

证券代码：002878 证券简称：元隆雅图 公告编号：2021-033

北京元隆雅图文化传播股份有限公司 关于深圳证券交易所重组问询函的回复公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

北京元隆雅图文化传播股份有限公司（以下简称“公司”）于2021年5月18日收到深圳证券交易所上市公司管理一部下发的《关于对北京元隆雅图文化传播股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函〔2021〕第10号，以下简称“重组问询函”）。

公司现对重组问询函中的问题逐一回复如下：

（除非文义载明，相关简称与《北京元隆雅图文化传播股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》（以下简称“《报告书》”）中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。本回复中任何表格中若出现与表格所列数值总和不符，如无特殊说明则均为采用四舍五入而致。）

问题 1、报告书显示，根据天健兴业出具的天兴评报字[2021]第 0618 号评估报告，以 2020 年 12 月 31 日为评估基准日，通过市场法和收益法对标的公司进行评估，你公司最终选取收益法评估结果为评估结论，谦玛网络 100.00% 股权的评估价值为 91,053.53 万元，评估增值率为 1,591.55%，且较 2018 年 9 月你公司收购标的公司 60% 股权（以下简称“前次评估”）时的收益法评估值增加 55,600.10 万元。

（1）请你公司结合标的公司市场占有率、核心竞争力、所属行业发展趋势、客户稳定性、业绩增长的可持续性，详细说明标的公司本次评估溢价率高达 1,591.55% 的依据，并结合前次评估基准日与本次评估基准日标的公司盈利状况、资产状况、市盈率、市净率、行业发展情况、同行业可比公司情况等，补充披露本次与前次评估值差异较大的原因及合理性；

（2）在本次收益法评估过程中，预计标的公司 2021 年-2025 年营业收入增长率分别为 23.60%、22.93%、20.40%、18.00%、15.22%。请你公司结合标的公司所属行业发展趋势、核心竞争力、在手订单数量等，说明 2021 年至 2025 年营业收入增长率的预测依据及合理性；

（3）报告书显示，标的公司 2017 年至 2020 年毛利率分别为 30.19%、33.36%、26.66% 和 23.46%，2019 年和 2020 年毛利率较 2017 年和 2018 年大幅下滑，你认为主要原因是客户对线上营销市场的熟悉以及谦玛网络头部客户的逐步增加导致标的公司毛利率的下滑。请你公司结合标的公司业务开展情况、所属行业发展趋势、核心竞争优势、行业竞争格局、市场占有率以及可比公司情况等，详细说明标的公司报告期内毛利率持续下滑的合理性，以及在收益法评估中，你公司预测标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23% 的理由是否充分，是否存在多计收入少计成本的情形；

（4）在本次收益法评估过程中，预测 2021 年度“营运资金变动”项为 -2,063.42 万元，2022 年度至 2025 年度分别为 3,080.58 万元、3,353.81 万元、3,613.69 万元以及 3,606.00 万元，请你公司说明 2021 年度预测营运资金变动金额显著低于未来其他年度的原因及合理性；

(5) 本次收益法评估过程中，采用的折现率为 12.34%，前次评估的折现率为 12.70%，请你公司补充披露两次评估折现率差异的原因，并分析本次交易的折现率低于前次评估折现率的原因及合理性；

(6) 在本次市场法评估过程中，你公司选取蓝色光标、省广集团和天下秀作为可比公司，三家公司的财务指标与标的公司存在较大差异，且三家公司之间也存在较大差异，请你公司结合财务指标、主营业务、销售模式等，说明可比公司的筛选过程及最终选取的三家公司是否具备可比性；

(7) 请你公司独立财务顾问及评估师进行核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司结合标的公司市场占有率、核心竞争力、所属行业发展趋势、客户稳定性、业绩增长的可持续性等，详细说明标的公司本次评估溢价率高达 1,591.55% 的依据，并结合前次评估基准日与本次评估基准日标的公司盈利状况、资产状况、市盈率、市净率、行业发展情况、同行业可比公司情况等，补充披露本次与前次评估值差异较大的原因及合理性；

(一) 本次估值溢价率较高的依据

1、标的公司市场占有率

根据艾瑞咨询《2020 年中国网络广告市场年度洞察报告》^①显示：2018 年、2019 年、2020 年中国网络广告市场规模分别为 4,965.20 亿元、6,464.30 亿元、7,932.40 亿元，标的公司 2018 年、2019 年、2020 年实现的收入分别为 18,326.83 万元、31,086.63 万元、53,904.69 万元，据此测算市场占有率分别为 0.037%、0.048%、0.068%，市场占有率呈现上升趋势。

我国新媒体营销行业发展速度快，行业内的企业数量众多，竞争充分，单个企业所占市场份额较低，行业整体集中度低。根据胜三管理咨询（北京）有限公

^① <http://report.iresearch.cn/report/202007/3614.shtml>，2021 年 5 月 29 日访问有效。

司发布的《中国广告代理商图谱》^①：2020年中国拥有46,487家本土代理商，本土代理商平均营业收入仅为188.27万元，呈现平均规模小，市场分散的特点。

标的公司自成立以来就一直专注于新媒体营销，通过长期的行业积累，不断优化创意策划能力、执行力、丰富资源库，逐步建立起企业的品牌形象价值，巩固竞争优势。标的公司以其优质的创意策划、高效的配合执行和丰富的自媒体资源，获得众多客户的青睐。近年来，标的公司整体业绩表现良好，无论是收入规模、服务客户数量和质量、利润规模都得到了相应的提升，在新媒体营销细分领域具有一定的优势。

综上所述，标的公司所处行业平均规模小，市场较为分散。虽然标的公司市场占有率不高，但是呈现上升趋势，同时标的公司在新媒体营销细分领域具有一定的优势，因此，本次评估赋予标的公司的估值溢价具备相应的客观依据及合理性。

2、标的公司的核心竞争力情况

（1）丰富的优质客户资源

客户资源是新媒体营销行业的核心资源之一，知名品牌客户、大客户更是行业竞争焦点，该类客户品牌和产品推广需求多、广告预算大，对营销服务商的能力和品质要求较高，非常看重新媒体营销商的创意水准、媒介资源整合能力、综合服务能力及规范性。标的公司凭借多年新媒体营销行业经验、高质量的营销策划服务、出色的营销创意和执行、有效的媒介整合和投放能力、专业数据分析和解读系统，赢得了一批大型优质客户的信赖，已经与欧莱雅（中国）有限公司（以下简称“欧莱雅”）、阿里巴巴集团（以下简称“阿里巴巴”）、娇韵诗化妆品（上海）有限公司（以下简称“娇韵诗”）、广东丸美生物技术股份有限公司（以下简称“丸美”）、爱茉莉太平洋贸易有限公司（以下简称“爱茉莉”）、金拱门（中国）有限公司（以下简称“金拱门”）、美赞臣营养品（中国）有限公司（以下简称“美赞臣”）、腾讯集团（以下简称“腾讯”）等优质客户建立了稳

^①

<http://r3china.com/cn/insight/detail/7c8KUDM/2021-%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E4%BB%A3%E7%90%86%E5%95%86%E5%9B%BE%E8%B0%B1.html>，2021年5月28日访问有效

定的合作关系。标的公司服务的客户主要分布于美妆、快消、电商、互联网、母婴等细分领域。随着更多行业客户的广告营销向新媒体倾斜，标的公司正在进一步拓展其他细分领域客户，积累更多的客户资源，形成可持续发展的坚实基础。

（2）全网媒介资源

标的公司在媒介资源拓展方面，积极构建流量矩阵，整合媒介资源。媒介供应商主要为微博、微信、抖音、快手、B 站、知乎、小红书、视频号等新媒体平台。标的公司是抖音星图、快手磁力聚星、B 站花火等平台广告业务的核心服务商。此外，标的公司与众多 MCN 机构合作，可以根据客户需求匹配全网博主，精准投放营销策划案。

（3）强大的数据分析和 IT 技术能力

标的公司历来重视新媒体营销关键领域的技术研发与应用，自主研发沃米优选系统，管理微博、微信、抖音、快手、B 站、知乎、小红书、视频号等各类新媒体的网红和明星资源。标的公司积累了大量的投放数据和评估分析模型，并且在产品数据分析、KOL 投放监控、投放组合策略等重要领域具有较深厚的技术积累，这有利于为客户提供即时、完整、全方位的数据支撑，帮助客户解决营销各环节的痛点，提高新媒体营销效率。

（4）标的公司业务团队具备优秀的创意能力和媒介资源整合能力

自从事新媒体营销业务以来，标的公司十分注重人才的培养与任用，经过多年积累，已经建立起一支包含高级管理人员、核心骨干在内的优秀、稳定的人才团队，在策略、创意、技术、客户服务、媒介和后台管理等各方面均拥有一批出色人才。同时新媒体营销业务量快速增长，大品牌客户的持续引入为团队提供了快速成长的实战土壤。

标的公司具有较强的媒介资源整合能力。标的公司较早进入新媒体营销领域，积极构建流量矩阵，整合了包括微博、微信、抖音、快手、B 站、知乎、小红书、视频号等新媒体平台的 KOL 资源，同时也是抖音星图、快手磁力聚星、B 站花火等平台广告业务的核心服务商。优质的媒介资源能够帮助标的公司提升新媒体

营销的效果，为标的公司在开拓新客户、维系老客户，维持业绩增长并发展壮大提供了有利的支持和保障。

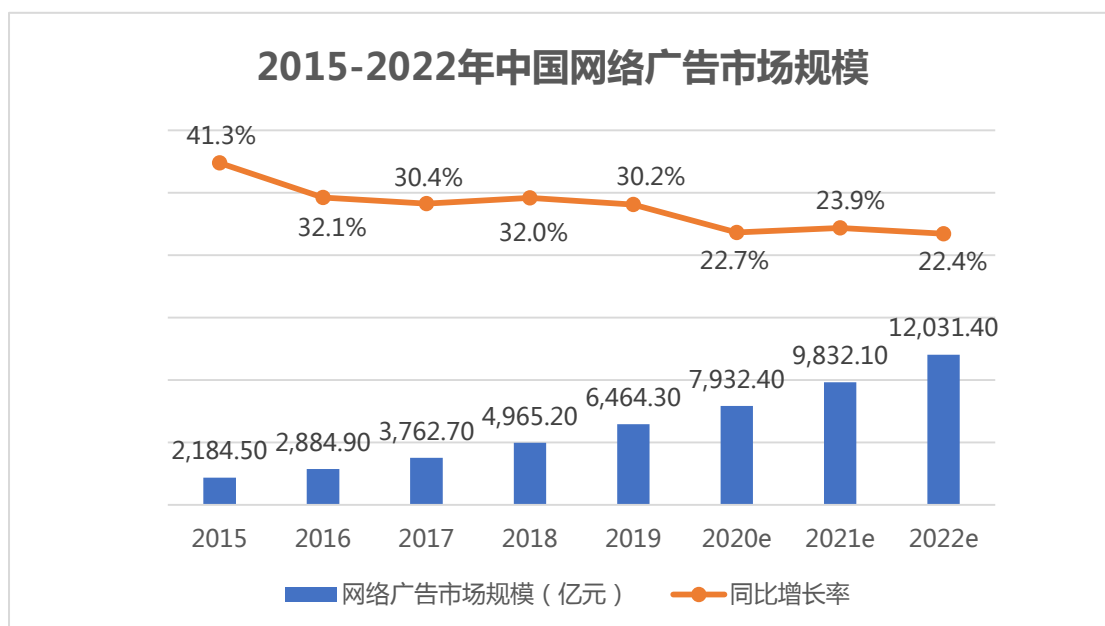
除媒介资源整合能力外，标的公司的快速发展与其核心团队和骨干人员多年新媒体营销经验紧密相关，其团队能够准确把握熟悉新媒体营销行业的特点、广告主的营销目标、创意策划的标准、流量资源的变现诉求和广告受众的行为特征，在客户开拓、营销方案策划、流量资源整合及营销效果优化等方面拥有丰富的经验。目前，标的公司业务团队的创意能力和流量整合能力仍然处于持续提升阶段，依然具有较高的发展潜力。

综上所述，标的公司具有丰富的客户资源、拥有多元化的优质媒介资源以及拥有具备优秀的创意能力和媒介资源整合能力的业务团队，核心竞争力突出，因此，本次评估赋予标的公司的估值溢价具备相应的客观依据及合理性。

3、新媒体营销行业发展趋势

根据艾瑞咨询《2020 年中国网络广告市场年度洞察报告》^①显示，2019 年度中国网络广告市场规模达 6,464.30 亿元，受整体经济环境下行影响，2019 年中国网络广告市场规模同比增长 30.2%，相比较 2018 年增长率有所下降。但从网络广告市场规模的绝对值来看，中国网络广告产业的生命力依然旺盛，预计在 2022 年市场规模突破万亿大关。

^① <http://report.iresearch.cn/report/202007/3614.shtml> ， 2021 年 5 月 28 日访问有效。



数据来源：艾瑞咨询

注：市场规模按照媒体收入作为统计依据，不包括渠道代理商收入；统计数据包含搜索联盟的联盟广告收入，也包含搜索联盟向其他媒体网站的广告分成；统计数据，结合全年实际情况，针对 2019 年前三季度部分数据进行微调。根据企业公开财报、行业访谈及艾瑞统计预测模型估算。

综上所述，网络广告市场规模持续增长，为标的公司新媒体营销业务的快速增长奠定了坚实的行业发展基础，标的公司所处行业属于朝阳产业，发展趋势向好，因此，本次评估赋予标的公司的估值溢价具备相应的客观依据及合理性。

4、客户群体具备稳定性，客户拓展护航业绩持续发展

标的公司通过良好的服务意识，在行业内形成良好口碑，凭借专业能力及成功的案例运作经验，受到了广告主以及媒介渠道的肯定，积累了丰富的客户及营销资源。2018 年以来，标的公司获得大客户的成效明显，一方面源于品牌客户对新媒体广告的需求持续增长，另一方面也因为标的公司在资源和能力上的积累，以及进入上市公司体系后形成的资金和声望优势，能够及时把握住市场机遇。标的公司与原有客户保持紧密沟通并持续开展业务合作，其中：2021 年，标的公司继续入围欧莱雅的新媒体营销年度服务商，自 2018 年起已连续 4 年为欧莱雅提供服务，助力欧莱雅打造多项爆款产品；2021 年，标的公司继续入围阿里巴巴的新媒体营销年度服务商，自 2017 年起已连续 5 年为阿里巴巴服务。同时，

标的公司已经成为阿里巴巴重要的新媒体全渠道服务商，媒体范围包括微博、微信、抖音、快手、B站、小红书、知乎、直播等。

除了原有客户，标的公司新客户拓展成效也十分显著，2020年新增的客户包括娇韵诗、上海布鲁可积木科技有限公司（以下简称“布鲁可”）、丸美、爱茉莉、LV集团、美赞臣、邦士（天津）食品有限公司（以下简称“邦士”）、百联集团等知名客户。

综上所述，标的公司不仅与原有客户建立了长期、稳定、深度的合作关系，而且具有较强的新客户拓展能力，为业务发展的可持续性提供了保障。因此，本次评估赋予标的公司的估值溢价具备相应的客观依据及合理性。

5、业绩增长的可持续性

（1）标的公司报告期内的经营情况保持良好增长态势

2018年至2020年期间，标的公司实现的经营业绩具体如下：

单位：万元

项目	2018年度	2019年度	2020年度
营业收入	18,326.83	31,086.63	53,904.69
净利润	3,643.28	4,503.49	6,422.64
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	3,498.89	4,313.42	6,019.50

2018年至2020年期间，标的公司营业收入复合增长率为71.50%，净利润、扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润复合增长率分别为32.77%、31.16%，标的公司经营情况保持良好增长态势。

（2）标的公司2021年1-3月经营业绩情况

标的公司2021年1-3月份实现的业绩情况如下表：

单位：万元

项目	2021年1-3月	2020年1-3月	同比增长率
营业收入	13,176.38	9,226.32	42.81%
净利润	1,631.28	834.32	95.52%

注：以上财务数据未经审计

2021年1-3月，标的公司实现营业收入13,176.38万元，净利润1,631.28万元，同比分别增长42.81%、95.52%。新媒体营销行业存在一定的季节性特征，受广告主的产品特性、投放周期、销售策略、预算投入等因素影响，下半年的业绩普遍好于上半年。一般情况下，一季度为广告主制定营销战略及预算的重要阶段，故当季投放量较小；随着广告主年度营销预算的确定及营销战略的持续推进，营销投放量将逐步增加。就全年而言，由于新兴的电商购物促销节及衍生的营销活动主要集中于下半年，如双十一、双十二、圣诞、元旦等，因此下半年的营销投放量中占比较高。根据2021年一季度经营业绩情况显示，标的公司业绩增长情况良好。

综上所述，2018年至2020年期间，标的公司营业收入、净利润复合增长率均保持良好增长态势，2021年一季度业绩开局良好，标的公司业绩增长的可持续性较强，因此，本次评估赋予标的公司的估值溢价具备相应的客观依据及合理性。

6、结论

标的公司在新媒体营销细分领域具有一定的优势；拥有核心竞争力；所处行业属于朝阳产业，发展趋势向好；拥有稳定的客户资源及较强的市场开拓能力；业绩增长可持续性较强。因此，本次评估赋予标的公司的估值溢价具备相应的客观依据及合理性。

（二）本次与前次评估值差异较大的原因及合理性

前次评估元隆雅图收购标的公司60.00%股权时评估基准日为2018年6月30日，标的公司100.00%股权评估值为35,453.43万元；本次评估元隆雅图收购标的公司剩余40.00%股权时的评估基准日为2020年12月31日，标的公司100.00%股权评估值为91,053.53万元，较前次评估值增加55,600.10万元，增幅为156.83%。具体情况如下表：

项目	前次评估	本次评估
评估基准日	2018年6月30日	2020年12月31日

项目	前次评估	本次评估
评估基准日净资产	3,498.91 万元	5,382.83 万元
100%股权评估值	35,453.43 万元	91,053.53 万元
100%股权交易价值	35,200.00 万元	91,000.00 万元
第一年业绩承诺	3,200.00 万元	6,500.00 万元
第一年业绩承诺动态市盈率	11.00	14.00
对应市净率	10.06	16.91

注：动态市盈率=全部股权交易价值/业绩承诺期第一个完整会计年度承诺实现的净利润；市净率=全部股权交易价值/评估基准日标的资产归属于母公司所有者权益。

导致上述两次评估中评估值差异较大的原因具体如下：

1、两个时点的盈利状况不同

前次评估与本次评估盈利预测情况如下表：

单位：万元

前次评估	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
营业收入	11,345.79	21,565.66	25,408.44	28,678.80	30,951.68	30,951.68
净利润	1,935.47	3,786.46	4,428.10	5,163.62	5,449.97	5,449.97
本次评估	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
营业收入	65,574.17	80,610.94	97,053.51	114,525.27	131,959.87	131,959.87
净利润	6,492.26	8,101.40	10,090.87	12,515.95	14,532.15	13,788.05

由上表可知，在两次不同时点下，标的公司的盈利能力本次优于前次评估时点。2020年标的公司实际完成收入 53,052.24 万元，实现净利润 6,549.45 万元，较前次评估 2018 年基期完成的营业收入 18,326.83 万元，增长了 189.48%，较前次评估 2018 年基期实现的净利润 3,643.28 万元，增长了 74.82%。在净利润及业绩承诺提高的情况下，两次评估对应的第一年业绩承诺动态市盈率分别为 11 倍和 14 倍，市盈率增长幅度合理。

综上，标的公司的盈利能力较前次评估时点的较大提升是两次评估结果差异的原因之一。

2、两个时点的资产状况不同

2018 年-2020 年期间标的公司资产情况如下表：

单位：万元

科目	2020年12月31日	2018年6月30日
资产总额	25,470.56	5,997.56
负债总额	20,087.74	2,498.65
净资产	5,382.83	3,498.91

由上表可知，标的公司资产总额大幅增加，业务规模持续增长，抗风险能力显著提升，是本次评估结果与前次评估结果的差异原因之一。

标的公司是轻资产运营模式的公司，其核心生产力在于团队和运营体系。资产形态多以现金（包含短期闲置资金购买理财）和应收账款为主，流动资产占总资产 90%以上。且标的公司按照不低于每年净利润的 80%用于进行分红，2018 年标的公司分红金额为 2,800.00 万元，2019 年标的公司分红金额为 3,600.00 万元，2020 年标的公司分红金额为 5,100.00 万元，3 年累计分红金额为 11,500.00 万元，标的公司具有较强的资产回报能力。

因此，标的公司本次评估结果与前次评估结果的差异具有合理性。

3、市盈率对比情况

2018 年至 2020 年，谦玛网络前次评估预测的收入、净利润均超额完成，前次评估结果的合理性取得阶段性的验证，其对比情况具体如下：

单位：万元

项目		2018年	2019年	2020年	合计
收入	预测收入	17,566.10	21,565.66	25,408.44	64,540.20
	实际收入	18,326.83	31,086.63	53,904.69	103,318.15
	超额完成金额	760.73	9,520.97	28,496.25	38,777.95
	完成率	104.33%	144.15%	212.15%	160.08%
净利润	预测净利润	3,158.35	3,786.46	4,428.10	11,372.91
	实际净利润	3,498.89	4,313.42	6,019.50	13,831.81
	超额完成金额	340.54	526.96	1,591.40	2,458.90
	完成率	110.78%	113.92%	135.94%	121.62%

注：预测收入、预测净利润为前次评估基于 2018 年 6 月 30 日基准日预测的未来三年净利润；实际净利润为扣除非经常性损益后的净利润金额

从客户资源角度来说，标的公司 2018 年中尚有近 30% 的收入由第三方广告代理贡献，且单个客户给标的公司贡献的收入体量不大，核心客户包括苏宁易购集团股份有限公司（以下简称“苏宁易购”）、蒂佳婷、Vipkid 等广告主，以及阳狮广告有限公司（以下简称“阳狮广告”）等广告公司，优质的客户资源尚不充足。作为该发展阶段评估作价得出的 11.00 倍动态市盈率符合市场行情。

随着标的公司优质客户的积累，业务的不断发展，标的公司经营的不确定性逐渐降低，标的公司现在的客户主要以欧莱雅、阿里巴巴、娇韵诗、丸美、爱茉莉、金拱门、美赞臣、腾讯等国内外大型优质客户为主，业务稳定性、确定性较强，资信较好，并且建立了以销售和客户服务为前台、以策略、创意、数据、媒介为中台、以财务、人力资源、风险控制和后勤保障为后台的完整运营体系，随着与原来客户合作的进一步深入及新客户拓展，未来经营稳定性与盈利预期都有明显改善。

两次盈利预测水平概况如下：

单位：万元

项目	预测第一年	预测第二年	预测第三年	预测第四年	预测第五年	复合增长率
前次营业收入	17,566.10	21,565.66	25,408.44	28,678.80	30,951.68	15.21%
本次营业收入	65,574.17	80,610.94	97,053.51	114,525.27	131,959.87	19.10%
前次净利润	3,158.36	3,786.46	4,428.10	5,163.62	5,449.97	14.61%
本次净利润	6,492.26	8,101.40	10,090.87	12,515.95	14,532.15	22.32%

由前文及上表可知，标的公司营业收入和净利润完成情况均好于前次盈利预测的情况，本次盈利预测根据标的公司未来发展情况，预测期营业收入复合增长率为 19.10%，净利润复合增长率为 22.32%，均略高于前次盈利预测增长水平，从而导致本次评估市盈率水平提高至 14 倍。因此，标的公司本次评估结果与前次评估结果的差异具有合理性。

4、市净率对比情况

本次评估标的公司 100% 股权交易价值 91,000.00 万元，标的公司净资产为 5,382.83 万元，市净率为 16.91。前次评估标的公司 100% 股权交易价值 35,200.00 万元，标的公司净资产为 3,498.91 万元，市净率为 10.06。

