

中京民信（北京）资产评估有限公司
关于深圳证券交易所
《关于北京全时天地在线网络信息股份有限公司发行股
份购买资产并募集配套资金申请的审核问询函》
资产评估相关问题回复之核查意见

深圳证券交易所：

中京民信（北京）资产评估有限公司（以下简称“评估机构”或“我公司”）收到贵所下发的《关于北京全时天地在线网络信息股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的审核问询函》后，我公司高度重视并立即组织相关人员对有关问题经过了认真的讨论，对需评估机构核实回复的相关事项进行了核查，现将问询函中涉及资产评估方面的问题汇报如下：

问题 3：关于评估预测

申请文件显示：（1）本次交易采用收益法评估结果作为定价依据，评估值为 3.65 亿元，评估增值率为 364.75%。（2）收益法评估过程中，预测标的资产 2025 年-2029 年（以下简称预测期）广告交易系统服务收入复合增长率为 11.79%，智能营销业务收入复合增长率为 15.94%；预测期标的资产收入由 1.87 亿元增长至 3.09 亿元。（3）预测期内，标的资产广告交易系统服务毛利率由 55%逐步下降至 48%，智能营销业务毛利率保持 12%不变。（4）根据敏感性分析，标的资产预测收入增长率每下降 1%，评估值下降 5.03%；毛利率每下降 1%，评估值下降 5.46%。（5）预测期内，标的资产销售费用率和管理费用率低于报告期水平且逐年下降，2025-2026 年研发费用率与报告期水平接近，后续逐年下降。

（6）营运资金增加额预测中，按照营运资金占年度销售收入的历史平均比例进行预测，最低现金保有量按两个月的付现成本计算；报告期各期末，标的资产应付账款期末余额分别是 7132.31 万元和 4360.10 万元，余额下降主要系部分供应商付款周期发生变动。（7）折现率测算过程中，选取利欧股份、蓝色光标和易点天下作为可比公司，敏感性分析显示，折现率每上升 1%，评估值下降 8.26%。

（8）以评估基准日计算，标的资产市净率为 4.56 倍，以承诺期第一年净利润计

算的市盈率为 9 倍；选取的三家同行业上市公司平均市净率为 2.78 倍，市盈率存在明显差异，选取的四单可比交易案例中市盈率、市净率也存在较大差异。

请上市公司：（1）结合标的资产报告期内收入增长的原因、市场空间、行业竞争情况、标的资产的竞争优势、与主要客户及供应商合作的可持续性、议价能力等，补充说明预测期内标的资产收入保持较高速度增长，且广告交易系统服务毛利率稳定在较高水平、智能营销业务毛利率高于报告期水平且保持不变的合理性。（2）结合期间费用主要项目的预测依据，补充说明预测期期间费用率水平及呈现下降趋势的合理性，是否足以支撑标的资产的持续发展。（3）补充说明应付账款期末下降幅度较大的原因，供应商付款周期是否发生重大不利变化，预测最低现金保有量、营运资金、溢余资产等的具体预测过程及合理性。（4）截至目前，评估基准日后标的资产实际实现业绩情况，与评估预测是否存在较大差异，如是，补充说明具体原因以及对评估结果、本次交易作价的影响。（5）补充说明评估过程中可比公司的选取过程，选取依据是否适当，折现率计算是否谨慎、合理。（6）补充说明可比公司、可比交易案例估值水平差异较大的原因，是否与标的资产具有可比性，能否合理反映行业估值水平，并结合标的资产业务发展情况、预测业绩的可实现性、行业估值水平等，进一步说明本次交易评估作价的公允性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

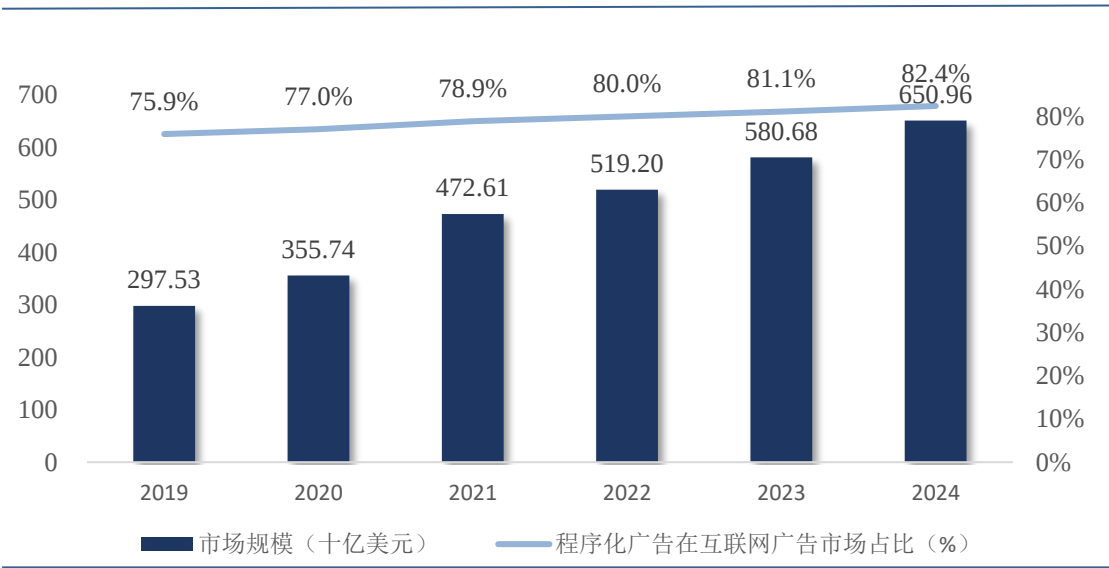
一、结合标的资产报告期内收入增长的原因、市场空间、行业竞争情况、标的资产的竞争优势、与主要客户及供应商合作的可持续性、议价能力等，补充说明预测期内标的资产收入保持较高速度增长，且广告交易系统服务毛利率稳定在较高水平、智能营销业务毛利率高于报告期水平且保持不变的合理性。

标的公司主要提供广告交易系统服务和智能营销服务，处于互联网信息服务行业，属于互联网营销细分行业程序化广告。

（一）标的公司所处行业市场空间

1、程序化广告已成为全球互联网广告主要交易模式之一

与传统广告模式相比，程序化广告技术基于大数据来定位目标客户群体，从而实现了广告的高效投放，同时由于广告位的选择、广告的投放以及竞价购买等中间环节均依托程序自动化完成，为广告主和媒体平台节约了大量时间和人力成本，因此也成为了目前互联网广告投放中使用占比最高的模式。根据 Statista 数据显示，2024 年全球程序化广告支出达到 6,509 亿美元，与 2023 年相比，总额增加了 12.1%，在数字广告市场规模占比已达到 82.4%。



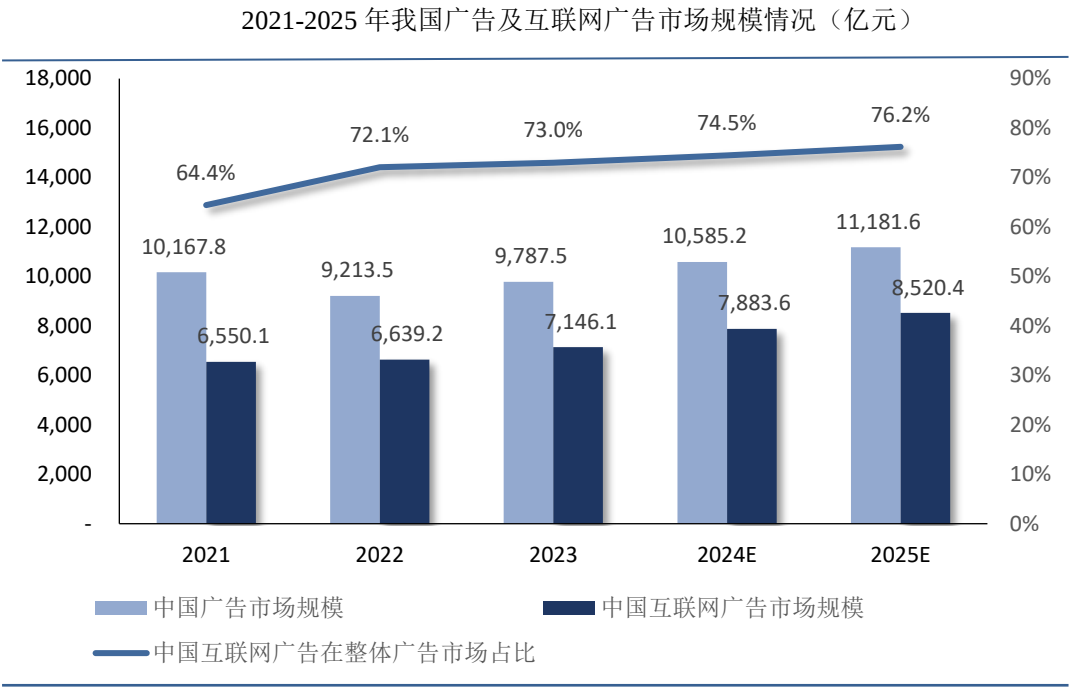
数据来源：Statista、We are social、Meltwater

在各类程序化广告交易方式中，RTB（Real-Time Bidding 实时竞价）以其高效投放和实时竞价的特点赢得了越来越多企业的青睐。在市场竞争日益激烈的背景下，企业对于营销预算的分配越来越注重效果和效率，RTB 广告模式通过实现对目标消费者的锁定，大幅提高广告投放的转化率，并支持广告主在短时间内对多个广告展示机会进行竞价，上述过程均在毫秒级别自动完成，帮助广告主及媒体端实现营销效益的最大化。目前随着 RTB 系统功能的不断发展和完善，越来越多的广告主和媒体平台正在享受到这一先进广告交易模式所带来的巨大商业价值和竞争优势，也使得该模式逐渐成为了程序化广告的主要交易模式，相关预算投入不断增加。

