

**北京天健兴业资产评估有限公司**  
**关于对全通教育集团（广东）股份有限公司的**  
**重组问询函的回复**

深圳证券交易所：

2019年3月31日，贵所下发的《关于对全通教育集团（广东）股份有限公司的重组问询函》（创业板许可类重组问询函【2019】第13号）；《关于对全通教育集团（广东）股份有限公司的重组问询函二》（创业板许可类重组问询函【2019】第14号）（以下简称“问询函”）就全通教育集团（广东）股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案事项进行了审核，并提出了问询意见。北京天健兴业资产评估有限公司作为本次资产评估机构，对问询意见进行了审慎核查，现对问询意见回复如下：

2. 预案显示，巴九灵成立初期主要依靠吴晓波个人 IP 吸引用户流量，并借助其个人影响力向新中产、企业中高层及高净值等社群推广各类财经知识付费产品和培训服务，目前仍对其存在一定依赖。请你公司就以下事项进行说明：

（3）结合报告期内巴九灵的有形资产情况、预案中对其核心竞争力的描述等，核实说明吴晓波个人影响力对交易估值的影响，本次交易的实质是否为吴晓波个人 IP 证券化。

请独立财务顾问对前述问题核查并发表意见，请评估师对问题（3）核查并发表意见。

答复： 截止2018年12月31日，巴九灵合并口径会计报表反映的资产总额为50,689.02万元（账面未有无形资产反映），归属于母公司股东权益为40,291.23万元。巴九灵账面反映的有形资产主要为货币资金和预付账款中的对外投资性质款项。在对公司有形资产进一步分析后，表明公司账面溢余资产（非经营性资产）较多，主要为货币资金账面值35,000多万元、以及对外非控股的长期投资和递延所得税资产等计6,000多万元，总计41,000多万元，该部分资产占资产总额的81%左右，占本次估值的25%左右，这也说明巴九灵公司成立以来取得了很好的经营业绩和高度的市场认可度（上述财务数据未经审计）。公司收益主要基于其拥有的商标、互联网域名、软件著作权、新媒体形式、业务团队和黏性较强的用户群体等，但有形资产也为公司的稳健运行和发展提供了保证和支持。

巴九灵的核心竞争力有培训内容创新优势，主要是巴九灵公司持续开展对核心课程的研发，包括市场调研、学术研讨、课程设计等；推出的培训项目注重贴近商业实务，弱化理论构建，其内容研发团队一直保持着较高的商业嗅觉；以及所拥有的圈层社群中拥有不同行业、不同类型的创业者、管理者和新中产，社群优势可以帮助巴九灵广泛且深入的接触到各类案例，从而开发出更优秀的培训内容，该培训内容的创新来自于巴九灵公司的业务团队。

较强的圈层社群基础，经过多年的经营和服务，巴九灵公司在职业培训领域积累了数量庞大、黏性较强的用户群体；随着巴九灵公司的影响力的不断扩大，该用户群体与公司的黏性越来越强，为巴九灵公司未来发展打下了基础。

巴九灵公司已形成了高素质的技术团队、成熟稳定的管理团队和专业化的运营团队，具有突出的人才优势，巴九灵公司大部分员工为 35 岁以下且具有本科以上学历，其对行业的产业特性、经营特点、管理模式、业务流程等均有深入且全面的理解和把握，为巴九灵公司未来可持续发展提供了人才储备和保障。

巴九灵产品类型丰富，目前公司拥有泛财经知识传播、企投家学院、新匠人学院和知识付费四大业务类型，与市场竞争者相比较，巴九灵具有产品业务类型丰富、线上线下渠道双驱动优势。

上述资源通过巴九灵公司所拥有的无形资产组（巴九灵及其全资、控股子公司拥有多项商标，域名，软件著作权，微信公众号以及课程等无形资产均未在公司的账面中反应）逐步转换为业务收益，成为巴九灵公司的主要资产和资源。

2014年5月注册的互联网公众号—“吴晓波频道”和2018年底开始开发的“吴晓波频道APP”，虽然直接以巴九灵创始人吴晓波的名字命名，但其权利、运营主体均为巴九灵公司。巴九灵公司组建了包括独立的编辑、文案、营销等人员的团队，按照职业分工、有效合作的机制进行专业化的经营。公司在专业团队的运营下已逐步淡化了吴晓波个人的人格属性，吴晓波频道的名称更趋向于符号化。吴晓波作为公司董事长在巴九灵公司经营过程中最主要的作用是确定整个公司文化的基调和愿景，确保公司按既定的发展战略稳步成长。巴九灵公司是一家按现代企业制度建立的公司，其内部建立了较完善的公司治理机制和内控制度，如果吴晓波个人不参与巴九灵的业务，不会影响吴晓波频道的独立运营，也不会对巴九灵公司的经营产生重大影响。

