额单位：人民币万元

项 目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100
流动资产	1	3,656.88			
非流动资产	2	311.21			
其中：长期股权投资	3	298.13			
投资性房地产	4				
固定资产	5	13.08			
在建工程	6				
无形资产	7				
其中：土地使用权	8				
其他非流动资产	9				
资产总计	10	3,968.09			
流动负债	11	553.04			
非流动负债	12				
负债总计	13	553.04			
净资产（所有者权益）	14	3,415.05	40,900.00	37,484.95	1,097.64

收益法评估结果详细情况见收益法评估明细表。

二、市场法评估结果

采用市场法确定的涅生网络股东全部权益评估价值为 44,900.00 万元，比审计后

账面净资产增值 41,484.95 万元，增值率为 1,214.77%。评估结果见下表：

资产评估结果汇总表（市场法）

金额单位：人民币万元

项 目		账面价值	评估价值	增减值	增值率%
		A	B	C=B-A	D=C/A×100
流动资产	1	3,656.88			
非流动资产	2	311.21			
其中：长期股权投资	3	298.13			
固定资产	4	-			
其中：建筑物	5	13.08			
设 备	6	-			
在建工程	7	-			
无形资产	8	-			
其中：土地使用权	9				
资产总计	10	3,968.09			
流动负债	11	553.04			
非流动负债	12	-			
负债总计	13	553.04			
净 资 产	14	3,415.05	44,900.00	41,484.95	1,214.77

市场法评估结果详细情况见市场法评估明细表。

三、评估结论及分析

1、评估结论

经分析，市场法是根据与产权持有者持有股权的被评估单位相同或相似的对比公司近期交易的成交价格，通过分析对比公司与被评估单位各自特点，进行调整的基础上，考虑股权缺少流通折扣后，确定产权持有者的股权市场价值，市场法的理论基础是同类、同经营规模并具有相同获利能力的企业其市场价值是相同的（或相似的）。该方法对企业预期增长的考虑比较充分。但相比收益法而言，市场法的评估结果受评估基准日的短期资本市场预期的影响较大，其对市场预期变化的敏感性会高于收益法。

基于上述分析并结合本次评估目的，收益法结果更能反映产权持有者持有的股权在评估基准日的市场环境下所在行业的价值认同，故本次评估取收益法评估结果作为本评估报告的评估结论，具体如下：

经评估，于评估基准日**2015年9月30日**，在持续经营的假设条件下，广州涅生网络科技有限公司股东全部权益市场价值约为人民币**40,900.00**万元。即人民币肆亿零玖佰万元整。

2、评估结论增减值分析

在持续经营的假设条件下，涅生网络股东全部权益评估价值为**40,900.00**万元，比审计后账面净资产增值**37,484.95**万元，增值率为**1,097.64%**。

主要增值原因如下：

收益法评估的是涅生网络各项资产有机结合后企业创造的价值，其是从企业的未来获利能力角度出发，反映了企业各项资产的综合获利能力，能客观、有效的反映涅生网络的股东全部权益价值。

四、股东全部权益价值的溢价（或者折价）的考虑等内容

本报告评估值未考虑股权收购的溢价或者折价因素，也未考虑流动性对评估对象价值的影响。

附件一：关于进行资产评估有关事项的说明

关于进行资产评估有关事项的说明

一、委托方与被评估单位概况

（一）委托方桂林莱茵生物科技股份有限公司概况

1. 注册登记情况

名称：桂林莱茵生物科技股份有限公司（简称：莱茵生物）

公司的中文简称：莱茵生物

公司的外文名称：Guilin Layn Natural Ingredients Corp.

股票简称：莱茵生物

股票代码：002166

注册地址：桂林市临桂县西城南路秧塘工业园

法定代表人：秦本军

注册资本：12,953.38 万元

企业类型：股份有限公司（上市）

经营范围：植物制品、农副土特产品研发、生产、销售、自营进出口；保健食品（莱茵牌伊美胶囊、莱茵牌健能胶囊、莱茵牌清亦康胶囊）、护肤用化妆品的研发、销售及技术转让；食品添加剂（甜菊糖甙）、饮料（固体饮料类）的研发、生产及销售。

莱茵生物主要产品为罗汉果、甜叶菊、葡萄籽、红景天、越橘等植物提取物。

2. 公司概况

桂林莱茵生物科技股份有限公司前身为桂林莱茵生物制品有限公司，于2000年11月28日成立，注册地为桂林市兴安县兴安镇湘江路，注册资本为人民币150万元，其中秦本军持股60%，姚新德持股40%。

2004年，经广西壮族自治区人民政府以桂政函（2004）212号文件批准，公司以截止2004年8月31日的净资产4,197.12万元按1:1的比例折为4,197.12万股普通股，每股面值为1元，名称变更为“桂林莱茵生物科技股份有限公司”。改制后，公司的股本总额为人民币4,197.12万元，各股东按原持股比例持股，其中秦本军持股40%，姚新德持股25%，杨晓涛持股22%，蒋安明持股10%，李爱琼持股3%。

根据公司 2005 年度股东大会决议，公司以 2005 年 12 月 31 日的总股份 4,197.12 万股为基数，向全体股东每 10 股分配 1.5 股股票股利，分配后各股东持股比例不变。变更后公司股本为 4,826.688 万股。

2007 年，经中国证券监督管理委员会证监发行字 [2007] 246 号文《关于核准桂林莱茵生物科技股份有限公司首次公开发行股票的通知》核准，公司向社
会公开发行人民币普通股（A 股）1650 万股，每股面值 1.00 元，每股发行价格
9.89 元，公司股票于 2007 年 9 月 13 日在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码
002166。公司注册资本变更为 64,766,880.00 元，已取得（企）4503001107041
号企业法人营业执照。

2010 年，股东大会审议通过《2009 年度利润分配议案》，以 2009 年 12
月 31 日的总股本 64,766,880 股为基数，向全体股东按每 10 股送红股 2 股，转
增 8 股，并派送现金 0.3 元（含税）。转送股后，公司注册资本变更为
129,533,760.00 元，并已取得（企）450300000034708 号企业法人营业执照。

