

中通诚资产评估有限公司
关于中昌大数据股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(草案)
中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书
涉及资产评估有关问题的答复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2017 年 6 月 1 日下发的“ 170893 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》，我公司进行了认真研究和分析，并就《反馈意见》中涉及资产评估问题答复如下：

目 录

- 问题 4. 申请材料显示,截至 2016 年 12 月 31 日,云克科技合并口径下全部权益账面价值 3,249.5 万元,云克科技的评估值较账面价值的增值率为 2,994.39%。请你公司结合云克科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等,补充披露:1)云克科技高评估增值率的形成原因及合理性。2)本次交易是否符合商业逻辑和经济原则,有无必要性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 3
- 问题 19. 申请材料显示,收益法评估预测云克科技 2017 年将实现主营业务收入 39,100 万元,净利润 7,188.47 万元;2017 年预测收入较 2016 年增长 95.36%,其中,精准营销预计增长 121.65%,效果营销预计增长 77.13%。此外,2018 年、2019 年的预测收入增长率分别为 38.2%、32.78%,净利润分别为 9,694.82 万元、12,698.69 万元。请你公司:1)结合实际经营情况,补充披露云克科技 2017 年预测数据的合理性及 2017 年预测营业收入和净利润实现的可能性。2)结合主要竞争对手或可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况,量化分析预测云克科技营业收入、毛利率、净利润的依据以及合理性,并说明上述参数的选取是否符合谨慎性要求。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。 13
- 问题 20. 申请材料显示,考虑被评估企业的发展趋势,2017 年度各产品类别预测毛利较 2016 年度均略有降低,之后年度毛利亦按照行业和企业的发展趋势呈下降趋势,2017 年后至永续期,预测毛利率维持在 22%-25%。云克科技的主要成本为采购的各类 APP 实用和网站浏览过程中产生的用户流量。请你公司补充披露云克科技是否有足够稳定和优质的媒体渠道来源,在预测营业收入快速增长的同时,可以维系毛利率保持基本稳定。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 22
- 问题 21. 申请材料显示,收益法评估时未来年度资本性支出基本为 0,对于研发费用,由于云克科技智能投放平台已基本研发完毕,未来预测逐年减少至稳定的维护费用(预测研发费维持在 600 万元以下)。请你公司补充披露在基本没有新增资本性支出及研发费用的情况下,作为轻资产的高科技公司,预测期营业收入快速增长是否合理。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。 28

问题 4. 申请材料显示，截至 2016 年 12 月 31 日，云克科技合并口径下全部权益账面价值 3,249.5 万元，云克科技的评估值较账面价值的增值率为 2,994.39%。请你公司结合云克科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争以及同行业收购案例等，补充披露：1) 云克科技高评估增值率的形成原因及合理性。2) 本次交易是否符合商业逻辑和经济原则，有无必要性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 云克科技高评估增值率的形成原因及合理性

1、云克科技行业地位

数字营销行业属于媒体行业中的新兴行业，尚处于高速发展阶段。数字营销行业市场规模增大，但行业竞争激烈、集中度较低。行业研究报告显示，2016 年 A 股营销行业收入达 715 亿元（剔除非营销业务），同比增长 45%，归属于母公司股东的净利润 96.29 亿元，同比增长 52%；2017 年一季度营销行业收入 202.04 亿元，同比增长 27%，归属于母公司股东的净利润 20.69 亿元，同比增长 46%。2014-2016 年营销行业大规模并购案例频发，向数字化转型。2017 年一季度数字营销行业收入 94.46 亿元，同比增长 39%；归母净利润 5.92 亿元，同比增长 51%。近三年数字营销行业增速维持在 36%-40%左右，市场规模不断扩大。海外数字营销市场方面，根据 eMarketer 数据，随着全球移动设备的普及率逐渐上升，全球移动广告规模近年来一直处于 50%以上的规模增速，2015 年规模已达到 687 亿美元。eMarketer 预计未来 3 年，全球移动广告将继续维持高速增长状态，到 2018 年达到 1666 亿美元。云克科技整合了国内外多个优质媒体的资源，可以同时满足客户对于国内市场和国际市场的需求，能够为客户在国内及海外市场进行同时覆盖移动端及 PC 端媒体的立体化营销服务，在竞争中具有较强优势。

近年来，云克科技借助“人工专家+智能系统”的新型运营模式以及优势媒体的整合能力，提供精准、高效、低成本的广告投放，获得了众多高端客户的信赖，在整个行业逐渐树立起良好的口碑。截至本回复签署日，云克科技被微博评为 2016 年度核心渠道供应商，荣获第三届 WMMS2017 全球移动营销峰会金梧

奖之年度推荐最佳移动营销公司，荣获广告主杂志社颁发的第九届中国广告主金远奖年度最佳数字营销公司奖，反映了行业内云克科技较强的竞争力和良好的口碑。

客户方面，云克科技凭借其丰富的数字营销运营经验、扎实的数字营销策划能力以及“人工专家+智能系统”的新型运营模式获取了一批优质客户，包括微博、今日头条、京东、阿里巴巴、兰亭集势、折800等。媒体资源方面，云克科技凭借其优秀的媒体资源整合能力与多家国内外优质媒体渠道建立了良好的合作关系，包括Google、Bing、Linkedin、Facebook、微赢互动、艾德思奇、魔秀桌面等。随着国内企业向国外市场数字营销推广需求的日益迫切，云克科技正逐步扩大业务版图，提高市场知名度。

2、核心竞争力

云克科技自成立以来在海外数字营销市场以及国内移动营销市场逐步形成了核心竞争力。在海外数字营销市场方面，云克科技较早进行了布局，一方面与Google、Bing、Facebook等国外大型核心媒体渠道建立了紧密的合作关系，获得了国外数字营销的稳定优质渠道；另一方面通过进入较为成熟的海外营销市场，积累了国外成熟的数字营销经验，强化了自身的服务能力。在国内数字营销市场，云克科技利用自身的智能投放平台，通过对大数据的分析与实践，整合出了一批能够满足客户营销效果要求的优质渠道，为国内客户提升了广告投放效果，赢得了客户的广泛认同与紧密合作。云克科技具体的核心竞争力如下：

(1) 领先的全球全案服务能力

云克科技是国内领先的全球化数字营销解决方案提供商，为客户提供包括投放策略制定、媒介采购与执行、效果监测与优化等数字营销投放全案服务。目前，国内具备全球化投放能力的数字营销服务商较少，相较传统服务商，云克科技除拥有较强的国内媒体渠道投放能力外，还依托众多国内优质企业营销出海的需求，建立了一支具备全球投放能力的团队，为广告主提供海外数字营销服务。云克科技投放范围覆盖中国、美国、欧洲、东南亚等区域。

云克科技的服务类型包括精准营销、效果营销和品牌广告，基本涵盖了数字营销领域的广告服务类型。此外，云克科技提供的数字营销服务涵盖制定并持续优化营销策略、实施营销投放、投放效果监测等数字营销全案服务，并在投放完

成后实现数据积累。

综上，云克科技业务范围覆盖全球并具备数字营销服务的全案能力，将促使其迅速提高市场占有率。

（2）专业的运营团队

云克科技现有的经营管理团队和核心技术人员具有多年的数字营销经历，拥有丰富的数字营销投放经验，熟悉数字营销广告主的产品特征、营销诉求、互联网媒体的属性和受众特征，在与广告主的商务谈判、媒体渠道筛选与整合、广告创意策划、营销方式及营销效果把控等方面，具有丰富的经验，能够为客户提供专业的数字营销全案服务。

（3）高效的运营模式

云克科技“人工专家+智能系统”的运营模式，采用智能分析系统和智能投放系统两大分析模板功能，深度融合了云克科技投放专家多年来的营销经验，经过提炼，归纳和数据化，转化为系统算法和功能；同时云克科技一直以来积累的投放数据，也应用于系统的训练与学习，进一步提升了系统性能使得优化专家团队可以专注于广告创意制作以及广告策略的制定，大幅提升了优化执行的效率，降低了运营成本，进一步优化了广告投放效果。

