

中联资产评估集团有限公司
关于中国证券监督管理委员会《中国证监会行政许可项目
审查一次反馈意见通知书》【192691】号
资产评估相关问题回复之核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2019 年 11 月 12 日下发的中国证券监督管理委员会 192691 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》的要求，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会反馈意见回复进行了认真核查，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。



问题 8、申请文件显示：1) 2017 年 6 月，易佰网络、胡范金、庄俊超与繼子马利亚、汇丰大通壹号、汇丰大通叁号签署《投资协议》，约定繼子马利亚向易佰网络提供 4,000 万元借款，若完成业绩承诺则按照 4.4 亿估值（转股前）转股，上述债转股于 2019 年 2 月完成。

2) 2018 年 7 月，易佰网络、胡范金、庄俊超与周新华、罗晔、李旭、黄立山签署协议，约定由周新华和罗晔夫妇向胡范金、庄俊超分别借款 3,600 万元，2,400 万元，用于易佰网络的生产经营；同时约定在先决条件满足后，将上述合计 6,000 万元的债权转为对易佰网络的股权，周新华、罗晔、李旭、黄立山另行追加 13,200 万元，用于受让胡范金、庄俊超通过各自持股平台持有的易佰网络股权。上述转股于 2019 年 3 月完成，转股价对应公司估值为 6 亿元。

3) 2019 年 3 月，汇丰大通叁号因未完成私募基金备案，将其持有的标的资产股权转让给南靖超然，对应标的资产估值为 7.3 亿元。

4) 2019 年 3 月，晨晖朗姿增资取得标的资产股权，增资价对应公司估值为 10 亿元。

请你公司：1) 以列表形式补充披露上述股权转让和增资对应易佰网络估值的市销率、市盈率和市净率情况。2) 标的资产 2019 年以来发生多次股权转让与增资，历次股权转让和增资之间相隔时间较短、作价存在显著差异，补充披露 2019 年以来历次增资和股权转让对应估值之间、及与本次交易作价差异的原因及合理性。3) 虽繼子马利亚、汇丰大通壹号、汇丰大通叁号增资事项，以及罗晔、李旭、黄立山取得转让股权事项涉及以前年度债转股安排，但实际转股时间均为 2019 年，进一步补充披露两次转股价格存在显著差异的原因及合理性，罗

晔取得标的资产股权作价与本次交易存在较大差异的原因、作价是否具备公允性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

“问题 8” 回复如下：

一、以列表形式补充披露上述股权转让和增资对应易佰网络估值的市销率、市盈率和市净率情况

易佰网络 2019 年股权转让和增资对应的估值倍数、市销率、市盈率、市净率情况如下：

序号	转让方	受让方/增资方	背景	协议签署日期	工商变更日期	100%股权作价（万元）	估值倍数	市销率	静态市盈率	动态市盈率	市净率
1	-	缙孚马利亚、汇丰大通壹号、汇丰大通叁号	A 轮投资方债转股	2017.6.28	2019.2.1	48,000.00	10.67	-	-	13.02	-
2	佰乐星辰、聚彩耀辉、南平佰龄、南靖志千里	罗晔、李旭、黄立山	罗晔等人受让股权入股	2018.7.4	2019.3.5	60,000.00	10.00	0.66	16.28	6.65	19.41
3	胡范金、庄俊超	南平芒励多、佰乐星辰、聚彩耀辉、南靖超然、南平佰龄、南靖志千里	创始人股东直接持股转为间接持股	2018.9.5	2019.1.28	10.00	-	0.00	0.00	0.00	0.00
4	-	晨晖朗姿	B 轮投资方增资入股	2018.12.12	2019.3.28	100,000.00	12.50	1.09	27.13	11.09	32.34
5	-	易晟辉焯	员工持股平台增资入股	2019.1.29	2019.1.29	9,959.10	-	0.05	1.10	0.71	0.74
6	汇丰大通叁号	南靖超然	汇丰大通叁号退出	2019.3.27	2019.3.27	57,687.59	-	0.32	6.40	4.09	4.30

注 1：增资方式下，对应的 100%股权作价为投后估值

注 2：估值倍数=100%股权作价/协议签署日承诺的当年净利润

注 3：市销率=100%股权作价/协议签署日上一年度销售收入

注 4：静态市盈率=100%股权作价/协议签署日上一年度净利润

注 5：动态市盈率=100%股权作价/协议签署日当年净利润

注 6：市净率=100%股权作价/协议签署日上一年度净资产

注 7：A 轮投资方债转股对应市销率、静态市盈率、市净率指标涉及 2016 年财务数据，不属于报告期；创始人股东直接持股转为间接持股、员工持股平台增资入股及汇丰大通叁号退出不存在承诺业绩，不涉及估值倍数；

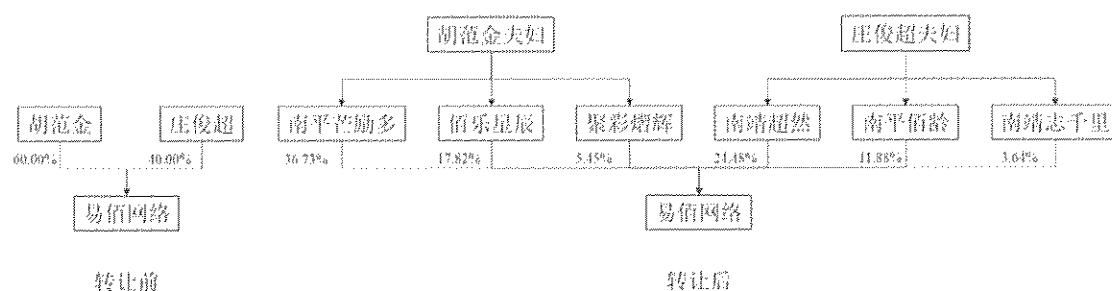
二、标的资产 2019 年以来发生多次股权转让与增资，历次股权转让和增资之间相隔时间较短、作价存在显著差异，补充披露 2019 年以来历次增资和股权转让对应估值之间、及与本次交易作价差异的原因及合理性

（一）2019 年 1 月，第一次股权转让

1、交易背景原因

为优化易佰网络的股权结构，胡范金和庄俊超分别将其直接持有的易佰网络股权转让至其控制的有限合伙企业。其中，南平芒励多、佰乐星辰、聚彩熠辉为胡范金、罗春夫妇共同出资设立的有限合伙企业，胡范金作为执行事务合伙人拥有控制权；南靖超然、南平佰龄、南靖志千里为庄俊超、陈淑婷夫妇共同出资设立的有限合伙企业，庄俊超作为执行事务合伙人拥有控制权。

该次股权转让前后，易佰网络的最终持股结构未发生实质变化，转让前后股权结构图如下：



2、与本次交易作价差异的原因

该次股权转让系胡范金和庄俊超由个人直接持股调整为其控制的有限合伙企业间接持股，因此对已实缴部分出资额以原始出资额作价转让，对未实缴部分出资额以名义价格 1 元作价转让，与本次交易背景、交易性质存在差异，因此导致两次估值差异。

（二）2019 年 1 月，易佰网络第三次增资

1、交易背景原因

易晟辉煌为员工持股平台，该次增资的目的在于实施员工股权激励，经易佰网络实际控制人和骨干员工友好协商，确定估值为 9,959.10 万元。

2、与前次交易作价差异的原因

与前次交易作价相比，该次交易的交易性质有所不同。前次交易为胡范金、庄俊超将其直接持有易佰网络的股份转为间接持股，且当时部分注册资本未实缴，因此采用平价转让；该次交易为实施员工股权激励目的，经交易各方协商确定增资溢价，因此该次交易与前次交易作价存在差异。

3、与本次交易作价差异的原因

该次交易的目的在于实施员工激励，本次交易是市场化定价的上市公司并购重组行为，两者的发生背景和交易性质存在较大差异，作价差额为易佰网络实际控制人给予员工的激励，已做股份支付处理。

（三）2019 年 2 月，易佰网络第四次增资

1、交易背景原因

易佰网络本次增资为 A 轮融资，A 轮投资方入股易佰网络的工商变更登记日期为 2019 年 2 月 1 日，但与易佰网络及其股东洽谈和确定投资的日期应追溯至 2017 年 6 月。2017 年 6 月 28 日，繇子马利亚、汇丰大通壹号、汇丰大通叁号作为 A 轮投资方与易佰网络及其股东签署《投资协议》，决定先以借款的形式向易佰网络提供 4,000 万元资金，并约定了债转股的先决条件。2018 年 9 月，鉴于债转股先决条件已经满足，因此 A 轮投资方决定将其对易佰网络的债权转为股权。该次增资的估值依据为各方 2017 年 6 月签署的《投资协议》中约定的投前估值 4.4 亿元，系基于 2017 年当时投资方对易佰网络未来业务发展的判断而友好协商确定。