标的资产属于轻资产运营公司，两次评估均选取收益法评估结果作为评估结论，估值的增长与净资产的增长不具有相关性，因此标的公司两次评估市净率差异属正常情况。

5、行业发展趋势持续向好

标的公司行业发展趋势详见本问题回复之“一、”之“（一）”之“3、新媒体营销行业发展趋势”。

随着新媒体的快速发展，消费者的注意力和时间更多地向线上倾斜，广告主也以此为风向标，将营销预算与投入更多地分配给线上渠道。在各个线上媒体类型中，可以开展内容化营销的新媒体平台，在消费者注意力碎片化的时代中突出重围，成为消费者更加乐于借之开展种草拔草行为的对象，也因此，各行业广告主的预算愈加向新媒体平台转移。

两次交易之间，随着新媒体营销模式不断被越来越多的广告主认可，各行业广告主的预算愈加向新媒体平台转移，行业发展趋势持续向好。

因此，标的公司本次评估结果与前次评估结果的差异具有合理性。

6、同行业可比公司情况

（1）市盈率对比情况

本次交易中，选取了近年来同行业可比公司的交易案例情况，其中星期六购买遥望网络 88.5651% 股权项目和 ST 中昌购买云克科技 100% 股权项目，交易日期较近且标的公司业务情况与谦玛网络较为接近，因此本次采用以上两个项目重组报告书披露的可比交易案例作为本次可比交易案例的初选样本，初选样本数量为 17 个交易案例，具体明细如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	100%股权交易价值	主营业务概况
天创时尚	小子科技	87,750.00	移动应用分发与推广以及移动互联网广告的程序化投放。
三维通信	巨网科技	134,997.15	互联网广告投放业务。

ST 中昌	云克科技	100,500.00	精准营销服务、效果营销服务、品牌广告服务
南极电商	时间互联	95,600.00	移动互联网媒体投放平台营销和移动互联网流量整合营销。
鸿利智汇	速易网络	90,000.00	互联网营销业务和汽车互联网服务业务。
恒大高新	武汉飞游	33824.76	从事软件营销与推广、页面广告业务。
恒大高新	长沙聚丰	27655.06	从事软件分发及推广、页面广告业务。
联创股份	鳌投网络	137,000.00	整合营销业务和互联网广告投放业务。
星期六	遥望网络	180516.54	互联网广告投放和互联网广告代理业务
利欧股份	微创时代	84,000.00	数字营销整合。
利欧股份	万圣伟业	207,200.00	流量整合服务的数字营销。
佳云科技	微赢互动	100,800.00	移动互联网广告业务。
深大通	冉十科技	105,000.00	移动互联网广告营销业务。
ST 数知	日月同行	56,000.00	PC 端互联网营销业务。
龙力生物	快云科技	58,000.00	移动互联网广告业务。
普邦股份	博睿赛思	95,800.00	移动 APP 推广。
万润科技	万象新动	56,000.00	互联网端的精准营销。

本次从业务类型、成长性等角度，按照以下几个步骤进行筛选本次可比交易案例：

1) 主营业务类型相似

谦玛网络主要为基于品牌客户的营销需求，向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等服务。因此从业务角度属于新媒体营销行业，初选样本中龙力生物因已经退市，无法查询其并购时的相关信息；初选样本中小子科技、武汉飞游、长沙聚丰、微赢互动和博睿赛思业务更偏向软件营销与推广，与谦玛网络业务类型相似度较低；初选样本中冉十科技、日月同行业务类型偏传统互联网广告服务，与谦玛网络业务类型相近度不高，由此共 9 个可比交易案例符合筛选条件。如下：

上市公司	标的资产	主营业务类型
三维通信	巨网科技	业务偏新媒体营销和互联网营销

ST 中昌	云克科技	业务偏新媒体营销和互联网营销
南极电商	时间互联	业务偏新媒体营销和互联网营销
鸿利智汇	速易网络	业务偏新媒体营销和互联网营销
联创股份	鳌投网络	业务偏新媒体营销和互联网营销
星期六	遥望网络	业务偏新媒体营销和互联网营销
利欧股份	微创时代	业务偏新媒体营销和互联网营销
利欧股份	万圣伟业	业务偏新媒体营销和互联网营销
万润科技	万象新动	业务偏新媒体营销和互联网营销

2) 成长性相似

上述 9 个可比交易案例中的标的资产和本次标的资产详细预测期内净利润复合增长率如下表所示：

单位：万元

上市公司	标的公司	详细预测期第 1 期净利润	详细预测期第 2 期净利润	详细预测期第 3 期净利润	详细预测期第 4 期净利润	详细预测期第 5 期净利润	预测期利润符合增长率
三维通信	巨网科技	9,299.60	12,999.51	16,999.41	19,320.79	20,023.34	21.13%
ST 中昌	云克科技	7,188.47	9,694.82	12,698.69	15,055.84	15,601.14	21.38%
南极电商	时间互联	8,979.09	11,345.30	13,149.40	14,431.77	14,936.23	13.57%
鸿利智汇	速易网络	7,534.18	9,482.82	11,578.53	12,935.60	14,134.04	17.03%
联创股份	鳌投网络	15,482.27	16,848.67	15,806.31	15,997.17	15,971.20	0.78%
星期六	遥望网络	20,686.71	25,835.43	27,581.67	25,678.71	26,164.87	6.05%

利欧股份	微创时代	7,124.68	9,202.18	10,428.11	11,473.01		17.21%
利欧股份	万圣伟业	18,560.25	23,008.97	26,760.38	27,432.12		13.91%
万润科技	万象新动	5,120.18	6,270.79	7,609.75	8,598.34	9,377.75	16.33%
元隆雅图	谦玛网络	6,492.26	8,101.40	10,090.87	12,515.95	14,532.15	22.32%

注:详细预测期第1期净利润指的是第一个完整会计年度预测期的净利润

根据上表所示,谦玛网络详细预测期净利润复合增长率为22.32%,谦玛网络目前成长阶段仍处于具备较强增长动力的阶段,可比交易案例中鳌投网络和遥望网络预测期净利润复合增长率分别为0.78%和6.05%,远低于谦玛网络详细预测期净利润复合增长率,与谦玛网络目前的成长阶段相差较大,成长性可比度较低,不符合本次的筛选条件,除此之外共7个可比交易案例符合筛选条件。因此本次选取可比交易案例的数量为7个。

可比交易案例市盈率对比情况如下:

单位:万元

上市公司	标的公司	100%股权评估价值	100%股权交易价值	业绩承诺期第一年承诺净利润	第一年业绩承诺动态市盈率
万润科技	万象新动	56,140.00	56,000.00	4,000.00	14.00
利欧股份	万圣伟业	207,222.71	207,200.00	14,800.00	14.00
	微创时代	84,624.66	84,000.00	6,000.00	14.00
三维通信	巨网科技	135,011.72	134,997.15	9,300.00	14.52
鸿利智汇	速易网络	90,086.32	90,000.00	6,300.00	14.29
ST中昌	云克科技	100,552.29	100,500.00	7,200.00	13.96
南极电商	时间互联	95,615.77	95,600.00	6,800.00	14.06
	平均数				14.14
	中位数				14.00
本次评估	谦玛网络	91,053.53	91,000.00	6,500.00	14.00

上市公司	标的公司	100%股权 评估价值	100%股权 交易价值	业绩承诺期第 一年承诺净利 润	第一年业绩 承诺动态市 盈率
前次评估	谦玛网络	35,453.43	35,200.00	3,200.00	11.00

注：动态市盈率=本次全部股权交易价值/业绩承诺期第一个完整会计年度承诺实现的净利润

上述上市公司收购同行业交易案例中，收购标的公司 100%股权交易价值对应第一年承诺业绩的动态市盈率平均值为 14.14、中位数为 14.00。本次评估谦玛网络 100%股权交易价值为 91,000.00 万元，对应第一年承诺业绩的动态市盈率为 14.00。从相对估值角度来看，本次交易中谦玛网络对应的动态市盈率与同行业公司平均水平相当，本次评估作价得出的市盈率具备合理性。

(2) 市净率对比情况

本次交易中，可比交易案例市净率对比情况如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	100%股权 评估价值	100%股权 交易价值	评估基准日净 资产	对应市净率
万润科技	万象新动	56,140.00	56,000.00	2,233.06	25.08
利欧股份	万圣伟业	207,222.71	207,200.00	7,457.98	27.78
	微创时代	84,624.66	84,000.00	4,919.84	17.07
三维通信	巨网科技	135,011.72	134,997.15	12,756.48	10.58
鸿利智汇	速易网络	90,086.32	90,000.00	8,269.78	10.88
ST 中昌	云克科技	100,552.29	100,500.00	3,249.50	30.93
南极电商	时间互联	95,615.77	95,600.00	592.88	161.25
	平均数（剔除时间互联）				20.39
	中位数（剔除时间互联）				21.08
本次评估	谦玛网络		91,000.00	5,382.83	16.91
前次评估	谦玛网络		35,200.00	3,498.91	10.06

注：市净率=全部股权交易价值/评估基准日的资产归属于母公司所有者权益

如上表所示，南极电商收购时间互联对应市净率偏大，在计算时进行剔除。上市公司收购同行业交易案例中，收购标的市净率平均值为 20.39、中位值为 21.08。本次评估标的公司 100%股权交易价值 91,000.00 万元，标的公司净资产为 5,382.83 万元，市净率为 16.91，因此本次评估作价得出的市净率具备合理性。综上，标的公司本次评估结果与前次评估结果的差异具有合理性。

7、结论

通过上述分析,结合标的公司市场占有率、核心竞争力、所属行业发展趋势、客户稳定性、业绩增长的可持续性,本次评估溢价水平是合理的。结合前次评估与本次评估标的公司的盈利状况、资产状况、市盈率、市净率、行业发展情况、同业可比公司情况,本次评估结果与前次评估结果的差异具备合理性。

上述内容已在《报告书》“第四章 标的资产基本情况”之“二、标的公司历史沿革”之“(十四)最近三年发生的增资及股权转让情况”之“3、本次与前次评估值差异较大的原因及合理性”进行补充披露。

二、在本次收益法评估过程中,预计标的公司 2021 年-2025 年营业收入增长率分别为 23.60%、22.93%、20.40%、18.00%、15.22%。请你公司结合标的公司所属行业发展趋势、核心竞争力、在手订单数量等,说明 2021 年至 2025 年营业收入增长率的预测依据及合理性;

(一) 预测收入增长率情况对比

根据本次交易评估报告,标的公司未来年度收入预测情况和增长情况如下表:

单位:万元

项目/期间	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度
营业收入	65,574.17	80,610.94	97,053.51	114,525.27	131,959.87
收入增长率	23.60%	22.93%	20.40%	18.00%	15.22%

近年来上市公司收购可比标的的案例中,标的资产预测期内营业收入复合增长率如下表所示:

序号	上市公司	标的公司	五年预测期内营业收入复合增长率
1	万润科技	万象新动	21.05%
2	利欧股份	万圣伟业	19.02%
		微创时代	22.59%
3	三维通信	巨网科技	21.28%
4	鸿利智汇	速易网络	23.70%
5	ST 中昌	云克科技	25.60%

序号	上市公司	标的公司	五年预测期内营业收入复合增长率
6	南极电商	时间互联	20.54%
平均数			21.97%
	元隆雅图	谦玛网络	19.10%

根据上表所示，同行业可比公司五年预测期内营业收入平均复合增长率为21.97%，标的公司五年预测期营业收入复合增长率为19.10%，略低于同行业平均水平，营业收入增长率预测结果具备合理性。

（二）标的公司所属行业发展趋势

标的公司行业发展趋势详见本问题回复之“一、”之“（一）”之“3、新媒体营销行业发展趋势”。

新媒体营销是用户流量聚合于内容平台时代的营销模式。微信、微博、小红书、抖音、快手、B站等自媒体流量平台不断涌现并吸引大量用户。活跃用户因平台内容而来，作为内容创作者的网红博主，所推荐的品牌和产品对其粉丝有良好的广告和引导购买效果，得到广告主越来越多预算的倾斜。美妆、快消、时尚品牌等细分领域引领新媒体营销的潮流，母婴、汽车、教育、金融、房地产等传统领域亦加速跟进。自媒体流量平台的发展，为新媒体营销行业带来持续发展机会，行业发展趋势向好，因此，营业收入增长率预测结果具备合理性。

（三）标的公司的核心竞争力

标的公司行业发展趋势详见本问题回复之“一、”之“（一）”之“2、标的公司的核心竞争力情况”。

标的公司核心竞争力其业务发展奠定了良好的基础，因此标的公司营业收入增长率预测结果具备客观依据和合理性。

（四）在手订单情况及客户拓展

根据行业惯例，标的公司与品牌客户签订的业务合同多为框架合同，具体根据客户下发的订单作为合作依据。2019年、2020年、2021年1-3月签署的订单分别为725个、1480个、659个，其中2021年1-3月，新增客户76个。截至2021

年3月31日，仍在执行的订单有271个，在手订单（在手订单是指已经签订合同但尚未结案的订单）合计金额17,123.78万元，预计5月底前基本执行完毕。根据行业惯例和标的资产历史订单执行规律，除年度执行订单，在手非年度订单的执行周期较短，一般为1-2个月。因此，结合当下在手订单数量以及订单执行周期的一般规律，标的公司全年具备较强的增长动力。已签订合同情况如下：

2021年1-3月已签订合同份数	截至2021年3月31日尚在执行中合同份数	尚在执行中合同对应的预测收入（万元）
659	271	17,123.78

其中订单金额超过200万元的如下表：

行业	品牌名称	合同个数	合同金额（元）
互联网	阿里巴巴	2	7,458,599.00
美妆	娇韵诗、丸美、欧莱雅、爱茉莉、上海家化 ^① 、LV集团 ^②	9	66,171,864.89
母婴	美赞臣、布鲁可积木	5	20,828,600.34
合计		16	94,459,064.23

另外，截至2020年3月31日，标的公司尚在执行中的合同为104个，对应预测的收入约为5340.44万元，由此可见，与2020年同期相比，标的公司在2021年3月31日拥有的在手订单数量多167个，预测产生的收入金额多11,783.34万元。

综上所述，标的公司所属行业发展趋势向好、具有核心竞争力、在手订单数充沛，因此，标的公司2021年-2025年营业收入增长率的预测具有合理性。

^① “上海家化”为上海家化联合股份有限公司的简称。

^② “LV集团”为酩悦·轩尼诗-路易·威登集团的简称，是国际著名奢侈品集团。

三、报告书显示，标的公司 2017 年至 2020 年毛利率分别为 30.19%、33.36%、26.66%和 23.46%，2019 年和 2020 年毛利率较 2017 年和 2018 年大幅下滑，你认为主要原因是客户对线上营销市场的熟悉以及谦玛网络头部客户的逐步增加导致标的公司毛利率的下滑。请你公司结合标的公司业务开展情况、所属行业发展趋势、核心竞争优势、行业竞争格局、市场占有率以及可比公司情况等，详细说明标的公司报告期内毛利率持续下滑的合理性，以及在收益法评估中，你公司预测标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23%的理由是否充分，是否存在多计收入少计成本的情形；

2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年各分项业务收入和毛利率如下：

单位：万元

项目	2017 年			2018 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
以策略创意为核心的营销服务	4,610.64	38.14%	43.50%	5,768.52	31.48%	48.50%
以流量为核心的营销服务	7,479.35	61.86%	22.00%	12,558.30	68.52%	25.80%
新媒体账号运营服务						
合计	12,089.99	100.00%	30.19%	18,326.83	100.00%	32.93%
收入增长率	-			51.59%		

单位：万元

项目	2019 年			2020 年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
以策略创意为核心的营销服务	2,261.46	7.27%	47.65%	5,187.82	9.62%	44.47%
以流量为核心的营销服务	28,669.73	92.23%	24.95%	48,311.90	89.62%	20.97%
新媒体账号运营服务	155.44	0.50%	47.03%	404.97	0.75%	51.03%
合计	31,086.63	100.00%	26.66%	53,904.69	100%	23.46%
收入增长率	69.62%			73.40%		

由上表可知：

1、自 2018 年以来，毛利率呈逐年下降趋势；

2、自 2018 年以来，营业收入呈逐年大幅增长趋势；

3、2019 年及 2020 年较之 2017 年和 2018 年，毛利率较低的以流量为核心的营销服务业务占营业收入总额的比例显著提高。

（一）报告期内毛利率持续下滑的合理性

1、毛利率较低的业务占比提升

2018 年之前，受资金规模限制，标的公司无法承接更多新媒体营销业务，承接订单时也会主动放弃低毛利订单，以提高资金使用效率和员工人效，在财务上体现为收入规模较小、毛利率较高。2018 年开始，上市公司控股标的公司，解决了标的公司的资金瓶颈问题，标的公司的资金实力的增强放宽了标的公司对订单毛利率的接受度，在财务上体现为收入规模迅速扩大、毛利率下降。因此，报告期与前两年相比，毛利率较低的以流量为核心的营销服务业务占营业收入总额的比例显著提高，拉低了标的公司整体毛利率。

2、业务开展情况

报告期内毛利率持续下滑与目前标的公司还处于业务快速发展期有一定的关系，2019 年以来，标的公司的业务量呈快速增长态势，2019 年营业收入同比 2018 年增长 69.62%，2020 年营业收入同比 2019 年增长 73.40%。标的公司的客户结构由原来的广告代理商为主，逐步发展为欧莱雅、阿里巴巴、娇韵诗、丸美、爱茉莉、金拱门、美赞臣、腾讯等大客户为主。这些企业因为业务体量大，业务持续性好、资信较好，所以议价能力较强，标的公司为了持续获得大客户提供的业务机会，会适度让利。近年来在客户拓展方面，标的公司优先选择大客户，随着大客户收入占比逐渐增大，在一定程度上降低了标的公司的毛利率。

3、所属行业发展趋势

从新媒体行业发展来看，随着媒体变迁，新媒体营销的业务经营情况也发生了一定的变化。现阶段需要行业内的企业具备更强的新媒体营销服务能力，基于客户的营销需求，更有效地向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等新媒体营销服务。随着新媒体营销业务的逐步发展，整个行业的上下游信息逐渐透明，客户对行业的了解、对价格的议价能力也

在逐步增强，尤其是大客户一般规模较大,业务量较多，和新媒体营销企业合作持续性较好，新媒体营销企业通常都会给予一定的价格优惠，这也将导致毛利率有所降低。

4、核心竞争优势

在客户方面，经过多年的发展，谦玛网络已经与欧莱雅、阿里巴巴、娇韵诗、丸美、爱茉莉、金拱门、美赞臣、腾讯等优质客户建立了稳定的合作关系。这些优质客户对合作方服务能力和品质的需求较高，与其良好的合作将进一步提升标的公司的综合服务能力。为标的公司后续深挖客户需求、持续拓展优质的新客户提供了基础。

在媒介方面，标的公司积极构建流量矩阵，整合媒介资源。媒介供应商主要为微博、微信、抖音、快手、B站、知乎、小红书、视频号等新媒体平台，以及国内知名MCN机构。目前标的公司与超过500家供应商紧密合作，旨在为客户提供更具创意、更具传播效果的营销服务。加之沃米优选作为供应商管理系统，可以有效为标的公司在媒介管理、筛选方面提供智能支持，为标的公司的进一步发展奠定了良好的基础。

在客户方面和媒介方面积累的竞争优势，使得在整体行业毛利下滑的情况下，延缓和减少标的公司毛利率的下降，为标的公司持续发展提供支撑。

标的公司所在行业有较大市场容量和发展空间，标的公司的核心竞争力是其可持续发展的基础和源动力。标的公司所在行业的竞争格局高度分散，大量中小规模企业为客户提供新媒体广告创意和媒介投放服务，具有一定采购规模优势的企业对毛利率有一定的控制力。

5、行业竞争格局与市场占有率

我国新媒体营销领域的行业集中度相对较低，市场竞争较为激烈。尽管标的公司已发展成为新媒体营销领域内具有一定综合竞争优势的企业，但随着互联网技术和模式的发展日新月异，移动互联网迅猛发展，基于互联网的营销形式也日趋丰富多样，客户对于新媒体营销行业的认识和要求也在不断提高，这就要求标的公司需要继续保持目前已有的核心竞争优势，持续提升技术水平、引进优秀人

才、拓展优质客户、扩大业务规模、增强资本实力和抗风险能力，准确把握新媒体营销领域的发展趋势和客户对新媒体营销需求的变化，从而保持企业在新媒体营销行业的优势地位，持续增大市场占有率。一定程度上，行业市场竞争较为激烈，会导致短期内新媒体营销业务毛利水平的下降，但按照一般行业的发展规律来看，未来新媒体营销业务毛利率水平也将逐步趋于稳定。

6、同行业可比公司毛利率情况

(1) 同行业交易案例毛利率对比情况

本次交易中，可比交易案例毛利率对比情况如下：

序号	上市公司	标的公司	详细预测期综合毛利率	永续期毛利率	毛利率变动趋势
1	万润科技	万象新动	20.83%	20.73%	-0.10%
2	利欧股份	万圣伟业	22.09%	22.14%	0.05%
3	三维通信	巨网科技	19.19%	19.24%	0.05%
4	鸿利智汇	速易网络	37.32%	35.27%	-2.05%
5	ST 中昌	云克科技	23.66%	22.52%	-1.14%
6	南极电商	时间互联	18.02%	18.03%	0.01%
7	元隆雅图	标的公司	21.62%	21.32%	-0.30%

如上表所示，上市公司收购同行业交易案例中，收购标的详细预测期综合毛利率区间水平为 18.02%-37.32%，平均数为 21.89%；永续期毛利率区间水平为 18.03%-35.27%，平均数为 21.37%，标的公司本次评估详细预测期综合毛利率为 21.62%，永续期毛利率为 21.32%，均位于可比交易案例毛利率水平区间内，与平均数相近。从毛利率浮动趋势来看，同行业交易案例毛利率较详细预测期综合毛利率变动区间为-2.05%-0.05%之间，平均数为-0.52%，本次评估永续期毛利率较详细预测期综合毛利率变动-0.30%，与可比交易案例预测毛利率水平变动趋势相近。从估值角度来看，本次交易中标的公司预测毛利率与同行业公司毛利率水平相当，本次评估作价得出的预测毛利率具备合理性。

(2) 同行业可比上市公司毛利率对比情况

上市公司名称	2020 年度	2019 年度
--------	---------	---------

天下秀（红人营销业务）	23.39%	27.44%
省广集团（广告行业）	10.33%	15.04%
思美传媒（广告业）	7.34%	17.10%
三人行（广告投放代理）	17.89%	20.26%
华扬众联（互联网广告业务）	13.41%	11.75%
蓝色光标（全案推广服务）	13.63%	21.92%
平均值	14.33%	18.92%
标的公司	23.46%	26.66%

由上表可知，标的公司新媒体营销业务毛利率水平略高于行业平均水平。主要是由于目前可比上市公司中，天下秀主要侧重于 KOL 营销业务，与标的公司毛利率较为接近，其余大部分可比公司主营业务为传统广告业务或信息流方面的广告代理业务，毛利率普遍较低。主要原因在于，在新媒体营销时代下，代理产业链不同环节的价值分配在发生变化。传统代理公司的利益开始被上下游挤占，能够提供更高附加值的企业才可以获取更高比例的价值分配。从增值服务价值来看，广告主对于代理公司的服务需求不仅在于媒介撮合，更多在于内容创意的提供以及投放策略的优化。标的公司主营业务偏创意策略的营销服务，相较于传统广告业务或信息流代理业务，毛利率会更高。

综上所述，结合标的公司业务开展情况、所属行业发展趋势、核心竞争优势、行业竞争格局、市场占有率以及可比公司情况等进行分析，标的公司在报告期内毛利率持续下滑具有合理性。

（二）本次评估中毛利率预测的合理性

标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23%，呈现下降并逐步平稳的预测趋势的主要因素如下：

1、标的公司所属行业市场竞争因素

近几年随着新媒体行业的快速发展，加之传统广告企业转型等因素，进入新媒体广告行业的企业越来越多，新媒体营销行业企业间的竞争越来越充分，行业上下游的信息越来越透明。本次评估充分考虑了实际市场竞争情况，在预测期初

