

银信资产评估有限公司

《关于对上海新南洋昂立教育科技股份有限公司收购资产相关事项的问询函》的回复

上海证券交易所上市公司监管一部：

上海新南洋昂立教育科技股份有限公司（以下简称“公司”或“昂立教育”）转来贵部《关于对上海新南洋昂立教育科技股份有限公司收购资产相关事项的问询函》（上证公函【2019】2708号）收悉，对于问询函中涉及的有关事项答复如下：

一、公告称，标的资产收益法评估全部股东权益估值为 1.75 亿元，资产基础法评估股东全部权益价值为 1395.80 万元，收益法和资产基础法评估差异较大，本次收购采用收益法评估结果。同时，我部关注到，评估报告中的基准日账面总资产价值、股东全部权益价值与公告披露的标的资产主要财务数据存在差异，评估报告中未披露具体评估过程及主要评估参数及选取依据。请公司补充披露：

（一）收益法评估的具体情况，包括营业收入、营业成本、费用、净利润、折现率、现金流量等主要参数的具体情况和评估过程、依据及合理性。

答复：

注：以下内容援引银信资产评估公司的答复，其中“被估值单位”是指本次收购标的公司——上海育伦教育科技有限公司（以下简称“育伦教育”或“标的公司”）。

1、收益法应用简介

（1）本次选用的收益法估值模型

本次收益法估值选用企业实体现金流模型，即企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权人）的税后现金流量。

本次估值以采用企业未来若干年度内的全部现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出企业整体价值，加上溢余资产价值、非经营性资产价值，减去非经营性负债，然后扣除付息债务的价值，得出股东全部权益价值。计算公式：



$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E：被估值单位的股东全部权益价值

B：被估值单位的企业整体价值

D：估值对象的付息债务价值

$$B = P + \sum C_i \quad (2)$$

P：被估值单位的经营性资产价值

$\sum C_i$ ：被估值单位基准日存在的长期投资、其他非经营性或溢余性资产的价值

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

R_i ：被估值单位未来第 i 年的预期收益（自由现金流量）

r ：折现率

n ：估值对象的未来预测期。

（2）收益预测的假设

A、一般假设

（A）国家现行的经济政策方针无重大变化；

（B）被估值单位完全遵守有关的法律和法规进行生产经营；

（C）被估值单位所在地区的社会经济环境无重大变化；

（D）被估值单位所属行业的发展态势稳定，与被估值单位生产经营有关的现行法律、法规、经济政策保持稳定；

（E）被估值单位与其关联方的所有交易均以市场价格为基础，不存在任何形式的利润转移情况；

（F）被估值单位的经营者是负责的，且企业管理层有能力担当其责任，不考虑经营者个人的特殊行为对企业经营的影响；

（G）收益的计算以中国会计年度为准，在会计年度内均匀发生；

（H）无其他不可抗力及不可预见因素造成的重大不利影响。

B、特殊假设

（A）被估值单位能够按照企业管理层规划的经营规模和能力、经营条件、经营

范围、经营方针进行正常且持续的生产经营；所有合作办学合同到期后可以按原合作模式延续；其核心管理团队不发生重大变故。

(B) 被估值单位在估值基准日可能存在的不良、不实资产和物权、债权纠纷均得到妥善处理，不影响预测收益期的正常生产经营；

(C) 被估值单位经营管理所需资金均能通过股东投入或银行负债业务解决，不存在因资金紧张造成的经营停滞情况；

(D) 被估值单位保持现有的经营管理水平，其严格的内控制度和不断提高的人员素质，能够保证在未来年度内其各项监管指标保持历史年度水平，达到相关部门监管的要求。

估值人员根据运用收益法对企业进行估值的要求，认定这些假设条件在估值基准日时成立，并根据这些假设推论出相应的估值结论。如果未来经济环境发生较大变化或其它假设条件不成立时，估值人员将不承担由于假设条件的改变而可能推导出不同估值结果的责任。

(3) 本次收益法估值的技术思路

本次估值采用实体现金流量来预测企业整体价值，将计算出的企业实体现金流量现值加上非经营性资产即为被估值单位的整体价值，企业整体价值扣除估值基准日被估值单位拥有的付息债务即得出被估值单位的股东全部权益价值。

2、收益法评估具体过程、依据及参数的选择

本次预测将育伦教育及其子公司上海育伦文化交流发展有限公司（以下简称“育伦文化”）、上海育伦出国留学服务有限公司（以下简称“育伦出国”）和上海昂立爱维利教育科技有限公司（以下简称“爱维利”）合并预测。

(1) 营业收入和营业成本

被估值单位前二年及估值基准日当期营业收入明细如下：

金额单位：万元

营业收入	2017年	2018年	2019年1-3月
留学中介			48.68
海外游学	320.05	619.38	131.02
企业咨询服务		692.77	199.02
外籍教师管理	278.62	268.90	95.17
国内高中合作	365.87	345.28	89.01
营业收入合计	964.54	1,926.33	562.90

注：留学中介业务原由标的公司实际控制人所控制的另一家公司——上海育伦由爱司商务咨询有限公司（以下简称“由爱司”）开展。自 2019 年 1 月 1 日起，由爱司开展的留学中介业务已由标的公司及其控股子公司承接开展，截至披露日，由爱司已无任何实际经营业务。