2、我国互联网广告市场规模持续增长，程序化广告使用程度持续加深

我国作为全球第二大广告市场，广告业也呈现出蓬勃发展的良好态势，特别是移动通信、互联网、社交媒体等新兴媒介的飞速发展，以及大数据、人工智能、

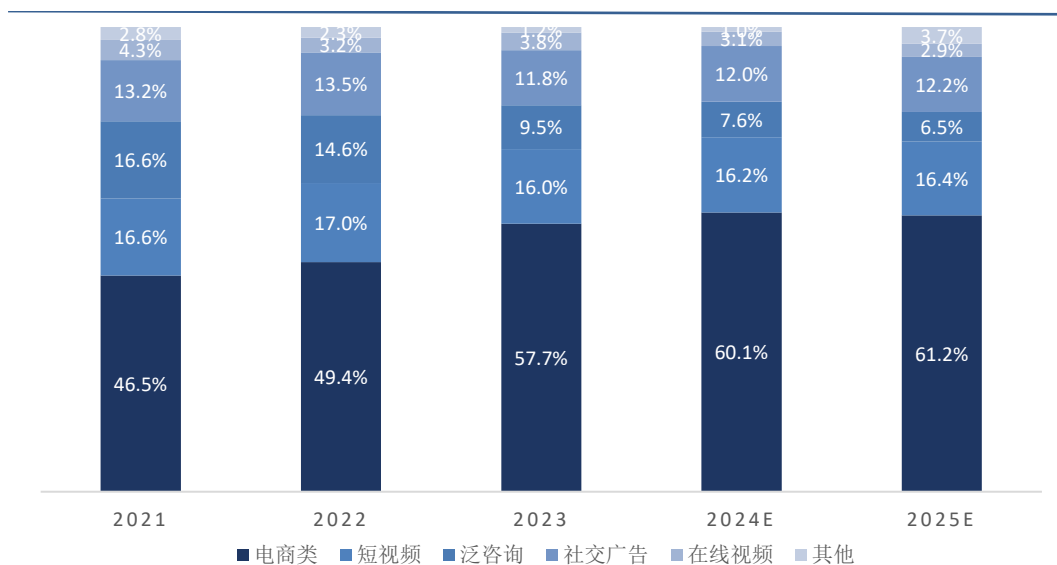
云计算、物联网等技术在广告领域的应用不断加强，持续促进我国互联网广告业高质量发展。根据 QuestMobile 数据显示，2023 年我国互联网广告市场规模达到 7,146.1 亿元，在我国广告市场总体占比由 2021 年的 64.4% 快速增长至 73.0%。预计到 2025 年，我国互联网广告市场规模将达到 8,520.4 亿元，占比进一步增至 76.2%。



数据来源：QuestMobile

在各类互联网广告媒介中，电商类媒介作为广告主提升转化效率的重要抓手，始终占据着主要市场份额，且占比持续提升。根据 QuestMobile 数据显示，2023 年电商类媒介在互联网广告市场占比达到了 57.7%，预计到 2025 年电商类占比将进一步提升至 61.2%。

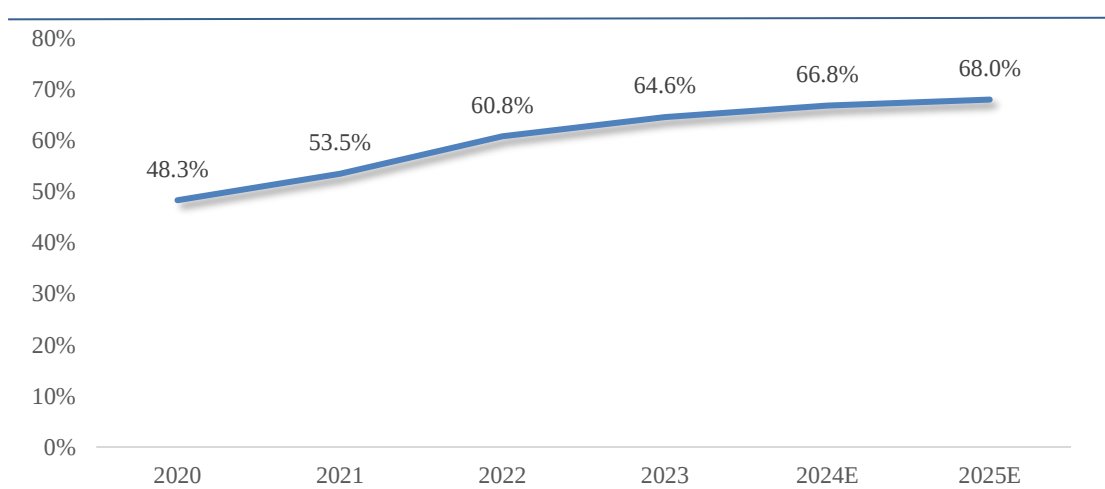
2021-2025 年我国互联网典型媒介类型广告市场份额分布情况



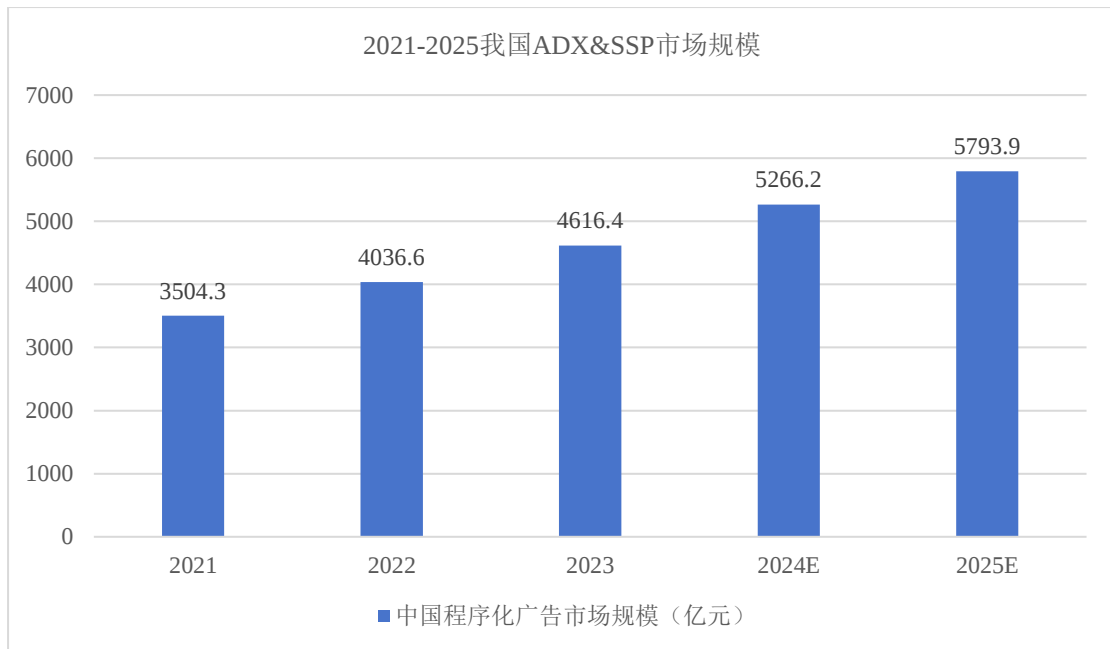
数据来源：QuestMobile

在程序化广告方面，我国庞大的网络用户规模以及近年来互联网、大数据等产业的快速发展，为程序化广告提供了肥沃的土壤，根据 QuestMobile 数据显示，我国 ADX&SSP 在整体互联网广告市场中的占比已由 2020 年的 48.3% 增长至 2023 年的 64.6%，预计到 2025 年将进一步提升至 68.0%，市场规模已由 2021 年的 3,504.3 亿元增长至 2023 年 4,616.4 亿元，预计到 2025 年将提升至 5,793.9 亿元。

2020-2025 年我国 ADX&SSP 在整体互联网广告市场规模占比情况



数据来源：QuestMobile

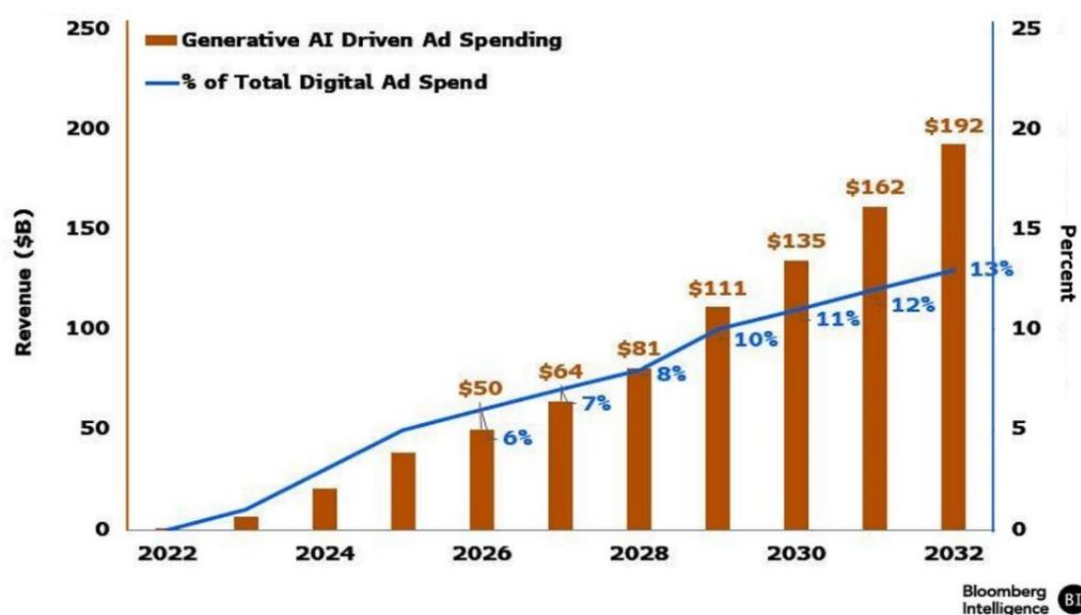


数据来源：QuestMobile

3、生成式 AI 技术将推动互联网广告行业变革

人工智能生成内容（AIGC，Artificial Intelligence Generated Content）是一种利用人工智能技术生成内容的方式，作为当下最为火热的人工智能技术领域之一，正在以前所未有的速度和广度在各个领域探索应用，如今各行各业都在积极探索与 AIGC 技术融合的更多可能性。目前，AIGC 已应用在文本、图片、视频、音频、虚拟场景以及 3D 动画等多样化数字内容生产的各个领域并且替代了部分人工创作。广告业作为上述场景使用最频繁的行业之一，也将通过 AIGC 的应用融合实现巨大变革。对于广告行业，AIGC 打破了传统的人工编写模式，使内容生产更加自动化、智能化，极大地提高了内容生成的效率和品质，同时可以根据不同的受众和广告策略，自动化地生成各种形式的广告内容，大幅提升平台运营效率、广告投放效果。未来对于 AIGC 的利用程度及效率将在很大程度上决定着广告公司的成败。根据 Bloomberg Intelligence 数据显示，2022 年全生成式 AI 广告市场规模达到 5,700 万美元，预计到 2032 年，相关市场规模将达到 1,920 亿美元，占据整体数字广告市场规模的 13%。

