

国泰君安证券股份有限公司
关于
深圳万润科技股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金
申请文件反馈意见相关事项
之专项核查报告

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2016 年 10 月 19 日下发的中国证券监督管理委员会[162749]号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“《反馈意见》”）有关审核意见的要求，国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”、“独立财务顾问”）就《反馈意见》涉及的如下事项出具专项核查报告：

“申请材料显示，万象新动设立于 2014 年 10 月。最近一年一期，业绩大幅增长。请你公司：1）结合客户数量增长、合同金额变化及同行业可比公司情况比较，量化分析并补充披露万象新动报告期业绩大幅增长的原因及合理性。2）结合同行业可比公司同类业务的比较分析，补充披露万象新动报告期毛利率、净利率及期间费用水平的合理性。请独立财务顾问和会计师对万象新动报告期业绩大幅增长的合理性进行专项核查并发表明确意见。”

如无特别说明，本核查报告中所涉及到的简称与重组报告书一致。

一、万象新动报告期业绩大幅增长的原因及合理性

2016年上半年及2015年度，万象新动实现营业收入分别为12,104.38万元及4,053.24万元，2016年上半年较2015年增长8,051.14万元，2016年年化收入较2015年增长497.27%。报告期内，万象新动主要客户变动情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	2016年1-6月	2015年度	变动金额	变动幅度
1	深圳市腾讯计算机系统有限公司	2,312.40	595.37	1,717.03	288.40%
	腾讯科技（深圳）有限公司				
	腾讯科技（北京）有限公司				
2	风尚云起文化传媒（北京）有限公司	2,025.42	174.14	1,851.28	1063.10%
3	喀什乐信信息科技有限公司	1,539.49	1,100.60	438.89	39.88%
	深圳咕咕鸟网络信息技术有限公司				
	深圳市万易启科技有限公司				
4	上海曦久网络科技有限公司	1,045.82	-	1,045.82	N/A
5	北京天盈九州网络技术有限公司	854.06	339.62	514.44	151.48%
6	北京派悦科技有限公司	564.25	-	564.25	N/A
7	北京字节跳动网络技术有限公司	436.23	-	436.23	N/A
8	北京云动时代网络科技有限公司	408.4	-	408.4	N/A
9	北京爱奇艺科技有限公司	314.88	-	314.88	N/A
10	上饶市源美信和网络技术发展有限公司	290.72	183.75	106.98	58.22%
	上饶市长鑫丰汇信息技术有限公司				
11	深圳市乐天互动科技有限公司	269.26	-	269.26	N/A
12	北京青绿水色信息技术有限公司	238.05	-	238.05	N/A
13	日月同行信息技术（北京）有限公司	220.72	-	220.72	N/A
14	深圳天使传媒有限公司	170.75	392.96	-222.21	-56.55%
15	北京木兰合金信息技术有限公司	136.3	-	136.3	N/A
16	上海聚力传媒技术有限公司	126.66	145.44	-18.78	-12.91%
17	春秋航空股份有限公司	104.17	-	104.17	N/A
18	北京盛拓鸿远信息技术有限公司	102.36	135.5	-33.14	-24.46%
19	百度在线网络技术（北京）有限公	72.28	142.61	-70.34	-49.32%

	司				
	北京百度网讯科技有限公司				
	百度时代网络技术（北京）有限公司				
20	深圳译道网络有限公司	27.61	126.86	-99.25	-78.24%
21	深圳华十在线科技有限公司	-	165.69	-165.69	-100.00%
22	其他客户	844.55	550.70	293.85	53.36%
	合计	12,104.38	4,053.24	8,051.14	198.63%