（4）优质的客户资源

云克科技积累了优质的客户资源，保证了其在主流媒体资源上获得较高的广告投放收益，同时能够保障其获得主流媒体的优质资源，建立起客户、媒体的良性循环，同时也为开拓新客户有力的资源支持。就客户粘性而言，云克科技始终关注客户需求，并具有多样化的产品推广模式，能够满足客户对于不同推广方式的需求，这为增强客户粘性提供了有利保障。

经过近两年的快速发展，2016年云克科技共与240余家客户建立了业务合作关系。云克科技已在电商、社交、应用等行业领域积累了众多的优质客户，如微博、踏浪者国际、今日头条、京东、阿里巴巴、兰亭集势、折800等。

（5）丰富的媒体资源

作为一家数字营销公司，优质的媒体渠道资源是实现良好投放效果的重要保障，是开拓新客户、维系老客户的核心竞争力之一。

云克科技与国内外知名媒体渠道建立了良好的合作关系，如Google、Bing、

Linkedin、Facebook、微赢互动、艾德思奇、魔秀桌面等。借助优质的媒体资源，云克科技能够帮助客户大幅提高广告投放效果，降低投放成本，同时也是云克科技开拓新客户、维系老客户的核心竞争力。

3、市场竞争

海外数字营销方面，根据 eMarketer 数据显示，随着全球移动设备的普及率逐渐上升，全球移动广告规模近年来一直处于 50% 以上的规模增速，2015 年规模已达到 687 亿美元。eMarketer 预计未来 3 年，全球移动广告将继续维持高速增长状态，到 2018 年达到 1,666 亿美元。从事海外数字营销的国内企业主要有汇量科技、易点天下等。

(1) 汇量科技

汇量科技于 2013 年 3 月开始展开业务，旗下拥有覆盖全球的移动数字营销平台和移动网游海外发行平台，已建立起覆盖全球 240 多个国家和地区、每天超过 100 亿次展示量的移动流量体系，并拥有涵盖超过 20 亿设备数据和超过 2000 个人群定向标签的用户数据库，主要客户包括百度、阿里巴巴、360、Uber、King、Flipkart 等全球知名企业。在 2016 年 2 月权威移动数据监测机构 AppsFlyer 最新发布的全球安卓影响力榜单中排名全球第三，仅次于 Facebook 和 Google，蝉联亚洲第一。

2016 年，汇量科技营业收入 19.68 亿元，较上年同期增长 154.62%，其中移动互联网业务收入占比 98.38%；归属于挂牌公司股东的净利润为 2.12 亿元，较上年同期增长 381.58%。

(2) 易点天下

易点天下是全球领先的智能广告平台。2016 年营业收入为 16.11 亿元，较上年同期增长 1,164.44%；归属于挂牌公司股东的净利润为 1.6 亿元，较上年同期增长 586.90%，是仅次于汇量科技的全球移动效果营销服务商。

易点天下与 Facebook、Google、Twitter、VK、Yandex 等全球移动广告巨头实现流量对接，覆盖优质头部流量；通过智能原生 SDK、API、创意直连等方式聚合 APP 开发者的原生流量，覆盖长尾资源。目前，易点天下资源已经覆盖 200 多个国家和地区，每月超过 9000 万的激活量。

由于国内的海外数字营销起步较晚，从事该行业的大型企业相对较少，行业

中规模较大的企业主要为汇量科技及易点天下。云克科技与其相比，尽管营业收入、利润均存在差距，但渠道方面同样与 Facebook、Google、Bing、VK、Yandex 等全球移动广告巨头均有较为深入的合作，是 Google、Bing 等企业的一级代理商，优质渠道充足，发展潜力巨大。

国内数字营销方面，根据艾瑞咨询《2016 年中国网络广告行业年度监测报告》，中国数字营销市场整体规模自 2012 年的 773.1 亿元增长至 2015 年的 2,093.7 亿元，年复合增长率达 39.39%，2015 年同比增长 36.00%。随着数字营销市场发展不断成熟，未来几年的将保持平稳增长，预计至 2018 年整体规模有望突破 4,000 亿元，市场规模不断扩大，具有一定技术的企业较传统代理企业盈利高、增速快，保持超行业水平的景气度，在竞争中具有较强的优势。

（1）微赢互动

微赢互动主要从事移动互联网广告业务，通过移动广告平台以及广告网络联盟整合移动互联网各种类型的流量资源，为互联网公司、手游公司等广告主快速、精准推广各种产品提供一站式落地服务，并获取产品推广收入。现阶段，微赢互动主要采用的推广方式为 APP 推广及 WAP 推广。目前，微赢互动是行业内规模最大、推广技术领先的移动广告服务商之一，聚合了庞大的下游媒体资源，其广告位覆盖了过万款 APP 应用，可以向过亿手机用户进行广告展示。自设立以来，微赢互动已经为上千家广告主，各种不同类型的 APP 产品提供了数千次成功推广。微赢互动 2016 年扣除非经常性损益后的净利润为 1.13 亿元，同比增长 49.12%。

（2）博睿赛思

博睿赛思集团（BRSS）创立于 2012 年，是业界领先的移动数字营销方案平台供应商。主要致力于提供移动营销和咨询服务。依据旗下 Adwan 移动广告平台（国内）、Adpotato（海外）、BRSS DSP+ 三大广告平台，覆盖了全国 80% 的移动媒体资源和部分海外媒体资源。

博睿赛思平台充分利用大数据分析技术、广告投放策略优化技术及广告投放智能化技术，对目标受众的年龄、性别、地域、兴趣、人群、行为习惯等多个维度进行筛选及定位，以精准高效到位的影响力去保障广告转换率。搭建品牌与消费者之间的桥梁，实现最佳的广告传播效果。博睿赛思 2016 年营收为 3.88 亿元，同比增长 278.94%；扣除非经常性损益后的净利润为 6,797.01 万元，同比增长

144.04%。

(3) 万象新动

万象新动为移动互联网广告公司，具有数字营销策略规划、程序化购买及数据分析等专业优势，专注于为广告主提供移动互联网端的精准营销服务。通过与各主流 APP 的深度整合，万象新动为广告客户提供丰富的优质媒体流量并触及中国互联网主流人群。万象新动与百度、阿里、腾讯等国内主流 AdExchange 对接，客户可以通过新动 DSP 平台的程序化采购和实时竞价服务，让广告最大限度地实时覆盖目标受众。2016 年，万象新动扣除非经常性损益后的净利润 4,139.29 万元，同比增长 831.10%。

(4) 日月同行

日月同行信息技术(北京)有限公司成立于 2008 年，专注于互联网营销服务行业，构建专业化的互联网营销平台，整合各类互联网应用下载平台资源及流量资源，提供软件营销服务、流量增值服务以及其他传统互联网广告服务。2016 年，日月同行扣除非经常性损益后的净利润 5,379.44 万元，同比增长 334.68%。

(5) 冉十科技

冉十科技成立于 2012 年，致力于开拓移动互联网广告市场，发展移动互联网广告营销服务。主营业务包括移动互联网网页广告和移动互联网应用广告。目前已聚合优质媒体和渠道 2.3 万+，拥有腾讯、小米、今日头条、滴滴、嘀嗒拼车、墨迹天气、大众点评等广告资源，日曝光 10 亿+，全面覆盖手机终端用户 3.8 亿，同时拥有包括太平洋游戏网在内的 200 多个手游资源。冉十科技目前已拥有 6000+品牌和互联网企业服务经验，包含全球 500 强企业、跨境电商巨头、国际旅游品牌、明星手游、互联网新锐企业等领域客户，也与多家跨国企业、大型国有企业、相关中小企业及政府机关建立密切的合作关系。冉十科技 2016 年扣除非经常性损益后的净利润为 1.01 亿元，同比增长 547.65%。

国内数字营销竞争较为激烈。相较于上述国内营销公司竞争对手，云克科技凭借其丰富的数字营销运营经验、扎实的数字营销策划能力以及“人工专家+智能系统”的新型运营模式获取了一批优质客户，包括微博、踏浪者国际、今日头条、京东、阿里巴巴、兰亭集势、折 800 等，发展潜力巨大；渠道方面，云克科技凭借其优秀的媒体资源整合能力与多家国内外优质媒体渠道建立了良好的合