2、与前次交易作价差异的原因

与前次交易作价相比，该次交易的交易性质有所不同。前次交易系易佰网络实际控制人给予内部核心员工股权激励，与外部投资者的市场化定价方式不同，导致两次作价存在差异。

3、与本次交易作价差异的原因

与本次交易相比，该次交易作价差异主要原因为确定估值的时点不同。该次交易协议的签署及投资款项的支付均发生在 2017 年 6 月，当时易佰网络的经营

规模较小，对未来业绩的增长存在不确定性。根据协议约定，易佰网络承诺 2017 年、2018 年、2019 年任一年度经具有证券从业资格的会计师事务所审计后的净利润分别为 4,500 万元、6,300 万元、8,820 万元，该次定价依据 2017 年预期净利润 4,500 万元的 10.67 倍确定；而本次交易作价依据评估结果确定，评估基准日为 2019 年 4 月 30 日，业绩承诺方承诺 2019 年度、2020 年度、2021 年度、2022 年度实现的合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 14,100 万元、17,000 万元、20,400 万元、25,100 万元，对应 2019 年承诺净利润的动态市盈率为 11.91 倍。因此，该次增资作价与本次交易时点易佰网络所处的发展阶段、经营规模、未来发展前景等存在差异，导致两次交易对价存在差异。

（四）2019 年 2 月，第二次股权转让

1、交易背景原因

周新华、罗晔夫妇和职业投资人黄立山、李旭于 2018 年上半年与易佰网络实际控制人胡范金结识，了解到易佰网络经营业绩较好，并看好跨境出口电商行业的未来发展，决定向易佰网络投资入股。同时，易佰网络为扩大跨境出口电商业务的经营规模，增加在售 SKU 数量和备货数量，需要从外部补充营运资金。在此背景下，经友好协商，为确保投资资金安全，周新华、罗晔夫妇决定先向易佰网络股东胡范金、庄俊超提供借款，由后者借给易佰网络用于补充经营所需的流动资金，待标的公司 2017 年度财务报表经会计师审计并出具无保留意见审计报告、标的公司达到约定业绩指标、缴足注册资本等先决条件满足后，再转换为易佰网络股权。

2018 年 7 月，周新华、罗晔、黄立山、李旭与胡范金、庄俊超、易佰网络签署股权转让协议，确定标的公司整体估值为 60,000 万元，对上述先决条件进行了明确约定，并约定周新华、罗晔夫妇向胡范金、庄俊超提供借款 6,000 万元，后者以借款形式向标的公司补充经营所需的流动资金（6,000 万元借款已于 2018 年 7 月 16 日前汇入易佰网络账户），待约定先决条件满足后可作为受让标的公司相应股权的对价，且周新华、罗晔夫妇和李旭、黄立山有权届时按照 60,000 万元的整体估值另行出资 13,200 万元受让标的公司相应股权。

2、与前次交易作价差异的原因

与前次交易相比，该次交易作价差异主要原因为确定估值的时点不同。前次交易为 A 轮融资，协议签署及投资款支付均发生在 2017 年 6 月，当时易佰网络的经营规模较小，对未来业绩的增长存在不确定性。根据协议约定，易佰网络承诺 2017 年、2018 年、2019 年任一年度经具有证券从业资格的会计师事务所审计后的净利润分别为 4,500 万元、6,300 万元、8,820 万元，该次定价依据 2017 年预期净利润 4,500 万元的 10.67 倍确定。该次交易签署协议及款项支付时点为 2018 年 7 月，同时易佰网络股东胡范金和庄俊超向投资人承诺 2018 年和 2019 年净利润不低于 6,000 万元和 9,000 万元，估值 6 亿元依据 2018 年预计 6,000 万元的 10 倍确定。因此两次交易估值差异主要系估值时点不同所致。

3、与本次交易作价差异的原因

该次股权转让对应标的公司整体估值 6 亿元，与本次交易作价存在差异的主要影响因素如下：

(1) 签订股权转让协议时易佰网络的业绩情况和市场环境情况

2018 年年中，罗晔等人与胡范金、庄俊超洽谈投资易佰网络事宜之前，易佰网络 2018 年上半年业绩增速较为平缓，2018 年一季度、二季度营业收入与 2017 年四季度相比分别增长 4.37% 和下降 4.64%，急需补充流动资金，以应对 2018 年下半年的潜在市场机会。同时，2018 年 5 月以来，美国政府接连宣布对从中国进口的部分商品加征关税，在相关影响尚不明晰的情况下，投资者对跨境出口电商未来发展普遍持谨慎观望态度。在此背景下，综合考虑 2018 年上半年的业绩情况、补充营运资金的客观需要和宏观经济环境影响，易佰网络股东胡范金和庄俊超向投资人保守承诺 2018 年和 2019 年净利润不低于 6,000 万元和 9,000 万元，并以 2018 年预计净利润的 10 倍确定标的公司整体估值为 60,000 万元。

2018 年 7 月签署股权投资协议后，周新华、罗晔夫妇向胡范金、庄俊超提供借款 6,000 万元，该笔款项由胡范金、庄俊超借给易佰网络。因此，易佰网络营运资金得到补充后迅速转化为存货，商品采购规模大幅提升，加之跨境出口电商企业采取有效措施和调整经营策略来应对美国加征关税政策的影响后，行业整体发展趋势逐渐向好。在此背景下，易佰网络的业务收入也顺势快速增长，推动了 2018 年下半年及 2019 年业绩的快速增长，2018 年全年收入同比增长 97.88%。

上市公司与交易对方针对本次交易签订《购买资产协议》及其补充协议时，

易佰网络经审计的 2018 年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为 9,002.68 万元，且 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年的承诺净利润分别不低于 14,100 万元、17,000 万元、20,400 万元、25,100 万元，与 2018 年 7 月签订股权转让协议时点相比，易佰网络的经营业绩已有较大幅度的提高，因此对应整体估值也相应提升。

（2）少数股权折价影响

罗晔等人通过受让股权成为易佰网络的少数股东后，未实际参与易佰网络的日常经营管理，在易佰网络日常经营和对外事务的重大决策中影响较小，因此该次股权转让的作价相比本次交易存在一定的少数股权折价因素。本次交易完成后，上市公司将持有易佰网络 90% 的股权，对易佰网络实现了控制，因此该次股权转让作价低于本次交易。

综上，该次股权转让的交易作价是各方基于 2018 年上半年的业绩情况、补充营运资金的客观需要和宏观经济环境影响等因素经友好协商而确定，具有商业合理性。该次股权转让与本次交易的价格差异主要是由于外部市场环境、易佰网络不同发展阶段的资金状况、经营状况、企业预计未来的发展前景和控股权收购的交易目的等因素不同所致。

（五）2019 年 3 月，第三次股权转让

1、交易背景原因

考虑到易佰网络未来资本运作的可能，汇丰大通叁号在入股易佰网络后应履行私募基金备案程序，后因自身原因未完成备案程序，因此经过协商，汇丰大通叁号将其所持易佰网络股权转出。汇丰大通叁号对易佰网络的投资资金从注入时间 2017 年 6 月至退出日超过 20 个月，考虑其资金成本，经友好协商，在 2017 年 7 月债转股 4.8 亿元投后估值的基础上，给予 52.08% 的退出溢价收益。

2、与前次交易作价差异的原因

与前次交易作价相比，该次交易作价的差异原因为估值依据不同。前次交易为罗晔等人受让易佰网络股权，作价依据 2018 年 7 月罗晔等人与易佰网络、胡范金签订的《合作框架协议》约定的 2018 年预计净利润 6,000 万元的 10 倍确定。该次交易估值依据是在 2017 年 7 月债转股 4.8 亿元投后估值的基础上给予 52.08% 的退出溢价收益。

3、与本次交易作价差异的原因

该次股权转让作价为 2017 年 6 月债转股估值的延续，也是交易各方协商结果，与本次交易作价的估值时点不同，易佰网络的经营规模发生变化，因此该次交易与本次交易作价存在差异。