2022-2032 年全球生成式 AI 广告市场规模情况



数据来源：Bloomberg Intelligence

（二）标的公司所处行业竞争情况

1、全球程序化广告行业竞争格局

在全球程序化广告市场中，Google 和 Meta 处于绝对领先的地位。据 App Growing 统计，Google Ads 依托谷歌庞大的搜索引擎、广泛的网络内容以及旗下如 YouTube 等热门平台，占据了约 35% 的市场份额。其具备强大的数据分析能力，能够基于用户搜索行为、浏览历史等多维度数据实现高效的广告投放，吸引了大量品牌广告主。Meta Ads 则借助 Facebook、Instagram 等社交平台的海量用户基础，市场占有率约达 25%。凭借对用户社交关系、兴趣爱好等信息的深度挖掘，Meta Ads 能够为广告主提供高度个性化的广告展示服务，尤其在社交媒体广告领域优势显著。两者合计垄断了全球 70% 以上的市场份额，构筑起较高的竞争壁垒，主导着行业的发展方向。

2、国内程序化广告行业竞争格局

在国内市场，虽然程序化广告行业发展起步较晚，但发展势头迅猛，涌现出了腾讯广点通、阿里巴巴 Tanx，字节跳动巨量引擎、巨量千川，快手磁力聚星等诸多大型广告交易系统，为广告主提供优质高效的投放推流服务，促进了我国程序化广告行业的持续发展。

上述大型广告交易系统主要为广告主对接互联网公司内部的媒体和移动产品资源，如腾讯视频、抖音、快手等；随着互联网行业的不断发展，大中型互联网公司对维持和提高自身用户的活跃度、吸引电商店铺的消费者并提高复购率等外部广告投放需求日益增长，同时随着程序化广告行业技术进步，相对低成本、目标群体清晰的中长尾媒体流量的价值逐步凸显，促进了标的公司这类独立第三方程序化广告服务商的发展。

目前，针对程序化广告行业的公开统计数据较少，未对各个参与者的市场占有率进行详细统计。在国内上市公司中，以程序化广告交易为主营业务的公司较少，具有与标的公司类似业务的主要参与者如下：

（1）汇量科技

汇量科技成立于 2013 年，于 2018 年在港交所上市（01860.HK）。

汇量科技主要为广告主提供广告技术服务，为全球的移动应用开发者提供移动广告及移动分析服务。基于 Mintegral 的程序化广告技术平台，通过链接大量的中长尾 App 流量，为广告主提供一站式的程序化广告投放和流量变现服务。同时，以广告联盟的形式覆盖全球中长尾媒体，以非程序化的方式帮助广告主寻找优质低价的流量。

（2）深演智能

深演智能成立于 2009 年，注册地在北京。深演智能是一家营销技术（MarTech）服务商，致力于通过技术、智能算法和系统产品提升企业数字化营销中的自动化和智能化水平，主营业务是为大中型企业级客户提供一站式数字营销中的智能决策系统及运营服务。

（3）蓝色光标

蓝色光标成立于 2002 年，于 2010 年在深交所上市（300058.SZ）。蓝色光标是一家为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司，其及旗下子公司的业务板块包括：全案推广服务、全案广告代理和出海广告投放，服务内容涵盖营销传播整个产业链，以及基于营销科技的智慧经营服务，服务地域基本覆盖全球主要市场。

蓝色光标子公司多盟智胜拥有效果驱动互动式程序化广告平台 UGdesk、程序化购买平台、必得优选平台等多种程序化广告产品，为广告主提供策略、创意、优化等全生命周期的移动智能营销整合服务。

（4）利欧股份

利欧股份成立于 2001 年，于 2007 年在深交所上市（002131.SZ）。利欧股份主营业务分为机械制造业务和数字营销业务两部分。数字营销服务已覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等完整的服务链条，成功建立了从基础的互联网流量整合到全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台，为客户提供数字策略和数据、数字创意、数字媒体、数字流量、社会化媒体和娱乐内容营销以及电子商务为一体的“数字化商业转型”解决方案。

其自主开发的盘古引擎和泰坦引擎程序化广告产品，可以为广告主提供华为广告、巨量广告、千川广告等程序化广告投放管理服务。

（5）易点天下

易点天下成立于 2005 年，于 2022 年在深交所上市（301171.SZ），是一家率先在出海营销领域布局 AIGC 战略的营销科技公司，致力于以“出海服务”与“广告技术”为核心，为企业提供包括品牌全案、效果广告、头部媒体账户管理在内的全球营销推广服务、程序化广告增长与变现服务，以及 AI 素材生成、BI 数据分析和增长模型预估、CI 智能化多云聚合管理等出海数字化服务。

（6）新数网络

新数网络成立于 2011 年，于 2015 年在全国股转系统挂牌（834990）。新数网络是一家以技术驱动提供实效广告推广服务的高新技术企业，其主要基于程序化购买的 Wise DSP 平台，提供互联网广告实效推广服务以及相关技术服务。其根据广告主的营销需求制定互联网广告投放策略，通过 Wise DSP 平台，以定价或竞价的方式取得投放机会并发布客户的互联网广告，实现广告的受众购买和程序化购买，并对广告效果进行实时监测和优化，以帮助广告主达到高效投放的目的。

（三）标的公司的竞争优劣势

1、标的公司的核心竞争优势

互联网广告行业作为技术密集型产业，相关技术及人员储备是公司核心竞争力之一。标的公司十分重视保持自身技术研发水平，作为高新技术企业，聚集了一支经验丰富的专业团队，从广告策划、投放到效果优化，全方位支持广告主的市场推广工作。团队成员拥有多年的行业经验，通过持续研发和应用先进技术，保持交易系统的技术领先地位。标的公司的核心竞争优势主要体现在以下方面：

（1）技术优势

佳投集团拥有一支高素质的技术团队，持续研发和应用最新的数字营销技术，包含了大数据分析、机器学习等，标的公司运用这些技术对用户行为进行深度分析和预测，从而实现高效的广告投放。标的公司团队成员拥有多年的行业经验，通过持续研发和应用先进技术，保持系统的技术领先地位。

标的公司的广告交易系统为独立自主研发而成，从接受服务器请求到竞价分析，再到广告投放全流程自研。截至本回复出具日，标的公司已拥有 163 项软件著作权和 2 项发明专利。标的公司的广告交易系统通过实时数据处理和分析，能够在毫秒级时间内完成竞价和广告展示，极大提高了广告的投放效率和效果。同时，系统内置的智能优化算法能够根据广告投放效果自动调整策略，确保广告投放的效果，相较于传统投放方式，广告点击率（CTR）和转化率（CVR）获得了提升。此外，标的公司系统日均处理流量超过 220 亿次，支持广告位数十万，系统的实时竞价业务处理时间小于 10 毫秒，每秒可接受竞价请求 40 万次，每秒可发送竞价请求 50 万次，确保广告主能够在最合适的时机进行投放，提高了广告的投入产出比。

标的公司技术水平的具体体现如下：

指标类别	行业基准水平	标的公司表现	对比优势与创新点
平均竞价响应时间	主流 DSP 通常需在 100ms（毫秒）内返回出价，部分平台允许窗口可达 300ms	自研分布式实时竞价（RTB）架构实现平均响应时延<10ms	响应时延小于 10ms 低于行业平均水平，显著提升高价值流量竞得率

指标类别	行业基准水平	标的公司表现	对比优势与创新点
点击率（CTR）	WordStream 2024 年度跨行业平均点击率约 6.42%	自研兴趣画像与动态素材优化技术使 CTR 稳定保持在 7.1 - 7.7% 区间	CTR 较行业平均水平提升 10 - 20%，显著优于行业基准
投资回报率（ROI）	Google Ads 2024 年平均 ROI 约 200%（2：1），多数需求方视 5：1 为优秀目标	整体投放 ROI 超过 220 - 240%，较基准水平再提升 10% 以上	依托智能出价、费用优化与频次控制等综合能力，实现更高投入产出效率
专利与知识产权	行业内专利申请数量和授权情况参差不齐	五年内在申请发明专利 >10 项，获得软著 163 项，授权专利 2 项	为核心产品提供坚实技术壁垒

（2）优质而稳定的客户资源

客户资源是标的公司行业地位的体现，也是可持续发展的坚实基础。多年来，标的公司凭借优质的服务和广告投放效果，形成了稳定的客户群体，赢得了众多知名客户的信赖和长期合作关系，已累计服务近千家广告主。客户群体覆盖阿里巴巴、京东、美团、拼多多、快手等知名互联网企业。

（3）丰富的媒体资源

标的公司在媒体资源方面建立了渠道优势和资源整合优势。标的公司注重与各大头部媒体保持稳定和持续的战略合作，建立了媒体资源采购的渠道优势。同时，标的公司加强资源整合，积极与拥有优质流量的垂直媒体建立合作，建立起行业领先的媒体覆盖能力，广泛对接华为、小米、百度、网易、美图、喜马拉雅等国内知名硬件厂商及移动媒体平台。

通过与国内各大流量渠道和媒体建立合作，标的公司建立了一个高效的广告交易生态，形成了多元丰富的媒体资源库，为广告主提供跨渠道的高效投放解决方案。无论是移动端还是传统媒体资源，标的公司均能适配并实现资源协同，帮助广告主在广泛的受众群体中实现覆盖，使广告主能够从中获得更多机会，为广告主提供了更加广泛的选择和服务。

2、标的公司的竞争劣势

（1）营收规模相对较小

相比于行业内上市公司，标的公司的营收规模相对较小。为了提升标的公司在行业内的竞争力，标的公司仍需不断扩充客户群体，引入更多优质人才，增强研发团队配置，增加核心系统和新业务的研发和推广投入，推出更多优质的服务，提升自身的营收规模，增强市场竞争力。