吴晓波频道的商标注册权人为巴九灵公司，属于公司资产，也不存在侵权问题。

公司未来主要战略发展方向是致力于培训教育业务，进行公司品牌的建设。在发

展初期可能会利用吴晓波的个人影响力，随着公司逐步的发展，吴晓波个人对业务发展的影响将逐渐减小，公司品牌的影响力将越来越大，未来吴晓波频道只是成为巴九灵公司所拥有的一个品牌或一个符号。

本次评估拟采用收益法和资产基础法进行评估，以收益法结果作为最终结论，收益法选取的现金流量口径为企业自由现金流，通过对企业整体价值的评估来间接获得股东全部权益价值。

本次评估以未来若干年度内的企业自由现金净流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出企业整体营业性资产的价值，然后再加上溢余资产、非经营性资产价值减去有息债务得出股东全部权益价值。

### 1. 计算模型

$$E = V - D \quad \text{公式一}$$

$$V = P + C_1 + C_2 + E' \quad \text{公式二}$$

上式中：

$E$ ：股东全部权益价值；

$V$ ：企业整体价值；

$D$ ：付息债务评估价值；

$P$ ：经营性资产评估价值；

$C_1$ ：溢余资产评估价值；

$C_2$ ：非经营性资产评估价值；

$E'$ ：（未在现金流中考虑的）长期股权投资评估价值。

其中，公式二中经营性资产评估价值  $P$  按如下公式求取：

$$P = \sum_{t=1}^n \left[ R_t \times (1 + r)^{-t} \right] + \frac{R_{n+1}}{(r - g)} \times (1 + r)^{-n} \quad \text{公式三}$$

上式前半部分为明确预测期价值，后半部分为永续期价值（终值）

公式三中：

$R_t$ ：明确预测期的第  $t$  期的企业自由现金流

$t$ ：明确预测期期数 1，2，3，···， $n$ ；

r: 折现率;

$R_{n+1}$ : 永续期企业自由现金流;

g: 永续期的增长率, 本次评估  $g = 0$ ;

n: 明确预测期第末年。

## 2. 模型中关键参数的确定

### 1) 预期收益的确定

本次将企业自由现金流量作为企业预期收益的量化指标。

企业自由现金流量就是在支付了经营费用和所得税之后, 向公司权利要求者支付现金之前的全部现金流。其计算公式为:

企业自由现金流量 = 税后净利润 + 折旧与摊销 + 利息费用  $\times$  (1 - 税率 T) - 资本性支出 - 营运资金变动。

### 2) 收益期的确定

企业价值评估中的收益期限通常是指企业未来获取收益的年限。为了合理预测企业未来收益, 根据企业生产经营的特点以及有关法律法规、契约和合同等, 可将企业的收益期限划分为有限期限和无限期限。

本次评估采用永续年期作为收益期。其中, 第一阶段为 2019 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日, 在此阶段根据被评估企业的经营情况及经营计划, 收益状况处于变化中; 第二阶段 2024 年 1 月 1 日起为永续经营, 在此阶段被评估企业将保持稳定的盈利水平。

### 3) 折现率的确定

确定折现率有多种方法和途径, 按照收益额与折现率口径一致的原则, 本次评估收益额口径为企业自由现金流量, 则折现率选取加权平均资本成本 (WACC) 确定。

### 4) 付息债务评估价值的确定

付息债务包括企业的长短期借款, 按其市场价值确定。

### 5) 溢余资产及非经营性资产(负债)评估价值的确定

溢余资产是指与企业收益无直接关系的, 超过企业经营所需的多余资产, 一般指超额货币资金和交易性金融资产等; 非经营性资产是指与企业收益无直接关系的, 不

产生效益的资产。对该类资产单独进行评估。

#### 6) 长期股权投资评估价值的确定

对于长期股权投资进行单独评估，同时选取报表折算法进行评估。

经收益法评估股东全部权益价值约16亿，其中：经营性资产（即未来现金流）的评估值为12亿，占估值的75%；溢余资产加非控股的长期投资4亿，占25%。由于审计、评估工作尚未最后完成，上述涉及的估值情况仅是在初步评估工作基础上的预估值。