2012 年，公司注册地从兴安县迁移到临桂县。迁移后公司注册地址为桂林
市临桂县西城南路秧塘工业区。

2015 年 4 月，根据中国证券监督管理委员会（证监许可[2015]456 号）《关
于核准桂林莱茵生物科技股份有限公司非公开发行股票批复》，公司非公开发
行新股 16,226,694 股，每股面值 1.00 元，发行价格为人民币 30.68 元/股。公
司注册资本变更为人民币 145,760,454 元。

2015 年 10 月，公司 2015 年第 2 次临时股东大会审议通过《2015 年半年
度利润分配预案》，以公司现有总股本 145,760,454 股为基数，向全体股东每
10 股派 0.500000 元人民币现金（含税）；同时，以资本公积金向全体股东每
10 股转增 20.000000 股。分红前公司总股本为 145,760,454 股，分红后总股本
增至 437,281,362 股。

（二）被评估单位概况

1. 注册登记情况

名 称：广州涅生网络科技有限公司（简称：涅生网络）

住 所：广州市海珠区新港中路艺苑南路 13-27 号 7-201-1 房

法定代表人：李先桃

注册资本：500 万元整

企业类型：有限公司

经营期限：长期

经营范围：网络技术的研究、开发;广告业;企业形象策划服务;策划创意服务;摄影服务;企业管理服务（涉及许可经营项目的除外）;文化艺术咨询服务;会议及展览服务;计算机技术开发、技术服务;票务服务;商品批发贸易（许可审批类商品除外）;商品零售贸易（许可审批类商品除外）

2.公司概况

广州涅生网络科技有限公司成立于系由李先桃出资设立的有限责任公司，于2012年5月3日取得广州市工商行政管理局天河分局核发的（穗）名预核内字【2012】第06201205030309号《企业名称预先核准通知书》。公司初始出资额为10万元，出资情况业经而翔会计师事务所（普通合伙）审验并出具穗翔验字【2012】第1J006号验资报告。

股东	出资额（万元）	持股比例	出资方式
李先桃	10.00	100.00	货币资金

2012年5月30日，公司新增注册资本90万元，由原股东李先桃以货币资金缴足，增资后公司注册资本为人民币100万元。本次增资业经广州振和会计师事务所有限公司审验并出具广和验字【2012】A467号验资报告。

2012年10月15日，根据股东转让出资合同书，李先桃将持有的5%股份转让给自然人吴军凡，并于2012年10月13日完成工商登记变更。变更后，股权结构如下：

股东	出资额（万元）	持股比例
李先桃	95.00	95.00
吴军凡	5.00	5.00
合计	100.00	100.00

2013年2月28日，涅生网络新增注册资本200万元，其中李先桃出资190万元，吴军凡出资10万元，业经广州振和会计师事务所有限公司审验并出具广和验字【2013】A432号验资报告。增资后，股权结构如下：

股东	出资额（万元）	持股比例
李先桃	285.00	95.00

吴军凡	15.00	5.00
合计	300.00	100.00

2015年6月18日，涅生网络股东认缴新增注册资本200万元，2015年7月30日新增注册资本到位，增资后，股权结构如下：

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
李先桃	475.00	95.00
吴军凡	25.00	5.00
合计	500.00	100.00

3. 主要业务简介：

涅生网络的主要业务收入包括服务业（代理运营服务及IT系统开发及运维）收入、自营网店的销售收入和仓储物流服务收入。

（1）服务业收入：包括代理运营服务和IT系统开发及运维服务，该项服务即为品牌企业提供整体电子商务解决方案，涵盖了电商策略制定、电商渠道资源整合、品牌营销、直营店铺托管及网站建设、维护运营、视觉设计、策划运营、客户服务、数据服务等环节，同时提供或协同第三方提供仓储服务和系统服务。涅生网络为客户提供上述内容的一站式综合运作服务，并与客户签订电子商务代营运合同或服务协议，根据双方协商或达到的销售额，涅生网络向客户收取一定比例的技术服务费或代营运维护服务费。

（2）销售（自营网店）收入：自营网店系指涅生网络与品牌企业签约，获得品牌企业在电商业务方面的授权，由涅生网络向品牌企业采购产品，并在互联网第三方平台或自主平台上以涅生网络公司自己的名义开店和销售产品的服务模式，俗称自营经销模式。在自营经销模式下，涅生网络主要赚取买卖差价。

（3）仓储物流收入：仓储物流业务主要是为服务业或自营网店中相关品牌产品的仓储、配送等延伸服务、深化服务。

4. 近两年及评估基准日资产、财务、经营状况：

（1）母公司口径，近两年及评估基准日的资产、财务和经营业绩如下表：

资产负债表简表（母公司口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013-12-31	2014-12-31	2015-9-30
-------	------------	------------	-----------

资产总额	1,335.80	2,312.31	3,968.09
负债总额	384.03	232.45	553.04
净资产	951.77	2,079.86	3,415.05

利润表（母公司口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-9 月
营业总收入	1,007.97	2,236.63	1,999.52
营业成本	171.59	168.72	356.73
利润总额	642.34	1,739.85	1,192.60
净利润	641.72	1,737.42	1,037.07

（2）合并口径，近两年及评估基准日的资产、财务和经营业绩如下表：

资产负债表简表（合并口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013-12-31	2014-12-31	2015-9-30
资产总额	1,658.19	2,703.72	3,996.31
负债总额	368.97	318.74	582.35
净资产	1,289.22	2,384.98	3,413.96
归属于母公司所有者权益	1,289.22	2,384.98	3,413.96
少数股东权益	-	-	-

利润表（合并口径）

金额单位：万元

科目/年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-9 月
营业总收入	1,437.88	2,367.07	2,005.19
营业总成本	504.05	663.83	830.09
利润总额	933.75	1,707.52	1,184.51
净利润	859.92	1,705.09	1,028.97
归属于母公司的净利润	859.92	1,705.09	1,028.97

以上涅生网络 2013 年、2014 年及基准日财务数据业经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）专项审计，并出具了瑞华专审字[2015]4502004 号无保留意见审计报告。