其对应的营业成本明细如下：

金额单位：万元

营业成本	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
留学中介			7.15
海外游学			
企业咨询服务		129.61	46.27
外籍教师管理	97.17	106.19	37.68
国内高中合作	203.51	220.28	52.98
营业成本合计	300.68	456.08	144.08

未来年度各项业务收入及成本具体预测如下：

①留学中介

留学中介业务系被估值单位及其子公司通过为客户提供留学信息咨询服务，协助客户进行留学申请及签证办理。被估值单位及其子公司和客户签订服务合同，并收取咨询费。

根据被估值单位和客户签订的相关合同，至估值基准日尚未履行完成的合同金额有 1,459.91 万元，根据合同进度，其中预计在 2019 年 4-12 月确认收入的金额为 710.90 万，预计在 2020 年确认收入的金额为 588.40 万元，预计在 2021 年确认收入的金额为 160.61 万元。因此根据已有合同金额同时考虑新增合同，未来年度留学中介业务收入预测如下：

金额单位：万元

留学中介	2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
业务收入	710.90	1,050.00	1,100.00
折合不含税收入	670.66	990.57	1,037.74

留学中介业务成本主要包括人员成本即 9 名内籍员工每人 1 万/月的工资，1 名外籍员工每人 1.7 万/月的工资，场地成本即公司房租成本的四分之一分摊额以及市场营销成本即 5 名内籍员工每人 1.2 万/月工资及差旅的二分之一分摊额。具体预测如下：

金额单位：万元

留学中介	2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
人员成本	96.30	135.00	142.00

场地	25.50	35.70	37.49
市场营销	30.00	45.00	50.00
营业成本合计	151.80	215.70	229.49

②海外游学

海外游学业务主要形式是被估值单位受委托协助组织境内学生参与境外高中短期交流、访问学习等游学业务，并收取佣金及服务费。

根据被估值单位、国外交流学校和国内学校签订的合作协议，以及和国外交流学校的邀请函等材料，在以后年度每学员佣金金额基本保持不变且学员人数根据招生情况略微增长的情况下，预估 2019 年 4-12 月的学员人数和每学员佣金金额情况如下：

金额单位：万元

海外游学	2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
业务收入（不含税）	406	609	671

注：海外游学业务以美元结算，美元折人民币汇率按基准日汇率约 6.8 预测；海外游学业务在被估值单位于香港注册成立育伦出国留学有限公司实现收入，故不考虑增值税。

海外游学业务直接以代理收费差额及佣金作为收入，故不考虑海外教育业务成本。该业务完全是由育伦教育在境内合作驱动，成本为员工工资，分摊在其他各业务的员工工资之中。

③企业咨询服务

标的公司全资子公司爱维利面向企业客户，主要提供国际学术课程和管理运营的输出服务业务。

根据爱维利和客户机构的合作协议，结合客户机构历史数据以及对未来收入增长的预估，企业咨询业务收入预测如下：

年份	2019 年	2020 年	2021 年
收入合计（元）	8,327,000	9,987,920	11,987,480
折合不含税收入（万元）	808	970	1,164

注：由于 2019 年 1-3 月已确认了收入 199.02 万元，故 2019 年 4-12 月预计收入为 808.45-199.02=609.43 万元。

企业咨询服务的成本主要包括课程成本、人员成本以及支付给客户机构的场地成本等。具体预测如下：

金额单位：万元

企业咨询服务	2019年4-12月	2020年	2021年
课程成本	186.00	299.00	359.00
人员成本	146.00	234.00	280.00
办公场地成本	142.50	190.00	190.00
营业成本合计	474.50	723.00	829.00

④外籍教师管理服务

外籍教师管理服务是指被估值单位及其子公司为相关合作学校招募外籍教师，并实施监督和管理协调工作。被估值单位向各学校收取1万元/月/人（个别人员略高）的管理费，涵盖外教的机票、住宿、招募、签证、体检等费用。

经查各学校和被估值单位签订的外籍教师委托招聘和管理协议、外籍教师人数统计以及未来新增预期，外籍教师管理服务收入预测如下：

金额单位：万元

外籍教师管理服务	2019年4-12月	2020年	2021年
业务收入（不含税）	267	410	410

外籍教师管理服务成本主要包括各个学校外籍教师的机票、住宿、招募、签证、体检等费用、管理员工资即2位内籍人员每人0.75万/月和1位外籍人员每人2万/月的工资以及场地成本即公司房租成本的四分之一分摊额。故成本具体预测如下：

金额单位：万元

外籍教师管理服务	2019年4-12月	2020年	2021年
直接成本	108.00	182.00	201.00
人员成本	31.50	46.00	51.00
场地	12.75	17.85	18.74
营业成本合计	152.25	245.85	270.74

⑤国内高中合作

被估值单位为国内各类高中提供国际课程外籍教师招募管理与国际课程建设综合配套服务。被估值单位与国内学校分年度签订服务协议，约定相应期间的服务费金额。

根据被估值单位与相关合作学校的已签订合同，同时考虑潜在新增业务，国内高中合作收入预测如下：

金额单位：万元

国内高中合作	2019年4-12月	2020年	2021年
业务收入	871.65	1,056.00	1,296.00
折合不含税收入	822.31	996.23	1,222.64