作关系，包括艾德思奇、魔秀桌面等。由于良好的服务能力，客户粘性强，竞争对手微赢互动等也同时成为了云克科技的渠道资源提供商，加强了云克科技在行业竞争中的优势地位。

综上所述，云克科技整合了国内外多个优质媒体的资源，可以同时满足客户对于国内市场和国际市场的需求，能够为客户在国内及海外市场进行同时覆盖移动端及 PC 端媒体的立体化营销服务，在竞争中具有较强优势。

4、同行业收购案例比较

近年来，选取的上市公司收购数字营销行业中，与云克科技业务模式以及发展阶段类似的可比交易标的公司的交易价格及市盈率、市净率情况统计如下：

单位：万元

序号	收购方	收购标的	承诺期第一年	承诺利润	基准日账面净资产	交易价格	市净率	动态市盈率	三年动态市盈率
1	利欧股份	微创时代	2015年	6,000.00	4,919.84	84,000.00	17.07	14.00	3.72
2	利欧股份	万圣伟业	2015年	14,800.00	7,457.98	207,200.00	27.78	14.00	3.67
3	明家联合	微赢互动	2015年	7,150.00	11,101.21	100,800.00	9.08	14.10	3.54
4	深大通	冉十科技	2015年	7,000.00	3,926.15	105,000.00	26.74	15.00	3.93
5	梅泰诺	日月同行	2015年	4,000.00	2,314.34	56,000.00	24.20	14.00	3.51
6	龙力生物	快云科技	2015年	4,000.00	3,430.20	58,000.00	16.91	14.50	3.63
7	普邦股份	博睿赛思	2016年	6,700.00	10,409.74	95,800.00	9.20	14.30	3.58
8	万润科技	万象新动	2016年	4,000.00	2,233.06	56,000.00	25.08	14.00	3.51
平均值							19.51	14.24	3.64
云克科技本次交易							30.93	13.96	3.40

注：1、数据来源为上市公司的公告材料；2、市净率=标的资产交易价格/标的资产基准日账面净资产；3、动态市盈率=标的资产交易价格/业绩承诺方承诺的承诺期第一年净利润；4、三年动态市盈率=标的资产交易价格/业绩承诺方承诺的承诺期三年累计净利润。

根据本次交易价格及云克科技评估基准日 2016 年 12 月 31 日云克科技合并口径下净资产计算的云克科技市净率为 30.93，高于同行业平均可比交易水平。

其原因为：

(1) 云克科技于 2016 年对股东以现金方式进行分红 2,000.00 万元，影响了云克科技的净资产。若排除该特殊事项影响，云克科技 2016 年 12 月 31 日市净率为 19.14，略低于行业平均水平。

(2) 云克科技成立于 2014 年 12 月，2015 年正式开展业务。企业的成立时间、获利年限均较短，导致账面积累的净资产较低。但云克科技处于高速发展期，根据本次交易价格及云克科技 2016 年实际净利润计算的云克科技静态市盈率为 22.60 倍，根据本次交易价格及云克科技 2017 年承诺净利润计算的云克科技动态市盈率为 13.96 倍，三年动态市盈率为 3.40 倍，均低于同行业平均可比交易水平，发展潜力巨大。

综上所述，云克科技由于成立时间较短及分红的原因，账面净值较低，使得评估增值率较高；但云克科技在行业内竞争力较强，口碑良好，处于业务高速增长期，其市盈率、排除特殊事项影响的市净率指标均与同行业可比交易案例的平均水平相似，体现了云克科技良好的发展潜力，本次交易估值合理，较为公允的反映了交易标的在资本市场的价值。

(二) 云克科技评估增值率较高的原因及合理性分析

本次评估以收益法作为评估结论。云克科技主要从事数字营销业务，经营所依赖的主要资源除了固定资产、营运资金等有形资源之外，还包括技术团队、销售团队、管理团队、客户资源等重要的无形资产。收益法是立足于判断资产获利能力的角度，将被评估企业预期收益资本化或折现，来评估企业价值。是按“将本求利”的逆向思维来“以利索本”，能全面反映企业品牌、商誉等非账面资产的价值。

云克科技账面价值反映的是企业现有资产的历史成本，难以全面反映企业品牌、商誉等非账面资产的价值和综合获利能力。云克科技所属的数字营销行业属于典型的轻资产行业，账面价值相对较低。

综上所述，通过分析云克科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争等关键因素，以及与同行业收购案例相比较，云克科技评估结论合理，与账面值相比评估增值率较高具有合理性。

（三）本次交易是否符合商业逻辑和经济原则，有无必要性。

1、本次交易的商业逻辑

本次交易完成前，上市公司主要从事大数据智能营销服务。本次交易完成后，通过本次交易将进一步完善中昌数据在数字营销领域的产业布局，在原有的国内搜索引擎营销业务基础上增加海外搜索引擎营销业务，并进一步扩展国内外移动数字营销服务，从而有效增强上市公司的盈利能力和市场竞争力。

本次交易完成后，博雅科技专注于国内大数据智能营销服务，云克科技致力于为企业在全球范围内提供基于效果的精准营销服务；双方存在相互引入业务、合作大数据开发、共享部分广告主及渠道资源互补的潜力。上市公司与云克科技之间的协同效应将起到提升收入、降低成本和费用的作用。

云克科技主要管理人员、技术人员均在数字营销行业从业多年，拥有丰富的行业经验、优质的人脉资源以及优秀的技术服务能力。通过本次交易，上市公司将与云克科技管理层将形成利益共同体，公司的技术服务能力和业务拓展能力将大幅提升。

根据中审众环出具的众环阅字（2017）010004号《审阅报告》，本次交易前后，上市公司2016年及2017年1-3月的主要财务数据变动情况如下：

项目	2017年3月31日		2016年12月31日	
	实际数	备考数	实际数	备考数
资产总额（万元）	212,175.32	326,912.56	213,329.04	329,070.38
负债总额（万元）	72,707.30	129,825.54	76,268.10	137,247.24
资产负债率	34.27%	39.71%	35.75%	41.71%
流动比率	1.61	1.00	1.57	0.97
速动比率	1.60	0.99	1.56	0.96
项目	2017年1-3月		2016年度	
	实际数	备考数	实际数	备考数
营业收入（万元）	49,896.10	59,624.56	131,423.22	151,438.19
净利润（万元）	2,407.07	5,254.15	-176.77	4,302.83
归属于母公司所有者的净利润（万	2,407.07	5,254.15	3,386.92	7,866.52

项目	2017年3月31日		2016年12月31日	
	实际数	备考数	实际数	备考数
元)				
基本每股收益 (元)	0.06	0.12	0.10	0.21

从上表可以看出，本次交易完成后，上市公司的资产规模、收入规模将有所增加，总体盈利能力将显著提高，归属于母公司股东的净利润及每股收益将显著提升，不存在因并购重组交易而导致即期每股收益被摊薄的情况。

2、本次交易的定价依据及合理性

中昌数据收购云克科技为对外并购，其定价为上市公司聘请的具有从事证券相关业务资格的资产评估机构出具的标的资产评估报告所确定的标的资产评估价值为基础，交易双方协商确定。根据中通诚评估于2017年4月17日出具的《资产评估报告》，标的资产于评估基准日的评估值为100,552.29万元。以该评估值为基础，经上市公司及交易对方协商一致，标的资产的交易价格确定为100,500万元。

云克科技所在行业属于WIND行业分类中的“WIND广告”。截至本次交易的评估基准日2016年12月31日，“WIND广告”行业中互联网广告行业上市公司中剔除市盈率为负值及市盈率在200以上的可比上市公司后，可比上市公司相对估值法下的估值情况如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM)
1	002131.SZ	利欧股份	52.37
2	300242.SZ	明家联合	44.60
3	002400.SZ	省广股份	29.84
4	002712.SZ	思美传媒	62.98
5	000038.SZ	深大通	133.37
6	000673.SZ	当代东方	61.21
7	000917.SZ	电广传媒	80.85
8	002027.SZ	分众传媒	19.07
9	002188.SZ	巴士在线	169.70