5. 涅生网络执行的主要会计政策和主要税项及税率：

(1) 涅生网络执行的主要会计政策：财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

(2) 主要税项及税率如下：

税种	计税依据	税率(%)
所得税	应纳税利润总额	25
增值税	销售货物、应税劳务收入和应税服务收入	17、6
城市维护建设税	实缴流转税税额	7
教育费附加(含地方教育费附加)	实缴流转税税额	5
文化事业建设费	广告收入额	3

(3) 税收优惠

根据《财政部、国家税务总局关于进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展企业所得税政策的通知》的规定，我国境内新办的集成电路设计企业和符合条件的软件企业，经认定后，在2017年12月31日前自获利年度起计算优惠期，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率减半征收企业所得税，并享受至期满为止。公司“涅生电子商务ERP运营服务软件V1.0”系统2013年6月25日获得中华人民共和国版权局核发计算机软件著作权登记证书、2014年9月30日获得广东省经济信息化委员会核发软件产品登记证书。公司企业所得税符合上述优惠政策。2013年、2014年免征企业所得税，2015-2017年减按12.5%税率缴纳所得税，2018年起恢复所得税税率25%。

(三) 委托方和被评估单位的关系

本评估项目的被评估单位为委托方莱茵生物的拟收购对象。

二、关于经济行为的说明

根据资产评估业务约定书和莱茵生物“管理层例会《关于重大事项的沟通会》”，本评估报告的评估目的是为桂林莱茵生物科技股份有限公司拟收购广州涅生网络科技有限公司100%股权所涉及的涅生网络股东全部权益提供价值参考依据。

三、关于评估对象与评估范围的说明

本次资产评估对象为涅生网络的股东全部权益价值，涉及的范围为涅生网络

申报的于评估基准日经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）专项审计后的资产和负债，具体资产类型和审计后母公司口径账面价值见下表：

金额单位：人民币元

科目名称	账面价值（单体）
一、流动资产合计	36,568,831.09
货币资金	1,365,127.01
应收账款	4,185,691.43
其他应收款	2,466,203.58
存货	257,073.07
其它流动资产	28,294,736.00
二、非流动资产合计	3,112,042.71
长期股权投资	2,981,256.20
固定资产	130,786.51
其中：设备类	130,786.51
三、资产总计	39,680,873.80
四、流动负债合计	5,530,341.40
应付账款	738,636.74
应付职工薪酬	563,390.51
应交税费	3,773,733.16
其它应付款	454,580.99
五、非流动负债合计	-
六、负债合计	5,530,341.40
七、净资产	34,150,532.40

涅生网络于2015年7月收购了闪光网络100%股权。因公司从经营战略上考虑，主打“涅生”品牌，闪光网络的经营业务从2014年下半年开始向涅生网络转移，从2015年9月开始，所有的业务已全部转移至涅生网络。

具体评估范围以广州涅生网络科技有限公司申报确认的资产核实评估明细表所列各项资产、负债为准，委托评估的资产、负债、损益类账面金额已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计确认。

四、关于评估基准日的说明

考虑到本次评估目的，本着有利于保证评估结果有效地服务于评估目的的原则，委托方与被评估单位共同商定本项目的资产评估基准日为：2015年9月30日。

五、可能影响评估工作的重大事项说明

武汉涅生网络科技有限公司于2014年12月31日与重庆博多物流有限公司签订了编号为YB201501190016电子商务物流服务合同，武汉涅生网络科

技有限公司对重庆博多物流有限公司销售的商品提供仓储管理、订单处理、分拣包装、全国配送等物流服务。2015年4月30日，武汉涅生网络科技有限公司、广州涅生网络科技有限公司、重庆博多物流有限公司签订了编号为YB201506190202的三方协议，将YB201501190016合同中的权利义务全部转移到广州涅生网络科技有限公司。三方同意自2015年5月1日起原合同项下的费用将由重庆博多物流有限公司与广州涅生网络科技有限公司进行结算。

六、资产负债清查情况、未来经营和收益状况预测说明

（一）资产负债清查情况和结果说明

1. 核实范围

列入核实范围的资产负债，是广州涅生网络科技有限公司于评估基准日2015年9月30日所拥有的全部资产及相关负债，具体类型及账面金额详见评估范围。公司资产具有轻实物资产的特点。

2. 核实工作的组织

为配合本次资产评估工作，广州涅生网络科技有限公司成立了由财务处、设备科等部门负责人和专业人员参加的工作班子，于2015年10月8日，对申报的全部资产和负债进行了全面核实核定登记造册，填报资产评估明细表，准备评估所需的相关资料，至10月18日基本完成核实工作。