国内高中合作业务成本主要包括各学校对应的外籍教师的工资及补贴、管理人员工资及差旅费、场地成本即标的公司房租成本的四分之一分摊额以及市场营销成本即5名内籍员工每人1.2万/月工资及差旅的二分之一分摊额。具体预测如下：

金额单位：万元

合作办学	2019年4-12月	2020年	2021年
直接成本	144.00	199.00	199.00
人员成本	79.20	110.00	116.00
场地	25.50	35.70	37.49
市场营销	30.00	45.00	50.00
营业成本合计	278.70	389.70	402.49

综上，营业收入预测如下：

金额单位：万元

营业收入	2019年4-12月	2020年	2021年
留学中介	670.66	990.57	1,037.74
海外游学	405.59	609.01	671.09
企业咨询服务	609.43	969.70	1,163.83
外籍教师管理	266.89	410.38	410.38
国内高中合作	822.31	996.23	1,222.64
营业收入合计	2,774.87	3,975.88	4,505.68
营业收入增长率		19.12%	13.33%

综上，营业成本预测如下：

金额单位：万元

营业成本	2019年4-12月	2020年	2021年
留学中介	151.80	215.70	229.49
海外游学			
企业咨询服务	474.50	723.00	829.00
外籍教师管理	152.25	245.85	270.74
国内高中合作	278.70	389.70	402.49
营业成本合计	1,057.25	1,574.25	1,731.71
毛利率	61.90%	60.40%	61.57%

(2) 营业税金及附加

被估值单位及其子公司育伦文化和育伦出国为增值税一般纳税人，适用增值税税率6%；子公司育伦出国留学有限公司注册地为香港，无需缴纳增值税及附加税；子公司爱维利为增值税小规模纳税人，适用增值税税率3%；城建税税率5%；教育费附

加费率 3%，地方教育费附加费率 1%；印花税等其他税费按每年 0.5 万预测。

故营业税金及附加预测如下：

金额单位：万元

	税率	2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
营业收入-除企业咨询服务及海外游学收入	6%	1,759.86	2,397.17	2,670.75
营业收入-企业咨询服务	3%	609.43	969.70	1,163.83
增值税——销项税额		123.87	172.92	195.16
房租	5%	101.75	142.80	149.94
增值税——进项税额		5.09	7.14	7.50
应交增值税		118.79	165.78	187.66
城建税	7%	8.32	11.60	13.14
教育费附加	4%	4.75	6.63	7.51
印花税等		0.50	0.50	0.50
营业税金及附加		13.57	18.74	21.14

注：固定资产主要是爱维利公司购买的，因为其是增值税小规模纳税人，故本次不考虑固定资产增值税的抵扣。

（3）销售费用

被评估单位及其子公司的销售费用主要是零星的宣传资料（摊在“管理费用”中的“其他费用”）；以及各块业务的业务人员的商务差旅（均已分摊在各块业务的员工工资以及差旅费用之中）。

（4）管理费用

被估值单位前二年及估值基准日当期管理费用如下

金额单位：万元

	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
职工薪酬	90.73	95.06	57.08
租赁费	50.50	54.52	11.90
其他费用	58.68	48.40	5.87
合计	199.90	197.97	74.85

管理层预测年度将可直接归集指定业务的人员的工资成本直接计入该项业务的营业成本，管理费用只归集 4 位管理员工资、租赁费即负担公司房租八分之三（公司全部房租 136 万/年）和其他零星费用（包括固定资产折旧）。

故管理费用预测如下：

单位：万元

	2019年4-12月	2020年	2021年
职工薪酬	36.00	51.00	55.00
租赁费	38.00	53.55	56.23
其他费用	12.00	25.00	30.00
管理费用合计	86.00	129.55	141.23
占收入比	3.10%	3.26%	3.13%

(5) 财务费用

财务费用一般包括利息支出、银行手续费及汇兑损益等，因本次估值采用企业现金流量模型，故财务费用不予扣除。同时，估值工作是建立在汇市稳定的基础上进行的，故亦不再预测汇兑损益。综上，本次估值对财务费用不做预测。

(6) 非经常性损益项目的预测

营业外收入、营业外支出、公允价值变动损益、投资收益等非经常性损益、资产减值损失因其具有偶然性，本次不作预测。

(7) 所得税

被估值单位适用所得税税率 25%。

(8) 预测利润表

经上述分析，预测利润表编制如下：

金额单位：万元

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	永续年
营业收入	2,774.87	3,975.88	4,505.68	4,505.68
营业成本	1,057.25	1,574.25	1,731.71	1,731.71
营业税金及附加	13.57	18.74	21.14	21.14
销售费用				-
管理费用	86.00	129.55	141.23	141.23
财务费用				-
资产减值损失				-
投资收益				-
营业利润	1,618.05	2,253.34	2,611.60	2,611.60
营业外收入				-
营业外支出				-
利润总额	1,618.05	2,253.34	2,611.60	2,611.60
所得税	404.51	563.34	652.90	652.90
净收益	1,213.54	1,690.01	1,958.70	1,958.70