(2) 资金实力不足，融资渠道较为单一

近年来，随着大数据和机器学习等先进技术在程序化广告领域的不断深度融合，标的公司作为尚处于业务开拓上升阶段的新兴企业，在未来几年中既要面对来自国内外成熟企业的挑战，又要完成先进技术在自身广告交易系统融合与充分运用、业务和系统更新迭代、下游市场拓展等多重任务。因此标的公司现阶段需要投入较多资金用于研发、销售、媒体资源采购等各主要环节。

目前标的公司主要依赖内生积累发展，融资渠道较少，虽然标的公司可以通过银行借款解决短时间内一定的资金需求，但持续的研发和运营投入对标的公司的融资提出更高的要求，标的公司的融资渠道有待进一步拓宽。

(四) 标的公司与主要客户及供应商合作的可持续性、议价能力情况

1、标的公司与主要客户合作的可持续性

标的公司与主要客户的合作基本情况如下：

序号	客户名称	合作历史	合作背景	合作过程
1	阿里巴巴	2020 年开始合作，持续合作至今	阿里巴巴集团内部有程序化广告投放、移动 app 产品推广等需求，经商务洽谈双方开展合作	标的公司为其提供广告交易系统服务和智能营销服务
2	京东	2017 年开始合作，持续合作至今	京东集团有程序化广告投放、移动 app 产品推广等需求，经商务洽谈双方开展合作	标的公司为其提供广告交易系统服务和智能营销服务
3	美团	2021 年开始合作，持续合作至今	美团有程序化广告投放、移动 app 产品推广等需求，经商务洽谈双方开展合作	标的公司为其提供广告交易系统服务和智能营销服务
4	快手	2023 年开始合作，持续合作至今	快手有程序化广告投放、移动 app 产品推广等需求，经商务洽谈双方开展合作	标的公司为其提供广告交易系统服务和智能营销服务
5	拼多多	2022 年开始合作，持续合作至今	拼多多有程序化广告投放需求，经商务洽谈双方开始合作	标的公司为其提供广告交易系统服务

序号	客户名称	合作历史	合作背景	合作过程
6	返利科技	2022 年开始合作，持续合作至今	返利科技主要从事在线导购、广告推广等业务，并且是唯品会联盟的合作伙伴；经商务洽谈双方开展合作，标的公司为其产品推广服务	标的公司为其提供智能营销服务
7	北京新广正科贸有限公司	2024 年开始合作，持续合作至今	该公司主要从事广告代理、推广等服务。经双方商务洽谈，标的公司为其提供推广服务	标的公司为其提供智能营销服务

由上表可知，标的资产与主要客户建立了长期稳定的合作关系，服务获得了大型主流电商等客户的认可，客户粘性较强，近年来保持了持续稳定的合作关系。

2、标的公司与主要供应商合作的可持续性

标的公司与主要供应商的合作情况如下：

序号	供应商名称	合作历史	合作背景	合作过程
1	小米	2020 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向小米采购媒体资源，借助其丰富的终端产品生态系统，有效触达高价值用户群体，提升广告投放效果
2	华为	2021 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向华为采购媒体资源，借助其技术生态与用户资源，提升广告效果与覆盖面
3	百度	2021 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向百度采购媒体资源，利用其数据分析能力与丰富的流量体系，提升广告投放效果
4	凤凰网	2022 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向凤凰网采购媒体资源，借助凤凰网头部媒体平台，有效触达相关用户群体，提升品牌广告传播效果
5	新数网络	2018 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向新数网络有效整合媒体资源，提升广告投放效率与效果
6	网易	2019 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向网易采购媒体资源，利用其数据分析能力与丰富的流量体系，提升广告投放效果
7	北京创智汇聚科技股份有限公司	2019 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向北京创智汇聚科技股份有限公司采购媒体资源，通过其 Sigmob 移动广告平台对接多个媒体资源，提升广告投放效果
8	美图	2018 年开始合作，持续合作至今	标的公司有媒体资源需求，双方通过商务洽谈展开合作	标的公司向美图采购媒体资源，利用其终端移动流量平台，提升广告投放效果

由上表可知，标的公司与硬件厂商和垂类媒体等供应商的开始合作时间较早，近年来保持了持续稳定的合作关系。

3、与上下游的议价能力

标的公司与客户、供应商均具备一定的议价能力，主要系：

（1）标的公司广告交易系统服务的主要客户均为知名互联网企业，对程序化广告投放的服务质量、响应速度、投放转化率、媒体资源、合规性等方面均有较高的要求，对供应商的准入门槛较高；标的公司作为其长期稳定合作的供应商，与主要客户建立了较为深厚的合作关系，能够为客户提供高效、灵活、稳定的程序化广告投放服务，具备较强的先发优势，因此具备一定的议价能力；

（2）标的公司广告交易系统服务的供应商涵盖了多家硬件厂商和垂直类媒体，媒体资源供应较为充分，市场整体较为成熟，标的公司不存在对供应商存在重大依赖的情形；信用政策方面，供应商通常给予标的公司 3-4 个月左右的信用期，极少采用预付款方式结算。因此标的公司对供应商也具备一定的议价能力。

（五）报告期内收入增长的原因及预测期内标的资产收入保持较高增长速度合理性

标的公司报告期及预测期主营业务收入增长情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期					
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年 及以后
广告交易系统 服务收入	7,249.50	8,028.49	9,072.20	10,251.58	11,584.29	12,742.72	14,016.99	14,016.99
收入增长率	105.65%	10.75%	13.00%	13.00%	13.00%	10.00%	10.00%	0.00%
智能营销服务 收入	4,098.01	8,045.27	9,654.32	11,585.18	13,322.96	15,321.41	16,853.55	16,853.55
收入增长率	39.46%	96.32%	20.00%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	0.00%
广告交易系统 服务、智能营销 服务收入合计	11,347.51	16,073.76	18,726.52	21,836.76	24,907.25	28,064.13	30,870.54	30,870.54

项目	报告期		预测期					
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年 及以后
合计收入增长率	75.56%	41.65%	16.50%	16.61%	14.06%	12.67%	10.00%	0.00%

1、标的公司报告期内收入增长的原因

报告期内，受益于互联网广告行业规模持续扩张、程序化广告占比提升，以及标的公司不断更新开拓媒体资源，提升广告投放的效率和效果，主要客户广告预算增加以及标的公司积极发展新客户等因素，标的公司收入持续增长。

2023 年度标的公司主要客户的交易规模出现大幅提升，较上年同期增长 10,499.46 万元，主要系标的公司不断更新开拓媒体资源，提升广告投放的效率和效果，对客户的需求提供灵活、快速的运营方案和策略，客户投放预算相应提升，导致 2023 年度收入增长较快。

2024 年度，标的公司主要客户的预算投放持续增长，导致 2024 年度交易金额增加 4,585.12 万元，其收入贡献规模持续增加；除此以外，标的公司凭借行业内良好的服务口碑和运营经验，积极开拓新客户，丰富客群类型，2024 年度新增前五大客户交易金额为 1,517.56 万元，新增收入 1,486.44 万元。

标的公司的客户集中于互联网电商和互联网生活服务行业，主要客户包括阿里巴巴、京东、美团、拼多多等知名大型互联网公司。2023 年度、2024 年度阿里巴巴、京东、美团收入占比合计分别是 76.70%和 69.53%，客户集中度相对较高。

近两年来，上述三家客户的销售费用呈持续上升，具体如下：

序号	公司名称	2024 年度		2023 年度	
		金额（亿元）	增长率	金额（亿元）	增长率
1	阿里巴巴	1,344.5	23.51%	1,088.58	5.57%
2	京东	479.53	19.49%	401.33	6.25%
3	美团	639.75	9.14%	586.17	47.48%

注：（1）以上数据来自于其定期报告；
（2）阿里巴巴数据为自然年度，不包含股权激励的销售和市场费用；
（3）京东数据为营销开支金额；
（4）美团数据为销售及营销开支金额。

受益于上述主要客户的销售费用增长、对标的公司的广告预算投入增加，标的公司的营业收入实现较快增长。

2、预测期内标的资产收入保持较高速度增长的合理性

广告交易系统服务 2023 年收入增长率为 105.65%，2024 年收入增长率为 10.75%，复合增长率为 50.91%。随着收入规模扩大，收入增长率有所放缓，2024 年四季度标的公司优化调整了投放策略，主动减少了低价值广告资源的推送，因此收入增速有所减缓。标的公司未来广告交易系统服务收入增长率参照报告期实际增长情况及行业数据进行预测，增长率逐步放缓。2025 年-2029 年广告交易系统服务收入增长率预测为 13%、13%、13%、10%、10%，复合增长率为 11.79%。

智能营销服务 2023 年收入增长率为 39.46%，2024 年收入增长率为 96.32%，复合增长率为 65.47%。智能营销业务凭借效果导向、多维度监测和灵活计费等特点增长迅速。考虑随着该项业务收入规模的提升，未来收入增长率可能逐步放缓，因此 2025 年-2029 年智能营销业务收入增长率预测为 20.0%、20.0%、15.0%、15.0%、10.0%，复合增长率为 15.94%。

从广告交易系统服务和智能营销业务合计收入口径，2025 年-2029 年合计收入预测增长率分别为 16.50%、16.61%、14.06%、12.67%、10%，较报告期实际增速较为谨慎。

据统计，互联网广告市场规模和程序化广告市场规模处于较高速增长状态，行业增速情况如下：

数据来源	统计口径	2023	2024
Quest Mobile	中国互联网广告市场规模	7.60%	6.10%
中关村互动营销实验室	中国互联网广告总体收入	12.66%	13.56%
国家市场监督管理总局	中国互联网广告发布收入	33.40%	24.00%
Statista、We are social、Meltwater	全球程序化广告市场规模	13.38%	13.90%
平均		16.76%	14.39%

综上，结合标的公司报告期收入增速及行业收入增速情况，预测期内标的资产收入保持较高速度增长符合标的公司报告期增长情况，因此预测具备合理性。

（六）预测期广告交易系统服务毛利率稳定在较高水平、智能营销业务毛

利率高于报告期水平且保持不变的合理性

标的公司报告期及预测期分业务的毛利率情况如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期					
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年 及以后
广告交易系统 服务销售毛利 率	61.96%	56.96%	55.00%	53.00%	51.00%	49.00%	48.00%	48.00%
智能营销销售 毛利率	6.49%	11.92%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%