3. 核实过程和方法

（1）对往来账款、银行存款、银行借款发函询征，对其它资产和负债，对照财务会计制度进行审核。

（2）对电子设备，对照设备台账逐台核实、核实设备的规格、型号、始用年月、修理记录等资料。

4. 核实结果

通过核实，认为申报评估的资产、负债与账面记录一致。

（二）未来经营和收益状况预测说明

1. 涅生网络所在电子商务行业相关经济要素及发展前景情况

（1）电子商务行业概况

电子商务泛指以互联网、移动通信、传真、电话、电视等电子网络进行的各种商务活动。随着信息技术的发展和普及以及网络经济的高速增长，电子商务发

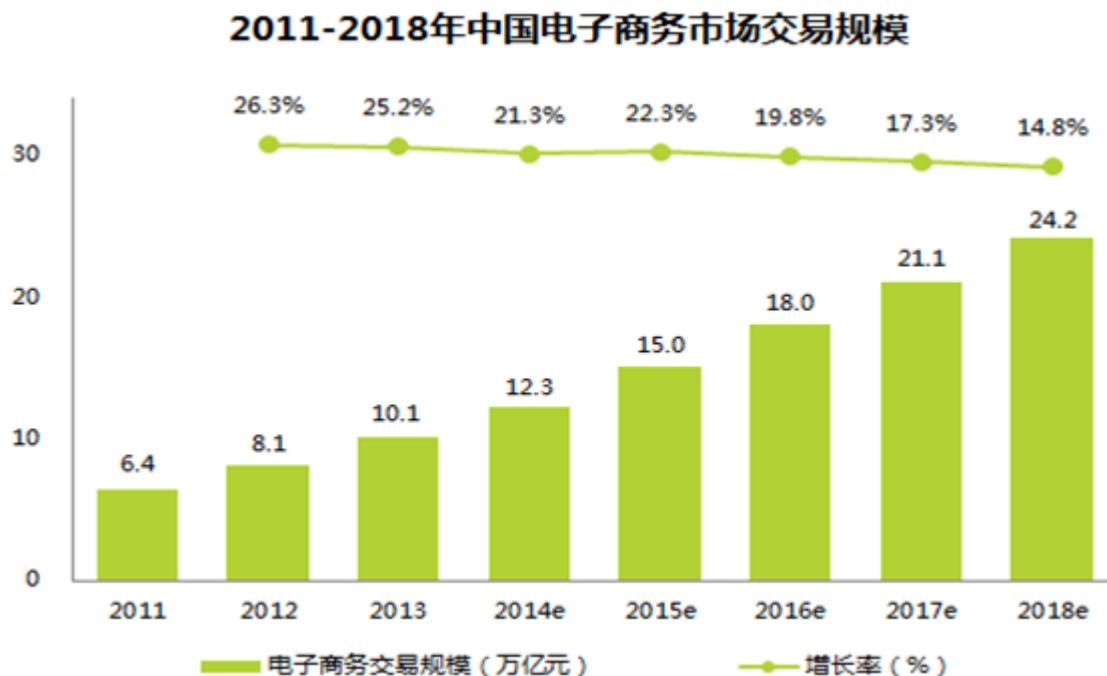
展迅猛，并已成为是国民经济和社会信息化的重要组成部分。在电子商务正加速与生产、流通、消费等各个领域融合的背景下，电子商务不但创造了新的消费需求，而且已成为提供公共产品、公共服务的新力量及经济发展新的原动力。

中国电子商务行业分类：

按交易对象分类		艾瑞研究领域划分
B2B	Business to Business, 企业对企业	B2B电子商务
B2C	Business to Customer, 企业对消费者	网络购物
C2C	Customer to Customer, 消费者对消费者	
©2011.9 iResearch Inc.		www.iresearch.com.cn

表 III-1 中国电子商务分类

根据艾瑞咨询发布的《2014年电子商务核心数据》，2014年，我国电子商务市场交易规模达12.3万亿元，2011年至2014年间的增长率超过20%，且预计2015年至2018年仍将保持平稳快速增长，2018年，我国电子商务市场交易规模将达到24.2万亿元。2011年—2018年，国内电子商务市场交易规模如下图所示：



根据艾瑞咨询对国内电子商务细分领域的分类，国内电子商务市场主要包括B2B电子商务市场、网络购物市场、在线旅游市场、本地生活O2O市场。其中，网络购物市场系渥生网络目前经营所处的主要市场。近年来，网络购物市场已成

为推动电子商务市场发展的最重要力量，网络购物占电子商务的份额也逐年提升。随着移动购物市场的飞速发展、电商企业向三四线城市甚至农村市场的扩张及国际化战略的布局，未来几年，中国网络购物市场仍将保持快速发展，网络购物在电子商务中的占比将会继续提升。

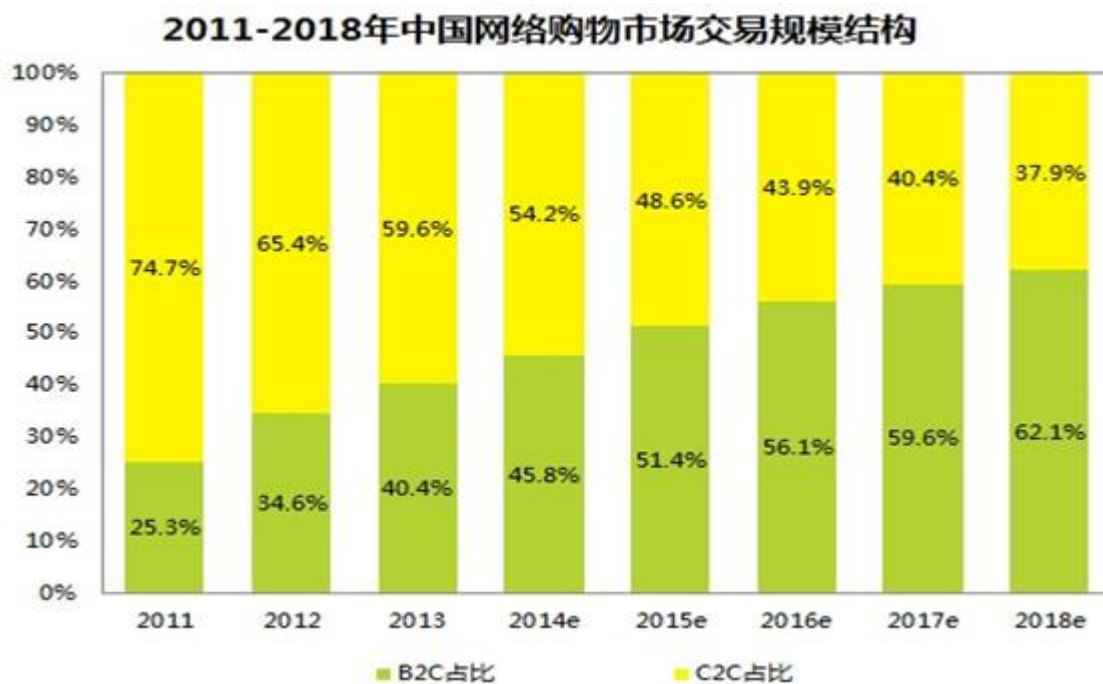
（2）网络购物行业概况

受益于移动互联网的持续高速增长以及网络购物的普及化，国内网络购物市场规模持续快速增长。根据艾瑞咨询发布的《2014年电子商务核心数据》，2011年，国内网络购物市场规模仅为7,845.3亿元，而到了2014年，国内网络购物市场交易规模已达到2,8145.1亿元，是2011年规模的3.59倍；预计2018年，国内网络购物市场交易规模将达到73,000亿元，是2014年规模的2.59倍。同时，根据国家统计局的数据，2014年我国社会消费品零售总额为26.24万亿，其中，网络购物交易额大致相当于社会消费品零售总额的10.7%，年度线上渗透率已首次突破10%。2011年—2018年，国内网络购物市场规模如下图所示：