(9) 资本性支出及折旧摊销

① 折旧及摊销

本次折旧根据企业会计政策对各类资产计算折旧摊销。

被估值单位基准日主要固定资产为电子及办公设备，残值率 5%，按 5 年计提折旧。对于基准日已有资产的折旧摊销，沿用企业的折旧政策和摊销政策，同时考虑新增设备并结合估值基准日企业账面留存的固定资产，独立预测未来年度的折旧和摊销金额如下：

金额单位：万元

内容	2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
折旧			
其中：电子及办公设备	2.83	3.78	3.78
新增电子办公设备		0.57	1.14
折旧合计	2.83	4.35	4.92

注：上述折旧金额计入管理费用。

②资本性支出

a. 预测期内的资本性支出

按照被估值单位的固定资产投资计划，未来年度与固定资产相关的资本性支出如下：

金额单位：万元

内容	2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
原有设备更新	2.83	3.78	3.78
新增电子及办公设备	3.00	3.00	
资本性支出合计	5.83	6.78	3.78

注 1：由于电子及办公设备主要由爱维利公司采购，而其为小规模纳税人，故不能抵扣增值税。因此资本性支出中原有设备更新和新增设备支出均为含税金额。

注 2：假设新增设备在购买当年底转固定资产，次年开始计提折旧。

b. 预测期届满后的资本性支出

预测期届满后永续年间资本性支出按预测期最后一年 2021 年折旧金额确定为 4.92 万元。

(10) 营运资金变动

经被估值单位管理层介绍，被估值单位运营模式为以预收各类服务费及课程学费为主，同时预付房屋租赁款，而教师薪酬等支出则当期发生当期结算，故预收款项可以满足整个公司的营运资金需求，故本次估值不考虑营运资金追加。

(11) 折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是将资产的未来预期收益折算成现值的比率，是

基于贴现现金流法确定估值的重要参数。本次估值选取与被估值单位类似的上市公司，按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times K_e + \frac{D}{D+E} \times (1-t) \times K_d$$

其中：WACC：加权平均资本成本

E：权益的市场价值

D：债务的市场价值

K_e：权益资本成本

K_d：债务资本成本

t：所得税率

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + ERP \times \beta_L + R_c$$

其中：R_f：无风险收益率；

ERP：市场风险溢价；

β_L：权益的系统风险系数；

R_c：企业特定风险调整系数；

①无风险收益率 R_f

取证券交易所上市交易的长期国债（截止估值基准日剩余期限 10 年以上）到期收益率平均值确定无风险报酬率，选取的国债项目及计算过程见下表：

证券代码	证券名称	发行总额 [单位]亿元	发行期限 [单位]年	到期收益率 [交易日 期]20190331 [计算方法]央 行规则 [单位]%	剩余期限（年） [日 期]20190331
010706.SH	07 国债 06	300.00	30.00	4.2697	18.13
019003.SH	10 国债 03	240.00	30.00	4.0788	20.92
019009.SH	10 国债 09	280.00	20.00	4.0953	11.04
019014.SH	10 国债 14	280.00	50.00	4.0298	41.15
019018.SH	10 国债 18	280.00	30.00	4.0291	21.22
019023.SH	10 国债 23	280.00	30.00	3.3336	21.33

019026.SH	10 国债 26	280.00	30.00	3.9593	21.38
019029.SH	10 国债 29	280.00	20.00	3.8609	11.42
019037.SH	10 国债 37	280.00	50.00	4.3998	41.64
019040.SH	10 国债 40	280.00	30.00	4.2291	21.69
019105.SH	11 国债 05	280.00	30.00	3.8536	21.90
019110.SH	11 国债 10	580.00	20.00	2.8647	12.08
019112.SH	11 国债 12	300.00	50.00	4.4797	42.15
019116.SH	11 国债 16	580.00	30.00	4.1343	22.23
019123.SH	11 国债 23	280.00	50.00	4.3299	42.61
019206.SH	12 国债 06	280.00	20.00	4.0291	13.06
019208.SH	12 国债 08	280.00	50.00	4.2498	43.13
019212.SH	12 国债 12	280.00	30.00	3.9409	23.24
019213.SH	12 国债 13	280.00	30.00	4.1193	23.34
019218.SH	12 国债 18	280.00	20.00	3.4719	13.49
019220.SH	12 国债 20	260.00	50.00	4.3498	43.63
019309.SH	13 国债 09	260.00	20.00	2.9324	14.06
019310.SH	13 国债 10	200.00	50.00	4.2398	44.14
019316.SH	13 国债 16	260.00	20.00	2.8880	14.37
019319.SH	13 国债 19	260.00	30.00	3.7542	24.46
019324.SH	13 国债 24	200.00	50.00	5.3097	44.64
019325.SH	13 国债 25	240.00	30.00	3.7392	24.69
019409.SH	14 国债 09	260.00	20.00	4.7689	15.08
019410.SH	14 国债 10	260.00	50.00	4.6697	45.15
019416.SH	14 国债 16	260.00	30.00	4.7591	25.32
019417.SH	14 国债 17	260.00	20.00	4.6288	15.36
019425.SH	14 国债 25	260.00	30.00	4.2994	25.58
019427.SH	14 国债 27	260.00	50.00	4.2195	45.65
019508.SH	15 国债 08	260.00	20.00	3.7841	16.07
019510.SH	15 国债 10	260.00	50.00	3.8658	46.15
019517.SH	15 国债 17	260.00	30.00	3.7820	26.32
019521.SH	15 国债 21	260.00	20.00	3.6030	16.48
019525.SH	15 国债 25	260.00	30.00	3.7395	26.56
019528.SH	15 国债 28	260.00	50.00	3.8367	46.65
019536.SH	16 国债 08	900.60	30.00	3.7199	27.07
019541.SH	16 国债 13	284.10	50.00	3.8089	47.15
019547.SH	16 国债 19	976.70	30.00	3.6801	27.39
019554.SH	16 国债 26	242.00	50.00	3.4799	47.64
019559.SH	17 国债 05	774.00	30.00	3.7694	27.89
019565.SH	17 国债 11	291.50	50.00	4.0798	48.14
019569.SH	17 国债 15	871.20	30.00	3.7249	28.32
019577.SH	17 国债 22	777.10	30.00	3.9467	28.56
019581.SH	17 国债 26	293.70	50.00	4.3698	48.64
019588.SH	18 国债 06	802.00	30.00	4.2192	28.97