注 1：深圳市腾讯计算机系统有限公司、腾讯科技（深圳）有限公司、腾讯科技（北京）有限公司系同一控制下的企业；深圳咕咕鸟网络信息技术有限公司、深圳市万易启科技有限公司、喀什乐信信息科技有限公司系同一控制下的企业；上饶市源美信和网络技术发展有限公司、上饶市长鑫丰汇信息技术有限公司系同一控制下的企业；百度在线网络技术（北京）有限公司、北京百度网讯科技有限公司、百度时代网络技术（北京）有限公司系同一控制下的企业，均按合并口径披露；

注 2：上表列示了各报告期营业收入超过 100 万的客户明细。

经核查，万象新动报告期业绩大幅增长主要原因及合理性如下：

（一）中国移动互联网广告行业处于快速发展期

根据艾瑞咨询《2016 中国移动营销行业研究报告》，2015 年，中国移动营销的市场营收规模达 901.3 亿元。2013-2015 年，中国移动营销市场营收保持了超过 160% 的增长速度，艾瑞咨询预计移动营销市场营收的增长符合互联网经济发展趋势，未来将连续保持相对可观的增长速度，至 2018 年规模将超过 3,000 亿元。预计 2016 年、2017 年及 2018 年三年中国移动营销市场规模将达到 1,565.5 亿元、2,350.9 亿元及 3,267.3 亿元，增长率分别为 73.7%、50.2% 及 39.0%。随着移动互联网广告市场的不断成熟，其增速也将趋于平稳，但仍将保持较高水平。根据艾瑞咨询数据显示，未来几年移动互联网广告在整体互联网广告中的占比将持续增大，预计 2018 年占比将接近 80%。

2012-2018 年中国移动互联网广告市场规模及预测（单位：亿元）



数据来源：艾瑞咨询《2016年中国互联网广告行业年度监测报告》

受益于行业快速发展，互联网广告行业上市公司业务也呈现快速增长的态势。2016年上半年，可比上市公司收入增长情况如下表所示：

单位：万元

上市公司	2016年1-6月	2015年1-6月	增长率
明家联合	130,044.01	37,474.43	247.02%
蓝色光标	514,099.41	345,271.25	48.90%
电广传媒	349,498.73	255,013.81	37.05%
引力传媒	88,350.57	94,436.82	-6.44%
利欧股份	306,474.37	195,898.51	56.45%
腾信股份	69,795.76	60,864.08	14.67%
省广股份	443,278.26	384,840.84	15.18%
平均值	271,648.73	196,257.11	38.41%

注：平均增长率系上述上市公司平均收入的增长率。

根据上表，可比上市公司2016年上半年收入同比平均增长率达到**38.41%**，处于快速发展阶段。

2015年来，A股市场的数家上市公司收购互联网广告公司的交易方案成功实施，该等收购案例中标的公司收入增长情况如下：

上市公司	标的公司	2015 年一期营业收入	2014 年营业收入	年化增长率
智度投资	猎鹰网络	16,042.87	1,921.76	1,013.07%
万润科技	亿万无线	14,222.11	3,765.23	277.72%
深大通	冉十科技	20,191.35	7,686.18	250.26%
明家联合	微赢互动	6,630.32	16,352.46	62.19%
明家联合	云时空	2,246.78	8,119.75	10.68%
利欧股份	智趣广告	28,928.01	3,911.72	639.52%
龙力生物	快云科技	10,604.04	1,859.81	522.00%
利欧股份	万圣伟业	9,266.62	46,559.87	-20.39%
利欧股份	微创时代	16,156.39	32,121.22	101.19%
联创互联	上海激创	32,639.06	41,830.37	56.05%

注：上述数据均来源于各上市公司重组报告书，由于审计基准日不同，因此 2015 年一期营业收入指 2015 年 1 月 1 日至审计基准日上述标的公司营业收入。

由上表可知，除万圣伟业外，上述标的公司报告期末期年化收入较上一年度营业收入增长率较高，增长率最高达到了 1,013.07%，整体增长速度较快。2016 年上半年及 2015 年度，万象新动实现营业收入分别为 12,104.38 万元及 4,053.24 万元，2016 年年化收入较 2015 年增长 497.27%，该收入增长率处于合理的范围内。