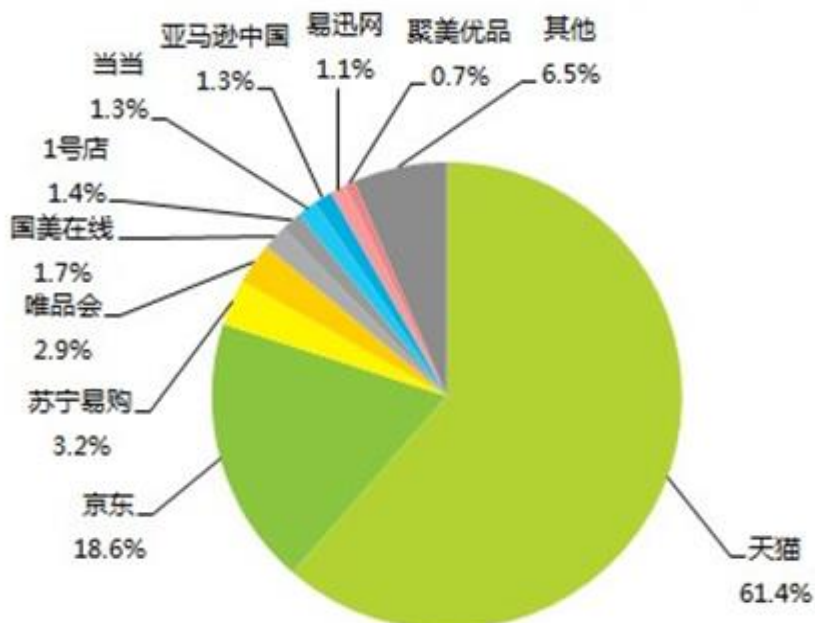
国内网络购物市场基本由B2C和C2C构成。根据艾瑞咨询数据显示，2014年中国网络购物市场中B2C交易规模达12,882亿元，占整体网络购物市场交易规模的比重达到45.8%，较2013年的40.4%增长了5.4个百分点。从增速来看，B2C市场增长迅猛，2014年中国网络购物B2C市场增长68.7%，远高于C2C市场35.2%的增速，B2C市场将继续成为未来网络购物市场发展的主要推动力。

2011 年—2018 年，国内网络购物市场交易规模结构如下图所示：



网络购物 B2C 市场的市场集中度较高。根据艾瑞咨询数据显示，2014 年，天猫市场份额占比超六成，京东市场份额占比为 18.6%，其余 B2C 市场包括苏宁易购、唯品会、国美、一号店、当当、亚马逊中国等，但其市场份额占比均未超过 5%。从自主销售为主的 B2C 市场来看，京东占比近五成，苏宁易购占比达到 8.5%，唯品会占比达到 7.7%，其余自主销售为主的 B2C 市场包括国美、一号店、当当、亚马逊中国等。2014 年，国内 B2C 购物网站交易规模市场份额如下图所示：

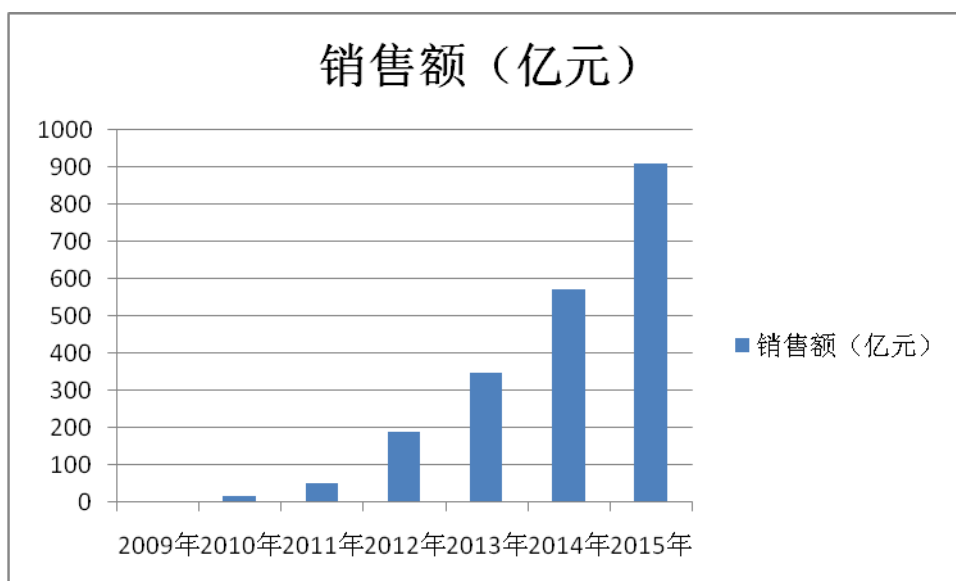
2014年中国B2C购物网站交易规模市场份额



就阿里巴巴马云开创的中国双 11 的天猫网购销售额统计，2014 年以来，网络购物呈现出高速增长的趋势。

天猫历年双 11 销售额统计

年份	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
销售额 (亿元)	0.5	19	53	191	350	571	912



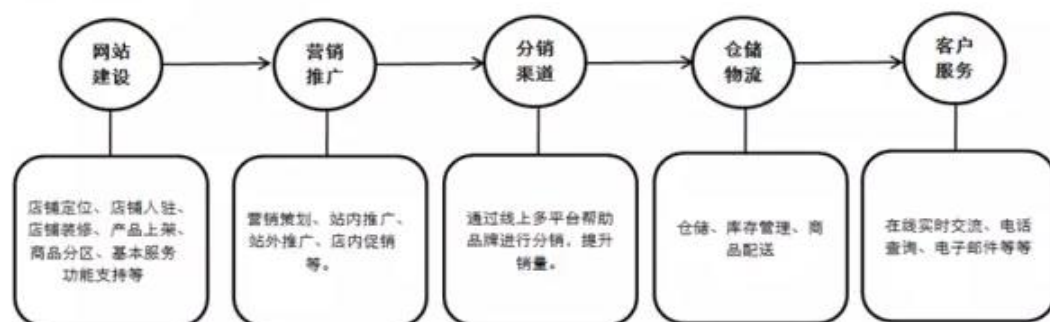
(3) 电商代运营行业概况

①网络购物 B2C 市场产业链

网络购物 B2C 市场产业链主要包括产品生产商/供应商、电子商务代运营商、网络购物平台和消费者等。

产品生产商/供应商处于网络购物市场的上游，负责产品的生产制造或供应环节，其产品质量的优劣、品牌知名度的高低等直接关系到消费者的满意度及消费者对网络购物的认知与接受度。