序号	证券代码	证券简称	市盈率 PE (TTM)
10	300058.SZ	蓝色光标	57.91
11	300063.SZ	天龙集团	54.41
12	300071.SZ	华谊嘉信	39.01
13	300269.SZ	联建光电	44.09
14	300343.SZ	联创互联	89.28
15	300392.SZ	腾信股份	132.13
16	603729.SH	龙韵股份	156.07
平均值			76.68

由上表可知，WIND 广告行业中涉及互联网广告的上市公司剔除市盈率为负值及市盈率在 200 以上的可比上市公司后的平均市盈率为 76.68。根据本次交易价格及云克科技 2017 年承诺净利润计算的云克科技市盈率为 13.96 倍，均显著低于同行业上市公司的平均市盈率。因此，以市盈率指标衡量，本次交易的价格对于上市公司的股东来说是比较有利的，本次交易价格具有公允性。

鉴于该交易作为上市公司向大数据智能营销转型的一次重要并购，可有效提升上市公司在大数据智能营销行业的经验、人脉资源、技术服务能力和盈利能力，并与上市公司原有业务形成充分互补，交易价格合理，本次交易符合商业逻辑和经济原则，具有必要性。

(四) 中介机构核查意见

经核查，评估师认为：

通过分析云克科技的行业地位、核心竞争力、市场竞争等关键因素，以及与同行业收购案例相比较，云克科技评估结论是合理的，与账面值相比评估增值率较高具有合理性。本次交易将与上市公司大数据智能营销业务形成协同效应，增强上市公司盈利能力及核心竞争力，符合商业逻辑和经济原则，具有必要性。

问题 19. 申请材料显示，收益法评估预测云克科技 2017 年将实现主营业务收入 39,100 万元，净利润 7,188.47 万元；2017 年预测收入较 2016 年增长 95.36%，其中，精准营销预计增长 121.65%，效果营销预计增长 77.13%。此外，2018 年、2019 年的预测收入增长率分别为 38.2%、32.78%，净利润分别为 9,694.82 万元、12,698.69 万元。请你公司：1) 结合实际经营情况，补充披露云克科技 2017 年

预测数据的合理性及 2017 年预测营业收入和净利润实现的可能性。2) 结合主要竞争对手或可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况, 量化分析预测云克科技营业收入、毛利率、净利润的依据以及合理性, 并说明上述参数的选取是否符合谨慎性要求。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一) 结合实际经营情况, 补充披露云克科技 2017 年预测数据的合理性及 2017 年预测营业收入和净利润实现的可能性。

截至本回复签署日, 云克科技共有已签订执行中的合同 70 余份, 云克科技与客户的合同执行情况正常, 未出现违反协议条款、提前终止合同或产生纠纷等情形。截至本回复签署日, 已签订合同情况和意向签订合同收入情况如下表:

单位: 万元

收入类别	2017 年已签订合同预计收入[注 1]	2017 年意向合同预计收入	2017 年预估营业收入	2017 年已签订合同预计收入占全年预估收入比例	2017 年 1 季度已实现收入	2017 年 1 季度已实现收入占 2017 年预估收入比例
效果营销	15,177.70	-	12,100.00	125.44%	5,804.87	47.97%
精准营销	18,321.46	-	26,000.00	70.47%	3,776.31	14.52%
品牌广告	1,891.51	3,018.87	1,000.00	189.15%	45.40	4.54%
合计	35,390.67	3,018.87	39,100.00	90.51%	9,626.57	24.62%

注: 2017 年已签订合同预计收入是根据云克科技 2017 年 1 季度在手合同执行情况及合同剩余期限分析确定的。未来合同执行情况和市场条件的变化, 可能会对上述预估造成影响。

根据上表统计的已签订合同情况和意向合同情况, 云克科技 2017 年已签订合同预估收入 35,391 万元, 占全年预估收入比例 90.51%; 2017 年度预计可实现收入金额 38,410 万元, 占全年预估收入 98.23%。根据云克科技报告期内的实际经营数据、业务洽谈情况及行业经营情况, 预计 2017 年后续月份还会有新增合同及订单及旧有合同追加预算, 并在当期实现收入。

2017 年 1 季度, 根据经审计后的财务数据, 云克科技账面扣除非经常性损益后孰低的净利润为 3,006.71 万元, 占 2017 年全年业绩承诺的 41.76%。因此, 2017 年业绩承诺较为合理, 可实现性较强。

(二) 结合主要竞争对手或可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况, 量化分析预测云克科技营业收入、毛利率、净利润的依据以及合理性, 并说明上述参数的选取是否符合谨慎性要求。

1、在国家相关政策引导下, 海内外数字营销行业仍将保持快速增长

目前, 数字营销服务行业属于新兴行业, 国家出台了包括《关于深入贯彻落实科学发展观、积极促进经济发展方式加快转变的若干意见》《关于加快发展服务业的若干政策措施的实施意见》《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》等在内的一系列产业政策, 对该行业给予支持和鼓励。“一带一路”等国家重大战略, 也明确支持和鼓励具有竞争优势的互联网企业联合制造、金融、信息通信等领域企业率先走出去, “鼓励互联网企业积极拓展海外用户, 推出适合不同市场文化的产品和服务”。数字营销行业正处于政策受益期, 拥有广阔的发展前景。

根据艾瑞咨询《2016 年中国移动营销行业研究报告》显示, 移动营销行业处于快速发展期, 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%。

第三方研究机构分析显示, 截至 2016 年底, 国内流量价格持续攀升, 海外流量增速迅猛。海外市场尤其是新兴市场智能手机渗透率提升空间巨大, 且移动应用需求缺口较大, 俄罗斯、巴西、印度、东南亚等地区互联网市场是国内的 3 倍以上, 但应用供给量不足国内 1%, 流量增长潜力巨大。且海外流量市场相对简单, Google 和 Facebook 占据移动流量市场半壁江山。当前发展中国家正处于移动互联网爆发前期, 中国移动应用下载量和收入位居全球前列, 中国的移动互联网处于技术和理念的高地, 存在抢占先机的“地缘性套利”机会, 中国移动互联网企业掀起出海掘金的浪潮, 产生大量海外营销推广的需求。工具、游戏和电商等互联网效果类广告主均逐渐加大海外广告预算的投入。

国内方面, 云克科技主要客户之一微博 (NASDAQ: WB), 截至 2017 年 3 月 31 日的第一季度未经审计的财务报告显示, 2017 年第一季度净营收 1.992 亿美元, 上年同期为 1.193 亿美元, 增长率 66.97%。2017 年第一季度广告和营销营收 1.693 亿美元, 上年同期为 9920 万美元, 增长率 70.67%; 来自中小企业 (SME) 和大客户的广告和营销营收为 1.615 亿美元, 上年同期为 8810 万美元,

增长率 83.31%。2017 年第一季度归属于微博的净利润为 4690 万美元，上年同期净利润为 710 万美元，增长率 560.56%。作为国内数字营销行业巨头和云克科技大客户，微博良好的财务数据也体现了数字营销行业的快速发展，及对云克科技的良好客户、渠道支撑。

因此，在广告客户全球范围的营销支出持续增加，数字营销行业迅猛发展的背景下，云克科技凭借较好的服务质量及营销效果、拥有的国内外丰富渠道资源，获得了更多的业务机会。

2、云克科技与同行业可比公司历史数据对比

由于国内数字营销行业尚属于发展阶段，业务模式较为多样，选取近年数字营销行业可比交易案例中的标的公司数据进行对比如下：

公司名称	盈利预测期前二年				盈利预测期前一年			
	收入	毛利率	净利润	净利率	收入	毛利率	净利润	净利率
微创时代	9,534.97	20.38%	980.81	10.29%	32,121.22	14.79%	1,973.68	6.14%
万圣伟业	5,668.26	9.85%	-149.42	-2.64%	46,559.86	17.70%	5,421.46	11.64%
微赢互动	2,354.05	47.11%	827.17	35.14%	16,352.46	50.20%	4,248.43	25.98%
冉十科技	1,357.85	7.26%	15.78	1.16%	7,686.18	31.74%	1,562.55	20.33%
日月同行	1,637.56	30.57%	234.51	14.32%	6,847.98	31.77%	1,237.55	18.07%
快云科技	-	-	-	-	1,859.81	49.50%	302.44	16.26%
博睿赛思	1,265.51	35.36%	259.66	20.52%	10,244.14	37.11%	2,785.20	27.19%
万象新动	-	-	-	-	4,053.24	19.73%	444.56	10.97%
平均值	3,636.37	21.35%	361.42	9.94%	15,715.61	24.93%	2,246.98	14.30%
云克科技	3136.77	32.61%	647.32	20.64%	20,014.97	28.36%	4,446.65	22.22%