适当考虑该因素的影响，在 2021 年至 2023 年考虑了下浮 0.5%-1.5% 的毛利下降因素。

2、标的公司的客户结构将进一步优化

标的公司在经营策略上，一方面继续服务大客户，进一步夯实毛利基础；另一方面，标的公司将不断优化客户结构，服务各类中小客户，提供更多有价值的附加服务，进一步挖掘客户的需求，以助于毛利率以平稳的水平发展。

3、标的公司的自身议价能力因素

按照媒介投放服务发展规律，虽然近年来毛利率呈现下降趋势，但是未来随着采购能力的提升及采购量的持续增加，标的公司对供应商的议价能力将会增强，受益于集中采购的规模化效应，以流量为核心营销服务的毛利率将会趋于稳定，故在预测期中后半段保持和预测期初相当的毛利率水平。

4、标的公司的未来业务结构合理布局，提供附加值更高的服务

标的公司策略创意为核心的营销服务具有较高的毛利率，在未来继续提升以策略创意为核心的业务比重，将会有助于提升标的公司的总体毛利。随着市场化的发展以及品牌对于流量的精细化运营，以流量为核心的营销服务也在逐步整合，选择具有创意、策略、内容、投放、数据为一体的服务是品牌的诉求，属于非标准化服务产品。此类服务中，创意策略服务基于标的公司拥有扎实的创意策略团队和对客户产品的理解非常符合客户需求，未来标的公司通过将流量为核心的营销服务中注入更多策略创意元素，来进一步保证其毛利率空间。因此基于服务内容的延伸，以流量为核心的新媒体营销服务将会更加重视内容和创意，增加服务溢价，其总体毛利率在未来也将稳定，不会持续地降低。

综上所述，结合标的公司业务开展情况、所属行业发展趋势、核心竞争优势、行业竞争格局、市场占有率以及可比公司情况等，标的公司报告期内毛利率持续下滑是具有合理性的；结合预测标的公司所属行业发展趋势及可比公司情况等，标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23% 是具备合理性的；以及结合本次标的公司毛利率预测水平符合标的公司自身的战略发展和行业发展水平，毛利率预测水平具备合理性，不存在多计收入少计成本的情形。

四、在本次收益法评估过程中，预测 2021 年度“营运资金变动”项为-2,063.42 万元，2022 年度至 2025 年度分别为 3,080.58 万元、3,353.81 万元、3,613.69 万元以及 3,606.00 万元，请你公司说明 2021 年度预测营运资金变动金额显著低于未来其他年度的原因及合理性；

本次评估中，2020 年基期营运资金为 15,702.62 万元，预测期第一年 2021 年营运资金为 13,639.19 万元，营运资金变动金额为-2,063.42 万元。2021 年营运资金变动的主要原因是 2021 年是预测第一年，在营运资金需求测算中考虑了基准日的公司实际营运资金的情况，同时结合标的公司的经营规划和发展趋势。具体影响情况和原因有以下几点：

（一）货币资金的影响

2017 年-2020 年营业收入、货币资金和货币资金周转次数情况如下表：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	12,093.52	18,326.83	31,086.63	53,052.24
货币资金	1,315.64	725.83	1,260.30	3,374.60
货币资金周转次数	9.19	17.95	31.30	22.89

注：2020 年货币资金余额已剔除 951.48 万元非经营资产，系利多多存款。

货币资金周转次数=营业收入/AVERAGE（期初货币资金余额+期末货币资金余额）

由上表可知，标的公司 2017 年-2019 年的货币资金余额并未随着业务的扩张而增加，呈弱相关性，2020 年货币资金的余额为 3,374.60 万元，显著多于 2017-2019 年平均余额 1,100.59 万元。

2020 年标的公司月均货币资金余额情况如下表：

单位：万元

月份	货币资金月末余额
2020 年 1 月	1,205.27
2020 年 2 月	1,070.12

月份	货币资金月末余额
2020年3月	1,020.21
2020年4月	3,584.02
2020年5月	861.76
2020年6月	2,351.23
2020年7月	1,935.47
2020年8月	994.73
2020年9月	1,924.68
2020年10月	2,591.34
2020年11月	4,887.62
2020年12月	4,327.00
月平均额	2,229.46

由上表可知，2020年1-12月货币资金月平均额为2,229.46万元，说明常规情况下，企业日常经营所需的货币资金在2,000.00万—2,500.00万之间。

2020年货币资金余额较以往年度增加较多是由于标的公司年中现金流较为紧张，向银行进行了2,480.00万的短期借款，2020年11月、12月由于现金流回暖，导致账面货币资金余额变大，而借款尚未到期，未偿还借款，故2020年货币资金余额较以往年度增加较多。具体借款情况和还款时间如下：

单位：万元

银行	还款时间	借款金额
北京银行	2021/2/28	500.00
招商银行	2021/3/16	1,000.00
招商银行	2021/3/26	490.00
招商银行	2021/4/9	490.00

标的公司日常经营所需的货币资金在2,000.00万-2,500.00万之间，本次2021年货币资金按照2019年和2020年的货币资金周转率进行测算得出标的公司日常经营所需现金金额为2,419.88万元，位于合理区间范围内。

根据本次收益法评估模型，即：

股东全部权益价值=经营性资产+溢余资产+非经营资产-付息债务

营运资金变动影响经营性资产价值，同时股东全部权益价值要扣减付息债务，由前文叙述可知，期末借款未偿还导致货币资金余额相对较多。本次对于货币资金和付息债务的余额变动对本次收益法评估结果进行敏感性分析如下：

金额单位：人民币万元

项目	减少 2000万借款	减少 1000万借款	基准	增加 1000万借款	增加 2000万借款
付息债务	6,387.23	7,387.23	8,387.23	9,387.23	10,387.23
货币资金	2,326.08	3,326.08	4,326.08	5,326.08	6,326.08
第一期 营运资金变动	-650.92	-1,315.35	-2,063.42	-2,867.33	-3,710.35
评估结果	92,140.53	91,527.53	91,053.53	90,671.53	90,354.53
评估结果变动	1.19%	0.52%	0.00%	-0.42%	-0.77%

由上表可知，货币资金随付息债务增加而增加，呈同比同方向变动；付息债务每减少 1,000.00 万，收益法评估结果增加 0.52%，造成该变动的原因主要是营运资金变动折现的影响，如不考虑折现因素，评估结果不会发生变化。因此假设前文 2,480.00 万的短期借款在基准日偿还，对评估结果亦不会造成重大影响。

（二）往来账期的影响

标的公司的业务是 To B 业务模式，主要客户为美妆、快消、电商、互联网、母婴等细分领域的大客户，收入一般有 3 个月左右的账期，客户确认项目执行完毕后开始计算账期，到期支付。在收入持续增长的情况下，年末应收账款也将增加，年末应收账款与第四季度的收入密切相关，标的公司的业务主要为线上开展，配合品牌在线上的传播及其电商销售，由于第四季度有双十一、双十二、圣诞、元旦等电商购物促销节，所以第四季度占全年收入比例较高，形成了应收账款持续大幅增长的情况。具体情况如下：

单位：万元

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 E
营业收入	18,326.83	31,086.63	53,904.69	65,574.17
应收款项	8,885.66	9,228.93	16,568.17	17,381.56

收入增长率		69.62%	73.40%	21.65%
应收款项余额增长率		3.86%	79.52%	4.91%
应收款项周转率		3.43	4.11	3.77

注：应收款项周转率=本期营业收入÷/AVERAGE（期初应收款项余额+期末应收款项余额）

由上表可知，2020年营业收入为53,904.69万元，营业收入增长率73.40%，应收款项余额为16,568.17万元，应收款项余额增长率为79.52%，应收款项余额增长率高于营业收入增长率，较以前年度应收款项余额增长率增幅较大。2021年预计收入增长率为23.60%，预计应收款项余额增长率为4.91%，应收款项余额的增长率低于收入增长率。

经测算，2021年应收款项根据2021年营业收入以及应收款项周转率确定，其中应收款项的周转率以2019年和2020年周转率的均值确定，测算结果显示2021年应收款项余额较2020年末增长4.91%。2020年应收款项增长水平显著高于2019年，经分析，导致上述情况的原因是前文所述2020年四季度业务旺季。2021年测算应收款项余额增长水平低于2020年的增长水平，主要原因是标的公司根据业务发展规划，采取相关措施优化应收款项的回款周期。具体情况如下：

标的公司下游客户主要包括美妆、快消、电商、互联网、母婴客户等行业国内外知名企业，标的公司在与客户签署销售合同时，通常会根据客户的经营状况、资信水平、双方谈判等因素，对客户给予一定的信用期限。

按销售模式列示回款周期及结算方式如下：

销售模式	回款周期	结算方式
直接销售	15-120天	银行汇款/商业承兑
渠道销售	60-90天	银行汇款/银行承兑

由上表可知，直接客户的回款周期一般在15-120天，渠道客户一般在60-90天，但由于渠道客户开票时间距离应收账款确认时间较长，因此按照应收账款确认时点计算，其回款期可能在6个月及以上，相比较而言，直接客户回款周期按照应收账款确认时点计算通常在1-6个月。

标的公司未来根据自身业务特点，在客户选择上将减少渠道客户收入占比，持续增加直接客户，有利于应收款回款周期变好。并且标的公司未来将持续加强客户准入管理，尽量筛选质地优良的客户进行项目合作，完善催款制度，加快项目结案验收进度，有效地缩短客户结算回款周期。

在供应商账期管理上，标的公司将完善供应商管理制度，进一步优选合作伙伴，良好地把握付款节奏，控制应付账款余额的增长。

综上所述，标的公司通过优化回款周期，既降低了经营风险，也保证经营性现金流状况较好。2020 年度标的公司经营现金流净额远小于净利润，上年度形成的利润随着应收账款的收回会增加经营现金流，从而使得整体营运资金需求减小，相应需要额外增加补充营运资金需求大大降低。

通过上述分析，2021 年度预测营运资金变动金额显著低于未来其他年度具备合理性，符合标的公司实际经营状况。

五、本次收益法评估过程中，采用的折现率为 12.34%，前次评估的折现率为 12.70%，请你公司补充披露两次评估折现率差异的原因，并分析本次交易的折现率低于前次评估折现率的原因及合理性；

本次评估中，标的公司收益法评估中所使用的折现率为 12.34%；前次评估中，标的公司收益法评估中所使用的折现率为 12.70%。两次评估中计算折现率所采用的参数对比情况如下：

序号	项目	前次交易	本次交易
1	D/E	3.30%	36.08%
2	平均无财务杠杆 β	0.8475	1.0452
3	所得税率	15.00%	8.79%
4	财务杠杆 β	0.8713	1.3891
5	无风险报酬率	3.48%	3.14%
6	风险溢价	6.28%	7.29%
7	行业特有风险	4.00%	2.00%
8	股权资本成本（CAPM）	12.95%	15.27%
9	债务成本	5.87%	4.65%

10	WACC	12.70%	12.34%
----	------	--------	--------

（一）无风险报酬率的确定和分析

本次评估无风险报酬率为 3.14%，低于前次交易无风险报酬率 3.48%，系不同基准日的无风险报酬率变化所导致的。

（二）市场风险溢价的确定和分析

本次评估市场风险溢价确定为 7.29%，高于前次交易市场风险溢价 6.28%，前次交易市场风险溢价采用其他成熟资本市场风险溢价调整得出，本次评估市场风险溢价采用中国证券市场指数测算市场风险溢价得出。该变化主要是由于 2021 年 1 月中国证监会发布的《监管规则适用指引——评估类第 1 号》中对市场风险溢价的要求，一般主营业务在境内的，应当优先选择中国证券市场历史风险指数测算市场风险溢价。

（三）贝塔（Beta）系数的确定和分析

本次评估根据 WIND 资讯行业分类广告行业上市公司分类选取几家可比公司计算行业平均剔除财务杠杆 β 。如下：

上市公司	剔除财务杠杆 β
蓝色光标	0.9779
华扬联众	0.8401
省广集团	1.1588
天下秀	1.168
腾信股份	0.9698
思美传媒	1.1564
平均	1.0452

按照上述标准选择的可比公司的平均剔除财务杠杆 β 为 1.0452。

前次评估根据 WIND 资讯行业分类中的广告行业分类选取的剔除财务杠杆 β 为 0.8475 。

一方面，两次评估选择的可比上市公司样本有所差异；另一方面，上市公司财务结构在不同评估基准日的差异导致 β 值不同。

（四）所得税率

前次折现率计算过程关于所得税率是按照法定税率 15% 考虑。本次结合标的公司的税收优惠政策的实际情况，本次采用的所得税率更符合未来实际情况。预测期所得税率如下所示：

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
所得税税率	8.79%	9.29%	9.80%	13.49%	13.83%	18.24%

（五）目标资本结构及债务资本成本的确定和分析

本次评估采用的是所属行业上市公司的目标资本结构，行业的资本结构（D/E）为 36.08%，债务成本采用的中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的 5 年期以上 LPR 利率为 4.65%，前次评估采用的是标的公司自身的资本结构（D/E）为 3.30%，自身的债务资本成本为 5.87%。两次评估时点标的公司所处的行业发展阶段的不同，会导致标的公司资本结构的差异。

（六）特定风险

目前标的公司所属的新媒体营销行业未来仍存在较大的增长空间，但尚需标的公司持续开拓市场，目前标的公司还处于业务持续增长期，在未来持续开拓市场的过程中可能产生个别风险。故本次评估中的个别风险报酬率确定为 2.00%。

前次评估中的个别风险报酬率确定为 4.00%，特定风险差异原因主要是因为本次评估时点较前次评估时点标的公司的业务规模更大，客户更多，经营状况更为稳定，导致由此可能产生的特定风险相对变小。

综合上述参数选取过程，本次评估折现率为 12.34%，较前次折现率 12.70% 低 0.36%。这主要是由于前次交易标的公司市场占有率相对较低，市场开拓及经营风险高于本次评估时点。随着行业发展的日趋成熟，标的公司在运营管理体系、业务团队建设、客户资源基础等方面都逐步健全完善，经营风险较前次评估时点会有所降低，因此本次折现率略低于前次具备合理性。

上述内容已在《报告书》“第四章 标的资产基本情况”之“二、标的公司历史沿革”之“（十四）最近三年发生的增资及股权转让情况”之“4、两次评估折现率差异的原因及合理性”进行补充披露。

六、在本次市场法评估过程中，你公司选取蓝色光标、省广集团和天下秀作为可比公司，三家公司的财务指标与标的公司存在较大差异，且三家公司之间也存在较大差异，请你公司结合财务指标、主营业务、销售模式等，说明可比公司的筛选过程及最终选取的三家公司是否具备可比性；

（一）可比上市公司的选择过程

通过 WIND 数据库以截至首发上市时间为 2020 年 12 月 31 日前的全部 A 股（共 4,130 家）为筛选样本，按照以下几个步骤进行筛选可比上市公司：

1、可比上市公司主营业务

标的公司主要为客户提供新媒体营销服务，基于品牌客户的营销需求，向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等服务。因此从业务角度，选取 2019 年和 2020 年均从事新媒体营销、广告投放和互联网广告等业务相关的上市公司，共 28 家上市公司符合筛选条件。如下：

证券代码	证券简称	主营构成(按产品)-项目名称 [报告期] 2019 年报	主营构成(按产品)-项目名称 [报告期] 2020 中报
002127.SZ	南极电商	移动互联网媒体投放平台业务	移动互联网媒体投放平台业务
300242.SZ	佳云科技	移动互联网广告业务	移动互联网广告业务
300459.SZ	金科文化	广告收入	广告收入
002799.SZ	环球印务	移动互联网广告	移动互联网广告
600070.SH	浙江富润	互联网广告	信息服务
600556.SH	天下秀	新媒体营销客户代理服务	红人营销平台业务
300063.SZ	天龙集团	数字营销	数字营销
300612.SZ	宣亚国际	营销解决方案类收入	营销解决方案类收入
002591.SZ	恒大高新	互联网营销	互联网营销
300392.SZ	腾信股份	互联网广告服务	互联网广告服务
300038.SZ	*ST 数知	媒体端智能营销平台	媒体端智能营销平台

002115.SZ	三维通信	广告业务	广告业务
002103.SZ	广博股份	导航广告业务	导航广告业务
000676.SZ	智度股份	数字营销业务	数字营销业务
300280.SZ	紫天科技	广告收入	广告收入
600358.SH	国旅联合	广告营销	广告营销
600986.SH	浙文互联	互联网服务	互联网服务
002654.SZ	万润科技	数字营销	数字营销
002712.SZ	思美传媒	营销服务	营销服务
603598.SH	引力传媒	数字营销	数字营销
300336.SZ	新文化	户外 LED 大屏幕广告	户外 LED 大屏幕广告
000607.SZ	华媒控股	广告及策划	广告及策划
000917.SZ	电广传媒	广告策划制作代理	广告策划制作代理
002400.SZ	省广集团	数字营销	数字营销
600242.SH	ST 中昌	大数据营销托管	大数据营销托管
300058.SZ	蓝色光标	出海广告投放	出海广告投放
605168.SH	三人行	广告投放代理	数字营销服务
603825.SH	华扬联众	互联网广告服务	互联网广告服务

数据来源：WIND 资讯

2、可比上市业务收入结构

考虑到主营业务结构占比对企业经营的财务状况等指标有一定影响，因此从上述中剔除主营业务中新媒体营销、广告投放和互联网广告等业务收入比例小于 70% 的上市公司以及存在与新媒体营销、广告投放和互联网广告等业务相关性较差、关联性较小的业务占比超过 10% 以上的上市公司，共 19 家上市公司符合筛选条件。如下：

证券代码	证券简称	主营收入构成 [报告期] 2019 年报 [类型] 按产品	主营收入构成 [报告期] 2020 中报 [类型] 按产品
300242.SZ	佳云科技	移动互联网广告业务:99.59%;	移动互联网广告业务:99.92%;
300459.SZ	金科文化	广告收入:67.65%;	广告收入:85.36%;
600556.SH	天下秀	新媒体营销客户代理服	半年报数据未披露

		务:86.36%;	
300063.SZ	天龙集团	数字营销:88.99%;	数字营销:92.59%;
300612.SZ	宣亚国际	营销解决方案类收入:86.3%;	营销解决方案类收入:49.7%;
300392.SZ	腾信股份	互联网广告服务:91.04%;	互联网广告服务:98.49%;
002115.SZ	三维通信	广告业务:76.24%;	广告业务:89.36%;
000676.SZ	智度股份	数字营销业务:78.95%;	数字营销业务:87.26%;
600358.SH	国旅联合	广告营销:96.4%;	半年报数据未披露
600986.SH	浙文互联	互联网服务:99.57%;	互联网服务:96.08%;
002654.SZ	万润科技	数字营销:72.43%;	数字营销:75.68%;
002712.SZ	思美传媒	营销服务:66.18%;	营销服务:82.37%;
603598.SH	引力传媒	数字营销:79.92%;	半年报数据未披露
300336.SZ	新文化	户外 LED 大屏幕广告:60.69%;	户外 LED 大屏幕广告:94.26%;
002400.SZ	省广集团	数字营销:53.54%;媒介代理:38.45%;	数字营销:70.85%;
600242.SH	ST 中昌	大数据营销托管:67.55%;精准营销:18.1%;	大数据营销托管:60.51%;;精准营销:18.1%
300058.SZ	蓝色光标	出海广告投放:61.49%;全案推广服务:16.54%;全案广告代理:10.91%	出海广告投放:62.63%;全案推广服务:16.54%;全案广告代理:10.91%
605168.SH	三人行	广告投放代理:83.51%;	半年报数据未披露
603825.SH	华扬联众	互联网广告服务:96.67%;	互联网广告服务:93.84%;

数据来源: WIND 资讯

3、可比上市公司盈利能力

标的公司在评估基准日最近 12 个月内均盈利且经营稳定,净资产收益率和总资产报酬率等经营性的指标较优质,因此从上述中剔除存在最近 12 个月经营业绩亏损的上市公司和经营性的指标较差的上市公司,剩余 5 家上市公司在选择范围。如下:

证券代码	证券简称	扣除非经常性损益后的净利润 (TTM) [交易日期] 2020-06-30 [单位] 万元	首发上市日期
600556.SH	天下秀	31,496.84	2001-08-07

002400.SZ	省广集团	5,888.79	2010-05-06
300058.SZ	蓝色光标	47,293.36	2010-02-26
605168.SH	三人行	20,726.90	2020-05-28
603825.SH	华扬联众	21,684.87	2017-08-02

数据来源：WIND 资讯

4、可比上市公司成立时间

本次在采用市场法测算的过程中，由于标的公司与对比公司之间存在经营风险的差异，因此需要对可比公司相关财务数据估算的各种比率乘数进行必要的修正，本次选取盈利能力指标、资产质量指标、成长能力指标、偿债能力指标进行修正。涉及的财务指标包括总资产净利率、净资产收益率、总资产周转率、应收账款周转率、资产负债率、速动比率和销售增长率、净利润增长率，为了满足财务数据分析纵向样本的数量需求，本次选择了上市日期距评估基准日满足 5 年的上市公司，因此剔除三人行和华扬联众，剩余的 3 家公司上市日期均不晚于 2016 年。

基于上述标准，筛选出蓝色光标、省广集团和天下秀三家上市公司作为本次的可比公司。

(二) 可比公司与标的公司的可比性情况

将三家可比公司与标的公司的主营业务概况、主要的销售模式以及主要财务指标情况进行对比，对比情况如下：

1、主营业务概况以及主要的销售模式

三家可比公司与标的公司的主营业务概况、主要的销售模式情况如下表：

证券代码	上市公司	主营业务概况以及主要的销售模式
600556.SH	天下秀	天下秀主营业务为新媒体营销客户代理服务，具体产品包括：WEIQ 平台相关业务通过 WEIQ 平台可实现广告主跨平台投放和精准投放的需求，广告主可实现微信、短视频、直播、音频等多个平台的红人新媒体投放需求；新媒体综合解决方案业务 SMART，立足于 WEIQ 大数据平台，天下秀为客户提供策略制定、方案策划、创意策划、投放策划和实施、新媒体账户运营、效果监测等一系列基于新媒体及粉丝经济的综合解决方案；

		TOPKLOUT 克劳锐和 IMsocial 业务板块旨在客观公证的挖掘红人价值、提供多种专业服务助力红人成长，为行业赋能。天下秀以 WEIQ 红人营销平台为主营业务，以 IMSOCIAL 红人加速器、自媒体价值排行及版权管理机构 TOPKLOUT 克劳锐、西五街 APP 及 IRED 教育等生态链赋能品牌为创新业务的“红人经济生态圈”。
300058.SZ	蓝色光标	蓝色光标主营业务为公共关系咨询服务和广告服务，其核心业务是为企业提供品牌管理服务以及广告设计、制作、代理、发布等业务。自 2011 年收购北京思恩客广告有限公司以来，蓝色光标围绕互联网精准营销不断投资大数据公司及移动互联网公司，并将业务重心逐渐转移至数字营销及相关服务。蓝色光标以营销科技为核心的营销技术与营销产品相结合的变革与创新，不仅发出一系列包括分析与策略、创意产出、智能投放及监测评估的营销全产业链产品，更基于小蓝机器人，整合迭代而出了重磅智能营销 SaaS 平台—蓝标在线。蓝标在线，是蓝色光标服务与 SaaS 平台模式的结合，是集合蓝色光标 25 年服务世界 500 强所有智慧、方法、经验所打造的智能创意辅助系统（ACAS），通过“自助式使用+专业人工服务”模式首推企业营销服务“大会员”，从方案、工具、服务多维度全面赋能。
002400.SZ	省广集团	省广集团是中国本土最优秀的大型综合性广告公司之一、国家一级广告企业。主营为客户提供整合营销传播服务，具体包括品牌管理、媒介代理和自有媒体等业务。2020 年 9 月，省广集团 G-IN 平台正式上线，标志着省广集团的平台化转型全面启动。作为省广集团全新打造的智慧营销生态平台，通过“IP+MCN+AI”的产业赋能新范式，帮助不同产业赛道的企业客户提供“智慧营销服务”。
标的公司	谦玛网络	谦玛网络主营业务为新媒体营销服务，基于广告主的营销需求，向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等服务。并自主研发沃米优选，管理微博、微信、抖音、快手、B 站、知乎、小红书、视频号等各类新媒体的网红和明星资源，并且通过品牌，产品数据分析、KOL 投放监控、投放组合策略等重要领域具有较深厚的技术积累，积累了大量的投放数据和评估分析模型，尤其是在美妆、快消、电商、互联网、母婴等细分领域。

