

中联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所《关于对
大连三垒机器股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问
询函（不需行政许可）【2018】第 19 号）相关问题

之核查意见

深圳证券交易所中小板公司管理部：

大连三垒机器股份有限公司（简称“三垒股份”）于 2018 年 11 月 2 日收到了贵部出具的《关于对大连三垒机器股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）【2018】第 19 号，以下简称“问询函”），针对问询函中需资产评估机构反馈并出具核查意见的事项，中联资产评估集团有限公司技术支持中心组织评估项目组对贵交易所反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。

3、重组交易对方承诺标的公司 2018 年、2019 年、2020 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于人民币 1.80 亿元、2.38 亿元、2.90 亿元。重组报告书显示，标的公司 2018 年上半年归属母公司所有者的净利润为 6,233.28 万元：

(2) 标的公司 2016 年净利润为 3,556.43 万元，2017 年净利润为 8,759.70 万元，而承诺业绩为 2018 年、2019 年、2020 年扣非后净利润不低于 1.80 亿元、2.38 亿元、2.90 亿元，请结合公司主要经营模式，充分说明标的公司业绩承诺期内经营业绩持续保持较快增长的主要驱动因素及合理性，相应承诺金额测算是否足够谨慎、合理，请独立财务顾问及评估机构核查并发表明确意见。

答复：

一、标的公司的业务模式

标的公司主要从事“美吉姆”早教中心授权经营业务，采用以加盟为主，直营为辅的运营模式，其报告期内主要收入及利润主要来源于加盟业务。加盟模式下，标的公司依托自身“美吉姆”早教品牌、课程体系及运营管理经验，向加盟商提供与加盟中心运营相关的市场拓展、教学指导、人员培训、客户服务等广泛服务，并根据加盟协议收取服务费，并向早教中心销售产品获取收入。上述业务收入受签约及开业早教中心数量、早教中心各期新增会员量及会员单价等因素影响。直营模式下，标的公司主要通过直营中心销售早教课程并收取课程费，该类业绩受各期新增合同会员量、合同会员单价及直营中心消课进度等因素影响，该类业务收入占比及对利润影响较小。

二、业绩承诺期内，美杰姆的业绩增长迅速的原因和合理性

根据经审计的美杰姆 2016 年-2017 年财务数据，以及交易对方关于美杰姆 2018 年-2020 年业绩承诺，美杰姆净利润增长情况如下：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
净利润	0.36	0.87	1.80	2.38	2.90
增幅	-	141.67%	106.90%	32.22%	21.85%

上述业绩承诺较报告期业绩保持快速增长，主要是由于：

（一）未来预测期内，美吉姆早教中心拓展迅速，其拓展预期具有合理性

目前，早教行业在国内渗透率较低，未来仍有较大的增长空间。美杰姆作为国内领先的早教品牌，历史期内门店数量增长迅速，标的公司与加盟中心保持良好的合作关系，国内市场对美吉姆早教中心的容量能支撑未来美杰姆的扩张，其拓展预期具有合理性：

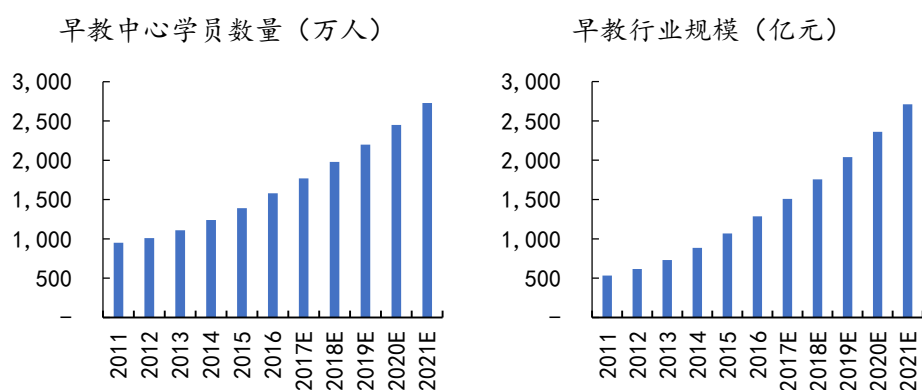
1、早教市场渗透率较低，未来增长空间较大

2013~2017年，我国新生儿数量累计达到8,491万人，若2018年新生儿数量与2017年新生儿数量（1,723.00万）持平，则目前我国处于0-6岁婴幼儿数量合计约10,214.00万人，早教市场人口基数规模十分庞大。