注：微创时代、万圣伟业、微赢互动、冉十科技、日月同行、快云科技盈利预测期前一年为 2014 年，博睿赛思、万象新动、云克科技盈利预测期前一年为 2015 年。

如上表，云克科技及其同业竞争对手以交易时间同比口径来看，盈利预测期前二年由于各企业均建立时间较短，且各企业业务不同，导致各指标波动较大。其中，相对差异较大的万圣伟业由于主要客户百度、360 等企业议价能力较强，代理商竞争激烈，故毛利率、净利率均较低；冉十科技成立于 2012 年 11 月 16 日，其数字营销业务在 2013 年仍处于发展初期，其媒体资源、客户资源仍然处于建设期，业务规模相对较小，盈利能力不强，因此冉十科技在 2013 年的毛利率和净利润额相对较低。盈利预测期前一年毛利率水平与部分可比公司未存在较大差异，近似于平均水平，差异主要原因为各企业客户、渠道与云克科技存在一定差异。盈利预测期前一年净利水平与部分可比公司未存在较大差异，较平均水平为高，主要是由于相较部分以 DSP、SSP 平台为核心的企业，云克科技研发费

用相对较低、人员需求较少所致。

本次对云克科技的收益预测是以云克科技自身历史年度实际完成情况为基础进行预测的，根据云克科技业务性质的不同，分为精准营销、效果营销和品牌广告三类分别进行预测。通过对精准营销、效果营销和品牌广告与主要客户签订的合同，按照未来业务发展规划进行预测。

云克科技历史年度和未来年度收入增长率、毛利率、净利率见下表：

项目	历史年度		预测年度				
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
收入增长率	-	538.08%	95.35%	38.20%	32.78%	23.77%	9.57%
毛利率	32.61%	28.36%	24.90%	24.02%	23.84%	23.01%	22.52%
净利率	20.64%	22.22%	18.38%	17.94%	17.70%	16.96%	16.04%

通过与历史年度数据比较分析可以看出，未来年度收入增长率呈逐年下降趋势，毛利率和净利率均低于2016年实际数据，并在保持稳定的基础上逐年小幅下降。

3、同行业可比交易案例增长率分析

近年来，选取的上市公司收购数字营销交易案例中，收购标的预测营业收入增长率情况统计如下：

单位：万元

序号	收购方	收购标的	承诺期第一年	项目	预测期前一年	预测期第一年	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年	复合增长率
1	利欧股份	微创时代	2015年	预测/实际收入	32,121.22	76,783.00	98,952.00	131,238.00	157,637	173,401	40.10%
				增长率		139%	29%	33%	20%	10%	
2	利欧股份	万圣伟业	2015年	预测/实际收入	46,559.86	95,409.00	125,154.00	153,603.00	177,287.00	191,442.00	32.68%
				增长率		105%	31%	23%	15%	8%	
3	明家联合	微赢互动	2015年	预测/实际收入	16,352.46	26,373.00	33,283.00	40,895.00	48,510.00	55,827.00	27.84%
				增长率		61%	26%	23%	19%	15%	
4	深大通	冉十科技	2015年	预测/实际收入	7,686.18	31,474.00	39,411.00	48,613.00	55,342.00	61,167.00	51.41%
				增长率		309%	25%	23%	14%	11%	
5	梅泰诺	日月同行	2015年	预测/实际收入	6,847.98	10,573.00	13,610.00	17,428.00	19,081.00	19,813.00	23.67%
				增长率		54%	29%	28%	9%	4%	
6	龙力生物	快云科技	2015年	预测/实际收入	1,859.81	12,343.00	16,320.00	20,996.00	27,032.00	35,347.00	80.21%
				增长率		564%	32%	29%	29%	31%	
7	普邦股份	博睿赛思	2016年	预测/实际收入	10,244.14	30,683.00	47,390.00	61,755.00	75,116.00	86,977.00	133.04%
				增长率		200%	54%	30%	22%	16%	
8	万润	万象	2016年	预测/实际	4,053.24	27,675.00	35,269.00	43,242.00	52,596.00	59,417.00	

序	收购	收购	承诺期	项目	预测期前	预测期第	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年	复合增
	科技	新动		实际收入							
				增长率		583%	27%	23%	22%	13%	71.09%
				平均增长率		251.88%	31.79%	26.40%	18.69%	13.37%	57.51%
9	中昌数据	云克科技	2017年	预测/实际收入	20,014.97	39,100.00	54,035.00	71,745.00	88,798.00	97,292	
				增长率		95.35%	38.20%	32.78%	23.77%	9.57%	37.20%

根据上表的统计数据，从交易时间来看，近年来收购标的随着行业的增长，其承诺期内收入的增长率呈上升趋势；从收入增长率来看，可比交易案例中收购标的预测期第一年平均增长率为 251.88%，云克科技预测期第一年增长率为 95.35%；可比收购标的五年预测期内平均复合增长率为 57.51%，云克科技五年预测期内复合增长率为 37.20%。云克科技预测期第一年收入增长率和五年预测期内收入复合增长率均低于同行业可比交易收购标的收入平均增长率水平。

近年来，选取的上市公司收购数字营销交易案例中，收购标的预测毛利率情况统计如下：

序号	收购方	收购标的	承诺期第一年	项目	预测期前一年	预测期第一年	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年	复合增长率
1	利欧股份	微创时代	2015年	预测/实际毛利率	14.79%	13.00%	12.80%	12.31%	11.66%	11.66%	
				增长率		-12.10%	-1.54%	-3.83%	-5.28%	0.00%	-4.64%
2	利欧股份	万圣伟业	2015年	预测/实际毛利率	17.70%	22.00%	22.08%	22.11%	22.14%	22.14%	
				增长率		24.29%	0.36%	0.14%	0.14%	0.00%	4.58%
3	明家联合	微赢互动	2015年	预测/实际毛利率	50.20%	52.63%	52.51%	52.44%	52.39%	52.36%	
				增长率		4.83%	-0.22%	-0.13%	-0.09%	-0.06%	0.85%
4	深大通	冉十科技	2015年	预测/实际毛利率	31.74%	59.37%	63.38%	62.03%	62.39%	63.71%	

单位：万元

序号	收购方	收购标的	承诺期	项目	预测期前一	预测期第一	预测期第二	预测期第三	预测期第四	预测期第五	复合增长
					增长率	增长率	增长率	增长率	增长率	增长率	
5	梅泰诺	日月同行	2015年	预测/实际毛利率	31.77%	51.76%	51.87%	51.78%	51.91%	51.85%	13.74%
				增长率		62.92%	0.22%	-0.17%	0.24%	-0.11%	
6	龙力生物	快云科技	2015年	预测/实际毛利率	49.50%	44.57%	38.80%	38.03%	36.25%	36.70%	-5.81%
				增长率		-9.96%	-12.95%	-1.98%	-4.70%	1.25%	
7	普邦股份	博睿赛思	2016年	预测/实际毛利率	37.11%	29.48%	28.62%	28.23%	27.76%	27.29%	-5.96%
				增长率		-20.56%	-2.92%	-1.36%	-1.66%	-1.69%	
8	万润科技	万象新动	2016年	预测/实际毛利率	19.73%	21.91%	20.96%	20.90%	20.81%	20.76%	1.02%
				增长率		11.06%	-4.34%	-0.29%	-0.41%	-0.28%	
				平均增长率		18.44%	-1.83%	-1.22%	-1.40%	0.15%	1.76%
9	中昌数据	云克科技	2017年	预测/实际毛利率	28.36%	24.90%	24.02%	23.84%	23.01%	22.52%	-4.51%
				增长率		-12.21%	-3.53%	-0.75%	-3.48%	-2.13%	