（六）2019 年 3 月，易佰网络第五次增资

1、交易背景原因

易佰网络本次增资为 B 轮融资，晨晖朗姿看好易佰网络和跨境电商行业的发展前景，于 2018 年 9 月起开始与易佰网络实际控制人胡范金协商以 B 轮投资方的身份入股易佰网络，并于 2018 年 12 月签订《股东协议》和《投资协议》，确定易佰网络的整体投后估值为 100,000 万元。根据《股东协议》的约定，易佰网络 2018 年、2019 年、2020 年的承诺净利润分别不低于 8,000.00 万元、10,000.00 万元、14,000.00 万元。

2、与前次交易作价差异的原因

与前次交易作价相比，该次交易作价的差异主要原因为估值依据不同。前次交易为汇丰大通叁号因未完成基金备案而退出，估值依据是在 2017 年 7 月债转股 4.8 亿元投后估值的基础上给予 52.08% 的退出溢价收益，估值时点追溯应至 2017 年 7 月。该次交易协议签署时，易佰网络的经营业绩发生较大的变化，由于该次交易协议签署时点为 2018 年 12 月，因此估值确定为 100,000 万元，参考了 2018 年预计实现的净利润 8,000 万元及 2019 年承诺净利润 10,000 万元确定。

3、与本次交易作价差异的原因

该次交易协议签署时点为 2018 年 12 月，因此估值确定为 100,000 万元，参考了 2018 年预计实现的净利润 8,000 万元及 2019 年承诺净利润 10,000 万元确定。

本次交易估值基于易佰网络报告期已实现业绩、行业发展前景、未来经营规划等，以 2019 年 4 月 30 日为评估基准日出具的《易佰网络评估报告》作为本次交易对价确定的参考。同时，南平芒励多、罗晔、南靖超然、易晟辉煌承诺 2019 年度、2020 年度、2021 年度、2022 年度实现的合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 14,100 万元、17,000 万元、20,400 万元、25,100 万元，对应 2019 年承诺净利润的动态市盈率为 11.91 倍。

因此，该次增资定价参考了易佰网络当时已实现业绩及当时企业规划，经交易各方友好协商确定。该次增资与本次交易的价格差异，主要是由于外部市场环境、易佰网络经营状况、预计未来发展规划等因素不同所致。

三、虽繇子马利亚、汇丰大通壹号、汇丰大通叁号增资事项，以及罗晔、李旭、黄立山取得转让股权事项涉及以前年度债转股安排，但实际转股时间均为 2019 年，两次转股价格存在显著差异的原因及合理性分析，以及罗晔取得标的资产股权作价与本次交易存在较大差异的原因、作价公允性分析

（一）两次转股价格存在显著差异的原因及合理性分析

与 2017 年 7 月繇子马利亚、汇丰大通壹号、汇丰大通叁号债转股相比，2018 年 7 月罗晔等人入股时交易作价差异主要原因为确定估值的时点不同：

1、前者的协议签署及投资款支付均发生在 2017 年 6 月，当时易佰网络的经营规模较小，对未来业绩的增长存在不确定性。根据协议约定，易佰网络承诺 2017 年、2018 年、2019 年任一年度经具有证券从业资格的会计师事务所审计后的净利润分别为 4,500 万元、6,300 万元、8,820 万元，该次定价依据 2017 年预期净利润 4,500 万元的 10.67 倍确定。

2、后者的协议签署及投资款支付均发生在 2018 年 7 月，易佰网络股东胡范金和庄俊超向投资人承诺 2018 年和 2019 年净利润不低于 6,000 万元和 9,000 万元，估值 6 亿元依据 2018 年预计净利润 6,000 万元的 10 倍确定。

因此，两次交易估值差异主要系估值时点不同所致，上述差异分析具有一定合理性。

（二）罗晔取得标的资产股权作价与本次交易存在较大差异的原因、作价公允性分析

罗晔取得标的资产股权作价与本次交易存在差异原因，详见本题回复之“二 /（四）/3、与本次交易作价差异的原因”。罗晔取得标的资产作价公允性分析详见问题 1 回复之“二 /（三）/1、2018 年 7 月股权转让估值合理性”。

评估机构核查意见：

经核查，评估师认为：上市公司补充披露了股权转让和增资对应易佰网络估值的市销率、市盈率和市净率情况；结合不同估值时点特定市场环境、易佰网络当前的经营业绩、各方协商情况等因素，分析了 2019 年以来历次股权转让和增资对应估值及与本次交易作价差异的合理性，分析了 A 轮投资人债转股，以及罗晔等人向易佰网络股东先行借款，后受让股权与本次作价存在差异的原因以及公允性，上述分析具有合理性。

问题 10. 申请文件显示，截至评估基准日 2019 年 4 月 30 日，易佰网络 90% 股权评估值为 15.13 亿元，增值率为 446.45%，交易作价对应 2018 年市盈率为 22.29 倍。根据备考审阅报告，本次交易完成后，上市公司将新增 13.6 亿元商誉，占备考报表净资产超过 70%。

请你公司：1) 补充披露同行业公司以及可比收购案例市盈率、市销率情况等，并结合前述数据及易佰网络行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、竞争对手情况等，补充披露易佰网络评估增值的合理性。2) 补充披露易佰网络可辨认净资产公允价值、本次交易是否存在未辨识的可辨认资产，若是，进一步说明预计对交易完成后上市公司合并财务报告中商誉金额的影响情况；若否，说明具体原因。3) 补充披露上市公司和易佰网络应对商誉减值的具体措施及有效性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

“问题 10 中第 1) 问补充披露同行业公司以及可比收购案例市盈率、市销率情况等，并结合前述数据及易佰网络行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、竞争对手情况等，补充披露易佰网络评估增值的合理性。” 回复如下：

一、易佰网络评估增值合理性分析

(一) 同行业公司以及可比收购案例的市盈率、市销率情况

1、同行业上市公司市盈率、市销率情况

易佰网络所在行业属于中国证监会行业分类中的“F 批发与零售”。截至本次交易的评估基准日 2019 年 4 月 30 日，“F 批发与零售”上市公司中剔除市盈率为负值或市盈率高于 100 倍的公司后，同行业上市公司相对估值法下的估值情况如下：

序号	证券代码	证券简称	静态市盈率	市销率
1	300538.SZ	同益股份	87.17	2.04
2	600605.SH	汇通能源	86.94	0.77
3	000159.SZ	国际实业	80.96	8.80
4	000632.SZ	三木集团	70.79	0.33
5	600203.SH	福日电子	69.66	0.26
6	601933.SH	永辉超市	65.13	1.33
7	600861.SH	北京城乡	64.84	1.37
8	002758.SZ	华通医药	63.75	1.41
9	600858.SH	银座股份	63.37	0.22
10	601116.SH	三江购物	62.88	2.04
11	603003.SH	龙宇燃油	62.78	0.24
12	600272.SH	开开实业	59.71	2.31
13	000096.SZ	广聚能源	58.45	3.73
14	600857.SH	宁波中百	58.06	2.09
15	002819.SZ	东方中科	57.25	3.09
16	600778.SH	友好集团	53.22	0.35
17	603939.SH	益丰药房	52.49	3.27
18	600833.SH	第一医药	49.67	1.98
19	002251.SZ	步步高	48.75	0.41
20	600278.SH	东方创业	47.62	0.43

序号	证券代码	证券简称	静态市盈率	市销率
21	600546.SH	山煤国际	46.64	0.27
22	300131.SZ	英唐智控	46.38	0.53
23	000151.SZ	中成股份	46.24	3.03
24	600626.SH	申达股份	43.11	0.40
25	600993.SH	马应龙	42.20	3.39
26	603716.SH	塞力斯	39.20	2.99
27	600287.SH	江苏舜天	38.75	0.62
28	000753.SZ	漳州发展	38.71	1.16
29	600677.SH	航天通信	38.60	0.64
30	603101.SH	汇嘉时代	38.35	0.74
31	000785.SZ	武汉中商	38.15	0.62
32	600824.SH	益民集团	37.98	2.78
33	603883.SH	老百姓	37.95	1.75
34	603233.SH	大参林	36.02	2.16
35	000032.SZ	深桑达 A	35.57	2.34
36	600361.SH	华联综超	35.15	0.26
37	000705.SZ	浙江震元	34.76	0.85
38	600976.SH	健民集团	34.55	1.30
39	600386.SH	北巴传媒	34.46	0.75
40	000715.SZ	中兴商业	33.72	1.18
41	300622.SZ	博士眼镜	32.03	3.40
42	002727.SZ	一心堂	31.66	1.80
43	600648.SH	外高桥	30.90	3.29
44	000411.SZ	英特集团	30.56	0.14
45	601086.SH	国芳集团	29.60	1.35
46	603214.SH	爱婴室	29.56	1.77
47	002556.SZ	辉隆股份	29.53	0.24
48	300755.SZ	华致酒行	29.52	2.43
49	200025.SZ	特力 B	29.24	6.14
50	603708.SH	家家悦	29.24	0.99
51	601366.SH	利群股份	29.17	0.51
52	600838.SH	上海九百	29.12	40.52
53	600739.SH	辽宁成大	28.43	1.12
54	603108.SH	润达医疗	28.13	1.23
55	000019.SZ	深粮控股	28.07	0.80
56	600785.SH	新华百货	27.56	0.50
57	600814.SH	杭州解百	27.38	0.70
58	601010.SH	文峰股份	27.31	1.03