根据红黄蓝教育（RYB Education, Inc）的招股说明书，2016年全国早教中心大约有6万家，市场规模达到1,286亿，报名学员人数1,580万，相比适龄儿童约1亿人的基数，总体渗透率较低，仅15.79%。

根据搜狐母婴频道早教行业观察相关文章的报道，日本90%以上家庭使用早教，韩国超过80%，台湾地区也超过67%。因此，相比周边发达国家或地区，我国早教市场渗透率仍然较低，未来具有较大的增长空间。

根据红黄蓝教育（RYB Education, Inc）的招股说明书，我国未来早教市场增长前景如下：



数据来源：红黄蓝教育（RYB Education, Inc）招股说明书

2、“美吉姆”早教中心拓展空间较大

截至2018年6月30日，“美吉姆”早教中心在全国的分布情况如下：

城市级别	2018年6月30日
一线城市（4个）	70
二线城市（45个）	207
三线及以下城市（289个）	112
合计	389

根据目前单一城市早教中心的数量情况，“美吉姆”早教中心在各区域的拓展空间较大，为美杰姆的快速扩张提供了有利支撑。

（1）历史期内，美吉姆早教中心数量增长迅速

2010年以来，美吉姆的市场拓展能力逐渐增强，每年新签中心数量呈增加趋势。2017年，美杰姆新签中心86家，新签中心数较2016年增长38.71%；2018年上半年，美杰姆新签中心60家，接近2016年全年新签中心数：

单位：个

年份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年1-6月
新签中心数量	32	35	31	21	26	44	62	86	60

基于良好的市场前景、领先的品牌地位，美杰姆未来将继续加大力度拓展中心。本次预测期内，早教中心的计划拓展情况如下：

单位：个

新增中心数量	城市级别	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	一线	8	10	10	10	10	10
	二线	16	44	44	42	40	36
	三线及以下	12	24	24	24	24	22
总计		36	78	78	76	74	68

因此，预测期内门店的拓展情况与近年来较为可比，具有一定合理性。

（2）历史期内，美吉姆早教中心关店率逐渐降低

自2010年“美吉姆”品牌开展业务以来，2010年-2012年签约的加盟中心加盟期限已满，2010年-2012年签约的早教中心数量分别为32个、35个、31个，截至目前尚在运营的数量分别为26个、32个、29个，则相应地关店率分别为18.75%、8.57%和6.45%，关店率呈逐年递减趋势。

(3) 市场容量情况

目前公开渠道上缺乏市场容量、占有率及竞争格局等数据，本次估算市场容量以美吉姆当前实际开店情况为基础，在同一城市内结合人口因素考虑总体容量，在不同城市间结合婴幼儿数量、城市化率、人均可支配收入等因素考虑不同城市容量，上述假设具有一定合理性。

本次估算行业容量时，具体方法如下：

①将市场分为一线城市、二线城市和三线及以下城市；

②在每一类城市中选取特点城市作为样本，根据美吉姆中心当前在该城市的开设情况，假设该城市中等水平区域目前达到饱和，根据城市的人口分布估算其他区域的市场容量进而得出城市总体容量；

③以上述特定城市的市场容量为样本，综合考虑每一类的城市人口数量和经济水平，以各城市人口分布为基础，估算其余城市的市场容量。

本次预测期内，美吉姆签约早教中心的预测情况如下：

年份	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
期初中心数量	329	424	500	573	643	710
新签中心数量	96	78	78	76	74	68
当期关店数量	-1	-2	-5	-6	-7	-7
期末中心数量	424	500	573	643	710	771

①一线城市—北京、上海、广州、深圳

一线城市（人均）经济发展水平相差较小，北京、上海常住人口数量相当，广州、深圳常住人口数量类似。北京近三年新生儿数量最多，其他一线城市约为北京的87%，一线城市近三年新生儿数量情况具体如下：

单位：万人

年份	北京	上海	广州	深圳
2015年	17.20	22.18	16.17	20.40
2016年	28.00	21.84	18.50	21.30
2017年	27.00	19.70	23.50	24.00
合计	72.20	63.72	58.17	65.70

a、美吉姆中心在北京的市场容量

根据近三年新生儿数量及单中心 800 人计算，北京市场早教中心理论上限为 900 家左右。由于早教市场空间足够大，美吉姆已开中心均面临着已有竞争对手（如美吉姆和主要竞争对手在蓝色港湾、西直门凯德 mall、朝阳常营、通州万达等地均有开设早教中心，其余中心也有属于相互竞争区域），故未来期间可能的新增中心也将存在潜在竞争对手。