1、预测期广告交易系统服务毛利率稳定在较高水平合理性

程序化广告属于技术密集型行业，并且经营者需要有丰富的投放经验，有着较高的技术壁垒和服务壁垒。同时，在竞价过程中响应速度、系统稳定性、服务器使用效率、受众目标群体分析、填充率优化、转化率提升等技术和服务能力对提高竞价成功率、优化交易价差发挥着重要作用。标的公司深耕程序化广告行业，有着行业领先的技术水平和服务经验，和知名大型互联网企业有着长期、稳定的合作基础，因此能够充分有效保证标的公司稳定的价差空间和议价能力。

标的公司注重与各大头部媒体保持稳定和持续的战略合作，建立了媒体资源采购的渠道优势。同时，标的公司加强资源整合，积极与拥有优质流量的垂直媒体建立合作，建立起行业领先的媒体覆盖能力，广泛对接华为、小米、百度、网易、美图、喜马拉雅等国内知名硬件厂商及移动媒体平台。丰富的媒体资源使得标的公司可以持续、稳定为广告主挖掘和推送优质的广告位和广告流量，高效触达目标受众，提高转化率。

受益于程序化广告行业市场空间的持续增长、标的公司丰富的媒体资源，标的公司凭借技术和服务优势保证了价差空间和议价能力，因此报告期内标的公司广告交易系统服务毛利率相对较高。

广告交易系统服务报告期销售毛利率有所下降，主要是部分客户的返点比例增加，以及由于市场竞争加剧，媒体流量采购成本提升。市场竞争加剧推动了媒

体流量价格的上涨，广告主也更加关注具有高转化率和高价值的优质广告位和广告流量。为了争取广告主更多的广告投放预算，实现更高的市场占有率，同时结合广告主的投放偏好，为广告主提供更加优质的广告位和广告流量资源，标的公司在投放时间、广告位类型、供应商等投放策略上进行了调整和优化，导致媒体流量成本相应提升，主要供应商如华为、凤凰网、美图、喜马拉雅、百度等平均千次展示成本（eCPM）出现不同幅度的提升。

预测期，考虑到毛利率下降趋势，2025 年-2029 年广告交易系统服务毛利率为 55.0%、53.0%、51.0%、49.0%、48.0%。2025 年 1-5 月标的公司广告交易系统服务毛利率为 56.14%（未经审计），预测期广告交易系统服务毛利率稳定在较高水平，符合标的公司的实际情况。

2、预测期智能营销业务毛利率高于报告期水平且保持不变的合理性

2023 年度、2024 年度标的公司智能营销业务毛利率分别为 6.49%和 11.92%，2024 年度同比增长 5.43%，主要原因如下：

（1）标的公司自 2022 年和 2023 年与新客户开展产品推广合作，推广效果良好，服务质量取得了对方的认可，2024 年度加大了广告投放预算，收入同比增加 616.72 万元，导致毛利规模增长较多；

（2）标的公司随着在互联营销领域规模增长，凭借其行业领先的技术水平、投放经验和服务质量建立了良好的口碑和品牌声誉，同时标的公司积极开拓新客户，2024 年度新增了汽车、保险等行业客户，其广告预算较为充足，客单价较高，整体毛利率水平较高；

（3）随着标的公司整体业务规模扩张，积累的业务数据、媒体资源不断增长，并且标的公司研发投入持续增加，大数据、算法等技术水平提升，在智能营销服务业务的投放经验更加成熟，投放策略得到进一步优化，间接提升了智能营销服务的毛利率水平。

受益于老客户投放预算增长、积极开拓新客户以及智能营销服务业务的投放经验更加成熟、投放策略的不断优化，报告期内标的公司智能营销业务服务的毛利率保持增长。

考虑到智能营销业务高毛利客户的持续拓展、投放策略的优化等因素，智能

营销服务业务预测毛利率参照 2024 年数据，为 12.0%。2025 年 1-5 月，标的公司智能营销服务业务毛利率为 22.26%（未经审计）。

综上所述，结合标的公司报告期及 2025 年 1-5 月毛利率情况，预测期广告交易系统服务毛利率稳定在较高水平、智能营销业务毛利率高于报告期水平且保持不变具备合理性。

二、结合期间费用主要项目的预测依据，补充说明预测期期间费用率水平及呈现下降趋势的合理性，是否足以支撑标的资产的持续发展。

报告期内，标的公司销售费用构成情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度		2023 年度	
	金额	比例	金额	比例
职工薪酬	790.84	97.57%	1,046.30	99.25%
其他	19.73	2.43%	7.88	0.75%
合计	810.57	100.00%	1,054.18	100.00%

报告期内，标的公司管理费用构成情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度		2023 年度	
	金额	比例	金额	比例
职工薪酬	481.27	50.80%	510.81	56.63%
折旧与摊销	264.77	27.94%	155.89	17.28%
办公差旅费	65.13	6.87%	68.28	7.57%
服务费	48.73	5.14%	71.05	7.88%
其他	87.57	9.24%	95.94	10.64%
合计	947.47	100.00%	901.97	100.00%

报告期内，标的公司研发费用构成情况如下：

单位：万元

项目	2024 年度		2023 年度	
	金额	比例	金额	比例
职工薪酬	695.06	89.37%	629.69	91.10%
折旧费	43.56	5.60%	51.19	7.41%
其他	39.10	5.03%	10.35	1.50%
合计	777.72	100.00%	691.23	100.00%

标的公司销售费用主要由职工薪酬构成，各期占比均在 90%以上；管理费用主要由职工薪酬、折旧与摊销等项目构成，职工薪酬占管理费用的比例各期均在 50%以上；研发费用主要由职工薪酬、折旧费等项目构成，职工薪酬占研发费用的比例各期约为 90%。因此职工薪酬、折旧与摊销为标的公司期间费用的主要构成。

（一）期间费用主要项目的预测依据

2023-2024 年，标的公司期间费用中的职工薪酬、折旧与摊销合计占期间费用的比例分别为 90.42%和 89.74%，因此以下就期间费用的主要项目职工薪酬、折旧与摊销的预测依据进行具体说明。

预测期期间费用中职工薪酬、折旧与摊销占期间费用（销售费用、管理费用、研发费用）比率与报告期比较情况如下：

项目	报告期		预测期					
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年 及以后
职工薪酬/ 期间费用	82.60%	77.58%	76.79%	76.98%	77.34%	77.68%	78.01%	78.01%
折旧与摊销/ 期间费用	7.82%	12.16%	13.43%	13.02%	12.65%	12.29%	11.93%	11.93%
合计	90.42%	89.74%	90.21%	90.00%	89.98%	89.96%	89.94%	89.94%

1、职工薪酬

标的公司主要经营场所在北京及上海，职工薪酬增长率参照北京市 2024 年互联网和相关服务业工资增长指导线平均线 3.4%（《北京市人力资源和社会保障局关于发布 2024 年北京市行业工资指导线的通知》京人社劳字〔2024〕145 号）。

预测期职工薪酬占期间费用比率与报告期基本持平。

2、折旧与摊销

折旧与摊销主要是固定资产折旧、使用权资产折旧及长期待摊费用。固定资产折旧根据标的公司评估基准日现有固定资产按企业计提折旧的办法进行计提；使用权资产折旧根据标的公司未来年度需要支付的房屋租赁费用预测；摊销费用为长期待摊费用在评估基准日已摊销完毕，未来年度不做预测。折旧与摊销占期间费用比率报告期与预测期基本持平。

（二）补充说明预测期期间费用率水平及呈现下降趋势的合理性，是否足以支撑标的资产的持续发展

1、补充说明预测期期间费用率水平及呈现下降趋势的合理性

标的公司与同行业可比上市公司报告期期间费用率情况如下：

项目	公司	2024 年度	2023 年度
销售费用率	易点天下	1.72%	1.90%
	利欧股份	3.88%	3.80%
	蓝色光标	1.30%	1.56%
	平均值	2.30%	2.42%
	标的公司（总额法）	2.52%	4.22%
管理费用率	易点天下	4.70%	6.25%
	利欧股份	2.66%	2.36%
	蓝色光标	1.03%	1.00%
	平均值	2.80%	3.20%
	标的公司（总额法）	2.95%	3.61%
研发费用率	易点天下	3.59%	4.05%
	利欧股份	0.84%	0.66%
	蓝色光标	0.09%	0.17%
	平均值	1.51%	1.63%
	标的公司（总额法）	2.42%	2.76%
期间费用率	易点天下	10.01%	12.20%
	利欧股份	7.38%	6.82%
	蓝色光标	2.42%	2.73%

项目	公司	2024 年度	2023 年度
	平均值	6.60%	7.25%
	标的公司（总额法）	7.90%	10.59%

由此可见，总额法下标的公司期间费用比率高于可比上市公司均值比率。

标的公司预测期期间费用占营业收入比率与报告期比较情况如下：

项目	报告期		预测期					
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年 及以后
销售费用率	9.21%	4.85%	4.47%	3.96%	3.59%	3.29%	3.09%	3.09%
管理费用率	7.88%	5.67%	5.21%	4.60%	4.13%	3.76%	3.50%	3.50%
研发费用率	6.04%	4.66%	5.38%	4.76%	4.30%	3.94%	3.69%	3.69%
期间费用合计（万元）	2,647.39	2,535.75	2,821.70	2,910.13	2,995.35	3,083.61	3,175.03	3,175.03
期间费用率	23.14%	15.18%	15.07%	13.33%	12.03%	10.99%	10.28%	10.28%

报告期内，标的公司期间费用率随着营业收入规模增大而呈下降趋势。标的公司预测期 2025 年期间费用率与报告期 2024 年基本一致，后续预测年度期间费用率下降原因为：（1）期间费用中包含固定费用如折旧、房租，并不会随着销售收入规模的增加而增大，因此固定费用率将下降；（2）主要可变期间费用职工薪酬由于增幅低于收入增幅而造成整体期间费用率下降。