通过上述主营业务概况以及主要的销售模式对比可以看出，三家可比公司与标的公司的主营业务均为包括分析与策略、创意产出、内容制作、智能投放及监测评估在内的全产业链营销服务。并拥有自主研发的大数据平台，提供新媒体综合解决方案，多维度为企业经营赋能。三家可比公司与标的公司在主营业务概况以及主要的销售模式具有较高的可比性。

2、主要财务指标情况

可比公司与标的公司的主要财务指标情况如下表：

对比项目	指标名称	标的公司	蓝色光标	省广集团	天下秀	平均值
盈利能力	总资产净利率	30.00%	3.00%	5.00%	17.00%	8.00%
	净资产收益率	90.00%	6.00%	7.00%	32.00%	15.00%
资产质量	总资产周转率	2.70	1.74	1.36	1.30	1.47
	应收账款周转率	4.29	4.46	4.92	2.91	4.10

注：上述指标：总资产净利率=扣除非经营性损益的净利润/AVERAGE（期初总资产余额+期末总资产余额）；

净资产收益率=扣除非经营性损益的净利润/AVERAGE（期初净资产余额+期末净资产余额）；

总资产周转率=营业收入/AVERAGE（期初总资产余额+期末总资产余额）；

应收账款周转率=AVERAGE（期初应收款项余额+期末应收款项余额）；

平均值=AVERAGE（3家可比公司指标数据）。

总资产净利率、净资产收益率是衡量上市公司盈利能力的重要指标，体现了企业经营的获利能力；总资产周转率、应收账款周转率衡量上市公司资产质量的重要指标，反映了企业全部资产和资金的管理质量和利用效率。

标的公司上述各项指标均显著优于同行业可比公司，其重要原因是受分红影响，标的公司按照不低于每年净利润的80%用于分红，2018年标的公司分红金额为2,800.00万元，2019年标的公司分红金额为3,600.00万元，2020年标的公司分红金额为5,100.00万元，3年累计分红金额为11,500.00万元。若剔除分红影响，相关财务指标对比情况如下：

对比项目	指标名称	标的公司	蓝色光标	省广集团	天下秀	平均值
盈利能力	总资产净利率	19.00%	3.00%	5.00%	17.00%	8.00%
	净资产收益率	33.00%	6.00%	7.00%	32.00%	15.00%
资产质量	总资产周转率	1.73	1.74	1.36	1.30	1.47
	应收账款周转率	4.29	4.46	4.92	2.91	4.10

高额分红属于标的公司所特有的属性，剔除该因素影响后，上述指标虽然仍优于可比公司，但各项指标已与可比公司较为接近，具有较强的可比性。

通过前述选择标准的筛选，并结合主营业务情况、主要销售模式和主要财务指标，选择的3家可比公司天下秀、省广集团和蓝色光标相比较来看，更具可比性。本次选取的蓝色光标、省广集团和天下秀作为可比公司具备合理性。

七、请你公司独立财务顾问及评估师进行核查并发表明确意见。

经核查，本公司独立财务顾问和评估师认为：

结合标的公司市场占有率、核心竞争力、所属行业发展趋势、客户稳定性、业绩增长的可持续性分析，标的公司具备一定的行业地位，沉淀了核心竞争力，凭借其丰富的客户资源、多元化的优质媒介资源以及业务团队的营销能力和流量整合能力，随着网络广告市场规模的持续增长以及稳步增长的客户资源，本次对于谦玛网络的评估增值以及本次与前次评估值差异较大具有合理性。

谦玛网络 2021 年至 2025 年营业收入的预测具有合理性；本次评估中预测标的公司 2021 年至 2025 年度整体毛利率维持在 21%-23%的理由充分，具有合理性，不存在多计收入少计成本的情形。

2021 年度预测营运资金变动金额显著低于未来其他年度符合企业实际经营状况，具有合理性。

本次评估折现率为 12.34%，较前次折现率 12.70%低 0.36%。这主要是由于两次评估时标的公司在市场占有率、业务实现的确定性、团队及客户状况等因素存在差异，本次折现率略低于前次具有合理性。

可比上市公司在财务指标、主营业务、销售模式等方面具有可比性，本次选取的蓝色光标、省广集团和天下秀作为可比公司具备合理性。

问题 2、报告书显示，标的公司的成本分为媒介成本和非媒介成本，其中，媒介成本主要系新媒体平台资源成本（微博、微信、抖音、快手、B 站、知乎、小红书、视频号等）以及 MCN、KOL 等资源成本，占比 90%左右，是标的公司的主要成本。标的公司的销售模式主要包括直接销售和渠道销售，其中直接销售金额占比达到 90%。

(1) 请你公司详细说明标的公司与报告期各期前五大供应商和前五大客户的合作模式，以及标的公司向报告期各期前五大供应商采购的主要内容；

(2) 请你公司说明报告期各期前五大供应商变动较大的原因，供应商不稳定是否会对标的公司经营带来风险，如是，说明应对措施；

(3) 请你公司说明前五大供应商和前五大客户中是否存在关联方，如是，请进一步说明关联采购或销售的占比，以及标的公司向关联方进行采购或销售定价的公允性，标的公司是否具备业务独立性；

(4) 标的公司 2020 年前五大供应商中，上海颀划商务服务有限公司和萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司分别成立于 2020 年 4 月和 9 月，注册资本也仅有 1000 万元和 500 万元，但 2020 年与标的公司发生采购金额分别为 2,452.73 万元和 1,173.86 万元，请你公司结合前述两家公司成立时间较短、注册资本较低等情况，说明向其进行大额采购的原因，以及采购的主要内容，是否具备商业实质，相关采购行为是否真实；

(5) 标的公司 2019 年、2020 年对前五大客户的销售收入分别为 18,864.34 万元、29,248.06 万元，占当年营业收入比例分别为 60.68%、54.26%，前五大客户存在一定集中性。请你公司结合同行业可比公司的情况，说明前五大客户集中度较高的合理性，并说明标的公司与报告期各期前五大客户是否存在稳定合作关系，是否存在客户流失的风险，如是，说明应对措施；

(6) 请你公司说明标的公司是否签约“网红博主”或从事“网红直播”“网红带货”业务，如是，请补充披露该等“网红”相关业务的经营模式，包括但不限于在手订单情况、产品销量、销售金额、收入确认方式、以及对你公司经营及财务产生的具体影响；

(7) 请你公司独立财务顾问进行核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司详细说明标的公司与报告期各期前五大供应商和前五大客户的合作模式，以及标的公司向报告期各期前五大供应商采购的主要内容

(一) 标的公司与供应商和客户的合作模式

标的公司主营业务为客户提供新媒体营销服务，基于品牌需求，向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等服务。具

体业务包括以创意策略为核心的营销广告服务、以流量为核心的营销广告服务和自媒体账号运营服务。

新媒体营销是指由广告主、营销服务商、MCN、KOL 和新媒体平台等为主要产业链构成而共同支撑运作的，以 KOL 为主体，在社交平台、内容平台、短视频等新媒体平台上所开展的内容化营销活动。具体是以新媒体平台为传播渠道，把相关广告主品牌的理念、产品的功能、价值等信息传递到目标客户，以便形成客户的认知、记忆和喜好，从而实现品牌传播、产品种草等目的的营销行为，是移动互联网时代的一种新型广告营销方式。

1、标的公司与前五大供应商的合作模式

标的公司的上游供应商主要为媒介方，包括微博、微信、抖音、快手、B 站、知乎、小红书、视频号等新媒体平台以及 MCN、KOL 等。

标的公司与核心供应商一般签订年度框架合同，就服务范围、定价方式、费用结算方式及账期等基本交易内容进行约定。在年度框架合同基础上，每笔业务订单通过交易系统、邮件、报价单等方式下单并执行。除上述年度框架合同外，标的公司与其他供应商签订业务订单，明确服务范围、服务价格、服务标准和结算方式等。

标的公司与报告期各期前五大供应商签署框架合同，具体合作模式如下：

(1) 2020 年度前五大供应商

序号	供应商名称	合作模式
1	北京微播视界科技有限公司	主营业务为针对不同客户群体的短视频社区平台，旗下有“抖音”“火山小视频”等 App，为新媒体平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购抖音等平台自媒体合作及推广服务；结算依据包括采购合同、报价单、发票等。
2	行吟信息科技（上海）有限公司	主营业务为深耕不同客户群体的购物分享社区，以图文、短视频形式为主，旗下有“小红书”等 App，为新媒体平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购小红书等新媒体品牌平台自媒体合作服务；结算依据包括采购合同、报价单、发票等。

3	上海颀划商务服务有限公司	该公司经营范围包括新媒体营销的红人采买与渠道采买，媒介平台以小红书、微博为主，为非平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购自媒体广告发布服务，包括个人博主广告推广及营销服务等；结算依据包括采购合同、结算单、发票等。
4	杭州华泰一媒文化传媒有限公司	该公司主要从事媒体孵化、互联网广告和广告公关业务；为非平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购新媒体 KOL 推广及投放服务；结算依据包括采购合同、服务结算单、发票等。
5	萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司	该公司主营业务为新媒体（KOL、KOC）广告投放类业务，创意营销类业务，服务品牌直接客户和其他广告代理公司；为非平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购新媒体广告投放服务；结算依据包括采购合同、服务结算单、发票等。

(2) 2019 年度前五大供应商

序号	供应商名称	合作模式
1	杭州华泰一媒文化传媒有限公司	同上表。
2	上海旦迈网络科技有限公司	该公司主营业务为品牌广告与信息流代理业务，媒介平台以今日头条、抖音、微信为主；为非平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购品牌广告与信息流代理业务；结算依据包括采购合同、服务结算单、发票等。
3	深圳市蜂群文化传播有限公司	该公司主要从事网红孵化、网络营销策划、内容创作、影视创作等业务；为非平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购社会化平台推广服务，包括微博、微信、微淘等平台；结算依据包括采购合同、服务结算单、发票等。
4	深圳前海思空传媒有限公司	该公司主营业务包含广告策划、内容营销、IP 合作、新媒体代运营、红人孵化与营销等；为非平台类供应商，与标的公司签订框架协议。标的公司主要向其采购 MCN 机构红人采买服务；结算依据包括采购合同、服务结算单、发票等。
5	北京微播视界科技有限公司	同上表。

2、标的公司与前五大客户的合作模式

标的公司的客户主要为广告主，标的公司与报告期前五大客户签署年度框架合同或按项目签订合同。

标的公司与重要客户一般签订年度框架合同，就服务范围、定价方式、费用结算方式及账期等基本交易内容进行约定。在年度框架合同基础上，每笔业务订

单通过客户系统、邮件、报价单等方式下单并执行。除上述年度框架合同外，标的公司与其他客户签订业务订单，明确服务范围、服务价格、服务标准和结算方式等。

标的公司与报告期各期前五大客户签署年度框架合同或按项目签订合同，具体合作模式如下：

(1) 2020 年度前五大客户

序号	客户名称	合作模式
1	欧莱雅（中国）有限公司	该公司主要从事化妆品、染发用具、护肤品、防晒用品、彩妆、淡香水和香水等产品的研发、涉及、生产、销售及服务；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，与标的公司签订了年度框架合同，结算依据包括订单、结案报告、验收单。
2	阿里巴巴	阿里巴巴主要从事核心商业、云计算、数字媒体及娱乐以及创新业务；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，与标的公司签订了年度框架合同，结算依据包括订单及报价单、结案报告、验收单。
3	娇韵诗化妆品（上海）有限公司	该公司主要从事护肤、美妆、美发、香水、美甲、男士护理的研发、涉及、生产、销售及服务；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，按项目签订合同，与标的公司的结算依据包括报价单、结案报告、验收单。
4	上海布鲁可积木科技有限公司	该公司是一家婴童玩具类公司，主要产品有布鲁可积木、布鲁可动画、布乐育、布鲁可教育等；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，按项目签订合同，与标的公司的结算依据包括报价单、结案报告、验收单。
5	广东丸美生物技术股份有限公司	该公司主要从事各类化妆品的研发、设计、生产、销售及服务；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，与标的公司的结算依据包括结算单、结案报告、验收单。

(2) 2019 年度前五大客户

序号	客户名称	合作模式
1	欧莱雅（中国）有限公司	同上表。
2	阿里巴巴	同上表。
3	苏宁易购集团股份有限公司 苏宁采购中心	该公司主要经营商品涵盖传统家电、消费电子、百货、日用品、图书、虚拟产品等综合品类；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，与标的公司签订了年度框架合同，结算依据包括信息服务执行单、结案确认单。

4	焕碧贸易（上海）有限公司	该公司主要从事化妆品、美容仪器、服装服饰的批发、进出口、佣金代理（拍卖除外）、网上零售，并提供相关的配套服务；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，与标的公司的结算依据包括报价单、结案报告、验收单。
5	红星美凯龙家居集团股份有限公司	该公司主要从事家具装饰及家具商场业务；主要向标的公司采购品牌线上营销推广服务，为标的公司的直接客户，与标的公司的结算依据包括报价单、结案报告、验收单。

（二）标的公司向报告期各期前五大供应商采购的主要内容

1、2020 年度前五大供应商的采购情况

序号	供应商	采购额(万元)	采购的主要内容
1	北京微播视界科技有限公司	3,030.09	标的公司主要向该公司采购抖音等新媒体平台 KOL 合作及推广服务。
2	行吟信息科技有限公司（上海）有限公司	2,516.24	标的公司主要向该公司采购小红书等新媒体品牌平台合作服务。
3	上海颀划商务服务有限公司	2,452.73	标的公司主要向该公司采购自媒体广告发布服务，包括个人博主广告推广及技术营销服务等。
4	杭州华泰一媒文化传媒有限公司	1,588.12	标的公司主要向该公司采购新媒体 KOL 推广及投放服务。
5	萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司	1,173.86	标的公司主要向该公司采购新媒体广告投放类服务；通过其投放的品牌约 40 个，包括阿里巴巴、欧莱雅、焕碧等。
合计		10,761.04	

2、2019 年度前五大供应商的采购情况

序号	供应商	采购额(万元)	采购的主要内容
1	杭州华泰一媒文化传媒有限公司	3,037.96	标的公司主要向该公司采购新媒体 KOL 推广及投放服务。
2	上海旦迈网络科技有限公司	1,185.61	标的公司主要向该公司采购品牌广告与信息流代理业务。
3	深圳市蜂群文化传播有限公司	1,005.14	标的公司主要向该公司采购社会化平台推广服务，包括微博、微信、微淘等多种社会化媒体传播平台。
4	深圳前海思空传媒有限公司	903.89	标的公司主要向该公司采购 MCN 机构红人采买服务。
5	北京微播视界科技有限公司	778.27	标的公司主要向该公司采购抖音星图等新媒体平台 KOL 合作及推广服务。
合计		6,910.87	

二、请你公司说明报告期各期前五大供应商变动较大的原因，供应商不稳定是否会对标的公司经营带来风险，如是，说明应对措施

(一) 报告期各期前五大供应商变动较大的原因

2020 年度前五大供应商及采购情况如下：

序号	供应商	采购额（万元）	占营业成本总金额比例	是否为关联方
1	北京微播视界科技有限公司	3,030.09	7.34%	否
2	行吟信息科技（上海）有限公司	2,516.24	6.10%	否
3	上海颀划商务服务有限公司	2,452.73	5.94%	否
4	杭州华泰一媒文化传媒有限公司	1,588.12	3.85%	否
5	萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司	1,173.86	2.85%	否
合计		10,761.04	26.08%	

2019 年度前五大供应商及采购情况如下：

序号	供应商	采购额（万元）	占营业成本总金额比例	是否为关联方
1	杭州华泰一媒文化传媒有限公司	3,037.96	13.33%	否
2	上海旦迈网络科技有限公司	1,185.61	5.20%	否
3	深圳市蜂群文化传播有限公司	1,005.14	4.41%	否
4	深圳前海思空传媒有限公司	903.89	3.96%	否
5	北京微播视界科技有限公司	778.27	3.41%	否
合计		6,910.87	30.31%	

2020 年标的公司前五大供应商中，行吟信息科技（上海）有限公司、上海颀划商务服务有限公司和萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司为当年新进入前五大的供应商；作为 2019 年度标的公司前五大供应商的上海旦迈网络科技有限公司、深圳市蜂群文化传播有限公司和深圳前海思空传媒有限公司，未进入 2020 年度前五大之列。

报告期内，标的公司前五大供应商发生上述变化主要是自媒体迭代变化、行业发展变化以及客户需求变化所致。

1、自媒体的迭代变化

各类自媒体分布于各类新媒体平台，平台的快速崛起和发展使自媒体发生迁移和迭代，其月度表现不断出现变化。

标的公司为企业客户的品牌和产品在互联网平台的自媒体账号内发布广告，通过众多自媒体进行传播推广。标的公司服务的客户以美妆、时尚、电商、快消类大客户居多，其目标消费群体与抖音、小红书、微博、微信、B 站等新媒体平台上的活跃用户重合度较高，因此这些自媒体账号是标的公司所采购的媒介终端。

自媒体的广告价值取决于其发布内容的质量、流量、完播率、转发数、评论量、点赞量、活动等指标，以及账号内容与广告主目标市场的匹配度等。由于自媒体广告的内容产出和投放频次较高，需要匹配当下时点传播效果最优的自媒体，而自媒体就个体而言生命周期较短，标的公司依靠沃米平台的数据积累和实时更新，在每一次订单提案时根据客户需求及预算进行媒介矩阵搭建。因此，从采购端来看，供应商集中度较低，变动较为频繁。

2、行业持续发展，MCN 机构数快速增长

近年来新媒体营销行业快速发展，尤其以小红书、抖音、快手等为代表的新媒体平台快速崛起，根据艾瑞咨询《2020 年中国网络广告市场年度洞察报告》^①显示，中国网络广告市场规模达 6464.30 亿元，预计在 2022 年市场规模突破万亿大关。受市场红利等因素的影响，越来越多机构与个人进入 MCN 行业，行业内新增大量 MCN 机构。根据克劳锐发布的《2021 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》^②统计，2017 年中国 MCN 机构数量为 1,700 家，2018 年增长至 5,800 家，2019 年增长至 20,000 家以上，2020 年 MCN 机构数量超过了 21,000 家，年复合增长率超过 130%。

MCN 机构数量的快速增长，一方面市场竞争加剧，部分机构在激烈竞争中逐渐被赶超和替代；另一方面，也使得标的公司可供选择的供应商数量不断增长。作为广告主的代理公司，标的公司精准把握内容和流量的变化，随着行业的发展

^① <http://report.iresearch.cn/report/202007/3614.shtml>，2021 年 5 月 28 日访问有效。

^② <http://www.topklout.com/#/home>，2021 年 5 月 29 日访问有效。

变化而及时调整供应链，不断与优质的和快速成长的 MCN 机构合作，保持自身的核心竞争力。

3、新媒体平台对自媒体广告的运营管理不断变化

近年来，各大新媒体平台加快整合自媒体资源，微博、抖音、小红书、B 站、快手等平台对自媒体广告发布实施管理，推出社区运营规范。2020 年，抖音星图、小红书品牌合作人、快手磁力引擎、B 站花火等平台逐步形成成熟的运营体系，分别整合多家主流 MCN 机构。因此，2020 年标的公司对小红书（行吟信息科技有限公司（上海）有限公司旗下产品）、抖音（北京微播视界科技有限公司旗下产品）的采购额大幅增长，其成为标的公司前五大供应商。

4、客户需求的变化

标的公司的最终客户为各行业的广告主，不同行业、不同品牌、不同业务规模的客户对于营销渠道、营销效果、投放媒介、表现形式等要求不同。如自媒体所在区域、获赞数与收藏数、互动指数（转评赞数）、内容形式（包括：原创/植入、视频/图文）、视频时长、是否参与线下活动、过往的合作品牌及合作案例、自媒体是否有橱窗、粉丝数等。

标的公司根据客户的营销需求，制定个性化营销提案并进行采购。因此，客户需求变化，对供应商的采购额和排名随客户的需求和选择变化而发生改变。

（二）供应商不稳定是否会对标的公司经营带来风险，如是，说明应对措施

1、供应商变化对标的公司经营不构成重大风险

自媒体的迭代变化是行业特性，求新求变是自媒体广告业务的价值所在，标的公司始终根据客户需求去寻找和匹配合适的供应链资源，这是新媒体广告业务的核心本质。

2、应对措施

针对供应商变化，标的公司的应对措施包括通过自主研发的沃米优选平台，择优选择供应商；储备充足的供应商资源，使供应商选择更具主动性；与主要供应商保持长期合作。

(1) 标的公司历来重视新媒体营销关键领域的技术研发与应用，标的公司自主研发的新媒体资源管理平台——沃米优选平台，管理微博、微信、抖音、快手、B站、知乎、小红书、视频号等各类新媒体的流量和明星资源。沃米优选平台整合了各类新媒体资源，通过数据分析、评估其营销价值，根据项目类型结合客户需求，通过比价的方式进行选择，按需进行采购。目前，沃米优选平台积累了大量的投放数据和评估分析模型，尤其是在美妆、快消、电商、互联网、母婴等细分领域。通过沃米优选平台，标的公司对供应商进行择优选择，在交易中处于优势地位。

(2) 目前，标的公司与超过 230 家 MCN 机构紧密合作，为客户提供更具创意、更具传播效果的营销服务。标的公司的主要供应商包括小红书（行吟信息科技有限公司（上海）有限公司旗下产品）、抖音（北京微播视界科技有限公司旗下产品）等新媒体平台，以及国内知名 MCN 机构，供应商储备充足。

(3) 标的公司与主要供应商保持长期合作，并与主要供应商签署合作框架合同，业务具备稳定性和持续性。相对供应商的采购额和排名的波动性，供应商本身是相对稳定的。在新媒体营销行业，市场容量庞大，可供选择的供应商众多，因此，标的公司在市场选择中具有主动性，可根据需求变化选择合适的供应商，同时与优质供应商保持长期稳定的合作关系。如 2019 年前五大供应商之一的深圳前海思空传媒有限公司，2020 年其虽未进入标的公司前五大供应商，但其作为新媒体内容生产和营销传播的头部 MCN 机构，以及微博的主要供应商之一，与标的公司持续开展战略合作，双方按照年度签署合作框架合同。

三、请你公司说明前五大供应商和前五大客户中是否存在关联方，如是，请进一步说明关联采购或销售的占比，以及标的公司向关联方进行采购或销售定价的公允性，标的公司是否具备业务独立性

经查阅标的公司报告期各期前五大供应商和前五大客户包括工商资料在内的公开信息，了解其基本情况；通过访谈、查阅合同等形式，排除其与标的公司存在关联关系的可能性。根据标的公司股东、董监高关联方调查表，标的公司与报告期各期前五大供应商和前五大客户不存在关联。

2019-2020 年度前五大供应商相关信息如下表：

名称	是否为关联方
北京微播视界科技有限公司	否
行吟信息科技（上海）有限公司	否
上海颀划商务服务有限公司	否
杭州华泰一媒文化传媒有限公司	否
萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司	否
上海旦迈网络科技有限公司	否
深圳市蜂群文化传播有限公司	否
深圳前海思空传媒有限公司	否