019594.SH	18 国债 12	305.20	50.00	4.1298	49.14
019599.SH	18 国债 17	910.50	30.00	3.7436	29.31
019606.SH	18 国债 24	900.60	30.00	4.0795	29.56
019607.SH	18 国债 25	206.40	50.00	3.8199	49.64
019806.SH	08 国债 06	280.00	30.00	4.4998	19.10
019820.SH	08 国债 20	240.00	30.00	3.9094	19.56
019905.SH	09 国债 05	220.00	30.00	4.0195	20.02
019920.SH	09 国债 20	260.00	20.00	3.9987	10.41
019925.SH	09 国债 25	240.00	30.00	4.5560	20.54
019930.SH	09 国债 30	200.00	50.00	4.2997	40.67
100706.SZ	国债 0706	300.00	30.00	4.2697	18.13
100806.SZ	国债 0806	280.00	30.00	4.4998	19.10
100820.SZ	国债 0820	240.00	30.00	3.9094	19.56
100905.SZ	国债 0905	220.00	30.00	4.0195	20.02
100920.SZ	国债 0920	260.00	20.00	3.9987	10.41
100925.SZ	国债 0925	240.00	30.00	4.1794	20.54
100930.SZ	国债 0930	200.00	50.00	4.2997	40.67
101003.SZ	国债 1003	240.00	30.00	4.0788	20.92
101009.SZ	国债 1009	280.00	20.00	3.9591	11.04
101014.SZ	国债 1014	280.00	50.00	3.9807	41.15
101018.SZ	国债 1018	280.00	30.00	4.0291	21.22
101023.SZ	国债 1023	280.00	30.00	3.9593	21.33
101026.SZ	国债 1026	280.00	30.00	3.9593	21.38
101029.SZ	国债 1029	280.00	20.00	3.8184	11.42
101037.SZ	国债 1037	280.00	50.00	4.3998	41.64
101040.SZ	国债 1040	280.00	30.00	4.2291	21.69
101105.SZ	国债 1105	280.00	30.00	4.3091	21.90
101110.SZ	国债 1110	580.00	20.00	4.1490	12.08
101112.SZ	国债 1112	300.00	50.00	4.4797	42.15
101116.SZ	国债 1116	580.00	30.00	4.4989	22.23
101123.SZ	国债 1123	280.00	50.00	4.3299	42.61
101206.SZ	国债 1206	280.00	20.00	4.0291	13.06
101208.SZ	国债 1208	280.00	50.00	4.2498	43.13
101212.SZ	国债 1212	280.00	30.00	4.0691	23.24
101213.SZ	国债 1213	280.00	30.00	4.1193	23.34
101218.SZ	国债 1218	280.00	20.00	4.0989	13.49
101220.SZ	国债 1220	260.00	50.00	4.3498	43.63
101309.SZ	国债 1309	260.00	20.00	3.9892	14.06
101310.SZ	国债 1310	200.00	50.00	4.2398	44.14
101316.SZ	国债 1316	260.00	20.00	4.3189	14.37
101319.SZ	国债 1319	260.00	30.00	4.7589	24.46
101324.SZ	国债 1324	200.00	50.00	5.3097	44.64
101325.SZ	国债 1325	240.00	30.00	5.0488	24.69