目前大兴区域人口数量/中心数量最低（为 39 万人），即按目前实际情况每 39 万人可支持开设一家美吉姆中心，在北京各区域经济水平相差不大或各区域经济发展水平足以满足早教消费的情况下，假设美吉姆中心在大兴区（2017 年 156 万人口，已开设 4 个美吉姆早教中心）已达到饱和，其他区域按照大兴区域的人口中心比拓展开设中心，具有一定合理性。根据各区域人口情况估算其他区域的市场容量，各区域理论容量为 1-10 个不等，具体如下：

区域名称	已签中心	人口（万）	对标大兴	理论容量	尚余空间
朝阳	6	395.5	2.53	10	4
海淀	5	369.4	2.36	9	4
丰台	2	232.4	1.49	6	4
昌平	4	196.3	1.26	5	1
大兴	4	156.2	1.00	4	0
通州	2	137.8	0.88	4	2
西城	1	129.8	0.83	3	2
房山	1	104.6	0.67	3	2
顺义	1	102	0.65	3	2
东城	-	90.5	0.58	2	2
石景山	-	65.2	0.42	2	2
密云	-	47.9	0.31	1	1
平谷	-	42.3	0.27	1	1
怀柔	-	38.4	0.25	1	1
延庆	-	31.4	0.20	1	1
门头沟	-	30.8	0.20	1	1
合计	26	2,170.5	-	56	30

在考虑中心城区（东城、西城）老龄人口相对较多的情况下，北京区域理论市场容量约 56 个。为更谨慎考虑，假定在未来期间各区域新生婴童无显著减少

的情况下，考虑未来市场可能的竞争强度，本次按照理论容量的 80% 予以考虑，则北京区域美杰姆市场空间约 45 个。

b、一线城市整体市场容量

考虑到其他一线城市近三年新生儿数量为北京的 87%，则一线城市理论市场容量约 162 家。

②二线城市（新一线和二线城市）

对于二线城市，由于不同区域城镇（市）化率、经济发展水平（人均可支配收入）、新生婴童数量等均有差异。本次以杭州为参考标准，从上述因素进行对比分析二线城市市场容量。

a、美吉姆中心在杭州的市场容量

目前，滨江区域人口数量/中心数量最低（为 12 万）。在考虑杭州各区域人口、人均可支配收入前提下，假设美吉姆中心在滨江已达到饱和且其他地区的中心密度无法达到滨江区的水平，估算出杭州区域理论容量为 44 家，考虑到市场竞争，本次对于尚余容量按 50% 予以考虑，即杭州已签 20 家中心基础上尚有 12 家美吉姆市场空间，市场容量为 32 家，具体如下：

区域名称	已签中心	人口（万）	人均可支配收入	人口修正系数	理论容量	尚余空间
上城区	1	34.8	57,098.00	0.4957	1	0
下城区	1	53.1	59,523.00	0.7564	2	1
江干区	4	77.2	57,774.00	1.0997	4	0
拱墅区	3	56.2	56,164.00	0.8006	3	0
西湖区	1	83.1	60,510.00	1.1838	4	3
滨江区	3	35.1	57,496.00	0.5000	3	0
萧山区	2	145.4	60,336.00	2.0712	6	4
余杭区	4	147.6	57,738.00	2.1026	6	2
富阳区	1	73.9	51,410.00	1.0527	3	2
临安区	-	59.1	48,761.00	0.8419	3	3
桐庐县	-	42.9	46,108.00	0.6111	2	2
淳安县	-	35.3	40,269.00	0.5028	2	2
建德市	-	44.5	45,061.00	0.6339	2	2
经开区	-	35.6	56,276.00	0.5071	2	2

区域名称	已签中心	人口（万）	人均可支配收入	人口修正系数	理论容量	尚余空间
大江东	-	20.1	56,276.00	0.2863	1	1
合计	20	943.9	-	-	44	24

b、二线城市整体市场容量

考虑到不同城市城市化率、经济发展水平（2017年人均可支配收入）、婴童数量（仅考虑近三年出生的0-3岁）无显著减少的基础上，假设预测期各区域内早教渗透率逐步达到杭州水平。

以杭州为基准标杆，根据婴童数量、经济发展水平、城镇化率等因素修正后，在45个二线城市中仅抽取25个二线城市市场容量进行估算，其合计美吉姆早教中心市场容量已达657家，具体如下：