序号	证券代码	证券简称	静态市盈率	市销率
59	000564.SZ	供销大集	27.11	1.27
60	002640.SZ	跨境通	27.05	0.80
61	000078.SZ	海王生物	26.67	0.29
62	002872.SZ	*ST 天圣	26.29	1.35
63	002697.SZ	红旗连锁	25.33	1.15
64	603970.SH	中农立华	23.17	0.72
65	600826.SH	兰生股份	22.78	1.58
66	000062.SZ	深圳华强	22.58	1.31
67	000963.SZ	华东医药	22.52	1.66
68	600865.SH	百大集团	22.29	3.20
69	600811.SH	东方集团	22.27	1.01
70	600293.SH	三峡新材	22.14	0.56
71	603900.SH	莱绅通灵	22.06	2.78
72	002441.SZ	众业达	21.53	0.52
73	600180.SH	瑞茂通	21.53	0.27
74	600998.SH	九州通	21.51	0.34
75	300184.SZ	力源信息	21.50	0.71
76	600827.SH	百联股份	20.88	0.38
77	002867.SZ	周大生	20.60	3.45
78	600337.SH	美克家居	20.40	1.74
79	000034.SZ	神州数码	19.57	0.12
80	000026.SZ	飞亚达 A	19.50	1.05
81	600693.SH	东百集团	19.20	1.68
82	603123.SH	翠微股份	19.15	0.66
83	000419.SZ	通程控股	19.14	0.69
84	000417.SZ	合肥百货	19.00	0.40
85	002419.SZ	天虹股份	18.94	0.89
86	000652.SZ	泰达股份	18.93	0.30
87	600713.SH	南京医药	18.77	0.16
88	000906.SZ	浙商中拓	18.51	0.08
89	900938.SH	海科 B	18.10	-
90	603368.SH	柳药股份	17.90	0.81
91	600710.SH	苏美达	17.86	0.10
92	002788.SZ	鹭燕医药	17.80	0.28
93	600628.SH	新世界	17.19	1.68
94	600729.SH	重庆百货	17.11	0.42
95	600829.SH	人民同泰	16.98	0.62
96	000028.SZ	国药一致	16.65	0.47

序号	证券代码	证券简称	静态市盈率	市销率
97	002561.SZ	徐家汇	16.40	1.83
98	000950.SZ	重药控股	15.83	0.42
99	002221.SZ	东华能源	15.75	0.35
100	600090.SH	同济堂	15.46	0.76
101	002187.SZ	广百股份	15.03	0.40
102	002589.SZ	瑞康医药	14.91	0.34
103	200019.SZ	深粮 B	14.43	0.41
104	601607.SH	上海医药	14.35	0.35
105	600653.SH	中华控股	14.16	0.68
106	600511.SH	国药股份	13.56	0.49
107	200026.SZ	飞亚达 B	13.51	0.73
108	002462.SZ	嘉事堂	13.42	0.25
109	600335.SH	国机汽车	13.19	0.18
110	600387.SH	海越能源	12.89	0.19
111	000759.SZ	中百集团	12.81	0.36
112	600297.SH	广汇汽车	12.69	0.24
113	600327.SH	大东方	12.61	0.41
114	600723.SH	首商股份	12.57	0.45
115	600382.SH	广东明珠	12.48	6.73
116	600697.SH	欧亚集团	12.19	0.20
117	600859.SH	王府井	11.85	0.53
118	002277.SZ	友阿股份	11.73	0.74
119	600704.SH	物产中大	11.56	0.08
120	600655.SH	豫园股份	11.23	1.10
121	600250.SH	南纺股份	11.18	2.06
122	600755.SH	厦门国贸	10.64	0.08
123	002091.SZ	江苏国泰	10.63	0.29
124	200028.SZ	一致 B	9.93	0.28
125	600981.SH	汇鸿集团	9.41	0.29
126	002024.SZ	苏宁易购	8.76	0.48
127	600694.SH	大商股份	8.76	0.36
128	000501.SZ	鄂武商 A	8.41	0.51
129	600051.SH	宁波联合	8.31	0.51
130	900927.SH	物贸 B 股	8.13	0.06
131	600828.SH	茂业商业	8.11	0.75
132	600153.SH	建发股份	5.84	0.10
133	900943.SH	开开 B 股	5.46	0.21
134	600738.SH	兰州民百	4.25	4.87

序号	证券代码	证券简称	静态市盈率	市销率
135	900923.SH	百联B股	2.11	0.04
136	900912.SH	外高B股	2.03	0.22
平均数			27.97	1.45
易佰网络			18.66	0.93

注1：数据来源于 Wind 资讯

注2：静态市盈率=可比上市公司 2019 年 4 月 30 日收盘价/2018 年末每股收益

注3：市销率=可比上市公司 2019 年 4 月 30 日收盘价/2018 年末每股销售额

上表可见，与易佰网络同属“批发与零售”行业的上市公司平均静态市盈率为 27.97 倍，市销率为 1.45 倍。根据易佰网络经审计的 2018 年财务数据，本次交易对价对应的静态市盈率为 18.66 倍，市销率为 0.93 倍，低于同行业可比上市公司平均水平。

2、可比收购案例的市盈率、市销率情况

易佰网络经营跨境出口电商业务，近三年来，国内资本市场上并购交易中，被并购标的主营业务与易佰网络相同或相似的可比交易情况如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	标的公司主营情况	100%股权交易作价	静态市盈率	动态市盈率	市销率
天泽信息	有棵树	跨境电子商务	340,000.00	21.42	13.08	1.45
华鼎股份	通拓科技	跨境电子商务	290,000.00	22.22	14.50	1.32
星徽精密	泽宝股份	跨境电子商务	153,000.00	20.09	14.17	0.88
跨境通	优壹电商	跨境电子商务	179,000.00	18.27	13.36	0.89
平均值				20.50	13.78	1.13
易佰网络				18.66	11.91	0.93

注1：静态市盈率=（本次交易对价/收购比例）/交易前一年归属于母公司股东净利润。

注2：动态市盈率=（本次交易对价/收购比例）/第一年承诺净利润。

注3：市销率=（本次交易对价/收购比例）/交易前一年营业收入。

由上表可见，与本次交易较为可比的交易案例中，标的公司收购价格对应的平均静态市盈率为 20.50 倍，平均动态市盈率为 13.78 倍，平均市销率为 1.13 倍。本次交易对价对应的标的公司易佰网络静态市盈率为 18.66 倍、动态市盈率为 11.91 倍，市销率为 0.93 倍，低于可比交易案例的平均水平。

综上，本次交易标的资产作价对应的市盈率、市销率低于同行业可比上市公司或可比收购案例的平均水平，与其生产经营状况和所处发展阶段相符。

（二）结合易佰网络的行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、竞争对手情况对其评估增值合理性分析

1、易佰网络的行业地位

根据中国电子商务研究中心发布的《2018 年度中国跨境电商市场数据监测报告》，2018 年中国跨境电商出口规模为 7.1 万亿元，同比增长 12.70%，最近 3 年年均复合增长率为 16.42%。在海外市场需求逐渐释放、外贸企业转型升级等因素的推动下，我国跨境出口电商行业仍有巨大发展空间。

易佰网络是一家依托中国优质供应链资源、以市场需求为导向的跨境出口零售电商企业。易佰网络通过亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 等第三方平台，将汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容、户外运动等品类的高性价比中国制造商品销售给境外终端消费者，构建了覆盖欧洲、北美洲、大洋洲、亚洲、南美洲、非洲等多个地区的全球性销售网络。

得益于在跨境出口电商领域的深耕细作，近年来易佰网络的成长受到第三方平台的高度认可，获得 ebay 2016 年度精选商品卓越表现奖、2017 年度飞跃进步奖、2018 年度销售季军和 Lazada 2018 年度激“赞”卖家奖、Shopee 2018 年度最佳潜力奖、Wish 2019 年度卖家之星等奖项，逐步树立了在跨境出口电商行业的口碑和地位。目前，与易佰网络业务模式类似的国内主要跨境出口零售电商企业对比情况如下：