101409.SZ	国债 1409	260.00	20.00	4.7689	15.08
101410.SZ	国债 1410	260.00	50.00	4.6697	45.15
101416.SZ	国债 1416	260.00	30.00	4.7591	25.32
101417.SZ	国债 1417	260.00	20.00	4.6288	15.36
101425.SZ	国债 1425	260.00	30.00	3.2456	25.58
101427.SZ	国债 1427	260.00	50.00	4.2398	45.65
101508.SZ	国债 1508	260.00	20.00	4.0892	16.07
101510.SZ	国债 1510	260.00	50.00	4.0669	46.15
101517.SZ	国债 1517	260.00	30.00	3.9394	26.32
101521.SZ	国债 1521	260.00	20.00	3.7391	16.48
101525.SZ	国债 1525	260.00	30.00	3.7395	26.56
101528.SZ	国债 1528	260.00	50.00	3.8390	46.65
101608.SZ	国债 1608	900.60	30.00	3.5196	27.07
101613.SZ	国债 1613	284.10	50.00	3.8094	47.15
101619.SZ	国债 1619	976.70	30.00	3.2695	27.39
101626.SZ	国债 1626	242.00	50.00	3.4799	47.64
101705.SZ	国债 1705	774.00	30.00	3.7694	27.89
101711.SZ	国债 1711	291.50	50.00	4.0798	48.14
101715.SZ	国债 1715	871.20	30.00	4.0494	28.32
101722.SZ	国债 1722	777.10	30.00	4.2794	28.56
101726.SZ	国债 1726	293.70	50.00	4.3698	48.64
101806.SZ	国债 1806	802.00	30.00	4.2192	28.97
101812.SZ	国债 1812	305.20	50.00	4.1298	49.14
101817.SZ	国债 1817	910.50	30.00	3.9694	29.31
101824.SZ	国债 1824	900.60	30.00	4.0795	29.56
101825.SZ	国债 1825	206.40	50.00	3.8199	49.64
	平均值			4.0787	

数据来源：同花顺 iFinD

②确定 Beta 值

Beta 系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业目前为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与委估企业在业务类型和业务规模上与被估值单位具有一定的可比性的 4 家上市公司（4 家对比公司证券简称分别为：昂立教育、全通教育、中公教育、凯文教育）作为样本，计算出按总市值加权的剔除财务杠杆的 Beta 值，再按选取的样本上市公司的付息负债除以总市值指标的平均值作为计算行业平均资本结构的参照依据，重新加载杠杆 Beta。

去除杠杆的 Beta

本次估值根据被估值单位的主营业务等选取了与被估值单位相似的上市公司，通过同花顺 iFinD 系统分别计算其近二年去除杠杆的 Beta 值，通过上述计算，确定去除杠杆 Beta 值为 0.9592。

同样，我们通过同花顺 iFinD 系统，获取样本公司历史年度相关财务数据，并通过计算，得出对比公司的资本结构如下：

金额单位：人民币万元

股票代码	上市公司 股票名称	年份	股权公允市场 价值	付息负债	D/(E+D)	D/(E+D) 平均值	E/(E+D)	E/(E+D) 平均值
600661.SH	昂立教育	2017-12-31	679,399.30	10,828.37	1.57%	2.27%	98.43%	97.73%
		2018-12-31	522,105.74	14,631.86	2.73%		97.27%	
		2019-03-31	604,010.99	15,574.08	2.51%		97.49%	
300359.SZ	全通教育	2017-12-31	473,004.17	39,330.37	7.68%	7.67%	92.32%	92.33%
		2018-12-31	383,492.62	36,467.65	8.68%		91.32%	
		2019-03-31	469,467.97	33,472.21	6.66%		93.34%	
002607.SZ	中公教育	2017-12-31	310,146.97	150,684.67	32.70%	23.70%	67.30%	76.30%
		2018-12-31	513,395.07	170,376.75	24.92%		75.08%	
		2019-03-31	1,323,090.36	206,310.37	13.49%		86.51%	
002659.SZ	凯文教育	2017-12-31	474,771.74	30,930.20	6.12%	18.16%	93.88%	81.84%
		2018-12-31	341,037.15	119,900.00	26.01%		73.99%	
		2019-03-31	346,092.71	99,616.00	22.35%		77.65%	
均值					12.95%	12.95%	87.05%	87.05%

注：上表由同花顺 iFinD 系统查询获得。

本次选用上市公司平均资本结构来调整被估值单位 Beta 系数，即平均 D/E=12.95%/87.05%=14.88%，则加载财务杠杆后的 Beta 系数计算如下：

$$\beta_e = \beta_i \times (1 + (1-t) \times \frac{D}{E})$$

$$= 0.9592 \times (1 + (1-25\%) \times 14.88\%) = 1.0662$$

③估算 ERP

市场风险溢价，英文表述为 MarketRiskPremium (MRP、市场风险溢价) 或 EquityRiskPremium (ERP、股票市场风险溢价)，是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。估值人员在计算折现率时，通常需要采用市场数据进行分析，相对应的市场特指股票市场，因此，采用

EquityRiskPremium (ERP、股票市场风险溢价) 表述市场风险溢价, 是指在股票市场上拥有一个充分风险分散的投资组合, 投资者所要求的回报率高于无风险利率的部分。

纽约大学 AswathDamodaran 课题小组每年初都会向全世界公告其研究成果, 目前该研究成果数据已经成为具有极高公信力的行业通用数据。对 ERP 其计算公式为:

$$ERP = \text{成熟股票市场的基本补偿额} + \text{国家风险补偿额}$$

通常认为: 成熟市场有较长期的历史数据, 市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到, 因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