占期间费用约 90%的职工薪酬、折旧与摊销占期间费用的比率在预测期与报告期基本一致，综上，标的公司预测期期间费用率水平及呈现下降趋势具备合理性。

2、预测期期间费用率水平是否足以支撑标的资产的持续发展

标的公司大客户比较集中，且合作时间较长，不依赖增加大量销售人员进行客户开发，2023 年和 2024 年标的公司销售人员平均人数分别为 14 名和 10 名。随着标的公司技术实力和品牌知名度的提升，单位销售费用的获客效率也将提高。标的公司成熟的销售流程和客户体系有助于维持现有客户并提升客户的广告投放预算，并有助标的公司持续拓客。

佳投集团属于技术密集型企业，主要依靠技术驱动进行业务发展，标的公司

前期在核心技术与系统研发上进行了大量投入，形成了具有自主知识产权的广告交易系统。随着业务规模及产品应用领域的不断扩大，标的公司需要在现有广告交易系统基础上进行模块化迭代及功能扩展，但无需线性增加研发投入。随着用户量和收入的扩张，单位收入所分摊的服务器折旧、带宽租赁等成本亦将大幅下降。

标的公司重视研发团队的培养和研发体系的建设，已经建立了较为完善的研发技术体系和优秀的研发团队，具有持续研发能力。标的公司的广告交易系统为独立自主研发而成，从接受服务器请求到竞价分析，再到广告投放全流程自研。截至本回复出具日，标的公司已拥有 163 项软件著作权和 2 项发明专利。报告期内，标的公司的研发费用分别为 691.23 万元和 777.72 万元，占各期营业收入的比例分别是 6.04%和 4.66%。为保证现有研发工作的顺利进行、保持标的公司的技术优势，预期测 2025 年-2029 年，标的公司研发费用分别为 1,008.23 万元、1,039.38 万元、1,071.62 万元、1,105.00 万元和 1,139.55 万元。

综上，结合标的公司报告期及同行业可比上市公司期间费用率情况，预测期间费用足以支撑标的资产的持续发展。

三、补充说明应付账款期末下降幅度较大的原因，供应商付款周期是否发生重大不利变化，预测最低现金保有量、营运资金、溢余资产等的具体预测过程及合理性。

（一）应付账款期末下降幅度较大的原因，供应商付款周期是否发生重大不利变化

报告期各期末，标的公司应付账款金额分别是 7,132.31 万元和 4,360.10 万元 2024 年末应付账款金额较上年末减少 2,772.21 万元，主要受部分供应商采购付款周期的影响。

1、2023 年度标的公司的主要供应商小米因内部组织架构调整，审批等决策流程有所延长，导致付款周期增加至 7-8 个月左右，因此 2023 年末应付账款余额较大；2024 年下半年恢复至 3 个月，因此应付小米账款余额较上年期末减少 1,599.87 万元；

2、2023 年四季度标的公司的主要供应商美图因内部审批等决策流程延长，导致付款周期增加至 3-4 个月左右，因此 2023 年末应付账款余额较大；2024 年度付款周期恢复至 2-3 个月左右，并且整体采购金额有所下降，因此 2024 年末应付美图账款余额较上年末减少 641.36 万元。

标的公司与主要供应商合同约定的采购条款未发生重大变动，但是在实际执行过程中因供应商内部组织架构调整、审批决策流程有所延长等原因发生调整，导致标的公司的应付账款余额出现一定的波动，供应商付款周期未发生重大不利变化。

（二）最低现金保有量、溢余资产具体预测过程

最低现金保有量的发生与预计的付现成本发生额相关，本次评估基于标的公司按照总额法测算的货币资金平均周转天数约 60 天（ $\text{周转天数} = 360 \times \text{货币资金} / \text{主营业务成本}$ ），故以两个月的付现成本作为最低现金保有量。即：最低现金保有量 = 年付现成本 / 12 * 2。

溢余资产为扣除最低现金保有量后的货币资金，即评估基准日货币资金扣除生产经营所需的最低现金保有量后的余额。

最低现金保有量及溢余资产具体测算过程如下：

单位：万元

序号	项目	金额
1	年付现成本	13,405.78
1-1	其中：营业成本	10,670.48
1-2	税金及附加	31.66
1-3	期间费用（销售费用、管理费用、研发费用、财务费用）	2,521.70
1-4	所得税	461.84
1-5	减：折旧摊销	279.90
2	对应月数	12.00
3	月付现成本((1)/(2))	1,117.15
4	周转月数	2.00
5	最低现金保有量((3)*(4))	2,234.30

序号	项目	金额
6	货币资金账面价值	5,011.91
7	溢余资产((6)-(5))	2,777.61

截至评估基准日，标的公司最低现金保有量 2,234.30 万元，溢余资产为 2,777.61 万元，已充分考虑标的公司日常经营所必须支出的付现成本，具备合理性。

（三）营运资金具体预测过程

营运资金是随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

营运资金的范围通常包括正常经营所需保持的最低现金保有量、存货、应收账款、预付账款、合同资产、其他应收款等所需的资金以及应付账款、预收账款、合同负债、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款、其他流动负债等，上述项目的发生通常与营业收入或营业成本呈相对稳定的比例关系，本次预测按照历史年度营运资金占营业收入比情况预测。

标的公司营运资金情况预测如下：

单位：万元

项目	报告期		预测期					
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年 及以后
营业收入	11,440.78	16,699.98	18,726.52	21,836.77	24,907.25	28,064.12	30,870.54	30,870.54
营运资金	2,407.11	4,853.48	5,617.96	6,551.03	7,472.18	8,419.24	9,261.16	9,261.16
营运资金/ 营业收入	21.04%	29.06%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

2024 年营运资金增长主要是由于部分供应商付款周期变动导致应付账款降低。未来预测时考虑历史变化趋势及 2024 年情况，营运资金/营业收入比重取值 30%，因此营运资金预测具有合理性。

四、截至目前，评估基准日后标的资产实际实现业绩情况，与评估预测是否存在较大差异，如是，补充说明具体原因以及对评估结果、本次交易作价的

影响

标的公司 2025 年 1-5 月业绩实现情况如下：

单位：万元

项目	2025 年预测数	2025 年 1-5 月实际数 (未经审计)	2025 年 1-5 月 完成率	2024 年 1-5 月 完成率
营业收入	18,726.52	4,552.32	24.31%	31.67%
其中：广告交易系统服务收入	9,072.20	2,356.09	25.97%	38.22%
智能营销服务收入	9,654.32	2,196.24	22.75%	27.60%
减：营业成本	12,578.29	2,740.84	21.79%	33.80%
其中：广告交易系统服务成本	4,082.49	1,033.39	25.31%	44.39%
智能营销服务成本	8,495.80	1,707.45	20.10%	29.26%
销售毛利	6,148.23	1,811.48	29.46%	27.89%
其中：广告交易系统服务毛利	4,989.71	1,322.70	26.51%	33.55%
智能营销服务毛利	1,158.52	488.78	42.19%	15.36%
综合毛利率	32.83%	39.79%		
其中：广告交易系统服务毛利率	55.00%	56.14%		
智能营销服务毛利率	12.00%	22.26%		
营业利润	3,291.57	702.99	21.36%	20.25%
利润总额	3,291.57	338.75	10.29%	20.15%
净利润	2,949.07	296.91	10.07%	18.39%
扣非净利润	/	652.82	/	/

标的公司的营业收入及利润贡献呈现季节性特征，主要受厂商及电商平台促销政策影响，客户在互联网广告预算执行上与其销售淡旺季紧密结合，导致季节性特点较为明显，下半年营业收入占比较大，报告期内，标的公司下半年营业收入占全年营业收入比例约为 60%。基于上述原因，标的公司 2025 年 1-5 月实现业绩无法直接与预测全年数*5/12 来比较。此处列示 2024 年 1-5 月完成率情况作

为参考。

2025 年 1-5 月，标的公司销售毛利完成率为 29.46%、营业利润完成率为 21.36%、利润总额完成率为 10.29%、净利润完成率为 10.07%，分别相比 2024 年 1-5 月完成率提升 1.57%、1.11%、下降 9.86%、8.33%，经营性业绩实现情况基本符合预期。

（一）营业收入

2025 年 1-5 月，标的公司实现营业收入占 2025 年全年预测营业收入的 24.31%，相比上年同期占比有所下降，主要受广告交易系统服务收入同比减少 712.06 万元所致。主要系部分客户广告投放策略和广告预算政策有所调整，标的公司相应进行了投放策略的优化和调整，主动减少了相对低价值广告位和广告流量的推送，因此收入规模有所下降。

（二）销售毛利

2025 年 1-5 月销售毛利完成率 29.46%，高于 2024 年 1-5 月销售毛利完成率，主要是智能营销服务毛利率提升导致毛利规模同比增长。

（三）综合毛利率

2025 年 1-5 月标的公司综合毛利率为 39.79%，高于 2025 全年预测的综合毛利率 32.83%，其中广告交易系统服务实现毛利率与预测基本一致，智能营销服务毛利率提升明显，主要是标的公司不断开拓媒体资源满足投放需求，优化投放策略，降低无效曝光，减少低效的流量采购。

（四）净利润

标的公司 2025 年 1-5 月的营业利润完成率较上年同期提升 1.11%，利润总额、净利润完成率较上年同期分别降低 9.86%、8.33%，主要系经税务局核定，标的公司代为缴纳 2024 年末百寻信息股权代持还原形成的个人所得税款，计提营业外支出 268.02 万元，导致 2025 年 1-5 月营业利润完成率与利润总额及净利润完成率变动存在差异。2025 年 1-5 月扣非后净利润相比上年同期增长 13.22%。

综上，不考虑营业外支出影响，评估基准日后标的资产实际实现经营性业绩

情况与评估预测不存在重大差异。

五、补充说明评估过程中可比公司的选取过程，选取依据是否适当，折现率计算是否谨慎、合理

（一）补充说明评估过程中可比公司的选取过程，选取依据是否适当

1、可比公司的选取过程

本次评估过程中可比公司按照中国证监会《监管规则适用指引-评估类第 1 号》及中国资产评估协会《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》文件中的规定进行选取。综合考虑同行业上市公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段及上市年限等因素上的差异，进而确定可比公司。