城市名称	新生婴童（万）				城镇人均可支配收入（元）	城镇化率	修正因素&修正系数				美杰姆中心容量
	2015	2016	2017	合计			婴童数量	人均可支配收入	城镇化率	修正系数	
杭州市	7.06	9.09	9.37	25.52	56,276.00	0.77	1.00	1.00	1.00	1.00	32
武汉市	10.52	9.54	12.59	32.65	43,405.00	0.80	1.28	0.77	1.04	1.02	33
南京市	4.79	6.36	7.29	18.44	54,538.00	0.82	0.72	0.97	1.07	0.75	24
天津市	9.03	11.52	11.91	32.46	37,022.00	0.83	1.27	0.66	1.08	0.90	29
苏州市	6.58	7.53	8.30	22.41	58,806.00	0.76	0.88	1.04	0.99	0.91	29
长沙市	9.79	10.35	11.08	31.22	46,948.00	0.78	1.22	0.83	1.01	1.03	33
青岛市	6.29	11.84	11.57	29.70	47,176.00	0.73	1.16	0.84	0.94	0.92	29
大连市	5.31	5.61	5.70	16.62	40,587.00	0.78	0.65	0.72	1.02	0.48	15
宁波市	4.86	5.48	6.13	16.47	55,656.00	0.72	0.65	0.99	0.94	0.60	19
郑州市	9.80	11.60	12.10	33.50	36,050.00	0.73	1.31	0.64	0.95	0.80	26
成都市	14.11	17.36	17.57	49.04	38,918.00	0.71	1.92	0.69	0.92	1.22	39
重庆市	37.34	38.08	34.30	109.72	32,193.00	0.64	4.30	0.57	0.83	2.05	66
西安市	8.80	10.12	10.24	29.16	38,536.00	0.73	1.14	0.68	0.96	0.75	24
沈阳市	4.89	6.94	6.94	18.77	41,359.00	0.81	0.74	0.73	1.05	0.57	18
东莞市	2.20	2.76	4.71	9.67	46,739.00	0.90	0.38	0.83	1.17	0.37	12
厦门市	5.40	5.83	6.50	17.73	50,019.00	0.89	0.69	0.89	1.16	0.72	23
福州市	9.88	10.20	12.37	32.45	40,973.00	0.70	1.27	0.73	0.90	0.84	27
无锡市	4.06	4.48	4.98	13.52	52,659.00	0.76	0.53	0.94	0.99	0.49	16
合肥市	10.30	12.67	15.55	38.52	37,972.00	0.74	1.51	0.67	0.96	0.98	31
昆明市	4.00	4.18	4.54	12.72	39,788.00	0.72	0.50	0.71	0.94	0.33	11
哈尔滨市	6.00	6.70	7.40	20.10	35,546.00	0.49	0.79	0.63	0.63	0.31	10
济南市	10.33	10.42	12.89	33.64	46,642.00	0.71	1.32	0.83	0.92	1.00	32
佛山市	5.88	7.58	9.58	23.04	46,849.00	0.95	0.90	0.83	1.24	0.93	30
长春市	5.52	6.21	6.48	18.21	33,167.70	0.68	0.71	0.59	0.89	0.37	12
温州市	11.00	12.03	12.62	35.65	51,866.00	0.70	1.40	0.92	0.91	1.17	37

③三线及以下城市

目前美吉姆中心在三线及以下城市已经签约 112 家中心，三线及以下城市数量为 289 个，若每个城市中心容量为 1 家，理论容量为 289 家。

综上，美吉姆早教中心的理论容量为 1,108 家，明显高于预测期末中心数量 771 家，未来拓展预期具有一定合理性。

（二）未来业绩承诺包含美杰姆向直营中心收取的加盟服务费及产品销售收入、以及向加盟中心收取的初始加盟费

2017 年 9 月以前，MEGA 下属公司智美亚太授权加盟中心经营美吉姆早教中心，并向加盟中心收取初始加盟费；而美杰姆向加盟中心提供自开业至运营过程中的持续服务，并向其收取持续服务费（主要为 9% 的权益金及推广基金）。

2017 年 7 月 14 日，美杰姆完成了商务部门的特许经营备案，可开展加盟中心的连锁授权经营。2017 年 9 月起，美杰姆授权新加盟中心经营美吉姆早教中心，并向其收取初始加盟费以及持续服务费。