单位：万元

公司名称	2018 年		2017 年	
	营业收入	扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	营业收入	扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润
跨境通	2,153,387.41	57,306.24	1,401,789.73	73,737.06
安克创新	523,221.82	41,526.04	390,300.55	25,231.88
傲基电商	510,872.10	18,471.50	371,225.35	18,049.15
通拓科技	401,667.44	22,114.23	362,633.09	20,216.76
有棵树	344,037.90	26,138.44	234,794.37	15,869.91
泽宝股份	212,574.08	10,936.81	174,345.16	7,617.13
易佰网络	181,250.44	9,002.68	91,594.23	3,721.80

注：同行业公司数据来源于有关重组报告书、审计报告、招股说明书及上市公司公告文件等公开资料。泽宝股份 2018 年数据来源于星徽精密资产重组过渡期损益情况的专项审计报告，其中净利润为剔除股份支付

费用口径。

易佰网络系国内规模较大的跨境出口零售电商企业，根据大华会计师出具的《易佰网络审计报告》，2017 年度、2018 年度和 2019 年 1-8 月，易佰网络分别实现营业收入 91,594.23 万元、181,250.44 万元和 218,877.23 万元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 3,721.80 万元、9,002.68 万元和 10,889.53 万元，其中 2018 年营业收入同比增长 97.88%。此外，2019 年 1-8 月营业收入占全年预测营业收入的 72.22%，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润占全年承诺净利润的 77.23%，预计 2019 年实现 14,100 万元的承诺净利润目标具有较高的可能性。因此，通过对比分析业内知名的跨境出口零售电商企业的收入及利润规模，易佰网络整体经营规模居于跨境出口电商行业前列，且近年来业绩增速相对突出，具有较强的市场竞争力。

2、易佰网络的核心竞争力

易佰网络凭借多年的跨境出口电商运营经验、差异化的品类发展策略、各产品类目领域的专业人才、对第三方电商平台内部算法的深入理解和对经营数据的深度挖掘以及多元的线上销售渠道和高效的供应链体系，能够持续优化提升产品开发能力及推广效果，为终端消费者提供优质的购物体验，在行业中逐步建立了自身的核心竞争力。具体如下：

（1）品类产品开发优势

在品类开发策略上，易佰网络制定了差异化的品类发展策略，在业务发展初期战略性避开服装、消费电子等处于红海市场的品类，优先拓展仍处于蓝海市场、产品生命周期相对较长、更新换代相对较慢的汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容等品类，与其他跨境出口电商企业形成差异化竞争，并逐渐建立竞争优势。2019 年起，易佰网络在进一步深耕上述四大品类的基础上，依托积累的开发及运营经验，开始加大布局消费电子、母婴服装，并同步发展户外运动等品类，在售 SKU 数量规模不断增加，由 2017 年的 7.90 万个增至 2019 年 1-8 月的 29.04 万个（以产生付款订单为统计口径）。

在产品开发模式上，易佰网络通过充分挖掘细分品类行业动态和电商平台交易数据，捕捉不同国家和地区的市场需求变化趋势，开发适合电商渠道销售、满足特定市场需求的产品。易佰网络的特征和优势在于通过严控产品开发时间和开

发成本来提高开发效率，并在产品开发和供应链管理各环节贯彻“小批量、多批次、低成本快速试错”的管控逻辑，从而提升产品从开发上线、采购销售到库存管理的整体周转效率。

（2）数据化运营优势

为巩固互联网技术与业务深度融合的竞争优势，实现全业务链条的自动化与智能化，易佰网络通过自建信息系统开发团队，开发了产品管理系统、销售管理系统、订单管理系统、仓储管理系统、采购管理系统、物流管理系统、客服系统等协同运转的业务系统。此外，易佰网络通过在业务发展过程中根据实际业务需求对各个系统进行迭代升级，使得其整体系统具备多电商平台接入能力、多供应商资源整理能力、多渠道数据搜集能力、突发巨量订单处理能力等多项能力。

得益于覆盖全流程的管理系统，易佰网络快速实现了销售终端、业务中端、管理后端全渠道的业务数据打通，并积累了大量跨境出口电商一手业务数据。基于此，易佰网络将各类数据充分应用于产品设计、供应链管理、营销渠道、店铺运营等各业务环节：1）在产品设计层面，易佰网络产品开发部充分挖掘细分品类行业动态和电商平台交易数据，捕捉不同国家和地区的市场需求变化趋势，以此为依据进行产品开发；2）在供应链层面，易佰网络以历史销售数据、用户行为数据、广告效果数据等类型数据为基础对产品销售趋势、库存实时状况、供应商产能情况进行预判，根据预判结果提前采取补货、库存调拨等措施，并通过数据的实时传输实现供应链的全流程跟踪控制；3）在营销渠道层面，易佰网络对流量来源进行数据采集和追踪，优化不同渠道的营销投入，提升推广支出回报率和付费流量转化率；4）在店铺运营层面，易佰网络通过消费者行为数据判断对客户更具有吸引力的页面、照片，指导设计部设计更有针对性的详情页，并引导客户将商品加入购物车，基于购物车数据调整商品展示，提高动销率。

（3）多元化平台优势

截至目前，易佰网络已在亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 等第三方主流电商平台及 Joom、Jumia 等第三方新兴电商平台开立店铺，整合各类销售渠道开展跨境电商零售业务。一方面，多元化平台经营可拓宽销售渠道，有助于加快品类扩张节奏；另一方面，多平台运营所形成的海量交易数据为易佰网络数据化运营奠定了丰富的原始数据基础，某一平台的销售情况可为其他平台产品开发、

产品刊登、供应链管理等提供参考依据。

（4）高效整合、少量多批的供应链系统优势

为提高精准营销的效率，易佰网络搭建了以“高效整合、少量多批”为特点的供应链体系。易佰网络依托内部算法，综合考虑历史期产品销量的增长趋势、产品竞争程度、季节性特点、当前库存量、预计到货时间等因素，可较为精准预测产品在未来一定时期的需求量，按照小批量、多批次原则制定采购计划，有效控制仓储成本、降低存货滞销风险。能够有效避免存货大面积积压、滞销的情况。

易佰网络通过 PMS 采购管理系统整合国内供应链资源，与众多供应商建立合作关系，并对商品采购各个环节进行数字化处理，与开发部、仓储中心紧密配合，协同实现少量多批、快速响应的采购模式。

在仓储模式方面，易佰网络构建了海外仓、国内仓为一体的多层次仓储体系，尤其注重与亚马逊等第三方电商平台和谷仓、递四方等第三方仓储物流服务商在海外仓模式上的战略合作，积累了丰富的运营经验，并形成一定的竞争优势。易佰网络在海外仓和国内仓两类仓储模式上协同发展，通常以国内仓为备货测试起点，对于销量测试良好和市场需求提升的产品，会以少量多批的方式逐步增加在海外仓的备货规模，并结合市场需求的最新变动情况进行动态调整，进而即时控制库存，保持良好的库存周转。

易佰网络与专业第三方跨境物流服务商建立长期战略合作，搭建覆盖海、陆、空等多种运输方式的跨境物流配送体系。易佰网络与主要跨境物流服务商打通数据对接系统，综合考虑平台政策、消费者要求、商品特点、配送时效和成本、目的地信息等因素，通过 TMS 物流管理系统选择发货仓库、配送方式、物流类型，为线上订单匹配最优的跨境物流配送方案，从而提高物流配送效率，优化消费者购物体验。

（5）人才优势

易佰网络拥有一支专业背景深厚、经验丰富且稳定的经营管理团队，经过对人力资源管理的迭代优化，逐渐打造了一支凝聚向心力高、持续发展与竞争力强、沟通高效与协作的队伍，为快速发展奠定了坚实的人力资源基础。

针对核心业务员工，易佰网络已实施了较广泛的股权激励，与核心员工共享发展收益，进一步保证了核心业务团队的稳定性及易佰网络的持续盈利能力。针

对基层员工，易佰网络制定了完善的人才梯队培养战略、职位轮换及晋升机制，为持续发展提供人才支持。除此以外，易佰网络制定了结果导向性的薪酬和奖励体系，引导员工创先争优，激发员工的主观能动性，有效提高整体运营效率。