因此，万象新动报告期内收入大幅增长符合行业发展趋势。

（二）深挖优质客户资源及媒体渠道资源，获取大量新增客户

万象新动成立于 2014 年 10 月，随着经营管理、业务及资源布局的不断完善，逐步进入业绩爆发式增长阶段。万象新动成立以来，不断深挖客户资源及媒体渠道资源，其广告主中有多家行业内知名的互联网企业，包括腾讯、百度、搜狐、搜狗、大众点评、爱奇艺、去哪儿、今日头条等。同时，万象新动对接了腾讯、二三四五、百度、vivo 应用商店、网易、华为应用商店及新浪等国内优质媒介资源，为广告主提供专业的移动端的精准营销服务。

报告期内，万象新动凭借优质的客户资源形成的品牌效应及媒体渠道资源的储备，吸引并开拓了大量的客户，2016 年 1-6 月，万象新动主要新增客户情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	2016年1-6月	2015年度	变动金额
1	上海曦久网络科技有限公司	1,045.82	-	1,045.82
2	北京派悦科技有限公司	564.25	-	564.25
3	北京字节跳动网络技术有限公司	436.23	-	436.23
4	北京云动时代网络科技有限公司	408.40	-	408.40
5	北京爱奇艺科技有限公司	314.88	-	314.88
6	深圳市乐天互动科技有限公司	269.26	-	269.26
7	北京青绿水色信息技术有限公司	238.05	-	238.05
8	日月同行信息技术（北京）有限公司	220.72	-	220.72
9	北京木兰合金信息技术有限公司	136.30	-	136.30
10	春秋航空股份有限公司	104.17	-	104.17
11	其他客户	482.94	-	482.94
	合计	4,221.01	-	4,221.01

注：上表列示了2016年1-6月，营业收入超过100万的新增客户明细

2015年，万象新动合计为60余家客户提供广告营销服务；2016年1-6月，万象新动继续新增客户40余家，客户数量增长速度较快，上述新增客户贡献的营业收入为4,221.01万元，占2016年1-6月较上年度收入增长额8,051.14万元的52.43%。2016年7-9月，万象新动新增客户24家，客户数量保持持续增长。

（三）专业服务能力获得客户的认可，存量客户投放增长

万象新动现有的经营管理团队和核心技术人员具有多年的互联网广告营销经历，拥有丰富的移动互联网行业从业经验。在日常经营中，万象新动通过深入的数据挖掘和分析，结合广告主的需求制定效果最优的广告精准投放策略，且在广告投放过程中实时跟踪记录、监控传播效果，提高服务能力。

万象新动凭借着其服务能力及经验丰富的经营管理团队，获得了客户的认可，存量客户广告投放规模增长趋势明显。2016年1-6月及2015年度，万象新动前五大客户的收入规模及变动情况如下表所示：

单位：万元

客户名称	2016年1-6月	2015年度	变动金额	变动比例
------	-----------	--------	------	------

深圳市腾讯计算机系统有限公司	2,312.4	595.37	1,717.03	288.40%
腾讯科技（深圳）有限公司				
腾讯科技（北京）有限公司				
风尚云起文化传媒（北京）有限公司	2,025.42	174.14	1,851.28	1063.10%
喀什乐信信息科技有限公司	1,539.49	1,100.60	438.89	39.88%
深圳咕咕鸟网络信息技术有限公司				
深圳市万易启科技有限公司				
上海曦久网络科技有限公司	1,045.82	-	1,045.82	N/A
北京天盈九州网络技术有限公司	854.06	339.62	514.44	151.48%
深圳天使传媒有限公司	170.75	392.96	-222.21	-56.55%
合计	7,947.94	2,602.69	5,345.25	205.37%
单客户平均贡献收入	1,324.66	433.78	890.88	205.37%