电子商务代运营商是连接产品生产商/供应商与消费者的桥梁。随着网络购物市场交易规模的逐年快速增长和天猫、京东等网络购物平台的崛起，大量传统产品生产商/供应商开始重视和发展线上业务。但是，传统产品生产商/供应商在发展线上业务的过程中往往面临很多发展瓶颈，由于其一直专注于线下业务，缺乏相关的电子商务运营经验和线上营销经验，以及对相关电子商务交易平台的交易规则理解不到位，从而导致其对消费者在线购物的需求和行为模式较为陌生。由于缺乏经营电子商务的实战经验，很多传统企业在发展电子商务之初，考虑到成本、经验、人才等各方面的因素，更倾向于将电子商务业务外包，寻求与外包服务商合作或者依托第三方代运营等形式开展电子商务业务。在此背景下，电子商务代运营行业逐渐发展且增长迅速。电子商务代运营的全产业链服务流程如下图所示：



②国内电子商务代运营市场概况

近年来，在国内电子商务市场快速增长、网络购物市场的信任机制和管理机制逐渐完善的背景下，传统品牌商和实体零售企业触网动力强劲而对电商运营环境和规则的不熟悉，国内电子商务代运营开始崭露头角，且我国电子商务代运营市场规模迅速扩大且发展迅猛。根据艾瑞咨询的统计，2010年，中国电子商务代运营市场交易规模仅为108.9亿元，而到2014年，中国电子商务代运营市场交易规模约达2,600亿元，2011年至2014年的年均增长率超过100%，并预计2014年至2017年，中国电子商务代运营市场交易规模年均复合增长率预计仍将高达56.7%，到2017年，中国电子商务代运营市场交易规模预计将达到约10,000亿元。

③国内电子商务代运营行业竞争状况

由于较低的行业进入门槛，目前，国内电子商务代运营市场存在显著的“低集中竞争性”特征，市场中的小型或产业链单个环节运营服务的代运营者为数众多，尚未出现对某类服务形成垄断、在规模、资金实力和盈利能力方面具有绝对优势的企业，市场竞争非常激烈。

但是，随着行业内部分企业不断发展多平台多渠道合作、扩展其全网销售及服务能力、引入资金实施并购等，激烈的市场竞争又会使得大部分小型或以提供单个环节为主业而又缺乏足够资金支持的低端代运营者逐步被市场淘汰，并涌现出资金实力较为雄厚、规模较大、服务更加专业的大中型全产业链运营服务的代运营者，甚至出现在某些行业或细分市场形成垄断的电子商务代运营服务企业。

目前，运营规模较大的国内电子商务代运营者有上海宝尊电子商务有限公司、瑞金麟网络技术服务股份有限公司、上海凯诘电子商务有限公司、杭州悠可化妆品有限公司、上海丽人丽妆化妆品有限公司、广州涅生网络科技有限公司等。

2. 企业核心技术优势、团队情况和人力资源、无形资产及合作伙伴等情况

(1) 涅生网络的核心优势

涅生网络在行业领先的全渠道6大综合核心优势

1) 运营力：从品类分析规划、产品策略、价格策略、渠道策略、店铺日常运营到售前售后客服的一体化综合竞争力。

2) 渠道力：涅生网络整合了天猫、京东、一号店、苏宁易购、当当网、亚马逊、聚美优品、乐峰、唯品会、美团、窝窝团、拉手的全渠道资源，实现品牌统一、系统的线上全渠道销售。

3) 营销力：涅生网络的运营营销人员均拥有国际 4A 和中国一流广告公司多年的从业经验，其可为客户提供精准的、定制化市场分析、营销活动策划、广告投放等服务

4) 视觉力：多年的电商运营累积沉淀了各行业的视觉设计经验。通过对用户消费的消费心理解读及视觉探索，已深知消费的转化要点，为店铺营销转化带来提升。

5) IT 力：涅生网络是行业内少数几家有能力针对客户、渠道和消费群体特点，定制专业化 IT 系统的运营商之一，在提升 IT 系统实用效率、降低成本方面拥有无可比拟的优势。并拥有自有开发的涅生管家系统，并获得软件专利认证。

6) 物流力：涅生网络为客户提供关于仓储管理、供应链优化、物流配送的专业解决方案，是客户可信赖的合作伙伴，日均最高值可发 2 万单。

(2) 涅生网络的团队组织分布

根据了解，涅生网络目前的经营团队主要包括：

1) 广州总部：位于广州市海珠区新港中路艺苑南路 13 号大院 8 栋 201 室，系公司核心经营团队。

2) 武汉经营部：位于湖南省武汉市黄陂区盘龙城经济技术开发区三店村 888 号，系电子商务配套的物流配送中心。

3) 杭州经营部（筹备）：位于杭州余杭区文一西路 998 号海创园 19-505，未来拟开展网络艺术品拍卖等业务。

(3) 人力资源情况

截止评估基准日，涅生网络员工总人数为 122 人，按照不同结构划分如下：

1) 员工部门结构

专业分类	人数（人）	占总人数比例
财务部	4	3.28%
供应链	18	14.75%
行政部	2	1.64%
杭州办事处	5	4.10%
客服部	30	24.59%
设计部	3	2.46%