根据上表的统计数据，由于目前移动互联网营销市场尚处于发展初期，没有统一的行业定价标准，也无完全可相互替代的标准化服务，因此不同企业为开拓市场对于不同客户、服务定价存在差异，导致不同可比公司的毛利率存在一定差别；从毛利率增长来看，可比交易案例中收购标的预测期第一年平均增长率为 18.44%，云克科技预测期第一年增长率为-12.21%；可比收购标的五年预测期内平均复合增长率为 1.76%，云克科技五年预测期内复合增长率为-4.51%。云克科技预测期第一年毛利率和五年预测期内毛利率复合增长率均低于近期同行业可比收购标的毛利平均增长率水平。

近年来，选取的上市公司收购数字营销交易案例中，收购标的预测扣除非经常性损益的净利润增长率情况统计如下：

序号	收购方	收购标的	承诺期第一年	项目	承诺期前一年	承诺期第一年	承诺期第二年	承诺期第三年	复合增长率
1	利欧股份	微创时代	2015年	预测/实际扣非净利润	1,973.68	6,000.00	7,200.00	9,360.00	
				增长率		204%	20%	30%	68.01%
2	利欧股份	万圣伟业	2015年	预测/实际扣非净利润	5,421.46	14,800.00	18,561.00	23,125.00	
				增长率		173%	25%	25%	62.18%
3	名家联合	微赢互动	2015年	预测/实际扣非净利润	4,248.43	7,150.00	9,330.00	12,000.00	
				增长率		68%	30%	29%	41.36%
4	深大通	冉十科技	2015年	预测/实际扣非净利润	1,562.55	7,000.00	8,750.00	10,937.00	
				增长率		348%	25%	25%	91.29%
5	梅泰诺	日月同行	2015年	预测/实际扣非净利润	1,237.55	4,000.00	5,200.00	6,760.00	
				增长率		223%	30%	30%	76.11%
6	龙力生物	快云科技	2015年	预测/实际扣非净利润	302.44	4,000.00	5,200.00	6,760.00	
				增长率		1223%	30%	30%	181.69%
7	普邦股份	博睿赛思	2016年	预测/实际扣非净利润	2,785.20	6,700.00	8,710.00	11,330.00	
				增长率		141%	30%	30%	59.63%
8	万润科技	万象新动	2016年	预测/实际扣非净利润	444.56	4,000.00	5,200.00	6,760.00	
				增长率		800%	30%	30%	147.75%
平均增长率									
9	中昌数据	云克科技	2017年	预测/实际扣非净利润	4,446.65	7,200.00	9,700.00	12,700.00	
				增长率		397.42%	27.61%	28.54%	91.00%
						61.92%	34.72%	30.93%	41.88%

根据上表的统计数据，近年来收购标的随着行业的增长，其承诺期内扣除非经常性损益净利润增长率呈上升趋势；从扣除非经常性损益净利润增长率来看，可比交易案例中收购标的承诺期第一年平均增长率为 397.42%，云克科技承诺期第一年增长率为 61.92%；可比收购标的三年承诺期内平均复合增长率为 91.00%，云克科技三年承诺期内复合增长率为 41.88%。云克科技承诺期第一年扣除非经常性损益净利润增长率和三年承诺期内扣除非经常性损益净利润复合增长率均低于同行业可比收购标的扣除非经常性损益净利润的平均增长率水平。

综上所述，与同行业企业相比，云克科技作为一家国内领先的全球化数字营销解决方案提供商，拥有覆盖国内外、PC 端及移动端的多元化营销渠道，拥有较大的发展潜力。同行业可比交易案例中标的公司均维持快速增长，云克科技与同行业可比交易案例中标的公司的的发展趋势相一致。云克科技上述各项指标均较可比案例平均水平较低，各参数选取较为合理，符合谨慎性要求。

（三）中介机构意见

经核查，评估师认为：

云克科技 2017 年预测数据合理，2017 年预测营业收入和净利润实现的可能性较强。在广告客户全球范围的营销支出持续增加，数字营销行业迅猛发展的背景下，云克科技与同行业企业相比，其作为一家国内领先的全球化数字营销解决方案提供商，拥有覆盖国内外、PC 端及移动端的多元化营销渠道，拥有较大的发展潜力。同行业可比交易案例中标的公司均维持快速增长，云克科技与同行业可比交易案例中标的公司的的发展趋势相一致。云克科技营业收入、毛利率、净利润各项指标均较可比案例平均水平较低，各参数选取较为合理，符合谨慎性要求。

问题 20. 申请材料显示，考虑被评估企业的发展趋势，2017 年度各产品类别预测毛利较 2016 年度均略有降低，之后年度毛利亦按照行业和企业的发展趋势呈下降趋势，2017 年后至永续期，预测毛利率维持在 22%-25%。云克科技的主要成本为采购的各类 APP 实用和网站浏览过程中产生的用户流量。请你公司补充披露云克科技是否有足够稳定和优质的媒体渠道来源，在预测营业收入快速增长的同时，可以维系毛利率保持基本稳定。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复:

(一) 云克科技媒体渠道来源

1、海外媒体渠道:

云克科技的海外媒体渠道主要为 Google、Bing、Facebook 等。

(1) Google

谷歌公司(Google Inc.)成立于 1998 年 9 月 4 日,由拉里·佩奇和谢尔盖·布林共同创建,被公认为全球最大的搜索引擎。

谷歌是一家位于美国的跨国科技企业,业务包括互联网搜索、云计算、广告技术等,同时开发并提供大量基于互联网的产品与服务,其主要利润来自于 AdWords 等广告服务。

1999 年下半年,谷歌网站“Google”正式启用。2017 年 2 月,Brand Finance 发布 2017 年度全球 500 强品牌榜单,排名第一。2017 年 6 月,《2017 年 BrandZ 最具价值全球品牌 100 强》公布,谷歌公司名列第一位。

(2) Bing

Bing.com 是一款微软公司推出的用以取代 Live Search 的搜索引擎。微软 CEO 史蒂夫·鲍尔默(Steve Ballmer)于 2009 年 5 月 28 日在《华尔街日报》于圣迭戈(San Diego)举办的“All Things D”公布,简体中文版 bing 已于 2009 年 6 月 1 日正式对外开放访问。据 NetMarketShare 最新数据显示,2017 年 4 月份,PC 端全球搜索引擎市场中,Bing 市场份额为 7.13%,仅次于 Google 排名第二。

(3) Facebook

Facebook 是美国的一个社交网络服务网站,于 2004 年 2 月 4 日上线,于 2012 年 3 月 6 日发布 Windows 版的桌面聊天软件 Facebook Messenger(飞书信)。主要创始人美国人马克·扎克伯格。Facebook 是世界排名领先的照片分享站点,2017 年 2 月,Brand Finance 发布 2017 年度全球 500 强品牌榜单,Facebook 排名第 9。

上述海外大型的媒体渠道均已形成完善的商业体系,渠道资源优质稳定。云克科技作为 Google、Bing 的一级代理商,与上述媒体长期开展合作,可获取稳定优质的渠道资源。

2、国内媒体渠道：

云克科技的国内媒体渠道较多，主要为微赢互动、艾德思奇、魔秀桌面等。

(1) 微赢互动

微赢互动主要从事移动互联网广告业务，通过移动广告平台以及广告网络联盟整合移动互联网各种类型的流量资源，为互联网公司、手游公司等广告主快速、精准推广各种产品提供一站式落地服务，并获取产品推广收入。现阶段，微赢互动主要采用的推广方式为 APP 推广及 WAP 推广。目前，微赢互动是行业内规模最大、推广技术领先的移动广告服务商之一，聚合了庞大的下游媒体资源，其广告位覆盖了过万款 APP 应用，可以向过亿手机用户进行广告展示。自设立以来，微赢互动已经为上千家广告主，各种不同类型的 APP 产品提供了数千次成功推广。