注 1：上表中同一控制下的公司合并计算其收入金额；

注 2：单客户平均贡献收入=上表中客户收入之和/客户数量，同一控制下的客户按照一个客户计算。

由上表可见，2016 年 1-6 月，万象新动前五大客户收入增长情况明显，存量客户中，除深圳天使传媒有限公司外，其收入规模均有不同幅度的增长，其中腾讯及风尚云起文化传媒（北京）有限公司收入规模分别增长 1,717.03 万元及 1,851.28 万元。2016 年 1-6 月，上述客户单客户平均贡献收入较 2015 年全年单客户平均贡献收入增长 890.88 万元，增长了 205.37%，存量客户需求增长趋势显著。

（四）通过自有平台持续优化产品，形成优势核心业务，收益明显增加

万象新动通过其自有的 DSP 平台和 DMP 数据库为产品持续优化、获取良好的用户口碑提供了有力支持。报告期内，万象新动业务收入按照类型分类情况如下：

单位：万元

项目	2016 年 1-6 月		2015 年度		增长情况	
	收入	占比	收入	占比	年化增长额	增长率
应用分发	2,814.65	23.25%	2,769.67	68.33%	2,859.63	103.25%
精准广告投放	9,285.39	76.71%	1,208.31	29.81%	17,362.47	1,436.92%
其他业务收入	4.34	0.04%	75.26	1.86%	-66.58	-88.47%
合计	12,104.38	100.00%	4,053.24	100.00%	20,155.52	497.27%

注：2016年1-6月年化收入=2016年1-6月收入*2，增长率根据年化增长额计算。

根据上表，万象新动应用分发业务 2016 年年化收入较 2015 年度增长 2,859.63 万元，增长率为 103.25%；精准广告投放业务 2016 年年化收入较 2015 年度增长 17,362.47 万元，增长率为 1,436.92%。万象新动业绩大幅增长的主要原因是精准广告投放业务收入的快速增长，2016 年 1-6 月，精准广告投放业务收入占当期营业收入的比重达到了 76.71%。

精准广告投放业务是通过深入的数据挖掘和分析，结合广告主的需求制定效果最优的广告精准投放策略，通过 DSP 系统和自有 DMP 数据库为广告主精准定位目标受众，将广告内容精准、高效的投放至优质的媒体资源。万象新动自成立起，不断优化自有 DSP 系统、DMP 数据库及相关技术，且逐渐对接了广点通、应用宝、百度助手等大型流量平台，获得市场的认可。报告期内精准广告投放业务收入快速增长，成为了万象新动主要的收入来源。

二、万象新动报告期毛利率、净利率及期间费用水平的合理性

（一）万象新动报告期毛利率、净利率的合理性分析

万象新动报告期内毛利率、净利率与同行业可比公司比较情况如下所示：

公司名称	毛利率		净利率	
	2016年1-6月	2015年度	2016年1-6月	2015年度
明家联合	15.43%	13.20%	8.71%	6.14%
蓝色光标	23.87%	27.55%	6.82%	0.93%
电广传媒	27.84%	31.20%	3.86%	7.91%
引力传媒	9.02%	7.34%	2.21%	1.38%
利欧股份	23.40%	22.96%	8.90%	5.46%
腾信股份	11.87%	17.40%	3.68%	10.36%
省广股份	17.51%	17.97%	5.84%	6.30%
行业平均	18.42%	19.66%	5.72%	5.50%
万象新动	22.97%	19.73%	13.97%	10.97%

从上表数据分析，万象新动 2015 年毛利率与可比同行业上市公司毛利率基本持平，2016 年 1-6 月毛利率为 22.97%，较 2015 年毛利率增加了 3.24 个百分点。2016 年上半年，万象新动推广游戏类 APP 产品相对较多，游戏产品因其