2017 年 9 月以来，美杰姆开始对直营中心和加盟中心的实行统一管理，开始向直营中心收取初始加盟费及权益金等主要服务费，此前未向直营中心收取上述服务费。

综上，标的资产仅 2017 年 9-12 月经营业绩包含直营中心缴纳的服务费和产品销售收入、以及新加盟中心缴纳的初始加盟费，而在未来预测期内持续收取上述服务费。

因此，基于美杰姆早教中心拓展情况及其收入构成情况，业绩承诺较报告期内业绩有一定幅度增长。

（三）美杰姆市场地位突出，具有较强的核心竞争力

作为国内知名的早期教育品牌，美杰姆在教学内容、品牌影响力、商业模式、服务标准和管理团队方面领先于其他早教机构，包括：

- 1、教学理念和课程设置科学合理，教学体系成熟完备；
- 2、美吉姆品牌底蕴深厚，品牌影响力强；

- 3、美杰姆拥有标准化、规范化的业务管理体系，商业模式成熟；
- 4、美杰姆执行精细化服务标准，为学员提供高品质的服务；
- 5、美杰姆拥有优秀的管理团队和企业文化；
- 6、美吉姆早教中心择优筛选教师，执行严格的培训流程。

（四）未来业绩增长具有可持续性

1、标的公司所处行业市场前景广阔

标的公司主要从事早期教育培训服务，由于家长对于子女教育的重视及城市人均收入的提高，单位家庭对学教育的投入越发提高。根据《2016 年中国家庭教育消费者图谱》显示，2016 年全国 38.60%的家庭每年家庭教育支出 6,000 元以上。收入越高的家庭，每月教育支出越高，月收入高于 3 万元的家庭中 37.00%的家庭每月教育产品支出超过 2,000 元。根据 2017 年 12 月北京大学中国教育财政科学研究所正式发布的针对家庭教育支出的全国家庭跟踪调查数据（调查包括 0-3 岁幼儿早教、3-6 岁幼儿入园情况等）：分学段来看，学前阶段全国家庭教育支出平均为 6,556 元，农村为 3,155 元，城镇为 8,105 元。随着国内家庭对儿童教育的重视以及家庭收入水平的不断增加，将会对早期教育创造更大的市场需求。

2、标的公司具备持续发展能力

1983 年，“美吉姆”早教品牌创立于美国加利福尼亚，至今品牌成立已有 30 余年，目前在全球 31 个国家和地区已经开设了儿童教育中心，在全球早教领域拥有一定的品牌知名度。

2009 年，“美吉姆”早教品牌进入中国，依托先进的教学理念、优质的课程内容及完善的服务体系，在国内快速扩张，品牌知名度逐步提升，多次在腾讯网、新浪网等机构举办的儿童教育品牌评选中获得荣誉，成为国内早教领域的领先品牌。根据《中国早教蓝皮书》调查及国内媒体关于早教机构的相关报道，“美吉姆”早教品牌 2017 年、2018 年在国内早教机构排名中均处于行业前列，被视为早教细分行业中处于龙头地位的早教品牌之一。

截至 2018 年 6 月 30 日，“美吉姆”早教中心达到 389 家，较 2017 年底和 2016 年底分别增加了 60 家、146 家。

3、标的公司与加盟中心之间的合作具有良好的持续性

“美吉姆”早教中心加盟期限通常为 5 年以内，在加盟期限届满后可请求继续加盟，标的公司根据加盟中心的合作及运营情况进行决定。

自 2010 年“美吉姆”品牌开展业务以来，2010 年-2012 年签约的加盟中心加盟期限已满，2010 年-2012 年签约的早教中心数量分别为 32 个、35 个、31 个，截至目前尚在运营的数量分别为 26 个、32 个、29 个，则相应地关店率分别为 18.75%、8.57%和 6.45%，呈逐年递减趋势。同时，2013 年以来签约的加盟中心加盟期限未届满，目前与标的公司之间保持持续合作关系。

综上，标的公司所处的早教行业具有较广阔的发展前景，“美吉姆”品牌进入中国后迅速成为行业领先品牌之一，与众多加盟中心保持良好的合作关系，标的公司未来业绩增长具有一定的可持续性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司结合标的公司主要从事“美吉姆”早教品牌授权经营业务、具有较强核心竞争力的特点，对标的公司管理层基于其未来业务拓展计划所做的业绩承诺金额测算合理性进行了分析。相关披露和分析具有合理性。