如上表所示，标的公司与报告期各期前五大供应商不存在关联关系。

2019-2020 年度前五大客户相关信息如下表：

名称	是否为关联方
欧莱雅（中国）有限公司	否
阿里巴巴	否
娇韵诗化妆品（上海）有限公司	否
上海布鲁可积木科技有限公司	否
广东丸美生物技术股份有限公司	否
苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心	否
焕碧贸易（上海）有限公司	否
红星美凯龙家居集团股份有限公司	否

如上表所示，标的公司与报告期各期前五大客户不存在关联关系。

四、标的公司 2020 年前五大供应商中，上海颀划商务服务有限公司和萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司分别成立于 2020 年 4 月和 9 月，注册资本也仅有 1000 万元和 500 万元，但 2020 年与标的公司发生采购金额分别为 2,452.73 万元和 1,173.86 万元，请你公司结合前述两家公司成立时间较短、注册资本较低等情况，说明向其进行大额采购的原因，以及采购的主要内容，是否具备商业实质，相关采购行为是否真实；

(一) 上海颀划商务服务有限公司、萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司相关情况

供应商主营业务、注册资本等相关信息如下表：

名称	注册资本	主营业务	股东构成	备注
上海颀划商务服务有限公司	1,000.00 万	新媒体营销的红人采买与渠道采买，媒介平台以小红书、微博为主。	上海安亭汽车城经济发展有限公司	根据访谈，标的公司采购额占其销售额为 10%-20%
萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司	500.00 万	新媒体 (KOL&KOC) 广告投放类业务，创意营销类业务，服务品牌直接客户和其他广告代理公司	张磊、孟令贤	根据访谈，标的公司采购额占其销售额为 10%-20%

(二) 向上述供应商进行大额采购的原因及商业实质

1、上述供应商成立时间较短与行业发展背景契合

根据克劳锐发布的《2021 年中国 MCN 行业发展研究白皮书》^①统计，2017 年中国 MCN 机构数量为 1,700 家，2018 年增长至 5,800 家，2019 年增长至 20,000 家以上，2020 年中国 MCN 机构数量超过了 21,000 家。由此可见，在近 1 至 2 年，市场中成立了大量 MCN 机构，上述供应商是众多新成立的机构之一，其成立顺应行业发展趋势。

^① <http://www.topklout.com/#/home>，2021 年 5 月 29 日访问有效。

新兴 MCN 机构的快速发展主要依赖核心团队，机构成立前，核心团队往往已经具有丰富的行业经验和资源。机构成立后，相关业务可以在短期内得到快速复制与发展。因此，上述供应商成立时间短与行业背景契合。

2、上述供应商注册资本较低与其业务模式相匹配

MCN 机构属于轻资产运营企业，核心资产是运营体系和团队，对资本规模依赖较小。由于 MCN 机构一般不接受付款账期或账期较短，因此无须大额注册资本即可开展业务。以小红书和抖音平台为例，小红书平台所属行吟信息科技(上海)有限公司注册资本为 100.00 万元，抖音平台所属北京微播视界科技有限公司注册资本为 100.00 万元。

因此，上海颀划商务服务有限公司和萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司注册资本较低具备合理性。

3、上述供应商成立时间虽短，但业界资源丰富，符合标的公司业务需要

2020 年，短视频等平台活跃用户数量和用户时长增长迅速，标的公司的广告投放向小红书、抖音持续迁移。行业内的 MCN 机构纷纷抢占小红书等市场资源，自媒体不断被相应的 MCN 机构签约，小红书官方品牌合作人等平台的相关资源已不能满足标的公司不断增长的需求。萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司主要侧重于提供小红书等平台的资源，而上海颀划商务服务有限公司主要侧重提供微博、小红书等平台的资源。

上述供应商及其经营管理团队拥有较好的平台及业界资源，因此得以进入标的公司的供应商之列，标的公司对其进行大额采购。

4、标的公司向上述供应商的采购行为符合内控制度，业务真实

标的公司就采购活动建立严格内控制度，对供应商进行严格的评估和遴选，与优质供应商开展合作。采购活动内部管控流程涵盖合同签订、采购订单、付款结算等环节。标的公司与上述供应商合作严格按照其内控制度，履行相应采购流程和决策程序，结算方式合理、合规。截至报告期末，标的公司与上述供应商不存在预付款项。

2020年，标的公司通过萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司投放的品牌包括阿里巴巴、爱茉莉、丸美、焕碧、美赞臣、LV集团、布鲁可、红星美凯龙、苏宁易购、资生堂等；通过上海颀划投放的品牌包括阿里巴巴、爱茉莉、布鲁可、百联集团、优酷、伽蓝集团、丸美、湖南御泥坊、焕碧、娇韵诗、金拱门、小鹏汽车等。

5、标的公司按需采购，需求的变化与增长带动采购金额增长

标的公司始终根据客户需求寻找和匹配合适的供应商资源。不同行业、品牌的目标市场与投放平台的匹配度不同，不同客户对于营销效果、投放媒介、表现形式等需求也各不相同。当客户的投放需求向小红书、抖音等平台迁移，或对于内容的质量、流量、完播率、转发数、评论量、点赞量有更高要求时，标的公司向这一类供应商的采购额将相应增加。

同时，标的公司2019年实现营业收入31,086.63万元，2020年实现营业收入53,904.69万元，同比增长73.40%。因此，由于销售规模的大幅增长，相应导致标的公司向上述供应商进行大额采购。

6、本公司聘请的独立财务顾问履行核查程序，采购行为真实

独立财务顾问对上述两家供应商采购行为的真实性及核算的完整性和准确性进行了核查，核查的方法主要包括：

(1) 查看报告期内谦玛网络与上述供应商的业务合同，检查的内容主要有：合同金额、合作内容、结算模式、返点金额等；

(2) 通过全国企业信用信息公示系统和天眼查查询上述供应商的工商资料，查看供应商的股东及出资信息、主要人员、经营状态等信息，检查股东、董事、监事、高级管理人员等是否与标的公司存在关联关系；

(3) 获取报告期内谦玛网络与上述供应商签订的合同、月度结算单或各媒体渠道发布的链接情况，对合同主要条款、结算单、投放情况进行核对。检查谦玛网络向上述供应商支付有关的银行流水及相关凭证，核查交易情况的真实性；

(4) 对上述供应商进行实地访谈，与供应商相关负责人进行访谈；访谈内容的重点主要有：双方的业务合作情况、背景、内容，合同执行情况，是否存在关联关系，采购模式，结算模式和周期，是否存在纠纷等问题；

(5) 对报告期内谦玛网络与上述供应商的采购金额、应付账款、预付款项等进行函证，并已取得上述供应商的回函，回函相符。

(6) 检查报告期内上述供应商的应付账款情况，对款项是否为直接支付给供应商和付款金额进行检查；

(7) 对谦玛网络报告期内与上述供应商的应付账款、营业成本、存货的财务凭证进行了检查，检查的重点主要有：原始凭证内容是否完整、是否经过适当的授权批准、金额是否正确、账务处理是否正确、附件是否齐全等；

(8) 查看了部分业务人员与上述供应商的邮件往来，核查其时间和业务发生时间是否匹配，对账内容与财务记录的业务内容是否一致。

经独立财务顾问核查，标的公司向上述供应商进行大额采购具备商业实质，相关采购行为真实。

(三) 采购的主要内容

标的公司与上述供应商签订采购协议，标的公司采购的主要服务内容与供应商的主营业务匹配，具体采购内容如下：

供应商名称	供应商主营业务	标的公司主要采购内容	结算依据
上海颀划商务服务有限公司	主营业务包括新媒体营销的红人采买与渠道采买，媒介平台以小红书、微博为主	标的公司主要向该公司采购自媒体广告发布服务，包括个人博主广告推广及技术营销服务等；2020年标的公司通过该公司投放的品牌约70个，包括阿里巴巴、爱茉莉、丸美等。	采购合同、结算单、发票等
萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司	主营业务为新媒体广告投放类业务，创意营销类业务，服务品牌直接客户和其他广告代理公司	标的公司主要向该公司采购新媒体广告投放类服务；2020年标的公司通过该公司投放的品牌约40个，包括阿里巴巴、欧莱雅、焕碧等。	采购合同、服务结算单、发票等

五、标的公司 2019 年、2020 年对前五大客户的销售收入分别为 18,864.34 万元、29,248.06 万元，占当年营业收入比例分别为 60.68%、54.26%，前五大客户存在一定集中性。请你公司结合同行业可比公司的情况，说明前五大客户集中度较高的合理性，并说明标的公司与报告期各期前五大客户是否存在稳定合作关系，是否存在客户流失的风险，如是，说明应对措施

北京元隆雅图文化传播股份有限公司于 2021 年 4 月 30 日披露了《北京元隆雅图文化传播股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告（草案）》。因工作人员工作疏忽，将前五大客户部分内容填报错误，现将有关内容更正如下：

报告期各期，标的公司前五大客户交易情况如下：

2020 年度标的公司前五大客户

单位：万元

序号	客户名称	更正前		更正后	
		销售额	占营业收入比例	销售额	占营业收入比例
1	欧莱雅（中国）有限公司	13,581.97	25.20%	14,396.89	26.71%
2	阿里巴巴	6,788.76	12.59%	7,196.08	13.35%
3	娇韵诗化妆品（上海）有限公司	3,797.89	7.05%	4,025.77	7.47%
4	上海布鲁可积木科技有限公司	2,581.88	4.79%	2,736.79	5.08%
5	广东丸美生物技术股份有限公司	2,497.56	4.63%	2,647.41	4.91%
合计		29,248.06	54.26%	31,002.94	57.52%

2019 年度标的公司前五大客户

单位：万元

序号	客户名称	更正前		更正后	
		销售额	占营业收入比例	销售额	占营业收入比例
1	欧莱雅（中国）有限公司	9,263.68	29.80%	9,819.50	31.59%
2	阿里巴巴	5,465.53	17.58%	5,793.46	18.64%
3	苏宁易购集团股份有限公司	2,353.40	7.57%	2,494.60	8.02%

	苏宁采购中心				
4	焕碧贸易（上海）有限公司	920.21	2.96%	975.42	3.14%
5	红星美凯龙家居集团股份有限公司	861.52	2.77%	913.21	2.94%
合计		18,864.34	60.68%	19,996.19	64.33%

（一）同行业可比公司的情况

1、2020 年度同行业可比公司前五大客户集中度情况

序号	可比公司	销售额（万元）	占年度销售总额比例	其中关联方销售额占比
1	天下秀	98,843.61	32.30%	5.27%
2	省广集团	338,569.44	25.49%	7.68%
3	思美传媒	82,953.65	20.94%	-
4	腾信股份	78,269.58	87.86%	-
5	三人行	207,239.28	73.81%	-
6	蓝色光标	783,972.06	19.34%	-
7	华扬联众	443,970.28	48.55%	-
平均值		290,545.42	44.04%	1.85%
谦玛网络		31,002.94	57.52%	-

2、2019 年度同行业可比公司前五大客户集中度情况

序号	可比公司	销售额（万元）	占年度销售总额比例	其中关联方销售额占比
1	天下秀	53,331.19	26.97%	-
2	省广集团	364,889.79	31.66%	7.06%
3	思美传媒	121,162.86	40.43%	-
4	腾信股份	118,016.86	79.71%	-
5	三人行	12.46	76.35%	-
6	蓝色光标	383,301.92	13.64%	-
7	华扬联众	495,926.09	47.20%	-
平均值		219,520.17	45.14%	1.18%
谦玛网络		19,996.19	64.33%	-

（二）前五大客户集中度较高的合理性分析

1、标的公司客户集中度较高具备商业合理性

同行业七家可比公司中，2019年、2020年前五大客户销售额占年度销售总额比例超过70%的有两家，其他五家均未超过50%。报告期标的公司前五大客户集中度相对于大部分可比公司偏高。

影响客户集中度的主要因素有业务模式和收入规模。在To B模式的商务服务行业中，优先争取大客户，有利于提高行业影响力，因此广告公司在初期和发展阶段会集中力量服务大客户；公司发展成熟稳定期，收入规模越大，各类型客户越多，客户集中度越低。由上表可见，可比上市公司业务规模大，发展较为成熟，因此前五大客户的集中度相对较低。标的公司目前正处于成长期，优先服务于大客户符合企业发展的特征。随着标的公司不断发展，客户和收入规模增长，单一客户和前五大客户占比逐渐下降。2020年，标的公司前五大客户销售额占年度销售总额比例为57.52%，较2019年的64.33%同比下降11.84%。根据选取的可比公司情况，2020年度同行业可比公司前五大客户集中度最低为19.34%，最高为87.86%；2019年度同行业可比公司前五大客户集中度最低为13.64%，最高为79.71%；标的公司该项指标均落于选取的可比公司区间内。

关于客户集中风险披露，详见《北京元隆雅图文化传播股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》之“重大风险提示”之“二、标的公司的经营风险、（七）客户集中风险”。

2、标的公司与大客户进行业务合作具有规模经济

标的公司的前五大客户中，不乏阿里巴巴、欧莱雅等国际知名品牌。根据该两大公司年度报告披露，欧莱雅2020年营业收入2191亿元，其中电商收入占26.6%，电商收入同比增长62%；阿里巴巴2020年收入5097亿元。庞大的业务规模，导致其在新媒体营销的需求始终维持在较大水平；每年投入新媒体广告的预算相对于标的公司的收入规模而言是巨量级的。

标的公司的基本展业策略之一是大客户服务模式。优先争取并服务于大客户，有助于提升公司的品牌知名度，形成口碑效应。不断强化竞争优势，获得更为有

利的市场地位,从而提升公司盈利水平。同时,大客户是标的公司业绩的压舱石,尤其在标的公司快速发展阶段,集中公司资源和人力争取和维护大客户是合理的经营策略。

服务一个客户、执行一个项目,所需业务人员是相对固定的,单个客户体量越大,单张订单金额越大,越有利于提高人效,降低边际费用,形成显著的规模经济效应。因此,客户集中度保持在一定的水平,是标的公司在一定的人员及管理边界上利益最大化的选择。

3、标的公司在服务大客户上有明显优势

标的公司所处行业市场化程度较高,标的公司与核心大客户的业务合作关系多年来保持稳定,其所具备的策略和创意设计能力、全网自媒体大数据获取和分析能力、合规性,在服务大客户上有明显优势。因此,国内和国际知名企业是标的公司的目标客户,例如欧莱雅和阿里巴巴。2019年、2020年,标的公司对该两家客户的销售收入合计金额占标的公司当年营业收入总额的比例分别为50.23%、40.06%。经过近几年的发展与积累,标的公司已与美妆、快消、母婴、互联网等行业的大客户建立了稳定的合作关系。

综上,一方面,客户集中度较高是普遍现象。另一方面,标的公司在服务大客户上有明显优势,与大客户进行业务合作具有规模经济。因此,标的公司2019年、2020年前五大客户存在一定集中性具备合理性。

(三) 说明标的公司与报告期各期前五大客户是否存在稳定合作关系,是否存在客户流失的风险

1、标的公司与报告期各期前五大客户存在稳定合作关系

2019年度,标的公司的前五大客户为:欧莱雅(中国)有限公司、阿里巴巴、苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心、焕碧贸易(上海)有限公司、红星美凯龙家居集团股份有限公司。2020年度,娇韵诗化妆品(上海)有限公司、上海布鲁可积木科技有限公司、广东丸美生物技术股份有限公司进入标的公司前五大客户,原欧莱雅(中国)有限公司、阿里巴巴排名不变。标的公司与上述客户存在稳定合作关系,不存在重大的客户流失风险。

（1）标的公司与欧莱雅业务合作具有稳定性

2018年9月标的公司成功入围欧莱雅的新媒体营销服务商，2019年开始承接订单，在微博、微信、抖音、快手、B站、小红书、直播等新媒体营销上为欧莱雅提供新媒体营销策略、种草投放、KOL研讨会、品牌公关礼盒体验派发、官方账号运维等服务，涉及巴黎欧莱雅、3CE、美即、美宝莲、勃朗圣泉、卡诗、科莱丽、修丽可、适乐肤、理肤泉、羽西、阿玛尼、薇姿、欧莱雅男士、兰蔻、植村秀、YSL、赫莲娜、科颜氏、NYX、碧欧泉等众多品牌。

2021年，标的公司继续入围欧莱雅的新媒体营销年度服务商，自2019年起已连续3年为欧莱雅提供服务，助力欧莱雅打造多项爆款产品，业绩屡创佳绩。

（2）标的公司与阿里巴巴业务合作具有稳定性

2017年标的公司与阿里巴巴初次合作，2018年即成为其新媒体营销服务商，先后为阿里巴巴提供新媒体投放、话题事件营销、娱乐营销、创意营销等服务。服务所涉及的品牌包括天猫、天猫国际、淘宝、聚划算、饿了么、飞猪、口碑、银泰百货、阿里通信、优酷、阿里体育、阿里公益、阿里巴巴、菜鸟、钉钉、淘宝心选、盒马等众多品牌。

2021年，标的公司继续入围阿里巴巴的新媒体营销年度服务商，自2017年起已连续5年为阿里巴巴服务。同时，标的公司是阿里巴巴新媒体全渠道服务商，媒体范围包括微博、微信、抖音、快手、B站、小红书、知乎、直播等。

（3）标的公司与其他前五大客户业务合作具有稳定性

客户在新媒体营销服务中投入的预算是其销售金额和排名变化的影响因素之一。2020年，娇韵诗、布鲁可、丸美等公司在新媒体的营销预算充足，同时标的公司的服务深受客户认可，因此与娇韵诗、布鲁可、丸美的合作金额超过2,000万元，进入当年标的公司的前五大客户。同时，标的公司依然与苏宁易购、红星美凯龙等公司保持着紧密的合作。

（4）标的公司的在手订单情况

标的公司通过以往积累的客户以及营销资源，良好的服务意识，在行业内形成了良好的口碑以及成功的案例运作经验，目前已经积累了丰富的客户资源，与核心客户建立了稳定的合作关系；同时在新客户拓展过程中也取得了显著成效，为标的公司的业务实现提供了良好保障。

根据行业惯例，标的公司与品牌客户签订的业务合同多为框架合同，在此基础上客户根据需求向标的公司发送业务订单作为具体合作的依据。截至 2021 年 3 月 31 日，仍在执行的订单有 271 个，在手订单合计金额 17,123.78 万元。（详见本回复“问题 1”之“二、”之“（四）在手订单情况及客户拓展”）

根据在手订单情况，标的公司报告期内的前五大客户悉数在列；根据合同执行情况以及与前五大客户的业务拓展情况，随着合作的不断深入，交易的可持续性和客户的稳定性将持续提升，从而客户流失的风险将进一步降低。综上，标的公司与报告期各期前五大客户合作关系稳定，尤其是欧莱雅、阿里巴巴等客户，标的公司与之合作均已具备一定年限，合作基础稳固，不存在重大的客户流失风险。

2、针对进一步增强客户稳定性的措施

标的公司在服务大客户上有明显优势，客户的可持续性强。标的公司通过以往积累的客户以及营销资源，良好的服务意识，在行业内形成了良好的口碑以及成功的案例运作经验，受到了广告主以及媒介渠道的肯定。目前，标的公司已经积累了丰富的客户资源，与核心客户建立了长期、稳定、深度的合作关系，为进一步分散经营风险打好基础。同时，在新客户拓展过程中也取得了显著成效，为标的公司的业务实现提供了良好保障。

未来，新媒体营销整合服务将持续被广告主重视，标的公司将不断扩大服务团队和技术投入，提升服务团队的能力，为客户提供更多的新媒体营销策略，拓展资源，为客户创造效益，进一步提升客户满意度。

六、请你公司说明标的公司是否签约“网红博主”或从事“网红直播”“网红带货”业务，如是，请补充披露该等“网红”相关业务的经营模式，包括但不限于在手订单情况、产品销量、销售金额、收入确认方式、以及对你公司经营及财务产生的具体影响

(一) 标的公司是否签约“网红博主”或从事“网红直播”“网红带货”业务

截至本回复签署之日，标的公司不存在签约“网红博主”的情形，不存在从事“网红直播”“网红带货”业务的情形。

1、网红博主、网红直播及网红带货的定义

(1) “网红博主”

目前“网红博主”并无严格的定义，“网红博主”通过分享日常的行为或者输出专业的知识而被网民关注，具有一定的知名度和粉丝群体，活跃在新媒体平台中，包括不限于微博、微信、抖音、快手、B站、小红书、知乎、视频号等。

(2) “网红直播”

参照传播学及电视现场直播的概念，“网络直播”，是指在现场随着事件的发生、发展进程同步制作和发布信息，具有双向流通过程的信息网络发布方式。其形式可分为现场直播、演播室访谈式直播、文字图片直播、视音频直播或由电视（第三方）提供信源的直播；同时，其具备海量存储，查寻便捷的功能。而“网红直播”，是指签约网红通过直播的形式同步制作和发布信息。

(3) “网红带货”

“直播带货”，是指在直播的同时带货，其形式在不断变化。出现直播带货的原因是由于电商的兴起，引起一些娱乐行业人士关注并参与其中，从而演化出直播带货。“网红带货”，是指网红在直播的同时带货，通过互联网平台，使用直播技术进行近距离商品展示、咨询答复、导购的新型服务方式，一般由店铺自己开设直播间，或由职业主播集合进行推介；通常根据最终销量以佣金的形式与广告主结算。

MCN（Multi-Channel Network），即多频道网络，一种多频道网络的产品形态，是一种新的网红经济运作模式。这种模式将不同类型和内容的 PGC（专业生产内容）联合起来，在资本的有力支持下，保障内容的持续输出，从而最终实现商业的稳定变现。各类网红博主会主动和 MCN 机构签约，或者 MCN 机构会主动培育养成自己的网红。MCN 的收入来源大致可包括广告、直播、电商三类，广告是指通过内容和流量收费，直播是指通过广告和打赏收费，电商是指通过广告和佣金收费。

2、标的公司与 MCN 机构商业模式对比

标的公司主营业务为新媒体营销广告服务。以下表格简要概括了互联网广告公司与 MCN 机构的商业差别：

对比点	互联网广告公司（新媒体营销或数字化营销）	MCN（新媒体营销、网红直播、网红带货）
客户不同	主要是广告主	主要是广告公司、休闲娱乐的个人、需要销售产品的厂商
供应商不同（主要成本不同）	媒介供应商（如抖音、小红书等投放平台）和非媒介供应商（如后期剪辑制作、摄影等）	人工成本（网红个人的时间及精力投入）、运营成本（平台的流量费用）
是否与网红博主签约	否	是
盈利模式不同	通过价差或者创意获得收入	主要通过打赏、获得广告投放、或者带货佣金取得收入
依赖的核心商业资源不同	主要依赖于广告业务承接和创意制作，客户更关注品牌声誉和专业服务能力	主要依赖于网红个人、自媒体矩阵
适用的监管制度不同	《中华人民共和国广告法》、《互联网广告管理暂行办法》	《国家广播电视总局关于加强网络秀场直播和电商直播管理的通知》、《市场监管总局关于加强网络直播营销活动监管的指导意见》
代表性企业	如标的公司、天下秀等	谦寻（杭州）文化传媒有限公司，也即薇娅签约的 MCN、美腕（上海）网络科技有限公司，也即李佳琦签约的 MCN 机构

综合以上分析可见，标的公司与 MCN 机构及网红直播、网红带货等有着明显的差别，具有不同的商业实质，经核查，截至本回复签署之日，标的公司不存在签约“网红博主”的情形，不存在从事“网红直播”和“网红带货”业务的情形。

（二）标的公司历史上投资仟美文化的情况

历史上标的公司出于商业尝试的目的，曾经通过下属全资子公司上海霏多持有杭州仟美文化传播有限公司（以下简称“仟美文化”）的部分股权，仟美文化主要从事网红签约、孵化和商业变现等业务。根据工商资料显示，2021年1月，标的公司已将所持仟美文化的股权全部转让。持有期间，仟美文化不存在因违法违规受到处罚的情形。