受众群体人数多，变现能力强，具有广告投放量大，预算高的特点，毛利率也较其他类别产品高。因此，万象新动 2016 年上半年整体毛利率也相应提高。

另外，由于万象新动成立时间较短，报告期内期间费用率远低于可比同行业上市公司，故其净利率高于同行业上市公司净利率。

（二）万象新动报告期期间费用水平合理性分析

1、与同行业上市公司对比

万象新动报告期期间费用水平与同行业可比公司比较情况如下所示：

公司名称	期间费用率	
	2016 年 1-6 月	2015 年度
明家联合	5.14%	9.40%
蓝色光标	20.26%	22.49%
电广传媒	29.07%	30.58%
引力传媒	4.69%	4.09%
利欧股份	11.32%	15.27%
腾信股份	6.92%	3.75%
省广股份	10.29%	8.73%
行业平均	12.53%	13.47%
万象新动	1.44%	3.05%

报告期内万象新动期间费用率远低于同行业上市公司，主要系万象新动业务集中，结构相对简单，员工人数较少，且运营场所面积小，其发生的费用主要系员工工薪及水电租赁费等；而上市公司资产规模和业务规模相对较大，其业务类型相对多元化，管理结构相对复杂。因此，万象新动目前仍处于低成本高成长阶段，与上市公司所处发展阶段存在不同，其费用率相对上市公司较小。

2、同行业并购案例对比

考虑到万象新动所处发展阶段的特点，为进一步比较同行业公司期间费用率情况，统计部分同行业公司收购标的公司的期间费用率情况如下：

上市公司	标的公司	2014 年 期间费用率	2015 年报告期 期间费用率
利欧股份	万圣伟业	3.02%	4.70%

利欧股份	微创时代	4.94%	2.87%
思美传媒	爱德康赛	5.63%	4.65%
利欧股份	智趣广告	3.31%	2.01%
万润科技	亿万无线	5.31%	2.87%

注 1：期间费用率指管理费用率及销售费用率之和；

注 2：亿万无线拥有《软件企业认定证书》，享受双软企业税收优惠，其研发费用较高；因此，计算亿万无线的期间费用率时，剔除了研发费用及高管激励费用；

注 3：上述数据系根据公告的重组报告书，各标的公司各报告期收入及费用情况计算得出。

可见，上述标的公司的期间费用率普遍低于同行业上市公司的期间费用率水平，而万象新动报告期内的期间费用水平略低于上述可比交易案例，但考虑到万象新动所处发展阶段及其经营模式，其费用率水平处于合理范围，主要理由如下：

（1）万象新动组织结构简单

根据目前业务规模和发展阶段，万象新动所有业务均在一个主体上开展，不存在分、子公司结构，组织结构相对扁平化；且员工人数较少，办公场所面积小，导致期间费用率相对较低。

上市公司	标的公司	下属公司情况
利欧股份	万圣伟业	1 家分公司，7 家子公司
利欧股份	微创时代	1 家分公司，2 家子公司
思美传媒	爱德康赛	3 家子公司
利欧股份	智趣广告	1 家分公司
万润科技	亿万无线	1 家分公司，2 家子公司
万润科技	万象新动	无分公司或子公司

上述上市公司收购的标的公司存在子公司或分公司情况，公司架构的复杂及业务拓展的分散会使期间费用相对较高。

（2）平台技术提高管理效率

万象新动通过“新动 DSP 平台”和自有数据管理平台（DMP）为广告主精准定位目标受众，利用大数据分析及 RTB 实时竞价技术将广告内容精准、高效的投放至优质的媒体资源。这种经营模式下，万象新动能够充分利用平台系统提高管理效率，有利于节约人力成本，将期间费用控制在相对较低水平。

（3）大客户导向的业务拓展模式

万象新动业务拓展以大客户为导向，2016年1-6月及2015年度，万象新动与其前五大客户发生的营业收入占标的公司营业收入总额的比例分别达到64.25%及64.21%，前五大客户贡献的收入是万象新动营业收入的重要来源。一般而言，大客户的广告预算相对充足，未来持续增加投放的潜力大，是业务规模持续做大的保障；同时，大客户与小客户的维护成本并不存在显著区别。因此，万象新动利用自身业务特色，深挖与大客户的合作，形成了低投入、高产出的局面。