3、易佰网络的市场竞争格局以及竞争对手情况

目前，跨境出口电商 B2C 行业呈现出平台型电商寡头垄断、自营型电商充分竞争的市场格局。其中，平台型 B2C 电商行业集中度相对较高，亚马逊、ebay、速卖通、Wish 等平台占据较大的市场份额，行业格局稳定。相比而言，自营型 B2C 电商企业的竞争格局尚未成型，市场集中度较低，行业呈现百花齐放的情况。截至目前，除易佰网络之外，知名的跨境出口电商 B2C 企业有环球易购、帕拓逊、有棵树、通拓科技、泽宝股份、安克创新、傲基电商等，具体情况如下表所示：

序号	公司名称	经营情况
1	跨境通（环球易购、帕拓逊）	跨境通成立于 2003 年，于 2011 年 12 月在深交所中小企业板上市，股票代码 002640，2014 年和 2016 年分别收购跨境出口电商企业环球易购和帕拓逊。环球易购和帕拓逊是跨境通经营跨境出口电商业务的主要载体，其中环球易购主要经营的商品包括服装、服饰、婴幼儿用品、3C 电子产品、化妆品、箱包等六大类，业务覆盖包括美国、加拿大、英国等全球 200 多个国家和地区；帕拓逊致力于发展自有品牌，已孵化基于欧美地区的电商产品品牌，如 MPOW、LITOM、EXCELVAN、FLOUREON 等，在消费类电子产品的多个细分类目建立了品牌优势。2018 年度，环球易购实现营业收入 124.07 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 2.48 亿元；帕拓逊实现营业收入 34.17 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 2.38 亿元。
2	有棵树	有棵树成立于 2010 年，于 2019 年被上市公司天泽信息收购，主要依托 ebay、亚马逊、Wish、速卖通等第三方电商平台，将中国制造的高性价比产品销往国外，商品品类涵盖 3C 电子产品、户外用品、家居生活用品、玩具、车载用品等。2018 年度，有棵树实现营业收入 34.40 亿元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 2.61 亿元。
3	通拓科技	通拓科技成立于 2004 年，于 2018 年被上市公司华鼎股份收购，主要通过 ebay、亚马逊、速卖通、Wish、TOMTOP 自有网站等多种电商平台，将游戏配件、电脑配件、汽车配件、健康美容仪器等品类商品销售给海外终端消费者。2018 年度，通拓科技实现营业收入 40.17 亿元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 2.21 亿元。
4	泽宝股份	泽宝股份成立于 2007 年，于 2018 年被上市公司星徽精密收购，旗下拥有 RAVPower、TaoTronics、Uspicy 等品牌，经营各种电子消费产品，借助 Amazon、ebay、Newegg 等电商平台销往欧洲、北美、

序号	公司名称	经营情况
		日本等。2018 年度，泽宝股份实现营业收入 21.26 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 10,936.81 万元（剔除股份支付费用）。
5	安克创新	安克创新成立于 2011 年，于 2019 年披露招股说明书，拟申请创业板上市，主要从事智能移动周边产品、智能生活周边产品及计算机周边产品的研发和销售，主要销售渠道为亚马逊等境外线上平台、境外线下零售店及京东、天猫等境内线上平台。2018 年，安克创新实现营业收入 52.32 亿元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 4.15 亿元。
6	傲基电商	傲基电商成立于 2010 年，拥有以 Aukey 品牌为主的系列品牌产品，涵盖数码电子类、美容、灯具、安防等品类，拥有 efox 系列网站和 coolicool 网站等渠道品牌。2018 年，傲基电商实现营业收入 51.09 亿元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 1.85 亿元。

易佰网络和上述同行业可比公司之间在产品策略和品类、平台类型、仓库管理模式等方面存在一定差异：①在产品策略和品类方面，跨境出口电商企业可分为泛品类电商和精品类电商。其中，跨境通、傲基电商、通拓科技、有棵树、易佰网络属于泛品类电商，SKU 数量级一般是几万到几十万不等，注重选品和规模效应；安克创新、泽宝股份则属于精品类电商，SKU 数量通常不超过 2,000 个，主要是自主品牌产品，且用户粘性和复购率较高。②在平台类型方面，跨境通、傲基电商、通拓科技、有棵树采用“第三方平台+自营平台”的销售模式，泽宝股份、安克创新、易佰网络主要采用第三方平台模式。③在仓库管理模式方面，各家跨境出口电商企业结合自身业务特点和战略，在亚马逊 FBA 仓、第三方海外仓、自营海外仓、自营国内仓等仓储类型上有所侧重。

有关易佰网络与同行业可比公司在 SKU 数量、仓库数量、仓库分布情况、活跃用户数量、有效网店数量等核心指标的对比情况，具体如下：

(1) 报告期内易佰网络的 SKU 数量、仓库数量、仓库分布、活跃用户数量、有效网店数量等核心指标情况

项目	2019 年 1-8 月	2018 年度	2017 年度
SKU 数量（万个）	29.04	17.03	7.90
活跃客户数（万名）	1,292.46	1,383.13	1,280.31
有效网店数量（个）	1,027	573	217
期末仓库数量（个）	36	38	23
主要仓库	境内：东莞塘厦、东莞虎门、宁波	境内：东莞塘厦、宁波	境内：东莞塘厦

项目	2019年1-8月	2018年度	2017年度
	境外：FBA仓、捷克、美国、英国、澳大利亚、德国、法国、西班牙、加拿大、意大利	境外：FBA仓、捷克、美国、英国、澳大利亚、西班牙、德国、法国	境外：FBA仓、德国、英国、美国、澳大利亚、捷克

注：SKU数量：易佰网络店铺报告期各期产生付款订单的SKU合计数量

活跃客户数：报告期各期在易佰网络店铺下单并完成付款的用户ID合计数量

有效店铺：各期营业收入大于等于10万元人民币的网店

主要仓库：各期末库存余额大于100万元人民币的仓库

(2) 主要核心指标与同行业可比公司的对比情况

①SKU数量

公司名称	SKU数量
跨境通	2018年约112万个（仅自营平台）
有棵树	2017年超12万个
通拓科技	2017年超40万个
泽宝股份	2018年1-8月1,534个
安克创新	截至2019年9月850个
傲基电商	截至2018年6月约60万个
易佰网络	2019年1-8月约29万个

注：以上数据根据同行业公司公开资料整理。

根据产品策略的不同，跨境出口电商企业可分为泛品类电商和精品类电商。泛品类电商的SKU数量级一般是几万到几十万不等，注重选品和规模效应；精品类电商的SKU数量通常不超过2,000个，主要是自主品牌产品，用户粘性和复购率较高。

通过对比SKU数量规模，并结合同行业可比公司的业务模式可以看出，安克创新、泽宝股份属于精品类电商，跨境通、傲基电商、通拓科技、有棵树、易佰网络属于泛品类电商，其中跨境通、傲基电商、通拓科技三家公司的SKU规模较高。

②活跃客户数

公司名称	活跃客户数
泽宝股份	2017年约830万个，2018年1-8月约600万个
易佰网络	2017年约1,280万个，2018年约1,383万个，2019年1-8月约1,292万个

注：以上数据根据同行业公司公开资料整理；跨境通、有棵树、通拓科技、安克创新、傲基电商未披露相关数据。

根据公开资料，跨境通、傲基电商、通拓科技、有棵树采用“第三方平台+自营平台”的销售模式，泽宝股份、安克创新、易佰网络主要采用第三方平台模式。在第三方平台方面，基于公开数据，报告期内易佰网络同期收入规模低于泽

宝股份,但活跃客户数高于泽宝股份,主要源于两家企业的产品类型、产品定价、店铺数量差异,具体如下:

易佰网络属于泛品类电商,SKU数量规模较高,主要产品类型为汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容等高性价比轻工业或生活用品,网店数量较多、集中度较低,分布于亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada等多个第三方电商平台;而泽宝股份属于精品类电商,核心SKU仅约两百个,以消费类电子产品为主,产品单价、平均订单金额及客单价均高于易佰网络;此外,泽宝股份的网店数量少、集中性高,且最大单一网店收入贡献超过50%,从而导致同等收入规模下易佰网络的活跃客户数高于泽宝股份。

项目	泽宝股份		易佰网络	
	2018年1-8月	2017年度	2018年度	2017年度
总交易金额(万元)	129,064.76	174,345.16	187,640.84	95,414.12
活跃客户数(万人)	601.30	827.85	1,383.13	1,280.31
产品单价(元/个)	141.49	172.58	68.87	60.39
平均订单金额(元/单)	190.19	180.30	97.65	67.65
客单价(元/人)	214.64	210.60	135.66	74.52