结合标的资产所属行业及标的资产特征，在本次评估中可比公司的具体选择标准如下：（1）通过 wind 金融数据终端查询我国证券市场中与标的公司主营业务相关的行业分类；（2）属于 A 股上市公司；（3）至少有两年上市历史；（4）剔除 ST 类上市公司；（5）从事的行业或其主营业务包括程序化广告服务和智能营销服务或类似服务。

（1）通过 wind 金融数据终端查询我国证券市场中与标的公司主营业务相关的行业分类

标的公司所处行业为《国民经济行业分类》的互联网信息服务业，以该行业为基础，再根据 Wind 行业分类（2004）“可选消费--媒体II--媒体III--广告”共筛选出 29 家上市公司。

（2）剔除有 H 股、B 股的上市公司

上述 29 家上市公司，均为 A 股上市公司，故本次不予剔除

（3）剔除上市时间不满两年的上市公司

上文所述的 29 家上市公司，距评估基准日（2024 年 12 月 31 日）上市时间均已超过两年，故本次不予剔除。

（4）剔除 ST 类的上市公司

剔除 ST 的 3 家上市公司科新发展、国旅联合、九有股份。

（5）剔除业务类型差异较大的公司

标的公司主营业务为以其自主研发的 ADX（Ad Exchange）广告交易系统为核心，为客户提供精准高效的广告投放服务，也可以在系统之外为客户提供智能营销服务，以此为标准，剔除与标的公司主营业务差异较大的华媒控股、分众传媒、电声股份、东方明珠等上市公司。

2、可比公司情况

经过上述分析，最终选取易点天下、蓝色光标、利欧股份 3 家上市公司，作为本次收益法折现率测算中的可比公司。可比上市公司名称及主营业务情况如下：

（1）可比公司一：易点天下

易点天下成立于 2005 年 4 月，于 2022 年 8 月在深交所上市（301171.SZ），是一家率先在出海营销领域布局 AIGC 战略的营销科技公司，致力于以“出海服务”与“广告技术”为核心，为企业提供包括品牌全案、效果广告、头部媒体账户管理在内的全球营销推广服务、程序化广告增长与变现服务，以及 AI 素材生成、BI 数据分析和增长模型预估、CI 智能化多云聚合管理等出海数字化服务。

zMaticoo 是易点天下旗下的程序化广告系统，坚持创新驱动技术发展，运用先进的算法与 AI 技术能力，高效打通多源数据及媒体资源，实现数据全链路实时化管理，为全球广告主和移动开发者提供更智能、更便捷的广告变现与用户增长服务，共同构建安全透明的移动开发生态。

（2）可比公司二：蓝色光标

蓝色光标成立于 2002 年 11 月，于 2010 年 2 月在深交所上市（300058.SZ）。蓝色光标是一家为企业智慧经营全面赋能的营销科技公司，其及旗下子公司的业务板块包括：全案推广服务、全案广告代理和出海广告投放，服务内容涵盖营销传播整个产业链，以及基于营销科技的智慧经营服务，服务地域基本覆盖全球主要市场。

蓝色光标子公司多盟智胜有效果驱动互动式程序化广告平台 UGdesk、程序化购买平台、必得优选平台等多种程序化广告产品,为广告主提供策略、创意、优化等全生命周期的移动智能营销整合服务。

(3) 可比公司三：利欧股份

利欧股份成立于 2001 年 5 月,于 2007 年 4 月在深交所上市(002131.SZ)。利欧股份主营业务分为机械制造业务和数字营销业务两部分。数字营销服务已覆盖营销策略和创意、媒体投放和执行、效果监测和优化、社会化营销、精准营销、流量整合等完整的服务链条,成功建立了从基础的互联网流量整合到全方位精准数字营销服务于一体的整合营销平台,为客户提供数字策略和数据、数字创意、数字媒体、数字流量、社会化媒体和娱乐内容营销以及电子商务为一体的“数字化商业转型”解决方案。

其自主开发的盘古引擎和泰坦引擎程序化广告产品,可以为广告主提供华为广告、巨量广告、千川广告等程序化广告投放管理服务。

综上对比可知,可比上市公司主营业务与标的资产相近或相似,与标的资产具有一定可比性,可比上市公司的选取依据适当。

(二) 折现率计算是否谨慎合理

本次评估以 10 年期国债收益率作为无风险收益率,以沪深 300 指数的成份股,计算了各年成份股的几何平均收益率作为可比公司收益率,以同行业上市公司股票为基础得到贝塔系数,考虑企业情况确定特性风险系数,采用资本资产定价模型(CAPM)计算确定折现率。

$$\text{公式: } K_e = R_f + \beta \times MRP + R_c$$

式中: K_e : 权益资本成本;

R_f : 无风险报酬率;

β : 企业风险系数;

MRP: 市场风险超额回报率;

Rc: 企业特定风险调整系数。

1、无风险报酬率 R_f 的确定

无风险报酬率 R_f 采用国债的到期收益率（Yield to Maturity Rate），国债的选择标准是国债剩余期限距评估基准日等于 10 年的国债，以其到期收益率的平均值作为平均收益率，以此平均值作为无风险报酬率 R_f。查阅 Wind 资讯并计算剩余期限距评估基准日等于 10 年的国债平均收益率为 2.29%。

2、企业风险系数 β

证券代码	证券简称	有息负债 (D) (万元)	所有者权益 (E) (万元)	BETA 值	年末所 得税率 (%)	D/E	Beta (无财杠 杆)
002131.SZ	利欧股份	383,612.54	2,092,401.13	1.1148	25.00	0.1833	0.9801
300058.SZ	蓝色光标	201,370.30	2,344,873.87	0.9704	25.00	0.0859	0.9117
301171.SZ	易点天下	54,166.90	1,330,246.37	1.0557	25.00	0.0407	1.0244
平均						0.1033	0.9721

企业风险系数 β 根据 Wind 资讯查询的沪深 A 股股票市场上同类型上市公司的 β 计算确定，具体确定过程及 Beta 值计算结果如下：

①首先根据 Wind 资讯查询沪深 A 股同类上市公司有财务杠杆的 Beta 值，然后根据以下公式计算出各公司无财务杠杆的 Beta 值，再计算得出同类上市公司无财务杠杆的平均 Beta 值。计算公式如下：

$$\beta_L = (1 + (1 - T) \times D/E) \times \beta_U$$

式中：β_L：有财务杠杆的 Beta；

β_U：无财务杠杆的 Beta；

②按被对比公司资本结构平均值确定被评估企业的资本结构比率

③估算被评估企业在上述确定的目标资本结构比率下的 Beta

评估人员将已经确定的被评估企业资本结构比率代入到如下公式中，计算被评估企业 Beta：

$$\beta_L = \beta_U \times (1 + (1 - T) \times D/E)$$

式中：D/E：被评估企业确定的目标资本结构；

T：被评估企业适用所得税率；

$$\beta L = 0.9721 \times [1 + (1 - 15\%) \times 0.1033] = 1.0574$$

3、市场风险超额回报率（MRP）的确定

市场风险超额回报率（MRP）是市场投资组合或具有市场平均风险的股票投资组合所期望的收益率超过无风险资产收益率的部分。评估人员在测算中国市场 MRP 时选用了沪深 300 指数的成份股，通过 Wind 资讯查询了各年成份股的后复权收盘价，并计算了各年成份股的几何平均收益率，然后通过 95%的置信区间对异常数据进行了剔除，最后对剔除后的数据进行算术平均。经计算市场风险溢价（MRP）为 6.76%。

4、企业特定风险调整系数 Rc

评估人员在综合考虑企业在行业中的规模、所处经营阶段、主要客户情况、企业内部管理机制及控制机制、管理人员及人力资源水平等基础上确定企业特定风险调整系数为 2.50%。

5、权益资本成本 Ke 的确定

根据上述确定的参数，则权益资本成本计算如下：

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times MRP + R_c \\ &= 2.29\% + 1.0574 \times 6.76\% + 2.50\% \\ &= 11.94\% \end{aligned}$$

6、与可比案例折现率的比较情况

标的公司主要提供广告交易系统服务和智能营销服务。近期，我国市场案例与本次交易完全匹配的情况较少，故将可比交易案例的范围扩大到传媒，选取近期具有参考性的交易案例。折现率及计算过程中各参数对比情况如下：

序号	上市公司	交易标的	评估基准日	无风险收益率	风险溢价	无财务杠杆 beta 值	特定风险系数	折现率（capm）	折现率（wacc）
----	------	------	-------	--------	------	--------------	--------	-----------	-----------

序号	上市公司	交易标的	评估基准日	无风险收益率	风险溢价	无财务杠杆beta 值	特定风险系数	折现率（capm）	折现率（wacc）
1	因赛集团	智者品牌	2024/12/31	2.19%	7.30%	1.3187	2.00%	14.42%-14.40%	13.55%-13.53%
2	中文传媒	朗知传媒	2023/11/30	3.01%	6.93%	/	2.00%	/	10.93%
3	中文传媒	江教传媒	2023/10/31	3.08%	6.93%	0.6983	2.50%	11.16%	11.13%
标的公司			2024/12/31	2.29%	6.76%	0.9721	2.50%	11.94%	/

通过上表可知，可比交易案例折现率区间为 11.16%-14.42%，标的资产折现率 11.94%，处于可比交易案例的折现率区间范围内。

综上，评估过程中折现率计算谨慎合理。

六、补充说明可比公司、可比交易案例估值水平差异较大的原因，是否与标的资产具有可比性，能否合理反映行业估值水平，并结合标的资产业务发展情况、预测业绩的可实现性、行业估值水平等，进一步说明本次交易评估作价的公允性

（一）可比公司、可比交易案例估值水平差异较大的原因，是否与标的资产具有可比性，能否合理反映行业估值水平

1、同行业可比上市公司的估值情况

截至本次评估基准日（2024 年 12 月 31 日），同行业可比上市公司的估值情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率（LYR）	市净率（MRQ）
301171.SZ	易点天下	61.29	3.77
002131.SZ	利欧股份	10.64	1.63
300058.SZ	蓝色光标	201.12	2.95
算术平均数		91.02	2.78
中位数		61.29	2.95
标的公司		9.00	4.59

- 注：1、同行业公司的市盈率和市净率数据来源于 wind；
2、标的公司市盈率=标的公司交易对价÷业绩承诺期第一年净利润；
3、标的公司市净率=标的公司交易对价÷2024 年末归属于母公司所有者权益。