(2) 艾德思奇

艾德思奇 (adSage) 成立于 2007 年。有超过 400 名专业员工。在中国和美国设有多家办事处。adSage 是行业的领导者,提供在线广告的尖端软件和服务,业务遍及世界各地。

艾德思奇移动广告平台作为国内领先的智能移动广告平台,不仅为广告主提供精准高效的营销覆盖,同时为移动开发者提供最佳流量变现平台,并为广告代理和服务机构提供新的服务领域和收入来源。艾德思奇移动广告平台发展至今,旗下整合了大量的优质媒体资源和高端的移动用户。涵盖 6 大类 33 小类的 IOS 系统 App 应用已经突破 6 万余款; Android 系统中, 4 大市场导航资源则有效覆盖 90%以上 Android 用户。

(3) 魔秀桌面

魔秀桌面是由魔秀科技(北京)有限公司于 2013 年 3 月 8 日推出的一款桌面美化类产品。魔秀桌面为安卓系统(Android)手机用户,提供手机软件智能分类、系统性能一键优化、个性化主题 DIY 智能桌面软件,集合了数千万款精品主题、壁纸以及锁屏等个性化内容的专用软件,服务中国一亿安卓手机用户,在第三方手机桌面市场排名第一。

在互联网高速发展的背景下,媒体环境呈现日益“碎片化”特征,云克科技通过其智能投放平台,不断尝试筛选优质渠道,进行渠道整合,云克科技与 Google、

Bing、LinkedIn、Facebook、微赢互动、艾德思奇、魔秀桌面等国内外优质媒体渠道供应商建立了良好的合作关系，形成了稳定渠道来源。业务过程中，云克科技不断积累投放实践数据，通过对渠道效果的监测、考核、优化与调整，能满足广告主精准投放、投资回报率等特定营销效果的要求。

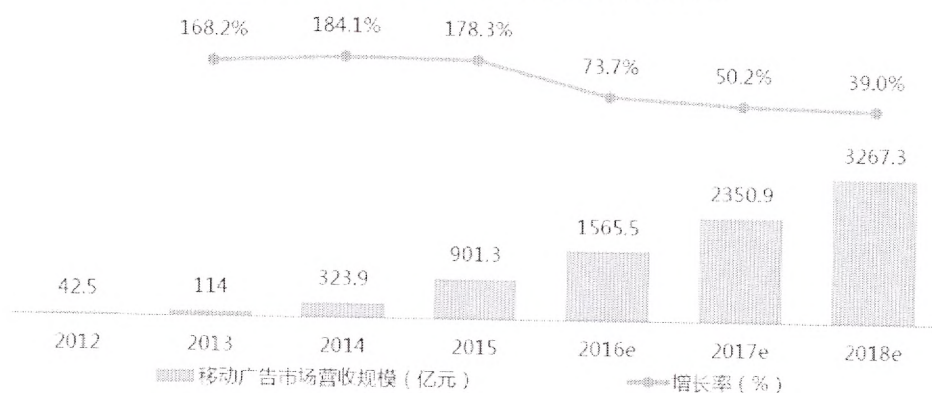
（二）海外媒体渠道维系毛利率保持基本稳定的合理性

据 NetMarketShare 最新数据显示，2017 年 4 月份，全球第一大搜索引擎 Google-Global 市场份额为 79.79%，微软 Bing 市场份额为 7.13%，位居第二。此外，Facebook 作为全球最大的社交媒体平台在移动数字营销市场拥有较强的市场地位。经过多年的发展，海外大型的媒体渠道均已形成完善的商业体系。云克科技海外媒体主要投放渠道包括 Google、Bing、Facebook 等海外主流媒体渠道平台，该类平台销售政策较为稳定透明，流量充足，云克科技通过自身优质的服务与精准的投放选择，获得了一批优质的具有精准营销需求的广告客户。随着客户规模的增长，海外媒体采购量的增加，海外主流媒体对云克科技的优惠措施也在加强。截至本回复签署日，云克科技已取得 Google、Bing、LinkedIn 的一级代理资质，随着云克科技业务量的不断上升，获得更为有利的采购政策，增加了云克科技在该类平台对客户的吸引力及自身的盈利能力。因此，海外业务毛利率预期将保持稳定。

（三）国内媒体渠道维系毛利率保持基本稳定的合理性

根据艾瑞咨询《2016 年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 1,565.50 亿元、2,350.90 亿元及 3,267.30 亿元，增长率分别为 73.70%、50.20% 及 39.00%。

2012-2018年中国移动广告市场营收规模及增长率



2012-2018年中国移动广告占网络广告比重

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
占比 (%)	5.5%	10.4%	21.0%	43.0%	55.8%	67.0%	78.0%

数据来源：艾瑞咨询

在互联网高速发展的背景下，媒体环境呈现日益“碎片化”特征，国内渠道供应商规模不断增加。第三方数据机构 TalkingData 提供的数据显示，截至 2016 年，我国 APP 数量超过 1700 万个。然而，与少数活跃率高的 APP 相比，大量 APP 的服务单一化、内容更新慢，用户在使用过程中难以得到“增值体验”。以 TalkingData 的数据来看，在 1700 多万个 APP 中，活跃型 APP 占比仅为 0.0046%。云克科技不仅通过大数据分析使得投放的互联网广告出现的时间和场合与目标消费者精确匹配，最大程度上抓住消费者注意力，提升营销效果；并且，云克科技整合多方面渠道资源，特别是在效果营销中，云克科技通过 CPA、CPD、CPC 等不同结算模式的组合向供应商采购用户流量，在不同结算模式下不断积累投放实践数据，通过对渠道效果的监测、考核、优化与调整，在庞大的渠道供应商中寻找筛选优质、性价比高的新渠道，进行渠道整合，直签了一系列能够满足客户要求的优质渠道，形成了自己的稳定渠道来源。在满足广告主精准投放、投资回报率等特定营销效果的要求同时，也不断优化自身利润空间，使国内业务毛利率能够长期保持稳定。

（四）结合同行业可比公司毛利率情况分析标的公司毛利率预测的合理性

近年来，选取的上市公司收购数字营销交易案例中，收购标的预测毛利率情况统计如下：

序号	收购方	收购标的	承诺期第一年	项目	预测期前一年	预测期第一年	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年	复合增长率
1	利欧股份	微创时代	2015年	预测/实际毛利率	14.79%	13.00%	12.80%	12.31%	11.66%	11.66%	-4.64%
				增长率		-12.10%	-1.54%	-3.83%	-5.28%	0.00%	
2	利欧股份	万圣伟业	2015年	预测/实际毛利率	17.70%	22.00%	22.08%	22.11%	22.14%	22.14%	4.58%
				增长率		24.29%	0.36%	0.14%	0.14%	0.00%	
3	明家联合	微赢互动	2015年	预测/实际毛利率	50.20%	52.63%	52.51%	52.44%	52.39%	52.36%	0.85%
				增长率		4.83%	-0.22%	-0.13%	-0.09%	-0.06%	
4	深大通	冉十科技	2015年	预测/实际毛利率	31.74%	59.37%	63.38%	62.03%	62.39%	63.71%	13.74%
				增长率		87.04%	6.76%	-2.13%	0.59%	2.10%	
5	梅泰诺	日月同行	2015年	预测/实际毛利率	31.77%	51.76%	51.87%	51.78%	51.91%	51.85%	10.29%
				增长率		62.92%	0.22%	-0.17%	0.24%	-0.11%	
6	龙力生物	快云科技	2015年	预测/实际毛利率	49.50%	44.57%	38.80%	38.03%	36.25%	36.70%	-5.81%
				增长率		-9.96%	-12.95%	-1.98%	-4.70%	1.25%	
7	普邦股份	博睿赛思	2016年	预测/实际毛利率	37.11%	29.48%	28.62%	28.23%	27.76%	27.29%	-5.96%
				增长率		-20.56%	-2.92%	-1.36%	-1.66%	-1.69%	
8	万润科技	万象新动	2016年	预测/实际毛利率	19.73%	21.91%	20.96%	20.90%	20.81%	20.76%	1.02%
				增长率		11.06%	-4.34%	-0.29%	-0.41%	-0.28%	
平均增长率											
9	中昌数据	云克科技	2017年	预测/实际毛利率	28.36%	24.90%	24.02%	23.84%	23.01%	22.52%	-4.51%
				增长率		-12.21%	-3.53%	-0.75%	-3.48%	-2.13%	