注:泽宝股份总交易金额为经审计营业收入,易佰网络总交易金额为客户下单付款总额。

③有效网店数量

公司名称	网店数量
通拓科技	2017年11月末334个
泽宝股份	2018年12月末10个
安克创新	2019年9月末17个
有棵树	2017年末569个,2018年3月末640个
易佰网络	2017年217个,2018年573个,2019年1-8月1,027个

注:以上数据根据同行业公司公开资料整理;跨境通、做基电商未披露第三方电商平台网店数量。

同行业可比公司中,安克创新、泽宝股份作为精品类电商,主要销售自有品牌产品,线上网店具有数量少、集中性高的特征;易佰网络、有棵树、通拓科技属于以第三方电商平台为主的泛品类电商,因此网店数量相对较多。为了与SKU规模和细分产品品类相匹配,泛品类电商需增加网店数量,从而更精细化地开发和展示符合消费者需求的产品,并开展差异化的营销活动,提升消费者的购物体验的同时提高网店流量的转化效率。

④仓库数量和分布

公司名称	仓库数量和分布
跨境通	2018年末国内仓16个,通过与第三方合作的模式在20个国家建立了67

公司名称	仓库数量和分布
	个海外仓。
有棵树	自营仓库为主、亚马逊 FBA 仓库为辅，截至 2018 年 8 月末自营仓库共 15 个，包括位于东莞、深圳、苏州的国内仓库和位于波兰、美国、英国的海外仓库。
通拓科技	租赁仓库自营模式、亚马逊 FBA 模式与第三方仓储物流模式相结合，截至 2018 年 3 月实际经营的自营仓库共 12 个，包括位于深圳、东莞、义乌、宁波的境内仓库和位于香港、英国、美国、德国、法国的境外仓库。
泽宝股份	亚马逊 FBA 仓库为主、自营仓库为辅；海外自营仓库主要从事旺季高峰期临时性备货和退换货处理；国内仓库主要位于深圳，面积 5,370 平方米。
安克创新	针对亚马逊平台的销售选择使用亚马逊 FBA 服务；在国内虎门设有仓库，在美国租赁部分仓库，负责国内外的调拨备货、发货和退货等业务。
傲基电商	仓储类型包括亚马逊 FBA 仓（非自营）、海外仓（非自营，位于美国、英国、德国、捷克等）、国内中转仓和国内直发仓（自营，位于深圳、广州、东莞等）。
易佰网络	仓储类型包括亚马逊 FBA 仓（非自营）、海外仓（非自营，位于捷克、美国、英国、澳大利亚、德国、法国、西班牙、加拿大、意大利等）、国内仓（自营，位于东莞、虎门、宁波）。

注：以上信息根据同行业公司公开资料整理。

同行业可比公司的仓储类型主要包括亚马逊 FBA 仓、第三方海外仓、自营海外仓、自营国内仓等，基于业务模式差异在不同仓储类型上有所侧重，具体如下：

A 跨境通主要通过自营平台开展跨境电商业务，且业务规模行业领先，因此仓储类型以自营的国内及海外仓为主，且仓库数量高于同行业其他企业；

B 安克创新、泽宝股份主要依托亚马逊平台开展跨境电商业务，因此仓储类型以亚马逊 FBA 仓库为主，辅以部分境内自营仓进行货物中转；

C 通拓科技、有棵树将自营海外仓布局作为业务发展重点，在美国、英国、德国、法国、澳大利亚设有境外经营实体，租赁仓库并自营管理；

D 易佰网络和傲基电商仓储模式相似：基于亚马逊平台的海外仓发货主要采用亚马逊 FBA 仓库，由亚马逊负责管理；基于其他平台的海外仓发货主要与谷仓、递四方等第三方仓储物流服务商合作，由专业第三方服务商租赁和管理海外仓库；上述两类非自营仓库的数量和分布取决于海外仓发货业务规模及其覆盖的市场区域；此外，傲基电商和易佰网络还自营管理部分国内仓库，用于向海外仓进行货物中转和开展国内仓直邮模式业务。

综上，易佰网络处于高速增长跨境电商行业内，具有良好的行业前景；同时，易佰网络是行业内的知名企业之一，在品类产品开发、数据化运营、多元化

平台、供应链系统和经营管理团队等方面具有竞争优势和核心竞争力，且近年来业绩增速相对突出。

评估机构核查意见：

经核查，评估师认为：上市公司补充披露了同行业公司以及可比收购案例市盈率、市销率等情况，并结合良好的行业前景、知名的行业地位、产品开发能力强、数据化运营、多元化平台、供应链系统和经营管理团队等方面竞争优势和核心竞争力，结合竞争对手主要经营指标情况，分析了易佰网络本次评估增值的合理性。上述分析具有合理性。

问题 17. 申请材料显示，1) 易佰网络 2017 年、2018 年度、2019 年 1-4 月，仓储物流费用分别为 16,650.47 万元、29,536.63 万元以及 15,792.51 万元。2) 易佰网络共有 18 处租赁房产，主要用于存货仓储，其中部分租赁合同的剩余期限不足两年，你公司补充披露：1) 报告期内仓储费用及物流费用的具体金额，测算说明仓储费用入账的完整性及物流费用与收入的匹配性。2) 上述租赁房产续租价格预计比当前租赁价格的涨幅情况，预计对标的资产盈利的影响情况。3) 租赁价格增长预计对标的资产评估金额的影响情况。请独立财务顾问、会计师和评估师发表明确意见。

“问题 17 中 3) 租赁价格增长预计对标的资产评估金额的影响情况。”回复如下：

二、18 处租赁房产续租价格比当前租赁价格的涨幅情况，对标的资产盈利的影响情况

易佰网络 18 处租赁房产租赁期限、租金情况、租金涨幅情况如下：

序号	出租方	承租方	租赁地址	面积(平方米)	租赁起始日	租赁期至	免租期至	租赁价格	年化复合增长率
仓储所用									
1	中国邮政集团公司浙江省慈溪市分公司		慈溪市横河镇上剑山村杨梅大道800号	16,610.69	2019.3.1	2028.6.30	2019.6.30	前三年88050元/月,第四年起(2022年3月)以每年10%环比递增	5.34%
2	宁波新美居建材有限公司		浙江慈溪滨海经济开发区日显路8号3#楼1-8至1-17	5,498.12	2019.7.1	2024.6.30	2019.6.30	前三年87969.92元/月,第四、五年96766.91元/月,增幅为10%	1.92%
3	东莞市亿科物业投资有限公司	易佰网络	东莞市塘厦镇科苑城科苑大道16号综合楼1F101#	22,000.00	2017.5.12	2022.05.12	2017.7.30	前三年95600元/月,每满36个月在原租赁费用的基础上递增10%	2.90%
			东莞市塘厦镇科苑城科苑大道16号综合楼1F102#		2017.12.13		2018.3.1	前三年86400元/月,每满36个月在原租赁费用的基础上递增10%	2.90%
			东莞市塘厦镇科苑城科苑大道16号综合楼2F201#		2017.5.12		2017.8.30	前三年139040元/月,每满36个月在原租赁费用的基础上递增10%	2.90%
			东莞市塘厦镇科苑城科苑大道16号综合楼3楼(原3001位置)		2017.12.13		2018.3.1	前三年6000元/月,每满36个月在原租赁费用的基础上递增10%	2.90%
			东莞市塘厦镇科苑城科苑大道16号综合楼3F整层		2017.5.12		2017.7.30	前三年156840元/月,每满36个月在原租赁费用的基础上递增10%	2.90%
4	东莞市新鑫物业管理有限公司	新佰辰科技	虎门高科一路8号,编号A栋不含一楼,B栋2-6楼	31,903.00	2019.8.21	2023.8.20	2019.4.10-2019.8.20	680000元/月固定租金	0.00%
5	东莞市亿科物业投资有限公司	东莞分公司	东莞市塘厦区科苑城科苑大道9号1008号、1010号	100.00	2019.2.1	2022.05.12	-	6900元/月固定租金	0.00%
6	RustyandMaryLynnTurner	JunchaoTradingInc.	2220SpruceStreet,Ontario,California,91761	27,947.00平方英尺	2018.10.15	2022.10.31	-	21240美元/月固定租金	0.00%
办公所用									
1	深圳市拓德投资发展有限公司	易佰网络	深圳市龙岗区坂田大发埔社区里浦街7号1栋	8,330.14	2018.11.1	2023.10.31	2019.1.14	658070元/月,每满一年递增5%	4.19%