1、历史沿革

2019年9月27日，标的公司通过旗下全资子公司上海霏多与叶琳、董培续共同出资设立仟美文化，拟通过仟美文化从事网红签约、孵化和商业变现等业务，实现业务延伸。

设立时，仟美文化股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例（%）
1	上海霏多	25.50	51.00
2	叶琳	15.00	30.00
3	董培续	9.50	19.00
合计		50.00	100.00

2020年10月，上海霏多与叶琳、董培续签署增资及股权转让协议，上海霏多向董培续转让其所持仟美文化7.50%股权，作价7.50万元；叶琳向仟美文化增资26.00万元，董培续向仟美文化增资24.00万元。本次股权转让及增资事项于2020年10月20日完成工商变更。

本次交易后，仟美文化股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例（%）
1	上海霏多	18.00	18.00
2	叶琳	41.00	41.00
3	董培续	41.00	41.00
合计		100.00	100.00

因标的公司聚焦主营业务发展，2020年12月30日，上海霏多与叶琳、董培续签署股权转让协议，上海霏多向叶琳转让其所持仟美文化9.00%股权，作价9.00万元；上海霏多向董培续转让其所持仟美文化9.00%股权，作价9.00万元。本次股权转让事项于2021年1月12日完成工商变更。

本次交易后，上海霏多不再持有仟美文化股权；标的公司及其下属子公司与叶琳、董培续不存在关联关系。

2、主营业务

仟美文化主营业务为通过网红所在平台，为广告主发布营销推广文案、视频等内容，不涉及直播带货业务。设立至今，仟美文化共签约20余位网红。

3、主要财务数据及对标的公司的影响

2019年9月至2020年9月，仟美文化纳入标的公司合并范围。并表期间，仟美文化共实现营业收入641.59万元，其中由网红提供的营销推广收入为316.14万元；实现归母净利润-6.00万元。

4、标的公司出具了相应的声明

标的公司于2021年5月21日签署了相应的声明：（1）“截止到声明签署之日，本公司未签约网红博主、本公司不存在网络直播业务且不存在直播带货业务，在本公司的商业规划中，亦不存在开展此类业务的商业安排。”（2）“本公司已经全部转让杭州仟美文化传播有限公司的股权，受让方与本公司及本公司董事、高级管理人员不存在关联关系，与本公司及本公司控制的主体以直接或者间接方式签约的网红博主均已合法解除合约，如有不实表述的，本公司将承担全部法律责任。”（3）“以上声明，自签署之日起生效，且不可撤销”。

（三）结论

截至本回复签署之日，标的公司未签约网红博主、标的公司不存在网红直播业务且不存在网红带货业务，在标的公司的商业规划中，亦不存在开展此类业务的商业安排。标的公司已经全部转让仟美文化的全部股权，受让方与标的公司及

标的公司董事、高级管理人员等不存在关联关系，与标的公司及标的公司控制的主体以直接或者间接方式签约的网红博主均已合法解除合约。

上述内容已在《报告书》“第四章 标的资产基本情况”之“五、主营业务发展情况”之“（五）主要经营模式、盈利模式、结算模式和研发模式”之“5、标的公司不存在“网红”相关业务”进行补充披露。

七、中介机构核查意见

经核查，本公司独立财务顾问认为：

供应商变化对标的公司经营不构成重大风险。标的公司与报告期各期前五大供应商和前五大客户不存在关联关系。

标的公司主要向上海颀划商务服务有限公司和萍乡市中邦邦德信息技术服务有限公司采购自媒体营销服务，具备商业实质，采购行为真实合理。

标的公司前五大客户集中度较高具有合理性。标的公司与报告期各期前五大客户合作关系稳定，不存在重大客户流失风险。

截至本回复签署之日，标的公司未签约“网红博主”，未从事“网红直播”“网红带货”业务。

问题3、报告书显示，本次交易完成后，标的公司将成为你公司的全资子公司，本次交易中，你公司与刘迎彬、程振华签署的《业绩承诺补偿协议》（以下简称“协议”）设置了竞业禁止条款，将截至协议签署日标的公司现有的相同、相似、构成或可能构成直接或间接竞争的业务或活动认定为竞争业务，包括在中国从事礼赠品创意设计和供应、新媒体营销服务和新媒体创意业务。

（1）结合标的公司的主营业务开展情况，请你公司详细说明标的公司的持续竞争力是否严重依赖于刘迎彬、程振华及标的公司其他高级管理人员或核心技术人员，并说明公司对标的公司是否能够实施有效控制，及后续整合计划；

（2）结合公司人才储备培养、行业管理经验、公司治理安排等，请你公司说明本次交易完成后，为稳定标的公司现有管理层及核心技术人员拟采取的具体措施；

(3) 竞业禁止条款中，竞争业务的范围仅是截至协议签署日标的公司从事的业务，请你公司说明如后续标的公司业务范围发生调整，竞争业务范围是否相应调整，如否，请说明该设置的合理性以及是否可能损害上市公司利益；

(4) 请你公司独立财务顾问进行核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的公司的主营业务开展情况，请你公司详细说明标的公司的持续竞争力是否严重依赖于刘迎彬、程振华及标的公司其他高级管理人员或核心技术人员，并说明公司对标的公司是否能够实施有效控制，及后续的计划；

(一) 主要业务开展与上述具体人员的关系

谦玛网络主要从事新媒体营销业务，服务内容包含广告创意、广告内容制作及广告媒介推荐和采买，业务在标的公司整体运营体系下开展。谦玛网络业务相关部门及其职能和人员构成如下：

序号	部门名称	业务职能
1	商务拓展中心	新客户的拓展
2	事业一部	客户服务、项目比稿及执行，创意策略为核心的营销业务，服务行业主要为快消、美妆
3	事业二部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为互联网
4	事业三部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为美妆、服饰
5	事业四部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为快消、母婴
6	事业五部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为快消、美妆及渠道客户
7	事业六部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务+自媒体运营业务，服务行业主要为母婴、快消
8	事业七部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为美妆、日化
9	事业八部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为互联网、美妆
10	事业九部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为护肤、美妆
11	事业十部	客户服务、项目比稿及执行，创意策略为核心的营销业务+流量为核心的营销业务，服务行业主要为互联网
12	事业十一部	客户服务、项目比稿及执行，创意策略为核心的营销业务+流量为核心的营销业务，服务行业主要为互联网

13	事业十二部	客户服务、项目比稿及执行，流量为核心的营销业务，服务行业主要为美妆、护肤
14	策略中心	客户和项目的比稿的策略策划方案的撰写、提案
15	创意中心	客户和项目的比稿的创意方案的撰写，和创意项目的执行
16	媒介中心	媒介类资源的拓展、维护、采购
17	技术中心	内部媒体资源平台（沃米优选）、ERP系统的开发和运维
18	采购中心	非媒介类资源的拓展、维护、采购
19	平台运营中心	平台（抖音、快手、B站、小红书等）拓展、维护、采购
20	人力资源部	人力资源规划、招聘与配置、培训与开发、绩效管理、薪酬福利管理、劳动关系管理
21	行政管理部	行政事务管理工作
22	财务合规部	财务制度建设、会计核算、资金管理、成本控制、风险管控等
23	品牌部	品牌建设，奖项申报等
24	法务部	有关公司法律事务、合同建立及审核、制度管理及维护、内部法律事项咨询等

标的公司在新媒体广告领域获得客户、进而获取客户订单，在创意能力、对品牌行业经验、对客户响应速度和项目执行能力、新媒体数据能力、媒介资源管理能力、媒介采买规模等方面都需要具备一定的核心竞争力。这些核心竞争力既存在于执行业务的团队，也沉淀在标的公司过往的案例、知名客户名单、广告创意奖项所提供的实力证明等方面；对客户的响应速度和项目执行能力既依赖业务执行团队，也依赖于标的公司各个业务部门的高效配合运转；新媒体数据能力和媒介资源管理能力主要沉淀在标的公司的媒介数据平台和采购管理体系之中；媒介采买规模由标的公司历年业务订单所形成。与单纯的内容制作业务不同，谦玛网络所从事的广告服务业的核心价值在于为广告主提供广告服务，客户需求的达成依靠标的公司整体的高效运营，业务链条上的各个环节已形成高度专业化分工。随着标的公司营业收入从2017年的1.21亿元增长到2020年5.39亿元，团队人数从2017年末的60人增加到2020年末的235人，事业部数量从2017年的2个增加到目前的12个，标的公司运营体系逐渐完善且日益壮大，创始人与业务一线的距离适当分离，标的公司经营对创始人刘迎彬和程振华的依赖度与2018年首次收购时已发生较大变化。

（二）主要业务开展与管理层人员及核心技术人员的关系

标的公司管理层人员及核心技术人员的职务及所负责领域如下：

序号	姓名	职务	主要工作或负责领域	是否为公司创始人
1	刘迎彬	总经理	战略规划、经营规划	是
2	程振华	销售总监	广告主策略推广规划及执行	是
3	刘明宝	商务总监	新客户拓展	是
4	朱吉鸿	运营总监	负责日常运营业务活动	是
5	薛冠华	策略总监	为客户提供营销策略，紧跟市场变化，开拓新的营销方式	否
6	高蓓蓓	客户总监	对现有客户分析，挖掘客户需求	否
7	刘治勇	采购总监	非媒介资源开拓及采购	否
8	崔友胜	媒介总监	媒介资源开拓及采购	否
9	张欢欢	财务经理	会计核算、经营预算、融资	否
10	王小飞	技术总监	技术产品开发	否
11	胡庆平	技术副总监	技术产品开发	否
12	雷鸿	资深产品经理	技术产品开发	否
13	郑荔芝	资深产品经理	技术产品开发	否

谦玛网络成立初期，基于刘迎彬、程振华、刘明宝、朱吉鸿等创始团队在新媒体营销行业丰富的经验和资源，其业务主要靠创始团队承接，存在一定的依赖性。在谦玛网络的发展过程中，因为新媒体广告行业快速成长，谦玛网络在上市公司的声誉和资金支持下业务快速扩张，推动标的公司积极完善人才招聘和培养体系，以满足不断提升的客户需求。在 ToB 服务模式下，快速扩张必然伴随着标的公司内部逐步平台化，为业务执行团队搭建平台，并能不断容纳更多的执行团队，平台为其提供公共资源。自 2018 年以来，谦玛网络已经在策略、创意、技术、客户服务、数据、媒介和后台管理等各个业务环节组建了专业部门，并在客户服务的核心环节设立了 12 个事业部，各个部门和事业部均拥有一批出色人才。目前谦玛网络已经拥有超过 200 名新媒体专业人才，并且还在不断引进人才。客户构成也由原先的广告代理商为主，逐步发展为欧莱雅、阿里巴巴、娇韵诗、

丸美、爱茉莉、金拱门、美赞臣、腾讯等直接客户为主。大客户有着严格的供应商入库和管理体系，日常业务的对接也沉淀在具体执行团队，从而对创始人的依赖较低。

综上，标的公司的业务开展与持续竞争力不存在对某个或某几个高级管理人员及核心技术人员严重依赖的情况。

（三）公司对标的公司实施有效控制的情况

公司对子公司的管理和控制依据是《北京元隆雅图文化传播股份有限公司控股子公司管理制度》。根据该制度规定，主要从如下几个方面对标的公司实施有效控制：

1、重大事项方面

（1）标的公司的股权变更、改组改制、收购兼并、投融资、抵押及其他形式担保、资产处置、重大固定资产购置（超过净资产的5%）、借款、对外投资、重大产品或营销方案、收益分配等重大事项，需要报送公司的审批。

（2）标的公司应当依据公司的经营策略和风险管理政策，并结合自身业务特点，建立相应的经营计划、风险管理程序。

（3）标的公司的业务发展规划和投资方向必须符合总体战略规划。

2、公司治理方面

（1）根据标的公司的《公司章程》，标的公司设立董事会，共五名董事，公司推选三名董事。标的公司董事会构成如下：。

董事名称	职务
孙震	上市公司董事长、谦玛网络董事、谦玛网络董事长
边雨辰	上市公司董事、副总经理、财务总监、谦玛网络董事
相文燕	上市公司副总经理、董事会秘书、谦玛网络董事
刘迎彬	谦玛网络董事、总经理
程振华	谦玛网络董事、副总经理

（2）根据规定，子公司进行任何形式的对外投资、借款、抵押及其他形式的担保，与公司的关联人进行关联交易等需要进行相应的审批。

3、信息系统方面

(1) 公司对标的公司所有信息有知情权，标的公司不得隐瞒、虚报任何信息。标的公司与上市公司 ERP 系统逐步对接，公司对标的公司的业务开展和财务数据的查询。

(2) 标的公司定期向公司报告业务进展、财务报表、定期工作总结等。

4、人事管理方面

(1) 标的公司的内部机构设置、人员编制、薪酬分配方案，公司提名的董事应事先报公司批准，公司批准后，由标的公司依照法定程序召开子公司董事会研究实施。

(2) 标的公司财务负责人由公司招聘，并由标的公司董事会依照法定程序聘任。子公司的中层管理人员报公司人力资源部门备案。

综上，自取得其控制权以来，上市公司主要从重大事项、公司治理、信息系统管理及人事管理等方面对标的公司实施了有效控制。

(四) 后续整合计划

1、对标的公司核心人员进行股权激励

2020 年 12 月，上市公司实施股票期权计划，向标的公司 51 名核心人员和骨干员工进行股权激励，合计授予股票期权 170 万份，占公司授予期权总量的 22.67%。

2、建立完善的人才培育和激励机制

本次交易完成后，上市公司将加强新媒体营销行业人才的培育和储备，完善激励机制，最大限度激发员工内在驱动力。

3、以谦玛网络为核心组建公司的新媒体营销集团

公司的战略方向是组建礼赠品和新媒体营销两大产业集团，其中新媒体营销集团将以谦玛网络为核心。在谦玛网络成为公司全资子公司后，公司将设置合理

机制,鼓励谦玛网络继续向平台化方向发展,一方面继续扩大现有广告业务规模,另一方面积极开拓创新业务模式,形成元隆雅图的新媒体营销战略业务单元。

4、打通业务流程管理系统

本次交易完成后公司将持续完善子公司业务流程管理系统,从人力资源管理、客户管理、订单管理、采购和供应链管理、数据管理、财务管理等各方面加强管控,使标的公司全面融入公司的管理体系。

上述措施将加强上市公司对标的公司的整合,有利于对其进行有效控制。

二、结合公司人才储备培养、行业管理经验、公司治理安排等,请你公司说明本次交易完成后,为稳定标的公司现有管理层及核心技术人员拟采取的具体措施;

本次交易完成后,为稳定标的公司现有管理层及核心技术人员拟采取的具体措施包括:

(一) 签订期限较长的劳动合同

标的公司管理层人员包括刘迎彬、程振华、刘明宝、朱吉鸿、薛冠华、高蓓蓓、刘治勇、崔友胜、张欢欢等,核心技术人员包括王小飞、胡庆平、雷鸿、郑荔芝。根据标的公司提供的《劳动合同》,标的公司与管理层及核心技术人员签订《劳动合同》的情况如下:

序号	姓名	职务	合同名称	最新签订时间	合同约定的服务期限
1	刘迎彬	总经理	劳动合同书	2020年07月01日	2020年07月01日 -2023年06月31日
2	程振华	销售总监	劳动合同书	2019年11月28日	2020年01月01日 -2022年12月31日
3	刘明宝	商务总监	劳动合同书	2020年06月01日	2020年06月01日 -2023年05月31日
4	朱吉鸿	运营总监	劳动合同书	2020年07月01日	2020年07月01日 -2023年06月31日
5	薛冠华	策略总监	劳动合同书	2020年06月01日	2020年06月01日 -2023年05月31日
6	高蓓蓓	客户总监	劳动合同书	2020年05月06日	2020年05月06日 -2023年05月05日
7	刘治勇	采购总监	劳动合同书	2019年04月17日	2019年04月17日 -2022年04月16日

8	崔友胜	媒介总监	劳动合同书	2019年08月30日	2019年09月01日 -2022年08月31日
9	张欢欢	财务经理	劳动合同书	2019年08月08日	2019年08月08日 -2022年08月07日
10	王小飞	技术总监	劳动合同书	2019年06月17日	2019年06月17日 -2022年06月16日
11	胡庆平	技术副总监	劳动合同书	2020年07月01日	2020年07月01日 -2023年06月30日
12	雷鸿	资深产品经理	劳动合同书	2019年11月01日	2019年11月01日 -2022年10月31日
13	郑荔芝	资深产品经理	劳动合同书	2019年07月15日	2019年07月15日 -2022年07月14日

（二）竞业禁止安排

为了保持管理层、核心技术人员的持续服务及避免出现竞业，上市公司、标的公司与相关人员在相关协议中约定了竞业禁止条款等，可以较好的从契约的角度保证标的公司现有管理层及核心技术人员的稳定性，详见《报告书》之“第一章 本次交易概况”之“二、本次交易具体方案”之“（二）业绩承诺及补偿安排”之“5、任职期限及竞业禁止”。

（三）公司治理

为避免管理层、核心技术人员流失，谦玛网络已采取下列措施：

1、建立对管理层、核心技术人员的晋升机制

在管理层、核心技术人员晋升方面，谦玛网络制定了《员工晋升管理制度》，设定了管理和技术双通道的晋升途径，为员工建立了清晰的发展路径和晋升机制，增加员工的稳定性和积极性。

2、建立对管理层、核心技术人员的激励机制

谦玛网络为管理层、核心技术人员提供了具有市场竞争力的薪酬和福利待遇，并且持续完善绩效考核体系，从而使员工个人利益和谦玛网络利益发展更加紧密联系在一起。

本次交易完成后，上市公司将持续完善优化谦玛网络的公司治理，在晋升机制、奖惩机制、培训机制等方面进行持续优化，以提高管理层及核心技术人员的稳定性。

（四）人才储备培养

1、建立对管理层、核心技术人员培训制度

在帮助管理层、核心技术人员成长方面，谦玛网络拥有完善的培训体系，由公司组织、部门组织、自发学习三个层次组成，采取内部培训、外聘培训和外派培训相结合的方式，不断完善管理层、核心技术人员知识结构。在培养管理层、核心技术人员不断提升技术与业务能力的同时使之更好地满足谦玛网络战略发展的需要。

2、人才的培育和储备

本次交易完成后，上市公司将加强新媒体营销行业人才的培育和储备，以满足标的公司业务快速发展的人才需求。

（五）行业管理经验

上市公司专注于为国内外知名企业提供礼赠品创意设计和供应、数字化促销服务等整合营销服务，以及创意文化产品的开发和销售，在整合营销服务行业具有丰富的经营及管理人才储备。标的公司所从事的新媒体营销服务与上市公司原有业务存在较强的协同性，所以，上市公司丰富的行业管理经验可降低其对标的公司原有管理人员的依赖。

另一方面，本次交易完成后，上市公司将根据标的公司业务发展需要，从外部引进具有行业管理经验的相关人才，进一步提升上市公司新媒体营销服务行业的管理能力，降低对标的公司原有管理人员的依赖。

三、竞业禁止条款中，竞争业务的范围仅是截至协议签署日标的公司从事的业务，请你公司说明如后续标的公司业务范围发生调整，竞争业务范围是否相应调整，如否，请说明该设置的合理性以及是否可能损害上市公司利益；

交易各方已在相关协议中约定：竞争业务的范围仅是截至协议签署日标的公司或上市公司及其下属公司所从事的业务。

如后续标的公司业务范围发生调整，竞争业务范围不作调整，会根据公司法及公司子公司管理制度进行约束：

（一）标的公司估值作价未考虑新增业务

本次交易评估作价是以标的公司现有业务为基础，未包括新增业务。承诺人在本次交易所获得的交易对价也是基于标的公司现有业务。所以，以现有业务作为其竞业禁止义务的范围具有合理性。

（二）《公司法》及公司对子公司管理制度对竞争业务进行了规范和限制

本协议签署日至 2022 年 12 月 31 日前，根据上述协议刘迎彬、程振华须持续在谦玛网络任职，不得主动离职。

根据《公司法》第一百四十八条第(五)款规定：“未经股东会或者股东大会同意，利用职务便利为自己或者他人谋取属于公司的商业机会，自营或者为他人经营与所任职公司同类的业务；”第一百四十九条规定：“董事、监事、高级管理人员执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。”第一百五十一条规定公司相关主体可以提起诉讼，要求赔偿公司损失。同时，根据《北京元隆雅图文化传播股份有限公司控股子公司管理制度》第十九条规定：“子公司董事、监事、经理及其他高级管理人员不得自营或者为他人经营与其所任职公司同类的业务或者从事损害本公司利益的行为。”因此，刘迎彬、程振华对谦玛网络负有公司法上的忠实义务，如有违反，公司可以根据相关法律制度追究其法律责任。同时在公司子公司制度对此做了明确的禁止性规定，即其在谦玛网络任职期间不得从事同类的业务或者从事损害公司利益的行为。

所以，虽然竞业禁止条款所规定的竞争业务时间范围的截止日为竞业禁止相关协议签署日，但由于承诺人的任职截止日将不早于 2022 年 12 月 31 日，并且承诺人均均为谦玛网络的董事或高级管理人员，即截止该日期前，谦玛网络及其下属公司所从事的业务，承诺人在该日期前均不得从事。

综上，目前交易方案中的竞争业务时间范围是由交易各方平等协商得出，结合本次交易作价的估值依据，以及《公司法》及公司子公司管理制度中已有的相关限制，如后续标的公司业务范围发生调整，承诺人作为谦玛网络的董事或高级

管理人员，仍然负有忠实义务，不得从事有关同类业务，因此上述协议条款不存在损害上市公司利益的情况。

四、请你公司独立财务顾问进行核查并发表明确意见。

经核查，本公司独立财务顾问认为：

标的公司的持续竞争力不存在严重依赖于刘迎彬、程振华及标的公司其他高级管理人员或核心技术人员的情况。公司对标的公司能够实施有效控制，并已制定了切实可行的后续的整合计划。

上市公司已制定了切实可行的计划，为稳定标的公司现有管理层及核心技术人员安排了具体措施。

目前交易方案中的竞争业务时间范围是由交易各方平等协商得出，结合本次交易作价的估值依据，以及《公司法》中已有的相关限制，如后续标的公司业务范围发生调整，承诺人作为谦玛网络的董事或高级管理人员，仍然负有忠实义务，不得从事有关同类业务，因此不存在损害上市公司利益的情况。

问题 4、报告书显示，本次交易未设置价格调整机制，请你公司补充说明未设置发行价格调整机制的原因，是否充分保护上市公司及中小投资者的合法权益，是否符合《重组管理办法》第四十五条的规定，请你公司独立财务顾问进行核查并发表明确意见。

回复：

经本次重组的交易各方协商确定，本次交易方案未设置发行价格调价机制。根据《重组管理办法》第四十五条的相关规定：“本次发行股份购买资产的董事会决议可以明确，在中国证监会核准前，上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整。”故设置发行价格调整机制并非法规强制要求，因此本次重组方案中不设置发行价格调整机制，符合《重组管理办法》的相关规定。中国证监会《监管规则适用指引——上市类第 1 号》针对调价方案提出具体要求，但亦未要求发行股份购买资产项目必须设定发行价格调整机制。

本次交易对发行股份价格未设置调价机制，降低了发股价格因市场出现系统性持续下跌而相应向下调整，进而摊薄公司现有股东权益的风险，降低了本次交

易对公司股本影响的不确定性，有利于保护上市公司及中小投资者的合法权益。同时，不可调整的发行股份价格也体现了交易各方对本次交易方案和上市公司长期价值的认可，有利于各方顺利实施本次交易。

经核查，本公司独立财务顾问认为：

本次交易发行股票购买资产的发行价格未设置价格调整机制的安排是兼顾交易各方利益做出的商业安排，符合《重组管理办法》的相关规定。

问题 5、报告书显示，你公司拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 23,660.00 万元，募集配套资金拟用于支付本次交易的现金对价、支付本次交易的相关税费及中介机构费用、补充上市公司流动资金及归还银行贷款，且发行股份数量不超过上市公司本次交易前总股本的 30%。请你公司：