2019 年研究报告公告的中国市场 ERP 为 6.99%, 具体各项风险构成为:

$$ERP 6.99\% = \text{成熟股票市场的基本补偿额 } 5.96\% + \text{国家风险补偿额 } 1.03\%$$

故本次估值计算 2019 年中国企业折现率时, ERP 取值 6.99%。

④特定风险

由于被估值单位教育服务行业, 无自有房屋等固定资产, 主要依靠合同关系和人员团队盈利, 故本次估值考虑追加 4% 的特定风险报酬率。

⑤计算权益资本成本

按照上述数据, 计算股权收益率如下:

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times ERP + R_c \\ &= 4.0787\% + 1.0662 \times 6.99\% + 4\% \\ &= 15.53\% \end{aligned}$$

⑥债务资本成本

债务资本成本按基准日五年期以上银行贷款利率 4.90% 考虑。

则税后债务资本成本 $K_{dt} = 4.90\% \times (1 - 25\%) = 3.6750\%$ 。

⑦计算加权资本成本

本次以可比上市公司资本结构的平均值作为计算基础。

按照上述数据计算 WACC 如下:

项目	资本成本率	权重	WACC
权益	15.53%	87.05%	14.00%
带息债务	3.6750%	12.95%	

经上述计算, 则折现率取 14.00%。

(12) 收益年期的确定

本次估值建立在被估值单位持续经营的假设前提下，收益年期确定为永续年。

(13) 非经营性资产分析

经分析被估值单位估值基准日账面资产负债表，被估值单位估值基准日有交易性金融资产 56.71 万元，其他应收款 2,985.62 万元，存货 160.84 万元（项目成本的归集，以后年度在成本中未预测），递延所得资产 2.02 万元，其他应付款 194.76 万元，本次作为非经营性资产/负债考虑；经上述分析，非经营性资产/负债为 3,010.43 万元。

(14) 企业自由净现金流量折现值的计算

根据以上分析计算，被估值单位自由现金流计算如下：

金额单位：万元

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	永续年
净收益	1,213.54	1,690.01	1,958.70	1,958.70
加：折旧和摊销	2.83	4.35	4.92	4.92
减：营运资金增减变动				
减：资本性支出	5.83	6.78	3.78	4.92
净现金流量	1,210.54	1,687.58	1,959.84	1,958.70
可用于分配的净现金流	1,210.54	1,687.58	1,959.84	1,958.70
折现率	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
折现期	0.3750	1.2500	2.2500	
折现系数	0.9521	0.8489	0.7447	5.3193
折现值	1,152.56	1,432.58	1,459.49	10,418.90
折现值合计				14,463.53
非经营性资产/负债				3,010.43
企业整体价值				17,473.96

(15) 股东全部权益价值的计算

股东全部权益价值等于企业整体价值扣减付息负债的价值，其价值计算如下：

企业股东全部权益价值 $E=P-D$

被估值单位付息负债账面值 0.00 万元。

故企业股东全部权益价值=17,473.9-0.00=17,500.00 万元（取整至百万元）

(16) 收益法估值结果

在估值报告所有限制与假设条件成立时，在预测的收益可以实现的情况下，上海育伦教育科技有限公司股东全部权益于 2019 年 3 月 31 日的估值为 17,500.00 万元（人民币大写：壹亿柒仟伍佰万元整）。

(二) 结合标的资产经营情况、行业情况、可比公司情况、近期可比交易情况，说明本次收购评估增值较大的依据和合理性，本次评估是否审慎。

答复：

育伦教育及其子公司育伦文化和育伦出国主要的业务包括留学中介业务、海外游学业务、外籍教师管理服务和国内高中合作业务。子公司爱维利面向企业客户，主要提供国际学术课程和管理运营的输出服务业务。

育伦教育近二年和估值基准日当期经营状况见下表：

金额单位：元

项目/报表年度	2017年度	2018年度	2019年1-3月
一、营业收入	9,645,355.54	12,335,647.95	3,638,820.86
减：营业成本	3,006,793.46	3,264,711.42	978,138.18
税金及附加	29,218.12	32,820.65	19,302.94
销售费用			
管理费用	1,999,022.06	1,979,716.07	748,549.19
财务费用	-101.94	-884.74	-1,234.70
加：投资收益（损失以“-”号填列）	-290,483.05	872,429.57	341,779.15
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	15,491.00	-158,779.00	56,102.00
信用减值损失（损失以“-”号填列）			-35,033.51
资产减值损失（损失以“-”号填列）	9,981.84	-26,560.38	
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,345,413.63	7,746,374.74	2,256,912.89
加：营业外收入	0.22	273,520.85	
减：营业外支出	38.82		
三、利润总额	4,345,375.03	8,019,895.59	2,256,912.89
减：所得税费用	1,072,349.70	1,792,726.69	491,109.81
四、净利润（亏损以“-”号填列）	3,273,025.33	6,227,168.90	1,765,803.08

被估值单位子公司爱维利近二年和估值基准日当期经营状况见下表：

金额单位：元

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
一、营业收入		6,927,741.06	1,990,205.23
减：营业成本		1,296,070.03	462,700.02
营业税金及附加	12.00	34,068.06	
销售费用		586,215.56	139,344.73
管理费用	929.59	1,689,457.42	677,078.62
财务费用	-1,089.88	39,853.94	-5,291.62
资产减值损失			
加：投资收益			
公允价值变动收益			