（三）报告期内期间费用趋势对比分析

万象新动销售及管理费用项目两期对比如下：

单位：万元

项目	2016年1-6月		2015年度		年化变动金额	变动比例
	金额	占比	金额	占比		
职工薪酬费	113.13	0.93%	84.07	2.07%	142.19	169.13%
水电房租物业费	23.03	0.19%	13.47	0.33%	32.59	241.95%
办公费	11.24	0.09%	1.52	0.04%	20.96	1378.95%
折旧及摊销	0.11	0.00%	0.05	0.00%	0.16	340.00%
差旅招待费	20.95	0.17%	18.49	0.46%	23.41	126.61%
聘请中介机构费	1.62	0.01%	0.55	0.01%	2.69	489.09%
其他	4.07	0.03%	5.40	0.13%	2.74	50.74%
合计	174.14	1.44%	123.55	3.05%	224.73	181.89%

注：年化费用指2016年上半年费用*2

报告期内，随着万象新动业务扩张，员工人数增加及工资上涨，经营场所面积增加，其水电房租等亦出现上涨，因此期间费用金额同比上涨181.89%。但由于万象新动2016年处于业务爆发期，2016年1-6月年化营业收入较2015年的增长幅度为497.27%，远远高于年化期间费用的增长幅度，故万象新动2016年1-6月期间费用率较2015年有所下降。

三、对万象新动业绩核查过程及获取的证据

1、对万象新动报告期内确认收入、成本的实现时点及计量依据进行核查，

核查其与客户及供应商签订的合同、对账单或结算单、核查客户的回款及供应商付款情况，核查结果未见异常。万象新动 2016 年 6 月 30 日的前五大应收账款项目余额（同一控制下企业应收账款余额合并计算）为 5,785.98 万元，占 2016 年 6 月 30 日的应收账款余额比例为 70.72%，截至本核查报告出具日，前五大应收账款项目期后回款 5,611.42 万元，期后回款未见异常。

2、独立财务顾问对万象新动报告期内前十名客户及前十名供应商进行函证及现场走访，同时延伸了对主要代理客户的终端客户及代理供应商的终端供应商单位现场走访，其中客户及供应商走访比例均达到 2016 年 1-6 月交易金额 60% 以上，延伸终端客户走访比例（销售额占代理客户销售额比）和延伸终端供应商走访比例（采购额占代理供应商采购额比）分别达到 42.69%和 35.16%，核查结果未见异常。客户回函金额达到应收账款各期末余额及收入各期发生额的 60% 以上，供应商回函金额达到应付账款各期末余额及成本各期发生额的 60% 以上。

3、对万象新动报告期内期间费用及变动进行分析性复核，并核查成本费用的主要明细项目工资及租金，核查了企业花名册、工资表、社保、住房公积金及个人所得税申报表，对员工人数及工资金额计提进行复核，同时对万象新动的租赁合同中规定的场地与实地办公场所、合同规定租金与实际入账金额进行复核，并检查资产负债表日后的银行对账单和付款凭证，核查发票日期和支付日期，并纵向对比万象新动月度费用金额，确认万象新动期间费用入账的准确性和完整性。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：万象新动报告期内业绩大幅增长符合行业发展情况和企业发展阶段，真实反映了其自身发展的经营状况和财务状况，具有合理性。

（以下无正文）

（本页无正文，为《国泰君安证券股份有限公司关于深圳万润科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金申请文件反馈意见相关事项之专项核查报告》之签字盖章页）

项目主办人：

蒋 杰

李潇涵

项目协办人：

徐开来

国泰君安证券股份有限公司

2016年11月16日