(1) 说明如本次募集资金失败，是否会对本次交易的后续实施构成实质性障碍；

(2) 补充披露募集资金未能实施或融资金额低于预期的情形下具体的资金自筹方案以及可能对上市公司日常经营、财务状况的影响；

(3) 独立财务顾问进行核查并发表明确意见。

回复：

一、说明如本次募集资金失败，是否会对本次交易的后续实施构成实质性障碍；

本次交易中，上市公司拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 23,660.00 万元。本次募集配套资金的具体用途如下：

序号	募集资金用途	金额（万元）
1	支付本次交易的现金对价	12,740.00
2	支付本次交易的相关税费及中介机构费用	1,000.00
3	补充上市公司流动资金及归还银行贷款	9,920.00
合计		23,660.00

资金来源为上市公司向特定投资者非公开发行股票募集的资金。本次发行股份募集资金的生效和实施以发行股份及支付现金购买资产的生效和实施为前提，但最终募集资金成功与否不影响发行股份及支付现金购买资产的实施。如募集资金未达预期，上市公司将自筹资金解决募集资金需求。本次交易的现金对价、支付本次交易的相关税费及中介机构费用为 13,740.00 万元。

截至 2020 年 12 月 31 日，上市公司货币资金 37,603.63 万元，2019 年、2020 年上市公司经营活动产生的现金流量净额分别为 9,397.21 万元和 14,835.54 万元，流动性良好。2018 年、2019 年、2020 年，上市公司资产负债率分别为：36.48%、44.19%、40.73%，资产负债率水平适中，具有一定的举债空间。截至 2020 年 12 月 31 日，上市公司共取得银行授信 4.2 亿元，已使用 1.87 亿元，剩余 2.33 亿元，具有举债能力。

综上，若本次配套融资金额未达预期，上市公司拟先行利用自有资金支付，后续再根据需要适当提高债务融资规模。由于上市公司具有根据需要以自有资金支付部分现金对价及交易费用的能力，所以，本次募集资金失败，不会对本次交易的后续实施构成实质性障碍。

二、补充披露募集资金未能实施或融资金额低于预期的情形下具体的资金自筹方案以及可能对上市公司日常经营、财务状况的影响；

通过上述分析可知，上市公司流动性良好，并且具备债务融资的条件和空间。

若募集资金未能实施或融资金额低于预期，上市公司拟先行利用自有资金支付，后续再根据需要适当提高债务融资规模，以补充营运资金，最终将提高上市公司债务规模及资产负债率，增加利息支出，对上市公司业绩构成一定的影响。

由于本次交易完成后上市公司的财务状况尚无法取得，以下在上市公司 2020 年 12 月 31 日考虑本次交易影响后的备考财务数据的基础上，假设增加 13,740.00 万元负债，模拟测试对上市公司财务状况的影响。

单位：万元

主要财务数据	2020 年 12 月 31 日(本次交易后 负债增加前)	2020 年 12 月 31 日(本次交 易后负债增加后)

流动资产	122,020.15	135,760.15
非流动资产	23,481.17	23,481.17
资产总额	145,501.32	159,241.32
流动负债	59,097.36	72,837.36
非流动负债	163.00	163.00
负债总额	59,260.36	73,000.36
归属于母公司所有者的权益合计	85,555.02	85,555.02
股东权益合计	86,240.96	86,240.96
资产负债率	40.73%	45.84%

由上表可见，若本次募集配套资金失败，交易现金对价、相关税费及中介机构费用 13,740.00 万元全部以增加负债方式解决，将使上市公司资产负债率提高约 5%。

对经营成果的影响方面，新增 13,740.00 万元负债资金成本按照年化 8% 模拟测算，利息费用约为 1,099.20 万元（未考虑所得税影响），占上市公司 2020 年归母净利润 16,313.63 万元的比例为 6.74%。

综上，若需支付的交易现金对价、相关税费及中介机构费用 13,740.00 万元全部以增加负债方式解决，上市公司的日常经营、财务状况及经营成果均不会受到重大不利影响。

上述内容已在《报告书》“第六章 发行股份的基本情况”之“七、募集资金未能实施或融资金额低于预期的情形下具体的资金自筹方案以及可能对上市公司日常经营、财务状况的影响”进行补充披露。

三、独立财务顾问进行核查并发表明确意见。

经核查，本公司独立财务顾问认为：

若本次配套融资金额未达预期，上市公司拟先行利用自有资金支付，后续再根据需要适当提高债务融资规模。由于上市公司具有根据需要以自有资金支付部分现金对价及交易费用的能力，所以，本次募集资金失败，不会对本次交易的后续实施构成实质性障碍。若需支付的交易现金对价、相关税费及中介机构

费用全部以增加负债方式解决，上市公司的日常经营、财务状况及经营成果均不会受到重大不利影响。

问题 6、报告书显示，标的公司的销售模式分为直接销售和渠道销售，针对渠道销售模式下的客户以及绝大部分直接销售模式下的客户，标的公司一般给予 15 天到 120 天的信用期。标的公司报告期各期末应收账款余额分别为 9,184.93 万元、15,772.71 万元，分别占当年营业收入的 29.55%、29.26%，应收账款占营业收入的比例较大。请你公司：

(1) 结合标的公司的销售模式、结算方式、回款周期等，详细说明标的公司报告期内应收账款逐年大幅增长的原因，以及占营业收入比例较高的合理性；

(2) 说明标的公司的信用政策与同行业可比公司是否存在较大差异，标的公司信用政策是否较同行业公司更为宽松；

(3) 结合应收账款账龄、期后回款情况等，说明标的公司应收账款减值准备计提是否充分；

(4) 独立财务顾问及会计师进行核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的公司的销售模式、结算方式、回款周期等，详细说明标的公司报告期内应收账款逐年大幅增长的原因，以及占营业收入比例较高的合理性

(一) 销售模式及应收账款逐年大幅增长的原因

标的公司主要从事新媒体营销业务，包括基于广告主的需求，向客户提供策略策划、创意设计、文案撰写、内容制作、新媒体媒介投放与效果监测等服务。

标的公司的最终客户为各行业的广告主，销售模式主要包括直接销售和渠道销售。直接销售主要采取提案竞标比稿的方式，是指标的公司的销售团队和人员直接面向广告的最终需求方，通过与广告主的沟通和接触，了解广告主的营销需求，并根据广告主自身特色及营销需求制定个性化营销提案，之后参与客户的竞标，从而将标的公司的服务与客户的需求联系起来。渠道销售是指标的公司通过网络广告公司、网络公关公司等渠道，获取广告主的广告需求，根据广告主需求

制定营销方案，并将营销方案通过合作的新媒体平台、MCN、KOL 等新媒体资源进行投放。报告期内，标的公司销售模式未发生重大变化。

谦玛网络所从事的新媒体营销业务存在较强的节假日特征，客户通常在节假日期间进行大规模促销。由于双十一、双十二、圣诞、元旦的促销是客户进行促销活动的主要周期，因此标的公司年末应收账款余额相应较高。

按季度列示报告期销售收入情况如下：

期间	2019 年度（万元）	占当年收入比重	2020 年度（万元）	占当年收入比重
一季度	4,139.54	13.31%	8,209.03	15.22%
二季度	4,014.93	12.92%	13,819.65	25.64%
三季度	11,427.22	36.76%	14,018.75	26.01%
四季度	11,504.95	37.01%	17,857.26	33.13%
合计	31,086.63	100.00%	53,904.69	100.00%

如上表所示，标的公司第三季度、第四季度销售收入占比较高，因此，期末应收账款余额相应较高。

按销售模式列示报告期销售收入及应收账款余额情况如下：

单位：万元

销售模式	销售收入金额		应收账款余额		应收账款余额占营业收入的比例%	
	2019 年	2020 年	2019.12.31	2020.12.31	2019 年	2020 年
直接销售	26,828.26	49,330.94	7,984.13	12,622.42	25.68	23.42
渠道销售	4,258.37	4,573.75	1,256.30	3,294.79	4.04	6.11
合计	31,086.63	53,904.69	9,240.43	15,917.21	29.72	29.53

如上表所示，报告期内，标的公司应收账款占营业收入的比例分别为 29.72% 和 29.53%，变化不大，应收账款的大幅增长的主要原因是营业收入的增长。收入结构方面，大部分应收账款由直接销售形成，小部分由渠道销售形成。

（二）结算方式及回款周期

标的公司下游客户主要包括美妆、快消、电商、互联网、母婴客户等行业国内外知名企业，标的公司在与客户签署销售合同时，通常会根据客户的经营状况、资信水平、双方谈判等因素，对客户给予一定的信用期限。

1、按销售模式列示回款周期及结算方式如下：

销售模式	回款周期	结算方式
直接销售	15-120 天	银行汇款
渠道销售	60-90 天	银行汇款

其中，应收账款期末余额前五名销售模式、信用政策、结算方式列示如下：

（1）2019 年 12 月 31 日，期末应收账款前五名客户

单位名称	期末应收账款余额（万元）	占应收账款总额比例（%）	合同约定回款周期	销售模式	结算方式
欧莱雅（中国）有限公司	4,396.19	47.58	收发票后 60 日付款	直接销售	银行汇款
苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心	1,229.71	13.31	收发票后 90 日付款	直接销售	银行汇款
浙江天猫技术有限公司	1,104.05	11.95	收发票后 20 日付款	直接销售	银行汇款
北京时尚光辉广告有限公司	337.66	3.65	收发票后 60 日付款	渠道销售	银行汇款
高丝化妆品销售（中国）有限公司	250.00	2.71	收发票后 20 日付款	直接销售	银行汇款
合计	7,317.61	79.19			

（2）2020 年 12 月 31 日，应收账款前五名客户

单位名称	期末应收账款余额（万元）	占应收账款总额比例（%）	合同约定回款周期	销售模式	结算方式
欧莱雅（中国）有限公司	3,046.50	19.14	收发票后 60 日付款	直接销售	银行汇款
浙江天猫技术有限公司	2,775.68	17.44	收发票后 20 日付款	直接销售	银行汇款
北京谦玛数字营销顾问有限公司	1,303.82	8.19	收发票后 30 日付款	渠道销售	银行汇款

爱茉莉太平洋 贸易有限公司	1,121.41	7.05	收发票后 60 日付款	直接销售	银行汇款
上海际享文化 传媒有限公司	937.33	5.89	收发票后 90 日付款	渠道销售	银行汇款 银行承兑
合计	9,184.74	57.70			

2、按结算方式列示报告期客户回款情况如下：

结算方式	2019 年度	占比%	2020 年度	占比%
银行存款	32,211.00	99.67	62,117.43	96.88
支付宝	62.50	0.19	368.46	0.57
承兑票据	44.00	0.14	1,633.46	2.55
合计	32,317.50	100.00	64,119.35	100.00
占营业收入比例%	103.96		118.95	

标的公司报告期各期银行存款收款占比 96% 以上，支付宝结算占比小于 1%，承兑汇票结算比例小于 3%，其中：2019 年度承兑汇票金额 44.00 万元已于 2020 年度收款，2020 年度承兑汇票结算主要是由于苏宁易购集团股份有限公司商业承兑汇票和北京瑞辰友道营销顾问有限公司银行承兑汇票结算增加所致，商业承兑期限为 1-3 个月，银行承兑期限为 6 个月。

2020 年度承兑票据结算总额 1,633.46 万元，当期已到期收款 1,462.06 万元，占当期承兑汇票结算总额的 89.50%，应收票据期末余额 171.40 万元已在 2021 年 3 月底前全部到期收款。

（三）应收账款占营业收入比例较高的合理性

标的公司 2019 年末、2020 年末，应收账款净额分别为 9,184.93 万元、15,772.71 万元，分别占当年营业收入的 29.55%、29.26%。标的公司的主要客户包括阿里巴巴、欧莱雅等国内外知名企业，该类大客户具备较高的品牌声誉，信用情况良好。

与可比上市公司应收账款净值占当期营业收入比例情况如下：

证券简称	2019.12.31	2020.12.31
天下秀	34.49%	48.98%

华扬联众	41.97%	53.94%
省广集团	21.83%	23.71%
思美传媒	29.34%	23.94%
腾信股份	28.12%	20.09%
蓝色光标	26.56%	22.55%
三人行	26.80%	32.96%
平均值	29.87%	32.31%
标的公司	29.55%	29.26%

如上表所示，标的公司 2020 年度营业收入较 2019 年度大幅增长 73.40%，应收账款期末余额增长的主要原因系营业收入增长对应增长所致，增长幅度与收入规模增长相匹配。应收账款期末余额占收入的比例报告期变动不大，低于同行业上市公司平均值，符合行业特征，具有合理性。

二、说明标的公司的信用政策与同行业可比公司是否存在较大差异，标的公司信用政策是否较同行业公司更为宽松

标的公司的信用政策与同行业可比公司不存在较大差异，较同行业上市公司无明显宽松迹象。

由于可比公司未披露其信用政策而应收账款周转率可体现其信用政策执行的实际效果，以下将标的公司的应收账款周转率与可比公司进行对比：

证券简称	应收账款周转率（次/年）		平均周转天数（天/次）	
	2019 年度	2020 年度	2019 年度	2020 年度
天下秀	5.57	2.81	66.00	130.00
华扬联众	2.43	1.96	150.00	186.00
省广集团	4.60	4.69	79.00	78.00
思美传媒	3.91	4.33	93.00	84.00
腾信股份	3.59	2.99	102.00	122.00
蓝色光标	4.18	4.88	87.00	75.00
三人行	4.15	4.12	88.00	89.00
平均值	4.06	3.68	90.00	99.00

标的公司	3.42	4.32	107.00	84.00
------	------	------	--------	-------

如上表列示，标的公司应收账款周转率和平均周转天数与同行业公司平均值接近，平均周转天数在信用期 15 天至 120 天之间，客户信用状况较好，标的公司信用政策符合行业特征，与同行业公司相比较为合理。标的公司的信用政策较同行业上市公司无明显宽松迹象。

三、结合应收账款账龄、期后回款情况等，说明标的公司应收账款减值准备计提是否充分

（一）应收账款账龄及坏账准备计提充分性分析

报告期各期末应收账款余额账龄情况如下：

单位：万元

账龄	2019.12.31	2019 年占比 (%)	2020.12.31	2020 年占比 (%)
0-6 个月	8,480.97	91.78	14,913.37	93.69
7-12 个月	721.16	7.80	740.12	4.65
1 年以内小计	9,202.13	99.59	15,653.49	98.34
1 至 2 年	38.30	0.41	263.72	1.66
合计	9,240.43	100.00	15,917.21	100.00
减：坏账准备	55.50	0.60	144.50	0.91
应收账款净值	9,184.93	-	15,772.71	-

标的公司于 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，以预期信用损失率为基础计提坏账准备。当单项应收账款无法以合理成本评估预期信用损失的信息时，标的公司依据信用风险特征对应收账款划分组合，在组合基础上计算预期信用损失。

按坏账准备的计提方法列示如下：

单位：万元

类别	2019.12.31		
	账面余额	坏账准备	账面价值

	金额	比例 (%)	金额	预期信用损失率 (%)	
按单项计提坏账准备	228.90	2.48	32.09	14.02	196.81
按组合计提坏账准备	9,011.53	97.52	23.41	0.26	8,988.12
合计	9,240.43	100.00	55.50	0.60	9,184.93

续上表：

单位：万元

类别	2020.12.31				
	账面余额		坏账准备		账面价值
	金额	比例 (%)	金额	预期信用损失率 (%)	
按单项计提坏账准备	254.59	1.60	127.30	50.00	127.30
按组合计提坏账准备	15,662.62	98.40	17.20	0.11	15,645.42
合计	15,917.21	100.00	144.50	0.91	15,772.71

标的公司与可比上市公司的坏账准备计提比例对比如下：

账龄	0-6 个月 (%)	7-12 个月 (%)	1 至 2 年 (%)
天下秀	--	2.95	27.19
华扬联众	0.60	0.60	8.00
思美传媒	5.00	5.00	10.00
三人行	0.50	5.00	30.00
腾信股份	5.00	5.00	10.00
蓝色光标	0.14	1.47	30.00
省广集团	0.50	0.50	10.00
标的公司	--	2.19	48.65

注：同行业数据来源为各上市公司 2020 年年报。

如上所示，标的公司应收账款期末余额账龄为 0-6 月的各期占比均 90% 以上，1 年以内占比 98% 以上，账龄超过 1 年未及时收回的应收账款，通常通过诉讼等法律形式及时催收，涉诉应收账款单独计提坏账准备，2020 年末单独计提坏账

准备的应收账款已于 2021 年 4 月通过诉讼调解的方式全部收回，应收账款坏账准备计提政策与同行业上市公司相比无重大差异，计提金额充分。

（二）期后回款及坏账准备计提充分性分析

2020 年 12 月 31 日应收账款期末余额 15,917.21 万元，截至 2021 年 5 月 21 日期后回款总额 14,049.49 万元，占应收账款期末余额的比例为 88.27%。

其中，应收账款期末余额前五名客户期后回款情况如下：

单位名称	期末应收账款余额	占应收账款总额比例 (%)	账龄	截至 5 月 21 日回款金额	期后回款占比 (%)
欧莱雅（中国）有限公司	3,046.50	19.14	7-12 个月 36.43 万元，剩余为 0-6 个月以内	3,046.50	100.00
浙江天猫技术有限公司	2,775.68	17.44	0-6 个月	2,775.68	100.00
北京谦玛数字营销顾问有限公司	1,303.82	8.19	0-6 个月	1,129.76	86.65
爱茉莉太平洋贸易有限公司	1,121.41	7.05	0-6 个月	1,065.37	95.00
上海际享文化传媒有限公司	937.33	5.89	7-12 个月 57.63 万元，1-2 年 8 万元，剩余为 0-6 个月	375.27	40.04
合计	9,184.74	57.70		8,392.58	91.38

如上所示，标的公司应收账款期末余额账龄较短，期后回款比例较高，截至 2021 年 5 月 21 日前五名客户回款占比 91.38%，应收账款总额回款已达 88.27%，主要客户基本能在合同约定的回款周期内回款。

综上，标的公司报告期应收账款增长幅度与收入规模增长相匹配，应收账款占营业收入比例符合行业特征；与同行业可比公司相比，标的公司信用政策不存在较大差异，处于合理水平，无明显宽松迹象；应收账款账龄较短，期后回款比例较高，主要客户基本能在合同约定的回款周期回款，客户信用情况良好，坏账准备计提政策符合企业会计准则规定，与同行业可比公司无重大差异，坏账准备计提充分。

四、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问及注册会计师认为：

标的公司报告期内应收账款逐年大幅增长的原因系营业收入大幅增长以及双十一、双十二、圣诞、元旦的促销周期所致，标的公司应收账款增长幅度与收入规模增长相匹配，应收账款占营业收入比例符合行业特征。

与同行业可比公司相比信用政策不存在较大差异，处于合理水平，无明显宽松迹象。标的公司应收账款账龄较短，期后回款比例较高，主要客户基本能在约定的回款期回款，客户信用情况良好，应收账款坏账准备计提政策符合企业会计准则，与同行业可比公司相比无重大差异，坏账准备计提充分。

问题 7、报告书显示，本次交易承诺年度为 2021 年度，业绩承诺方承诺谦玛网络 2021 年度净利润（净利润以扣除非经常性损益前后归属于母公司股东的净利润（孰低）为计算依据）不低于 6,500.00 万元，仅较标的公司 2020 年归属于母公司股东的净利润增加 20.01 万元。此外，本次交易还设置了超额业绩奖励安排，业绩承诺年度内，若标的公司实际净利润超过承诺净利润的，你公司同意在承诺年度届满后对业绩承诺方给予业绩奖励。

（1）请你公司说明本次交易业绩承诺期仅为一年的合理性，且承诺净利润金额与 2020 年实现净利润基本相当的合理性，是否存在利益输送，是否充分保护上市公司及中小投资者的利益，并进一步说明标的公司是否具备稳定的盈利能力；

（2）请你公司详细说明在承诺净利润金额与 2020 年实现净利润基本相当的情况下，设置超额业绩奖励的原因及合理性，是否损害上市公司利益，以及超额业绩奖励的会计处理方式，是否构成对本次交易价格的调整。

（3）公司与业绩承诺人约定，“无论什么原因导致股份补偿在合理期限内未能实施完成，上市公司有权自行决定直接要求补偿义务人及时以现金的方式完成补偿。”请你公司对前文中的“合理期限”进行说明；

（4）报告书显示，“如触发补偿义务，在实施补偿时，上市公司有权选择要求业绩承诺方优先使用其名下的换股股份对上市公司进行股份补偿”“无论

任何原因导致股份补偿在合理期限内未能实施完成，上市公司有权自行决定直接要求补偿义务人及时以现金的方式完成补偿”，请你公司说明如发生前述相关情形时，公司是否需履行相应的审议程序，并结合公司章程及相关规定说明，需履行何种审议程序。

(5) 请你公司独立财务顾问及律师进行核查并发表明确意见。

回复：

一、请你公司说明本次交易业绩承诺期仅为一年的合理性，且承诺净利润金额与 2020 年实现净利润基本相当的合理性，是否存在利益输送，是否充分保护上市公司及中小投资者的利益，并进一步说明标的公司是否具备稳定的盈利能力；

(一) 本次交易业绩承诺期仅为一年的合理性

1、本次交易业绩承诺期限安排不违反相关规定

根据中国证监会《监管规则适用指引——上市类第 1 号》规定：“交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿。”同时，“业绩补偿期限不得少于重组实施完毕后的三年”。

本次交易对方并不属于上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，本次交易仅约定一年业绩承诺期的安排不违反《上市公司重大资产重组管理办法》、《监管规则适用指引——上市类第 1 号》等相关规定。

2、前次交易已根据当时交易背景约定三年业绩承诺期限且已实现业绩承诺

2018 年 9 月 3 日，经上市公司第二届董事会第十八次会议审议通过前次交易相关事项。因谦玛网络当时主要从事的互联网新媒体营销服务尚属于新兴业务领域，其未来发展具有一定不确定性，元隆雅图出于分散风险考虑，与刘迎彬、谦玛投资、程振华、上海创擎、朱吉鸿、刘明宝签署了《上海谦玛网络科技股份有限公司之股份转让协议之补充协议》，约定刘迎彬、程振华、朱吉鸿、刘明宝作为该次交易的业绩承诺人，承诺谦玛网络 2018 年、2019 年、2020 年实现的扣除非经常性损益后归母净利润分别不低于人民币 3,200.00 万元、4,000.00 万元、5,000.00 万元，以保障元隆雅图股东利益、降低收购风险。

本次交易时，谦玛网络已在元隆雅图合并报表体系内持续经营三年，元隆雅图对互联网新媒体营销服务相关行业亦有一定了解。同时根据标的公司《审计报告》，谦玛网络 2018 年、2019 年、2020 年实际实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为人民币 3,498.89 万元、4,313.42 万、6,019.50 万元，谦玛网络经营良好并完成了前次交易约定的三年业绩承诺。故综合考虑本次交易风险，经双方协商最终确定本次交易仅约定一年业绩承诺期。

3、元隆雅图能够对谦玛网络实施有效控制，未严重依赖于刘迎彬、程振华

谦玛网络主要从事广告业务，服务内容包含广告创意、广告内容制作及广告媒介推荐和采买，业务的开展依托谦玛网络整体运营体系。同时，在新媒体广告行业快速成长中，谦玛网络也在不断发展并在不断积极完善人才招聘和培养体系。目前，谦玛网络已拥有超过 200 名新媒体专业人才，在策略、创意、技术、客户服务、数据、媒介和后台管理等各个业务环节组建了专业部门，并在客户服务的核心环节设立了 12 个独立的事业部。客户构成也由原先的广告代理商为主，逐步发展为欧莱雅、阿里巴巴、娇韵诗、丸美、爱茉莉、金拱门、美赞臣、腾讯等大企业直接客户为主，2020 年直接客户销售占比 91.52%。据此，目前谦玛网络日常经营未严重依赖于刘迎彬、程振华。此外，自前次交易以来，上市公司制定了子公司管理制度，并已向谦玛网络提名多数董事席位并向其委派了财务管理人员，已从董事席位及财务上对谦玛网络实施了有效控制。