二、营业利润	148.29	3,282,076.05	716,373.48
加：营业外收入	480.00		
减：营业外支出			
三、利润总额	628.29	3,282,076.05	716,373.48
减：所得税费用	62.83	822,778.21	180,039.87
四、净利润	565.46	2,459,297.84	536,333.61

将历史数据简单合并后历史经营状况见下表：

金额单位：元

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
一、营业收入	9,645,355.54	19,263,389.01	5,629,026.09
减：营业成本	3,006,793.46	4,560,781.45	1,440,838.20
营业税金及附加	29,230.12	66,888.71	19,302.94
销售费用	-	586,215.56	139,344.73
管理费用	1,999,951.65	3,669,173.49	1,425,627.81
财务费用	-1,191.82	38,969.20	-6,526.32
资产减值损失	-9,981.84	26,560.38	35,033.51
加：投资收益	-290,483.05	872,429.57	341,779.15
公允价值变动收益	15,491.00	-158,779.00	56,102.00
二、营业利润	4,345,561.92	11,028,450.79	2,973,286.37
加：营业外收入	480.22	273,520.85	-
减：营业外支出	38.82	-	-
三、利润总额	4,346,003.32	11,301,971.64	2,973,286.37
减：所得税费用	1,072,412.53	2,615,504.90	671,149.68
四、净利润	3,273,590.79	8,686,466.74	2,302,136.69

指标分析	2017年	2018年	2019年1-3月
毛利率	68.83%	76.32%	74.40%
净利率	33.94%	45.09%	40.90%
销售费用率	0.00%	3.04%	2.48%
管理费用率	20.73%	19.05%	25.33%
收入增长率		99.72%	
净利润增长率		165.35%	

合并预测后利润表：

金额单位：万元

项目	2019年4-12月	2020年	2021年	永续年
营业收入	2,774.87	3,975.88	4,505.68	4,505.68
营业成本	1,057.25	1,574.25	1,731.71	1,731.71
营业税金及附加	13.57	18.74	21.14	21.14
销售费用				-
管理费用	86.00	129.55	141.23	141.23

财务费用				-
资产减值损失				-
投资收益				-
营业利润	1,618.05	2,253.34	2,611.60	2,611.60
营业外收入				-
营业外支出				-
利润总额	1,618.05	2,253.34	2,611.60	2,611.60
所得税	404.51	563.34	652.90	652.90
净收益	1,213.54	1,690.01	1,958.70	1,958.70

指标分析	2019年4-12月	2020年	2021年	永续年
毛利率	61.90%	60.40%	61.57%	61.57%
净利率	43.73%	42.51%	43.47%	43.47%
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	3.10%	3.26%	3.13%	3.13%
收入增长率	73.27%	19.12%	13.33%	
净利润增长率	66.21%	17.06%	15.90%	

注：上述2019年4-12月增长率是按2019年全年数与2018年比较计算所得。

经分析，育伦教育合并本次收购的所有相关业务预测后的毛利率和净利率水平基本与历史年度相当；而2019年度收入增长率及净利润增长率较高是由于育伦教育新增了留学中介业务，并且国内高中合作业务新增了合作学校，根据已签订合同，上述两项新增业务合计增加收入1,238.21万元。另外，经分析评估基准日教育类行业的上市公司和被估值单位的市盈率、市净率、市销率水平如下：

证券代码	证券名称	市盈率 (PE, LYR) [交易日期]20190331	市净率 (PB, 最新) [交易日期]20190331 [基准日]报表截止日期	市销率 (PS, LYR) [交易日期]20190331
600661.SH	昂立教育	52.9966	5.4107	3.7856
300359.SZ	全通教育	68.9422	3.3801	4.4324
002607.SZ	中公教育	1,081.4478	25.8426	11.9195
002659.SZ	凯文教育	183.9150	2.0513	6.8972
600730.SH	中国高科	78.2069	1.9341	13.3777
603377.SH	东方时尚	42.8213	5.8616	8.5762
000526.SZ	紫光学大	107.4362	32.1869	0.9316
002621.SZ	美吉姆	453.5631	6.8250	46.9885
300338.SZ	开元股份	21.5628	1.5501	3.5196
	平均值	232.3213	9.4492	11.1587
	被评估单位	20.15	12.54	9.08

我们认为，结合和同行业上市公司财务报表数据分析，被估值单位的市盈率、

市净率、市销率水平均在合理范围内。

（三）评估报告的基准账面总资产价值、股东全部权益价值与公告披露的标的资产主要财务数据存在差异的原因。请评估机构对上述问题发表意见。

答复：

公司公告披露的标的资产主要财务数据分为合并报表数据和母公司单体报表数据，《昂立教育拟了解价值所涉及的上海育伦教育科技有限公司股东全部权益价值估值报告》（以下简称“估值报告”）中的第 4-6 页的基准日数据也分为合并报表数据和母公司单体报表数据，经核实，与公司公告披露的同口径数据一致。

而资产基础法的评估结论数据是按单体报表口径，同时将长期投资按持股比例和评估值乘积纳入核算。