综上所述，随着巴九灵公司运营的专业化和公司治理的正规化，吴晓波个人对公司的经营影响程度在逐步降低，且吴晓波个人对公司的影响主要体现在经营管理层面，本次交易的实质并不是吴晓波个人 IP 的证券化。

《关于对全通教育集团（广东）股份有限公司的重组问询函二》

4. 回复内容显示，巴九灵账面非经营性资产较多，主要为货币资金 35,000 万元、长期股权投资和递延所得税资产等 6,000 万元，总计 41,000 万元。该部分资产占资产总额的 81%，占本次估值的 25%。本次交易采用收益法评估结果作为作价依据。请你公司就以下事项进行说明：（1）巴九灵的核心竞争力是否在于其拥有的人力资源，如是，请结合你公司支付的交易对价、2018 年巴九灵支付的人力资源成本说明本次交易是否损害上市公司利益。（2）吴晓波及其他重要核心人员的人力资源价值对交易估值的影响，本次交易是否已充分辨认和合理判断巴九灵拥有的但未在其财务报表中确认的无形资产。（3）结合巴九灵的持续盈利能力、核心竞争力、核心人员任职的不确定性等方面说明采用收益法进行评估的合理性。请独立财务顾问及评估师核查并发表意见。

回复：

（1）巴九灵的核心竞争力是在于其拥有的人力资源，2018年巴九灵支付的人力资源成本总计5400多万元，结合巴九灵月均人数和人均职工薪酬，处于合理水平，本次交易未损害上市公司利益。

（2）本次对巴九灵全部股东权益价值的预估是基于其整体业务收益基础上的，吴晓波及其他主要核心人员作为参与者，与标的公司管理下的团队其他人员一起运行公司业务，其对公司业务贡献难以合理独立分割，因此，难以确定其对预估值的具体影响。本次预估时，已对公司拥有但未在其财务报表中确认的无形资产进行辨认和判断，主要有商标、域名、软件著作权等，初步预估值约7500万元，随着评估工作的进

行，将对标的公司拥有的无形资产进行进一步的辨认和判断，相应估值可能会进行调整。

(3) 标的公司依托自身的内容生产、传播能力，持续不断地开发推出新的知识产品、培训课程及落地增值服务，建立起了当前的四大业务板块，即泛财经知识传播、企投家学院、新匠人学院和知识付费，标的公司已建立起完善的内容审查、质量控制及转载合作机制，吴晓波频道公众号主要内容为原创，目前不存在版权纠纷隐患，且标的公司实际控制人已对或有事项出具了相关承诺，不对标的公司构成持续经营风险。因此标的公司可持续发展与收益法评估的企业持续经营假设一致，符合收益法评估的前提条件。

标的公司所具有的培训内容创新优势、较强的圈层社群基础、人才优势、产品类型丰富等是企业未来实现收益的前提和保障，使企业未来取得的收益更加合理的预测与可实现，这也符合收益法的应用前提。

标的公司核心人员及管理人员整体工作高效稳定。未来，上市公司将加强人才队伍建设，着手制定更为合理的激励机制，包括但不限于员工持股计划等股权激励手段，完善市场化的薪酬体系，完善人力资源管理体系，确保现有高级管理人员和核心技术团队稳定，增强管理团队凝聚力，实现重组后人员的平稳过渡。同时，上市公司还将依托资本市场的平台优势，完善人才选拔、任用、激励及保障体系，加强人员储备，保证上市公司未来的持续发展。同时标的公司采取积极的员工激励制度，设置了百匠投资及蓝彩投资两个员工激励平台，对高管人员及核心骨干员工实施激励，激励对象针对本次交易也签署了任职期限及竞业禁止协议，进一步确保了核心员工的稳定性，利于公司长远发展。因此本次评估是以五年后吴晓波离职但核心团队稳定且对巴九灵公司业绩影响较小为假设前提的。

所以，本次评估采用收益法进行评估是合理的。

（本页无正文，为《北京天健兴业资产评估有限公司关于对全通教育集团（广东）股份有限公司的重组问询函的回复》之盖章页）

北京天健兴业资产评估有限公司

年 月 日