从市盈率来看，标的公司市盈率水平较低主要系：（1）标的公司处于高速发展期，尚未实现大规模盈利，而同行业可比上市公司盈利较为稳定，市场给予较高的市盈率；（2）标的公司为非上市公司，其估值水平受流动性折价因素影响。

标的公司市净率水平高于可比公司中位值和平均值，主要系标的公司未进行大规模外部融资，主要依靠企业内生性增长，导致净资产规模偏低，因此市净率较高。

2、可比交易案例情况

标的公司主要提供广告交易系统服务和智能营销服务，近年来资本市场与本次交易完全匹配的收购案例较少，本次选取传媒行业的可比交易案例如下：

证券代码	证券简称	交易标的	基准日	市盈率	市净率
600373.SH	中文传媒	江西教育传媒集团有限公司 100%股权	2023.10.31	21.66	1.67
000156.SZ	华数传媒	浙江华数广电网络股份有限公司 83.44%股权	2019.06.30	16.83	1.14
603598.SH	引力传媒	上海致趣广告有限公司 40%股权	2017.09.30	12.00	6.48
603598.SH	引力传媒	珠海视通超然文化传媒有限公司 100%股权	2017.03.31	11.00	9.13
算术平均数				15.37	4.61
中位数				14.42	4.08
标的公司				9.00	4.59

注：1、市盈率=交易对价÷（业绩承诺期第一年净利润*购买的股权比例）；

2、市净率=交易对价÷（基准日标的公司归属于母公司所有者权益*购买的股权比例）。

上述四个案例中标的公司主营业务情况分别如下：

公司名称	主营业务
江西教育传媒集团有限公司	江教传媒主营业务为期刊的出版、发行，主要产品为期刊。
浙江华数广电网络股份有限公司	在浙江省（除杭州、宁波等地区外）从事有线电视网络业务、宽带网络业务及智慧城市业务。
上海致趣广告有限公司	广告媒介代理及移动端整合营销服务，在媒介代理与整合营销服务稳健发展的基础上，开发建设媒介资源平台，为品牌广告主提供优质媒体程序化购买的广告投放解决方案。

公司名称	主营业务
珠海视通超然文化传媒有限公司	为广告主提供广告媒介代理服务，是一家广告媒介的系统集成商和广告投放解决方案提供商，为客户提供系统化的品牌传播方案和新颖的品牌传播创意。

与标的公司业务较为相近的为上海致趣广告有限公司、珠海视通超然文化传媒有限公司。江西教育传媒集团有限公司与浙江华数广电网络股份有限公司固定资产投资相对较多，市净率较低；上海致趣广告有限公司、珠海视通超然文化传媒有限公司均为轻资产公司，市净率相对较高。

交易对价主要由评估值及双方协商确定，而收益法下评估值与标的公司未来业绩预测密切相关，因可比案例收购发生时点与本次交易不同，被收购公司的盈利预测受当时宏观经济情况及对未来经济、行业发展预期的影响较大，导致本次交易市盈率与可比案例存在一定差异。经查询，与本次交易采用同一评估基准日的轻资产公司案例如下：

证券代码	证券简称	交易标的	基准日	市盈率	市净率
300781.SZ	因赛集团	智者品牌 80%股权	2024/12/31	12.73	5.87
002238.SZ	天威视讯	天擎数字 70%股权	2024/12/31	10.94	3.52
标的公司			2024/12/31	9.00	4.59

注：1、市盈率=交易对价÷（业绩承诺期第一年净利润*购买的股权比例），天擎数字公布三年合计业绩承诺金额，计算时取平均值；

2、市净率=交易对价÷（基准日标的公司所有者权益*购买的股权比例）。

上述两个案例中标的公司主营业务情况分别如下：

公司名称	主营业务
智者品牌	智者品牌是国内知名的公关传播服务商，深耕汽车、科技消费品、云计算、互联网等前沿领域，着力于以多渠道全渗透的方式搭建优质品牌、产品与消费者之间的桥梁，帮助客户树立并维护良好的品牌、产品形象和声誉，促进产品销售，创造商业价值。
天擎数字	天擎数字立足于“视觉科技和数字创意”技术能力，以“文化数字内容创意”和“虚拟现实交互应用”为核心业务。

本次交易估值与上述两个案例相比不存在重大差异。

综上所述，本次交易与可比公司估值水平差异较大的原因受公司发展阶段、盈利规模、二级市场流动性折价等影响；本次交易与可比交易案例估值水平差异

主要由主营业务不完全一致、交易发生时点的宏观经济情况不同导致。可比公司、可比交易案例与标的资产具有一定可比性，能合理反映行业估值水平。

（二）结合标的资产业务发展情况、预测业绩的可实现性、行业估值水平等，进一步说明本次交易评估作价的公允性

1、标的资产业务发展情况

标的公司主要业务是广告交易系统服务和智能营销服务，最近两年收入增长率分别为 69.10%和 45.97%，扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为 1,873.12 万元和 3,056.56 万元。

单位：万元

项目	2024 年度	2023 年度
营业收入	16,699.98	11,440.78
营业利润	3,637.58	2,282.34
利润总额	3,604.26	2,257.63
归属于母公司股东的净利润	3,142.68	2,008.62
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	3,056.56	1,873.12

根据 Statista 的数据，全球程序化广告支出连年攀升，预计到 2026 年将达到 7248.4 亿美元，持续增长的趋势显著。在行业发展的背景下，标的公司依靠自主研发的技术平台、强大的媒体资源整合能力以及专业的客户服务能力，实现了业务的较快增长。

2、预测业绩的可实现性

标的公司 2025 年 1-5 月已实现营业利润 702.99 万元，较上年同期下降 4.55%，完成度为 21.36%；2025 年 1-5 月已实现净利润 296.91 万元，较上年同期下降约 48.63%，主要系本期计提营业外支出的影响较大，属于偶发情况。考虑标的公司收入季节性因素和营业外支出的偶发性因素，已实现经营性业绩与预测值不存在重大差异。

3、行业估值水平

行业估值水平详见本回复之“六、补充说明可比公司、可比交易案例估值水

平差异较大的原因，是否与标的资产具有可比性，能否合理反映行业估值水平，并结合标的资产业务发展情况、预测业绩的可实现性、行业估值水平等，进一步说明本次交易评估作价的公允性”的相关回复。

标的公司报告期业绩实现较快增长、市场较为广阔，预测业绩与实际经营性业绩不存在重大差异，与行业估值水平差异具备合理性，综上，本次交易评估作价公允。

七、核查程序和核查意见

（一）核查程序

1、查阅标的公司所处行业的研究报告或相关报道，收集行业增长、行业空间等信息，查阅主要客户年报，查看其销售费用增长情况；

2、查看与主要客户及供应商的合同，对主要客户供应商进行访谈，了解合作的可持续性、议价能力等；取得主要客户的返点合同查看返点比例变化，分析标的公司毛利率变化原因；

3、查阅《审计报告》，分析标的公司 2023 年、2024 年期间费用的构成、变动和期间费用率情况，核查期间费用主要预测依据，查阅同行业可比公司年度报告及公开信息，对比同行业可比公司期间费用变动及期间费用率情况；

4、取得标的公司关于应付账款下降原因的说明，核查最低现金保有量、溢余货币资金、营运资金测算过程；

5、查阅 2024 年 1-5 月和 2025 年 1-5 月标的公司未审财务数据，分析期后营业收入、毛利率、期间费用、净利润等与预测数据的差异原因及合理性；

6、查询可比上市公司相关情况，对其所处行业、业务等指标进行对比分析，分析折现率计算时选取公司的可比性；核查折现率计算过程及参数选择依据；

7、收集同行业可比案例，了解可比案例时间、业务类型、评估折现率、市盈率先、市净率等信息，分析可比性。

（二）核查意见

经核查，评估机构认为：

1、结合标的公司报告期收入增速及行业收入增速情况，预测期内标的公司收入保持较高速度增长具备合理性；结合标的公司报告期及 2025 年 1-5 月毛利率情况，广告交易系统服务毛利率稳定在较高水平、智能营销业务毛利率高于报告期水平且保持不变具备合理性。

2、期间费用的主要项目为职工薪酬、折旧与摊销，职工薪酬增长率参照北京市 2024 年互联网和相关服务业工资增长指导线平均线 3.4%；固定资产折旧根据标的公司评估基准日现有固定资产按企业计提折旧的办法进行计提，使用权资产折旧根据标的公司未来年度需要支付的房屋租赁费用预测，摊销费用为长期待摊费用在评估基准日已摊销完毕，未来年度未做预测。总额法下标的公司期间费用比率高于可比上市公司均值比率，期间费用率下降主要是由于职工薪酬增幅低于营业收入增幅，而固定费用折旧与摊销并不会随着销售收入规模的增加而增大，因此期间费用率呈现下降趋势具备合理性，期间费用足以支撑标的公司的持续发展。

3、标的公司 2024 年末应付账款下降幅度较大主要系受供应商内部组织架构调整、审批决策流程有所延长影响，供应商付款周期未发生重大不利变化；最低现金保有量、溢余资产和营运资金的测算过程及金额具备合理性。

4、不考虑营业外支出的影响，标的公司期后实际实现经营性业绩情况与评估预测不存在重大差异。

5、评估过程中可比公司的选取依据适当，折现率关键参数选取符合规定，计算谨慎合理。

6、标的公司与可比上市公司估计水平差异主要受公司发展阶段、经营规模、流动性折价等影响；近年来资本市场与本次交易完全匹配的收购案例较少，本次选取的可比交易案例扩展到传媒行业，因此估值差异主要由主营业务差异、交易发生时点的宏观经济情况不同导致；可比公司、可比交易案例与标的资产具有一定可比性，能合理反映行业估值水平；标的公司报告期业绩实现较快增长、市场较为广阔，预测业绩与实际经营性业绩不存在重大差异，与行业估值水平差异具

备合理性，本次交易评估作价公允。

（本页无正文，为《中京民信（北京）资产评估有限公司关于深圳证券交易所<关于北京全时天地在线网络信息股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的审核问询函>资产评估相关问题回复之核查意见》之签章页）

经办资产评估师：_____

王贝

田字龙

中京民信（北京）资产评估有限公司

2025 年 8 月 6 日