如上表所示,云克科技预测期第一年毛利率增长率和五年预测期内毛利率复合增长率均低于近期同行业可比交易收购标的毛利率平均增长率水平,云克科技未来毛利率预测较为谨慎、合理。

云克科技在预测营业收入快速增长的同时,通过“人工专家+智能系统”的运营模式,采用智能分析系统和智能投放系统,不断筛选、整合优质渠道媒体供应商,在优化广告投放效果的同时,大幅提升了广告投放执行的效率,降低了运营成本。云克科技通过积累优质的客户资源,在满足广告主精准投放、投资回报率等特定营销效果的要求同时保证了其获得较高的广告投放收益,从而获得丰富的媒体资源的长期合作,建立起客户、媒体渠道的良性循环,从而能维系毛利率保持基本稳定,且与同行业可比交易案例中标的公司的毛利率预测趋势相符合。

(五) 中介机构意见

经核查,评估师认为:

云克科技通过积累优质的客户资源和丰富的媒体资源,保证了其获得较高的广告投放收益,从而获得丰富的媒体资源的长期合作,建立起客户、媒体渠道的良性循环,从而能维系毛利率保持基本稳定,且与同行业可比交易案例中标的公司的毛利率预测趋势相符合。

问题 21. 申请材料显示,收益法评估时未来年度资本性支出基本为 0,对于研发费用,由于云克科技智能投放平台已基本研发完毕,未来预测逐年减少至稳定的维护费用(预测研发费维持在 600 万元以下)。请你公司补充披露在基本没有新增资本性支出及研发费用的情况下,作为轻资产的高科技公司,预测期营业收入快速增长是否合理。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

(一) 云克科技智能投放平台基本情况

云克科技的智能投放平台由智能分析系统与智能投放系统两个核心模块组成。其中智能系统的智能分析系统负责制定投放策略,而智能投放系统则负责投放具体执行。优化专家按照不同的需求在智能分析系统中设定条件并在系统中进行分析、整理。待分析系统形成投放策略后,智能投放系统根据分析结果执行推广投放。

智能分析系统是云克科技通过积累的经验与对未来移动互联网市场独到的眼光，所专门研发的系統。该系统可以不断对数据进行大规模的积累、采集、整理以及分析，并利用高效率的模型进行数据挖掘和应用。例如，该系统可通过运算交叉匹配用户信息，根据不同广告特征选择特定的目标人群，然后将结果反馈出来，以便优化专家进行广告投放的参考。智能分析系统还可以通过自动化转化预测流程，分析受众价值和创建定制化竞价策略，协助专家对广告投放进行智能优化，从而达到提升广告投放效果的目的。

智能投放系统由云克科技优化专家根据多年以来在投放工作中的投放策略汇总，所开发的一个辅助专家进行投放、监控、自动控制与调整的智能系统。该系统帮助专家依照数据分析的结论，更加快捷高效的进行广告投放。专家只需要提前设置好投放与检查条件，系统便可在依照所设定的时间、区域、目标等等条件进行准确智能的投放。同时，系统可以进行 24 小时的监控与自动调整，一旦目标区域市场出现任何价格波动或情况，智能投放系统会根据已有的设定数据进行价格调整或停止投放，避免在优化专家不在时出现任何对客户产生不利影响的情况。

云克科技“人工专家+智能系统”的运营模式，使得优化专家团队可以专注于广告创意制作以及广告策略的制定，大幅提升了优化执行的效率，降低了运营成本，进一步优化了广告投放效果。良好的投放效果不断促进更多客户的加入，从而扩大智能系统的数据积累，形成良性循环，树立竞争壁垒。

（二）云克科技研发费用预测的合理性

截至评估基准日，云克科技智能投放平台已基本研发完成并上线运行。该平台在研发完成后，主要通过对数据进行大规模的积累、采集、整理以及分析，达成提高工作效率，精准投放广告的目的，核心部分在于数据的不断积累，系统本身只需日常进行一定的日常维护和升级，不需要再进行大规模的研发工作。营业收入的大幅增长，主要是通过云克科技数据、经验的积累和行业整体发展所决定，且云克科技自身采用的人+系统模式，与同行业可比公司中的程序化购买的数字营销企业不同，从客户下单到投放渠道完全依赖于系统。云克系统的主要工作是为云克科技的员工寻找合适渠道，提升工作效率，并在员工对订单进行优化后进

行自动购买，以更好的对投放进行优化，达成客户要求的效果。因此，一定的维护升级费用便可支撑云克科技未来快速增长的收入。

（三）云克科技可比公司资本性支出情况

近年来，选取的上市公司收购数字营销交易案例中，收购标的公开的预测资本性支出情况统计如下：

序号	收购方	收购标的	承诺期第一年	项目	预测期前一年	预测期第一年	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年	复合增长率
1	深大通	冉十科技	2015年	资本性支出(万元)	42.59	14.78	18.63	20.03	21.43	22.83	
				收入增长率		309%	25%	23%	14%	11%	51.41%
2	梅泰诺	日月同行	2015年	资本性支出(万元)	4.06	26.87	11.46	11.96	12.41	12.69	
				收入增长率		54%	29%	28%	9%	4%	23.67%
3	普邦股份	博睿赛思	2016年	资本性支出(万元)	31.68	119.68	110.29	114.63	111.71	110.39	
				收入增长率		200%	54%	30%	22%	16%	53.39%
4	万润科技	万象新动	2016年	资本性支出(万元)	0.26	2.38	2.56	2.56	2.56	2.56	
				收入增长率		583%	27%	23%	22%	13%	71.09%
平均增长率						286.55%	33.96%	26.08%	16.65%	10.78%	49.89%
5	中昌数据	云克科技	2017年	资本性支出(万元)	13.79	12.00	-	12.00	-	5.91	
				收入增长率		95.35%	38.20%	32.78%	23.77%	9.57%	37.20%

上表可见，除博睿赛思作为 DSP 公司需要较高的服务器等设备支出外，其余企业均只需进行电脑等办公设备的更新。云克科技与同类企业资本性支出预测水平基本一致，在数字营销行业公司中较为合理。

（四）云克科技资本性支出预测的合理性

“轻资产运营(Asset-light strategy)”模式，是一种以价值为驱动的资本战略，是网络时代与知识经济时代企业战略的新结构。轻资产公司具有以下特点：资产规模倾向于小；资产质量倾向于精；资产重量倾向于轻；资产形态倾向于软（无形资产）；资产投入倾向于少；资产价值：静态或分散时——小，动态或整合时——大。“轻资产运营”模式可以降低轻资产公司资本投入，特别是生产领域内大量固定资产投入，以此提高资本回报率。

云克科技作为典型的轻资产公司，企业价值主要在于其优质的客户资源、丰富的媒体渠道及云克智能投放平台的数据储备、整合能力，固定资产的支出为电脑等少量日常办公设备。对于数据的存储硬件，由于互联网行业发展迅速，业内渠道变化大，故实际云克科技在选取渠道时是一个不断尝试新渠道，抛弃衰落的旧渠道的过程，其数据在不断的更新和删除，且数据的存储只需租用云服务器即可，此项租金已经在评估预测管理费用中考虑。

综上所述，云克科技通过智能投放平台的升级维护及少量固定资产的更新换代，可在营业收入快速增长的基础上满足其经营的需求。

（五）中介机构意见

经核查，评估师认为：

云克科技采用“人工专家+智能系统”的运营模式，通过智能投放平台的升级维护及少量固定资产的更新换代，可在营业收入快速增长的基础上满足其经营的需求，预测期营业收入快速增长合理。

(本页无正文,为《中通诚资产评估有限公司关于中昌大数据股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易报告书(草案)中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书涉及资产评估有关问题的答复》之盖章页)