推广部	3	2.46%
研发部	18	14.75%
运营部	36	29.51%
总经办	3	2.46%
总计	122	100.00%

2) 员工年龄分布

年龄结构	类别	25岁以下(含25岁)	26-34	35-44	合计
	人数	84	32	6	122
	比例	68.85%	26.23%	4.92%	100%

3) 员工学历状况

学历结构	类别	本科	大专	中专、高中、技校	合计
	人数	31	42	49	122
	比例	25.41%	34.43%	40.16%	100%

4) 按等级分布

按等级分析	类别	高层管理人员	中层管理人员	基层管理人员	其他	合计
	人数	4	10	15	93	122
	比例	3.28%	8.20%	12.30%	76.23%	100%

(4) 无形资产情况

1) 软件著作权:

涅生网络现持有中华人民共和国国家版权局颁发的计算机软件著作权登记证书，证书号：软著登字第0567733号，软件名称：涅生电子商务ERP运营支撑软件V1.0，登记号：2013SR061971，开发完成日期：2013年04月01日，权利范围：全部权利。

软件证书登记情况:

证书名称	软件产品登记证书
软件名称	涅生电子商务 ERP 运营支撑软件 V1.0
证书编号	粤 DGY-2014-1453
有效期	五年至 2019 年 9 月 29 日
发证机关	广东省经济和信息化委员会

2) 域名

序号	域名	所属注册商	注册人(中英文)	注册邮箱	注册日期	到期日期	DNS 服务器
1	myniesheng.com	FOSHAN YIDONG NETWORK CO. LTD	Guang Zhou Shi Nie Sheng Wang Luo Ke Ji You Xian Gong Si 广州涅生网络科技有限公司	wujunfan0622@126.com	2012年5月24日	2016年5月24日	NS3.72DNS.COM NS4.IDC1.CN
2	vhappybuy.com	FOSHAN YIDONG NETWORK CO. LTD	Guang Zhou Shi Nie Sheng Wang Luo Ke Ji You Xian Gong Si 广州涅生网络科技有限公司	wujunfan0622@126.com	2012年4月28日	2016年4月28日	NS3.72DNS.COM NS4.IDC1.CN

(5) 2012年至今涅生网络科技携手合作伙伴:

涅生电商路上的伙伴：

2012年至今涅生网络科技携手合作伙伴

<p>大健康类</p> <p> 品牌全网渠道</p> <p> 国内大健康产业巨头</p> <p> 国内植物提取行业领军企业</p> <p>轻奢类</p> <p> 全球最畅销的眼镜品牌</p> <p> Refa 风靡全球的美容神器</p>	<p>美妆类</p> <p> 春纪 奢村养肤领导品牌</p> <p> 巴黎欧莱雅 世界最大护肤品牌</p> <p> 丸美 眼部护理专家</p> <p> 九美子 美白大师 美白第一品牌 显秀紧致 引领年轻人潮流</p> <p> 花皙蔻 天然植物护肤专家</p> <p> 丁家宜 国内知名护肤品牌</p>	<p>3C类</p> <p> 美的 Midea 美的空调，全网类目第一销量品牌</p> <p> 中国电信 广东电信网上商城 独家运营广东电信商城</p> <p>其他类</p> <p> 铁达时 瑞士时尚手表品牌</p> <p> 冬己 韩国母婴护理大师</p> <p> 涅生美体 涅生美体馆：首个专业美体塑体馆</p>
---	---	--

3. 涅生网络历史收入、成本、费用及利润情况

涅生网络的主营业务收入包括服务业收入、自营网店的销售收入和仓储物流服务收入。

项目	历史数据(合并)		
	2013	2014	2015/1-9
一、主营业务收入	1,437.88	2,360.47	1,976.43
(1) 技术服务费(代理运营服务/广告/IT)	1,373.78	2,307.20	1,538.17
(2) 商品销售(自营网店)	64.10	53.27	48.08
(3) 仓储物流	-	-	390.17

二、其他业务收入	-	6.60	28.76
房租收入		6.60	11.09
利息收入			17.68
合 计	1,437.88	2,367.07	2,005.19

涅生网络成立日期较短，2013 年业务开始陆续走上正轨，并正处于快速发展初期。

涅生网络历史收入、成本、费用及利润情况汇总如下（合并数据）：

金额单位：人民币万元

项目	历史数据（合并）		
	2013	2014	2015/1-9
一、营业收入	1,437.88	2,367.07	2,005.19
减：营业成本	223.98	267.60	356.73
营业税金及附加	13.47	21.53	19.10
销售费用	38.27	68.58	108.82
管理费用	224.99	302.18	345.81
财务费用	-0.07	0.76	0.60
资产减值损失	3.42	3.18	-0.97
加：投资收益	-	1.42	13.27
二、营业利润	933.83	1,704.66	1,188.37
加：营业外收入	0.00	2.91	1.33
减：营业外支出	0.08	0.06	5.19
三、利润总额	933.75	1,707.51	1,184.51
减：所得税费用	73.83	2.43	155.54
四、净利润	859.92	1,705.09	1,028.97

4. 未来主营收入、成本、费用、利润等的预测价格、预测说明和相关资料

1) 未来主营收入、成本、费用、利润等的预测结果：

项目	未来预测							
	2015/10-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021	稳定期
一、营业收入	2,555.04	6,110.92	7,733.70	9,488.04	11,184.69	12,823.12	14,374.79	14,374.79
减：营业成本	357.01	1,127.99	1,401.92	1,696.82	2,013.61	2,342.46	2,683.33	2,683.33

营业税金及附加	21.63	51.12	65.01	79.85	94.24	108.16	121.38	121.38
销售费用	90.71	266.20	330.32	401.75	477.05	556.87	641.39	641.39
管理费用	213.33	764.12	901.06	1,062.29	1,251.67	1,511.11	1,747.56	1,747.56
财务费用	0.77	1.83	2.32	2.85	3.36	3.85	4.31	4.31
二、营业利润	1,871.60	3,899.65	5,033.07	6,244.47	7,344.77	8,300.66	9,176.83	9,176.83
三、利润总额	1,871.60	3,899.65	5,033.07	6,244.47	7,344.77	8,300.66	9,176.83	9,176.83
利润总额率	73.25%	63.81%	65.08%	65.81%	65.67%	64.73%	63.84%	63.84%
所得税率	12.50%	12.50%	12.50%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
减：所得税费用	233.95	487.46	629.13	1,561.12	1,836.19	2,075.17	2,294.21	2,294.21
四、净利润	1,637.65	3,412.19	4,403.94	4,683.35	5,508.58	6,225.50	6,882.62	6,882.62