7、重组报告书显示，2016 年、2017 年和 2018 年 1-6 月，标的公司的毛利率分别为 56.83%、67.47%、74.70%。预测期内，美杰姆的毛利率从 79.66%缓慢增长至 81.69%，请结合标的公司所处行业的行业集中度和竞争情况，说明预测期内标的公司毛利率保持在 80%左右的合理性，是否符合行业竞争趋势和商业逻辑，请独立财务顾问和评估机构发表意见。

答复：

一、我国早教行业的集中度和竞争情况

经过 20 年的发展，早教行业呈现本土品牌和国际品牌并进，大型连锁机构和小微区域品牌共存的格局。

2013~2017 年，我国新生儿数量累计达到 8,491 万人，若 2018 年新生婴

儿数量与 2017 年新生婴儿数量（1,723.00 万）持平，则目前我国处于 0-6 岁婴幼儿数量有望超过 1 亿人，早教市场人口基数规模十分庞大。而根据红黄蓝教育（RYB Education, Inc）的招股说明书，2016 年全国早教中心报名学员人数仅 1,580 万，相比适龄儿童数量，总体渗透率较低。2016 年，全国早教中心大约有 6 万家，由于家长在选择早教机构时，往往会综合考虑地理位置、品牌声誉的因素，市场中同类型的企业往往比较分散，不存在绝对的行业龙头。

2016 年，全国早教行业市场规模达到 1,286 亿，报名学员人数为 1,580 万，行业空间较为广阔。但由于早期教育行业未被纳入学前教育监管，行业缺乏政策准入门槛和审查认定标准，导致行业的准入门槛不高；另一方面，早期教育培训内容的学习难度较低，导致复制成本也相对较低，在早教行业渗透率较低、家长认知度较低的地区，存在一些成立时间短、缺少内容研发的早教机构。因此，早教行业的竞争较为激烈。

二、标的公司毛利率保持在 80%左右具有合理性

（一）标的公司预测期毛利率与历史期可比

根据营业收入和营业成本预测情况计算，预测期内标的公司毛利率情况如下：

草案评估	2018 年 1-6 月	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	14,965.28	23,351.66	48,069.02	57,538.05	67,016.53	77,327.97	87,581.77
营业成本	3,785.53	4,748.60	9,443.81	11,573.21	13,002.63	14,559.34	16,036.94
毛利率	74.70%	79.66%	80.35%	79.89%	80.60%	81.17%	81.69%

2018 年 1-6 月，标的公司特许经营和商品销售业务的毛利率情况如下：

毛利率	2018 年 1-6 月
特许经营	88.48%
商品销售	46.78%
综合毛利率	74.70%

2018 年 1-6 月，标的公司毛利率为 74.70%，其中，特许经营业务的毛利率为 88.48%。预测期内，标的公司的特许经营业务收入占比持续提升，其对整体毛利率贡献不断提升，使得预测期内毛利率处于较高水平。

（二）“美吉姆”品牌声誉较好，定位高端市场

作为高端早教品牌，美吉姆致力于为会员家庭提供一流水平服务，中心选址均为城市优质商圈，毗邻高端人群居住区，具有成熟完备的配套设施。目前，“美吉姆”一线城市中心 96 课包定价约 2.50 万元，其课程定价处于行业较高水平。

（三）与其他品牌的对比情况

目前，标的公司通过授权加盟商开设“美吉姆”早教中心收取加盟费、权益金等收入，随着业务规模的扩张，其毛利率逐渐上升，符合连锁经营类业务的特点。

从事早教业务的新三板公司爱乐祺（OC:831797）的毛利率情况如下：

公司名称	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年上半年
爱乐祺	57.92%	58.22%	62.68%	63.51%

2015 年以来，爱乐祺的毛利率呈逐年上升趋势，整体维持在 60%左右。由于爱乐祺的业务收入主要来自直营店的课程收入，且其品牌定位较标的公司更低，故毛利率低于标的公司。

综上所述，标的公司为国内高端早教品牌，整体毛利率水平较高。预测期内，标的公司毛利率与历史期数据可比，具有一定合理性。

三、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司结合标的公司主要从事“美吉姆”高端早教品牌授权经营，总体毛利率水平较高的特点，分析了预测期内毛利率与 2018 年上半年毛利率具有一定的可比性，及相应毛利率预测具有一定合理性。相关披露和分析具有合理性。

(此页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所〈关于对大连三垒机器股份有限公司的重组问询函〉（中小板重组问询函（不需行政许可）【2018】第 19 号）相关问题之核查意见》的签章页)

中联资产评估集团有限公司

2018 年 11 月 9 日