综上，考虑元隆雅图已与前次交易的相关承诺方进行了 3 年（2018 年、2019 年及 2020 年）的业绩承诺，且该等相关承诺方均已完成业绩承诺；本次交易是结合前次交易业绩承诺实现情况以及公司业务发展的实际情况，由交易各方谈判后确定的业绩承诺期；目前元隆雅图能够对谦玛网络实施有效控制，且谦玛网络业务开展不严重依赖于刘迎彬、程振华。据此，本次交易仅约定 1 年的业绩承诺期安排具有合理性。

（二）承诺净利润金额与 2020 年实现净利润基本相当的合理性，是否存在利益输送，是否充分保护上市公司及中小投资者的利益

1、承诺利润与 2020 年扣除非经常性损益净利润存在一定差异

根据《业绩承诺补偿协议》，交易对方承诺谦玛网络在 2021 年度的实际利润（以扣除非经常性损益前后归属于母公司股东的净利润（孰低）为计算依据）不低于人民币 6,500 万元。

根据致同会计师事务所（特殊普通合伙）于 2021 年 4 月 2 日出具的标的公司《审计报告》，谦玛网络 2020 年度归属于母公司股东的净利润为 6,479.99 万元，扣除非经常性损益净利润为 6,019.50 万元。

据此，虽谦玛网络 2020 年归属于母公司股东的净利润与本次交易承诺利润基本相当，但考虑谦玛网络 2021 年承诺利润系指以扣除非经常性损益前后归属于母公司股东的净利润（孰低），2021 年的业绩承诺金额比谦玛网络 2020 年实现净利润增加了 480.50 万元。

2、承诺利润设置了未达标情形下业绩补偿条款的双重补偿机制

根据 2021 年 4 月 30 日元隆雅图与上海尧强、上海迦恒、上海鸿石鑒、刘迎彬、程振华签署的《业绩承诺补偿协议》：“各方一致同意，如果标的公司 2021 年度的实际利润低于承诺利润，则触发补偿义务人对上市公司的补偿义务，各补偿义务人届时应向上市公司支付的补偿金额（简称“补偿义务人应补偿金额”）应根据实际利润的情况按照如下公式计算确定：如实际利润低于承诺利润但高于承诺利润的 80.00%（含 80.00%），则按实际利润完成情况计算补偿金额，在此情形下，某补偿义务人应补偿金额=该补偿义务人交易价格×（1-实际利润÷承诺利润）。如实际利润低于承诺利润的 80.00%，则先按实际完成情况调整谦玛网络全体股东权益价值，并据此调整交易对价，再按实际完成率计算补偿金额，在此情形下，某补偿义务人应补偿金额=该补偿义务人交易价格×【1-（实际利润÷承诺利润）×（实际利润÷承诺利润）】”。故本次交易设置了当业绩未达到承诺利润的 80%情况下的双重补偿机制。

在前述补偿义务人应补偿金额计算公式不变情况下，假设 2021 年度谦玛网络实际利润为 5,500 万元，当承诺利润为 6,500.00 万元、7,000.00 万元及 7,500.00 万元时，补偿义务人应补偿金额分别为 5,600.00 万元、13,928.57 万元或 16,824.89 万元。

具体测算过程如下：

(1) 承诺业绩为 6,500 万元，实际利润为 5,500 万元

补偿义务人应补偿金额=该补偿义务人交易价格×【1-(实际利润÷承诺利润)】
=91,000 万×40%×【1- (5,500÷6,500) 】=5,600 万

(2) 承诺业绩为 7,000 万元，实际利润为 5,500 万元

补偿义务人应补偿金额=该补偿义务人交易价格×【1-(实际利润÷承诺利润)
×(实际利润÷承诺利润)】
=91,000 万×40%×【1- (5,500÷7,000) × (5,500÷7,000) 】=13,928.57 万

(3) 承诺业绩为 7,500 万元，实际利润为 5,500 万元

补偿义务人应补偿金额=该补偿义务人交易价格×【1-(实际利润÷承诺利润)
×(实际利润÷承诺利润)】
=91,000 万×40%×【1- (5,500÷7,500) × (5,500÷7,500) 】=16,824.89 万

根据业绩补偿方案，在双重补偿机制情况下，如果经营上发生意料之外的波动，交易对方需承担的业绩补偿金额可能成倍增加，会给谦玛网络核心管理团队施加较大业绩压力，交易对方可能会更为关注经营中的风险控制而不是新业务新客户开拓。同时考虑到谦玛网络已系上市公司控股子公司，故经交易双方协商后确定本次交易承诺业绩金额为 6,500 万元。综上，本次交易承诺业绩金额具有合理性。

3、本次交易不存在向交易对方或其他相关方利益输送及损害上市公司及中小投资者利益的情况

如前所述，本次交易业绩承诺期安排及承诺业绩金额具有合理性，不存在向交易对方或其他相关方利益输送的情况。此外，本次交易的交易对方未与上市公司控股股东、实际控制人或上市公司董事、监事及高级管理人员存在关联关系，故本次交易亦不涉及向上市公司控股股东、实际控制人或上市公司董事、监事及高级管理人员进行利益输送、损害上市公司及中小投资者利益的情况。

同时，根据《深圳证券交易所股票上市规则》《公司章程》等相关规定，本次交易相关事项已经元隆雅图董事会、监事会审议通过并已在中国证监会指定信息披露平台进行了披露；独立董事已对本次交易发表了事前认可意见及独立意见；本次交易相关事项尚需股东大会审议，故截至本回复签署之日，本次交易审议程序符合《公司章程》的规定，不存在损害上市公司及中小投资者利益的情况。

综上，本次交易的业绩承诺期及承诺利润金额具有合理性，目前已严格履行了现阶段所必需的审议程序及信息披露，不存在向关联方利益输送的情况，不会损害上市公司及中小股东的合法权益。

（三）进一步说明标的公司是否具备稳定的盈利能力

根据标的公司未经审计的财务数据，标的公司 2021 年 1-3 月营业收入为 13,176.38 万元，同比增长 42.81%；归属于母公司股东净利润 1,631.28 万元，同比增长 95.52%。截至 2021 年 3 月 31 日，标的公司在手订单有 271 个，合计金额 17,123.78 万元。（详见本回复“问题 1”之“二、”之“（四）在手订单情况及客户拓展”相关内容。）

考虑到电商购物促销节主要集中于下半年，因此自媒体广告行业在下半年将进入全年旺季，预计标的资产未来将持续获得新增订单，充足的在手订单和新增订单将为标的资产的未来经营业绩提供有力保障，本次交易有利于增强上市公司的盈利能力。

标的公司后续经营过程中政策、宏观环境、技术、行业、重大合作协议、经营许可、技术许可、税收优惠等方面预计不会发生重大不利变化，同时，董事会未来将会根据行业宏观环境、产业政策、税收政策等方面的变化采取合适的应对措施，保证标的公司经营与发展的稳定。

根据天健兴业出具的天兴评报字（2021）第 0618 号评估报告，标的资产盈利预测情况如下：

单位：万元

项目\年份	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2025 年以后
一、营业收入	65,574.17	80,610.94	97,053.51	114,525.27	131,959.87	131,959.87

项目\年份	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2025 年以后
减：营业成本	50,935.33	63,018.33	76,357.73	90,103.79	103,820.61	103,820.61
税金及附加	112.45	135.68	160.28	189.13	217.92	217.92
销售费用	1,572.30	1,892.63	2,242.43	2,614.05	2,985.75	2,985.75
管理费用	941.20	965.29	989.76	1,016.51	1,047.18	1,047.18
研发费用	4,601.17	5,373.45	5,822.54	5,840.12	6,729.18	6,729.18
财务费用	294.16	294.16	294.16	294.16	294.16	294.16
二、营业利润	7,117.57	8,931.40	11,186.62	14,467.51	16,865.05	16,865.05
三、利润总额	7,117.57	8,931.40	11,186.62	14,467.51	16,865.05	16,865.05
所得税税率	8.79%	9.29%	9.80%	13.49%	13.83%	18.24%
减：所得税	625.31	830.00	1,095.75	1,951.57	2,332.90	3,077.01
四、净利润	6,492.26	8,101.40	10,090.87	12,515.95	14,532.15	13,788.05

同时，谦玛网络已与核心管理人员刘迎彬、程振华、刘明宝、朱吉鸿签订《保密协议》、《劳动合同》，并在《业绩承诺补偿协议》中约定了服务期限及竞业限制安排，据此，现有谦玛网络核心管理人员保密、服务期限及竞业限制安排能够保障核心管理人员的稳定性。

综上所述，标的资产具备稳定的经营模式，在手订单数量较为可观，相关产品的订单具备可延续性，且核心管理人员稳定，因而拥有良好的持续盈利能力。

二、请你公司详细说明在承诺净利润金额与 2020 年实现净利润基本相当的情况下，设置超额业绩奖励的原因及合理性，是否损害上市公司利益，以及超额业绩奖励的会计处理方式，是否构成对本次交易价格的调整。

（一）请你公司详细说明在承诺净利润金额与 2020 年实现净利润基本相当的情况下，设置超额业绩奖励的原因及合理性，是否损害上市公司利益

1、设置超额业绩奖励的原因及合理性

（1）超额业绩奖励设置符合相关规定

根据《监管规则适用指引—上市类第 1 号》相关规定，“上市公司重大资产重组方案中，对标的资产交易对方、管理层或核心技术人员设置业绩奖励安排时，

应基于标的资产实际盈利数大于预测数的超额部分，奖励总额不应超过其超额业绩部分的 100%，且不超过其交易作价的 20%”。

根据《业绩承诺补偿协议》之约定：“承诺年度内，若标的公司实际利润超过承诺利润的，甲方同意在承诺年度届满后对业绩承诺方给予业绩奖励。业绩奖励金额按照以下公式计算确定：业绩奖励金额=（实际利润-承诺利润）×50%。各方一致同意，上述业绩奖励金额最高不超过本次交易的交易价格的 20%”。

据此，本次交易业绩奖励安排符合《监管规则适用指引—上市类第 1 号》相关规定。

（2）超额业绩奖励设置具有合理商业逻辑

如前所述，本次交易业绩承诺安排系具有合理性。据此，在具有合理性的业绩承诺基础上提出超额业绩奖励属于正常的商业逻辑延伸。此外，因上海尧强和上海迦恒实际控制人系谦玛网络核心管理人员刘迎彬、上海鸿石鑒实际控制人系谦玛网络核心管理人员程振华，对交易对方进行业绩奖励主要系为了调动起经营管理的积极性，为谦玛网络实现超预期盈利水平提供机制保障，有利于上市公司增厚业绩，有利于广大投资者的利益。

（3）超额业绩安排符合市场惯例

经检索，在重组交易中给予相关方超额业绩奖励符合市场实践情况，具体案例情况如下：

序号	日期	公司简称	证券代码	公告编号	报告名称	设置比例
1	2020.4.21	博深股份	002282	2020-022	关于对常州市金牛研磨有限公司管理层实施超额业绩奖励的公告	50%
2	2020.4.27	经纬辉开	300120	2020-46	关于实施超额业绩奖励的公告	50%
3	2020.7.1	浙农股份	002758	-	发行股份购买资产暨关联交易报告书（修订稿）	50%
4	2020.11.12	正元智慧	300645	-	发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草	30%

					案) (修订稿)	
5	2020.12.21	东土科技	300353	-	关于北京东土科技股份有限公司申请发行股份购买资产并募集配套资金的第二轮审核问询函的回复	30%
6	2021.4.20	润邦股份	002483	2021-039	关于签署发行股份购买资产所涉《业绩补偿协议(二)》暨调整业绩承诺的公告	30%

2、设定超额业绩奖励是否损害上市公司利益

如前所述，本次交易超额业绩奖励安排有利于上市公司增厚业绩，有利于广大投资者的利益。此外，本次交易对方未与上市公司控股股东、实际控制人或上市公司董事、监事及高级管理人员存在关联关系，故本次交易不存在损害上市公司利益的情况。

同时，根据《深圳证券交易所股票上市规则》、《公司章程》等相关规定，本次交易所涉超额业绩奖励安排事项已经元隆雅图董事会、监事会审议通过并已在中国证监会指定信息披露平台进行了披露；独立董事已对相关事项发表了事前认可意见及独立意见；本次交易相关事项尚需股东大会审议，故截至本回复签署之日，本次交易审议程序符合《公司章程》的规定，不存在损害上市公司及中小投资者利益的情况。

此外，超额业绩奖励只有在谦玛网络超额完成业绩承诺的基础上才会实际发生，且超额业绩奖励越大则上市公司在承诺利润外获得的收益亦越大，据此超额业绩奖励安排有利于维护上市公司及其股东权益。

(二) 超额业绩奖励的会计处理方式，是否构成对本次交易价格的调整。

1、会计处理依据

根据中国证监会会计部《2013年上市公司年报会计监管报告》对企业合并交易中的业绩奖励问题的表述：“存在此类安排时，上市公司应考虑其支付给这些

个人的款项，是针对其股东身份、为了取得其持有的被收购企业权益而支付的合并成本，还是针对其高管身份、为了获取这些个人在未来期间的服务而支付的职工薪酬。上市公司应结合相关安排的性质、安排的目的，确定支付的款项并据此进行相应的会计处理”。“通常情况下，如果款项的支付以相关人员未来期间的任职为条件，那么相关款项很可能是职工薪酬而不是企业合并的合并成本”。

根据《企业会计准则第9号-职工薪酬》第二条规定：“职工薪酬，是指企业为获得职工提供的服务或解除劳动关系而给予的各种形式的报酬或补偿。”

2、会计处理方式及结论

2021年4月30日，元隆雅图与上海尧强、上海迦恒、上海鸿石鑿、刘迎彬、程振华签署的《业绩承诺补偿协议》约定：“业绩承诺期内，若标的公司实际利润超过承诺利润的，甲方同意在业绩承诺期届满后对业绩承诺方给予业绩奖励。业绩奖励金额按照以下公式计算确定：业绩奖励金额=（实际利润-承诺利润）×50%。各方一致同意，上述业绩奖励金额最高不超过本次交易的交易价格的20%”。同时《业绩承诺补偿协议》约定：“刘迎彬、程振华向甲方承诺并保证自2021年1月1日至2022年12月31日期间持续在标的公司任职，不得主动离职。”

超额业绩奖励对象为本次交易的交易对方，但上海尧强和上海迦恒实际控制人系刘迎彬、上海鸿石鑿实际控制人系程振华。根据谦玛网络出具的说明并经项目组核查，刘迎彬现任谦玛网络董事兼总经理，负责谦玛网络整体管理、业务发展、战略规划，直接管理谦玛网络的人事和财务、技术中心；程振华现任谦玛网络董事、销售总监，负责谦玛网络部分大客户的业务开拓和拓展，直接管理谦玛网络部分事业部。据此，超额业绩奖励对象实际权益人是刘迎彬、程振华，且《业绩承诺补偿协议》已对刘迎彬、程振华的任职约定了服务期限，故超额业绩奖励安排实质上是为了获取员工服务而给予的激励和报酬，应作为职工薪酬核算，不属于企业合并成本，超额业绩奖励安排不构成对本次交易价格的调整。

三、公司与业绩承诺人约定，“无论任何原因导致股份补偿在合理期限内未能实施完成，上市公司有权自行决定直接要求补偿义务人及时以现金的方式完成补偿。”请你公司对前文中的“合理期限”进行说明；

元隆雅图拟与交易对方、刘迎彬、程振华签署了《业绩承诺补偿协议之补充协议》约定：“各方一致同意，如上市公司股东大会审议通过回购注销方案后，无论任何原因导致股份补偿在合理期限（上市公司审议回购注销方案的股东大会决议公告后发出的书面通知载明的期限，且至迟不得超过股东大会决议公告后 90 日）内未能实施完成，上市公司应召开董事会审议现金补偿方案，并在董事会审议通过现金补偿方案后十个工作日内向补偿义务人发出补偿通知书要求补偿义务人以现金方式完成补偿。”同时，公司将于审议本次交易相关事项的股东大会召开前召开董事会审议《业绩承诺补偿协议之补充协议》相关内容。

据此，合理期限系指上市公司审议回购注销方案的股东大会决议公告后发出的书面通知载明的期限，且至迟不得超过股东大会决议公告后 90 日。

四、报告书显示，“如触发补偿义务，在实施补偿时，上市公司有权选择要求业绩承诺方优先使用其名下的换股股份对上市公司进行股份补偿”“无论任何原因导致股份补偿在合理期限内未能实施完成，上市公司有权自行决定直接要求补偿义务人及时以现金的方式完成补偿”，请你公司说明如发生前述相关情形时，公司是否需履行相应的审议程序，并结合公司章程及相关规定说明，需履行何种审议程序。

（一）协议相关约定

元隆雅图已与交易对方、刘迎彬、程振华签署了《业绩承诺补偿协议之补充协议》约定：“在实施补偿时，业绩承诺方应先使用其名下的换股股份对上市公司进行股份补偿”、“无论任何原因导致股份补偿在合理期限（上市公司审议回购注销方案的股东大会决议公告后发出的书面通知载明的期限，且至迟不得超过股东大会决议公告后 90 日）内未能实施完成，上市公司应召开董事会审议现金补偿方案，并在董事会审议通过现金补偿方案后十个工作日内向补偿义务人发出补

偿通知书要求补偿义务人以现金方式完成补偿。”公司将于审议本次交易相关事项的股东大会召开前召开董事会审议《业绩承诺补偿协议之补充协议》相关内容。

据此，如触发补偿义务，应优先使用本次发行股份购买资产取得的股份进行补偿，股份补偿所涉回购注销方案应提交股东大会审议，审议通过后方可实施股份补偿所涉回购注销事宜。如属于现金补偿情况，由董事会审议现金补偿方案后向补偿义务人发出补偿通知书并要求其进行现金补偿。

（二）公司章程相关决策程序

根据元隆雅图《公司章程》第七十七条及第七十八条之规定，股东大会审议以下事项：1、董事会和监事会的工作报告；2、董事会拟定的利润分配方案和弥补亏损方案；3、董事会和监事会成员的任免及其报酬和支付方法；4、公司年度预算方案、决算方案；5、公司年度报告；6、公司增加或者减少注册资本；7、公司的分立、合并、解散和清算；8、本章程的修改；9、公司在一年内购买、出售重大资产或者对外担保金额超过公司最近一期经审计总资产 30%的；10、股权激励计划；11、法律、行政法规或本章程规定的，以及股东大会以普通决议认定会对公司产生重大影响的、需要以特别决议通过的其他事项。

据此，由上市公司董事会审议现金补偿方案、由股东大会审议回购注销方案（如适用）的约定不违反上市公司《公司章程》关于股东大会、董事会职权的规定。

（三）公司法相关规定

根据《公司法》第三十七条及第九十九条之规定，股东大会行使以下职权：1、决定公司的经营方针和投资计划；2、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；3、审议批准董事会的报告；4、审议批准监事会或者监事的报告；5、审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；6、审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；7、对公司增加或者减少注册资本作出决议；8、对发行公司债券做出决议；9、对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议；10、修改公司章程；11、公司章程规定的其他职权。

据此，由上市公司董事会审议现金补偿方案、由股东大会审议回购注销方案（如适用）的约定不违反上市公司《公司章程》关于股东大会、董事会职权的规定。

综上，当发生需要业绩承诺补偿的情形时，补偿义务人应首先使用本次发行股份购买资产取得的股份进行补偿，该等股份补偿回购方案需提交股东大会审议；如属于需使用现金进行补偿的情况，由董事会审议现金补偿方案后向补偿义务人发出补偿通知书并要求其进行现金补偿。前述业绩承诺补偿安排符合元隆雅图《公司章程》及《公司法》相关规定。

五、请你公司独立财务顾问及律师进行核查并发表明确意见。

经核查，本公司独立财务顾问和律师认为：

考虑元隆雅图已与前次交易的相关承诺方进行了3年（2018年、2019年及2020年）的业绩承诺，且该等相关承诺方已完成业绩承诺；本次交易是结合前次交易业绩承诺实现情况以及公司业务发展的实际情况，由交易各方谈判后确定的业绩承诺期；目前元隆雅图能够对谦玛网络实施有效控制，且谦玛网络业务开展不严重依赖于刘迎彬、程振华。据此，本次交易仅约定1年的业绩承诺期安排具有合理性。

本次交易的业绩承诺期及承诺利润金额具有合理性，目前已严格履行了现阶段所必需的审议程序及信息披露，不存在向关联方利益输送的情况，不会损害上市公司及中小股东的合法权益。

标的资产具备稳定的经营模式，在手订单数量较为可观，相关产品的订单具备可延续性，且核心管理人员稳定，因而拥有良好的持续盈利能力。

本次交易设置超额业绩奖励的安排，公司已按照《深圳证券交易所股票上市规则》、《公司章程》等相关规定严格履行了决策程序，获得了独立董事的事先认可并发表了独立意见，并及时进行公告，披露相关信息。不存在向关联方利益输送的情况，不会损害中小股东的合法权益。

交易方案中业绩奖励安排实质上是为了获取员工服务而给予的激励和报酬，故应作为职工薪酬核算，不属于企业合并成本，该项支付不构成对本次交易价

格的调整。

合理期限系指上市公司审议回购注销方案的股东大会决议公告后发出的书面通知载明的期限，且至迟不得超过股东大会决议公告后 90 日。

当发生需要业绩承诺补偿的情形时，补偿义务人应首先使用本次发行股份购买资产取得的股份进行补偿，该等股份补偿回购方案需提交股东大会审议；如属于需使用现金进行补偿的情况，由董事会审议现金补偿方案后向补偿义务人发出补偿通知书并要求其进行现金补偿。前述业绩承诺补偿安排符合元隆雅图《公司章程》及《公司法》相关规定。

问题 8、请你公司按照《26 号准则》第二十四条第七项的规定，补充披露占标的企业最近一期经审计的资产总额、营业收入、净资产额或净利润来源 20% 以上的下属企业收益法下的评估情况。

回复：

本次收益法评估以谦玛网络合并口径会计报表为基础开展收益法相关工作。谦玛网络主要为客户提供新媒体营销服务，基于品牌客户的营销需求，向客户提供策略策划、创意设计、内容制作、新媒体媒介投放和执行、效果监测等服务。截至评估基准日，谦玛网络共有 7 家下属公司，具体情况详见下表：

谦玛网络子公司概况

公司名称	主营业务内容	持股情况
上海匠谦	主要为客户提供新媒体营销服务	谦玛网络持股 100%
谦玛信息	主要为客户提供新媒体营销服务	谦玛网络持股 100%
上海沐鹂	主要为客户提供新媒体营销服务	谦玛信息持股 51%，拟处置
上海霏多	主要为客户提供新媒体营销服务	谦玛网络持股 100%
广西耀远	主要为客户提供新媒体营销服务	上海霏多持股 100%
苏州沃米	新媒体营销相关的软件开发、系统开发	谦玛网络持股 100%
北京谦玛	主要为汽车行业客户提供新媒体营销服务	谦玛信息持股 20%

上述下属公司中最近一期经审计的资产总额、营业收入、净资产额或净利润构成标的公司对应项目来源 20% 以上的下属企业仅有上海匠谦一家。在对标的公

司进行评估时，已将该公司业务纳入，所选取的各项评估参数及评估方法等均与标的公司无任何差异，所以未对该下属公司进行单独评估及披露。

上述内容已在《报告书》“第五章 标的资产的评估情况”之“十一、对下属重要子公司未采用收益法单独进行评估的原因”进行补充披露。

北京元隆雅图文化传播股份有限公司

董事会

年 月 日