2) 资本性支出预测情况

根据涅生网络公司的规划，预计未来随着公司人员的扩充，需追加电脑设备的购置支出。

资本性支出包括用于现有生产设备的维护方面的支出和用于新增生产能力方面的支出。

同时，考虑杭州办事处的开办，2016 年需要添置家具、服务器等设备 10 万元，正常员工购置电脑设备每年约 4 万元，并按年约 10%比例增长。

资本性支出预测见下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	2015 年/7-12	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	稳定期
用于现有生产设备的维护方面的支出	3.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
用于新增生产能力方面的支出		14.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
资本性支出合计	3.00	26.00	17.00	18.00	19.00	20.00	21.00	22.00

3) 非经营性资产净值情况

根据分析，涅生网络非经营性资产、负债情况如下表：

金额单位：万元

一	非经营性资产	账面净值	备注
1	其他应收款	200.00	股东暂借款
2	其他流动资产	3,115.00	理财产品
	小计	3,315.00	
二	非经营性负债	0.00	
三	非经营性调整净值	3,315.00	

4) 未来人力资源安排

项目名称	单位	未来人力资源安排						
		2015/10-12	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总经办	人	3	3	3	3	3	4	4
研发部	人	18	19	20	21	22	24	26
设计部	人	3	4	5	6	8	10	12
运营部	人	36	38	42	46	50	54	58
客服部	人	30	34	38	42	46	50	54
财务部	人	4	4	4	4	4	5	5
推广部	人	3	4	5	6	7	8	9
人力资源行政部	人	2	2	2	2	3	4	5
武汉涅生-供应链（物流）	人	18	20	22	24	26	28	30
杭州办事处	人	5	6	7	8	10	12	14
职工人数合计	人	122	134	148	162	179	199	217

5) 未来员工人均年工资（薪酬）计划：

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总经办	万元/年	20.00	22.00	24.20	26.62	29.28	32.21	35.43
研发部	万元/年	7.20	7.92	8.71	9.58	10.54	11.60	12.76
设计部	万元/年	4.85	5.34	5.87	6.46	7.10	7.81	8.59
运营部	万元/年	5.20	5.72	6.29	6.92	7.61	8.37	9.21
客服部	万元/年	3.25	3.58	3.93	4.33	4.76	5.23	5.76
财务部	万元/年	4.00	4.40	4.84	5.32	5.86	6.44	7.09
推广部	万元/年	3.80	4.18	4.60	5.06	5.56	6.12	6.73
人力资源行政部	万元/年	6.38	7.02	7.72	8.49	9.34	10.28	11.30
武汉涅生-供应链	万元/年	4.55	5.01	5.51	6.06	6.66	7.33	8.06
杭州办事处	万元/年	6.00	6.60	7.26	7.99	8.78	9.66	10.63

预测原则上按当地工资水平，未来每年平均按 10%的幅度增长。上述薪酬不包括社保和公积金（五险一金）

6) 预测简单说明及相关依据说明

①营业收入的预测说明

涅生网络的营业收入主要包括服务业收入、自营网店的销售收入和仓储物流服务收入。故企业管理层认为，按照上述三种服务收入类型分别预测。

根据涅生网络的公司所在行业之经营特点，企业管理层认为其公司未来的经营情况将与行业及电商整体发展关系密切，未来公司的收入增长率与行业发展应该是同步的。故，总体预测思路如下：

2015 年的营业收入，主要根据 2015 年涅生网络已与客户签订的大部分服务合同及实际执行完成情况预测全年营业额。

2016-2021 年的营业收入，主要依据服务对象（业务内容）-电商行业交易规模的增长率、企业历史数据收入增长率、公司服务的部分客户预测或公司自身预计增长率等因素综合权重分析，预估服务对象收入增长率，并根据 2015 年预测的收入额为基础，估算 2016 年-2021 年的营业收入额。

对不常发生或偶然发生且金额较小的其他业务收入，由于未来存在不确定性，不再进行预测。

②营业成本的预测说明

涅生网络的营业成本主要包括人工成本、采购成本、仓库租金及其他配套成本等。主要根据历史营业成本明细构成的分析及未来可能发生的相关成本因素等，分别对应服务业成本、销售（自营网店）成本和仓储物流成本进行预测。

主营业务成本	成本构成说明
(1) 服务业成本	
人工成本	设计部、营运部、推广部和杭州办事处人员工资薪酬
租金-杭州	杭州办事处租金
相关服务费	与服务业相关的服务成本
(2) 销售成本（自营网店）	采购及销售成本
(3) 仓储物流成本	
仓储人工费用	涅生武汉经营部-供应链（物流）员工薪酬
仓库租金-武汉	武汉仓库租金及物业费
水电费	仓储水电费
物流成本	主要为物流的快递费

③期间费用的简单预测说明

客服人员的工资薪酬在销售费用核算；

所有的折旧、福利费、工会经费及社保和公积金（五险一金）均在管理费用核算；

管理部门（总经办、财务部）、研发部员工的工资薪酬均在管理费用核算；

广州办公场所的租金及物业费全部在管理费用核算；

其他费用，见提供的期间费用预测明细表。

七、资料清单

- (一) 资产评估申报表；
- (二) 相关经济行为的批准文件；
- (三) 评估基准日审计报告；
- (四) 资产权属证明文件、产权证明文件；
- (五) 重大合同、协议等；
- (六) 生产经营统计资料；
- (七) 公司经营规划、未来利润预测表及相关合同依据等；
- (八) 其他与评估资产相关的资料。

(以下无正文)

(本页无正文,为桂林莱茵生物科技股份有限公司拟收购广州涅生网络科技有限公司100%股权项目资产评估说明签字页)

委托方负责人签字:



被评估方负责人签字:



委托方盖章:



被评估方盖章:



2015年11月20日

2015年11月20日