序号	出租方	承租方	租赁地址	面积(平方米)	租赁起始日	租赁期至	免租期至	租赁价格	年化复合增长率
2			深圳市龙岗区坂田大发埔社区里浦街7号1栋副楼	225.00			2019.4.27	18663.75元/月, 每满一年递增5%	4.43%
3	武汉世纪尚文孵化器有限公司	武汉分公司	武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第3层	2,143.70	2018.6.1	2022.10.11	2018.7.1	2018.6.1-2020.10.11期间, 92179.10元/月; 2020.10.12-2021.10.11期间, 97709.84元/月; 2021.10.12-2022.10.11期间, 103562.14元/月	3.15%
			武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第3层第A-302号	364.65	2019.6.15	2024.6.14	2019.8.15	2019.6.15-2021.6.14期间, 17503.20元/月; 2021.6.15-2023.6.14期间, 18553.39元/月; 2023.6.15-2024.6.14期间, 19665.57元/月	2.44%
			武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第3层第A-303号	470.00	2018.6.1	2022.10.11	2018.7.1	2018.6.1-2019.10.11期间, 20210.00元/月; 2019.10.12-2021.10.11期间, 21422.60元/月; 2021.10.12-2022.10.11期间, 22705.70元/月	3.15%
			武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第3层第A-306号	488.00	2019.6.15	2024.6.14	2019.9.15	2019.6.15-2021.6.14期间, 23424.00元/月; 2021.6.15-2023.6.14期间, 24829.44元/月; 2023.6.15-2024.6.14期间, 26317.84元/月	2.48%
			武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第12层第A/B/C号	1,040.78	2019.7.30	2024.6.29	2019.9.30	2019.7.30-2021.6.29期间, 52039.00元/月; 2021.7.30-2023.6.29期间, 55161.34元/月; 2023.7.30-2024.6.29期间, 58471.02元/月	2.44%
			武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第13层第A号	488.53	2018.8.22	2022.10.11	2018.9.21	2018.8.22-2020.10.11期间, 24426.50元/月; 2020.10.12-2022.10.11期间, 25892.09元/月	1.57%

序号	出租方	承租方	租赁地址	面积(平方米)	租赁起始日	租赁期至	免租期至	租赁价格	年化复合增长率
			武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第19层第A-1号	289.19	2019.1.10	2020.1.9	2019.2.9	14459.5元/月	0.00%
			武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第13层第B号	283.41	2019.6.1	2024.5.31	-	2019.6.1-2021.5.31期间, 14170.50元/月; 2021.6.1-2023.5.31期间, 15020.73元/月; 2023.6.1-2024.5.31期间, 15921.97元/月	2.36%
4	孙熊岳	成都分公司	成都市金牛区一环路北三段1号1栋4单元38层3801至3816、3825、3826	1,004.88	2019.7.18	2021.7.17	2019.7.17	58283.04元/月	0.00%
5	深圳市鸿益物业管理有限公司	橙源科技	深圳市龙华新区观澜街道深业泰然玫瑰轩606室	110.00	2018.11.21	2020.11.21	2018.11.25	6825元/月, 每满一年递增8%	4.29%
仓储租赁场所及办公租赁场所平均年化复合增长率									2.38%

注: 1、租金年化复合增长率=(租赁期最后一月租金/2019年实际发生的第一个月租金)^{12/(2019年后剩余租赁期限)}-1

2、截至本反馈意见回复出具日, 武汉分公司不再租赁位于武汉市武昌区静安路6号尚文科技大厦第19层第A-1号、第13层第B号的房产

根据租赁合同, 易佰网络租赁房产租金价格平均年化复合增长率为 2.38%, 租金涨幅较小, 2019年1-8月, 易佰网络仓储租赁费用为 1,632.93万元, 占营业收入比例为 0.75%, 低于 2019年全年预测的 0.91%; 且仓储租赁房产均于 2022年5月以后到期, 部分租赁房产的租赁期可覆盖至未来5年; 易佰网络从事跨境出口电商业务, 主要将向中国境内上游供应商采购的商品成品销往国外市场, 不涉及生产制造环节, 对经营场地没有特殊要求, 租赁房源较为充足。如上述租赁房产无法继续租赁的, 预期可在短时间内找到合适的替代场所, 因此仓储租赁房产的租金涨幅不会对易佰网络未来盈利造成重大影响。

三、租赁价格增长预计对标的资产评估金额的影响情况

易佰网络 2019年新增办公场所面积 3,470.91平方米, 新增仓储面积 54,111.81平方米, 已为未来经营规模的增加提供了有效保证。易佰网络关于未来租金预测, 2020年基于最新租赁合同涉及的面积以及租金水平进行预测,

2021 年以后按照每年 5% 增长率预测未来租金。结合易佰网络租赁合同租赁期租金价格平均年化复合增长率为 2.38% 以及未来经营面积情况，易佰网络未来的租金预测具有合理性，因此，本次预测中已考虑到易佰网络租金上涨因素对本次估值产生的影响。

评估机构核查意见：

经核查，评估师认为：上市公司结合易佰网络现有主要房产租赁合同，易佰网络合同租赁期内价格涨幅较小，结合 2019 年 1-8 月该部分租金占收入的水平来看，低于易佰网络未来预测期的该部分租金预测水平，本次评估已考虑易佰网络该部分租金上涨因素对本次估值产生的影响。

问题 19. 申请材料显示，1) 收益法评估中，预测易佰网络 2019 年 5-12 月实现收入 20 亿元、全年实现收入超 30 亿元，预测增长率约为 67%，但预测易佰网络 2020 年至 2024 年销售收入增长率均仅为 16.34% 至 10.21%，存在较大波动。2) 收益法评估中预计标的资产预测期内毛利率稳定维持在 59% 以上。请你公司：1) 补充披露易佰网络截至目前的实际收入实现情况，对比说明 2019 年 5-12 月营业收入预测金额是否具备可实现性。2) 结合易佰网络业务拓展情况、跨境电商行业的竞争格局、企业及行业生命周期等，补充披露预测标的资产 2019 年营业收入出现大幅增长、2020 年至 2024 年营业收入仅小幅增长的原因及合理性。3) 结合行业整体毛利率变动情况、贸易政策风险影响等，补充披露易佰网络预测期毛利率持续维持在 59% 以上的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师发表明确意见。

问题 19 回复如下：

一、结合易佰网络截至目前的实际收入实现情况对其 2019 年 5-12 月营业收入预测金额的可实现性分析

根据经审计的财务数据，易佰网络 2019 年 1-8 月实现营业收入 218,877.23 万元，占全年预测营业收入的 72.22%，实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 10,889.53 万元，占全年承诺净利润的 77.23%。此外，根据未经审计的财务数据，易佰网络 2019 年 1-11 月实现营业收入 321,388.84 万元，已超过全年预测营业收入。

二、结合易佰网络业务拓展情况、跨境电商行业的竞争格局、企业及行业生命周期等，2019 年营业收入出现大幅增长、2020 年至 2024 年营业收入仅小幅增长的原因及合理性分析

（一）易佰网络未来收入预测的依据

易佰网络本次评估的评估基准日为 2019 年 4 月 30 日，2019 年收入预测主要结合报告期（2017 年至 2019 年 4 月）的收入规模、增长情况、融资情况等方面进行预测，2020 年及以后年度预计收入主要结合易佰网络未来的业务拓展计划、行业生命周期和发展前景等方面进行预测，分别说明如下：

1、易佰网络报告期内收入增长情况及最近一期的收入实现情况

2017 年度、2018 年度和 2019 年 1-4 月，易佰网络分别实现营业收入 91,594.23 万元、181,250.44 万元和 102,159.89 万元，实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 3,721.80 万元、9,002.68 万元和 5,101.10 万元，其中 2018 年营业收入和扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别同比增长 97.88%和 141.89%。因此，易佰网络在报告期内保持了较快的收入和利润增长速度。

2017 年和 2018 年，易佰网络分季度收入情况如下：

单位：万元

季度	2018 年度		2017 年度	
	金额	占比	金额	占比
第一季度	38,121.21	21.03%	12,615.59	13.77%
第二季度	34,828.77	19.22%	17,603.13	19.22%
第三季度	42,203.86	23.28%	24,851.81	27.13%
第四季度	66,096.59	36.47%	36,523.69	39.88%
合计	181,250.44	100.00%	91,594.23	100.00%

受西方感恩节、圣诞节、黑色星期五等假日因素的影响，跨境出口电商行业的销售旺季一般体现在每年的第四季度。2017 年和 2018 年，易佰网络第四季度营业收入占各期主营业务收入的比例分别为 39.88%、36.47%，季节性波动趋势与行业相符。此外，易佰网络 2018 年第四季度相比第三季度的环比增速为 56.61%，较 2017 年第四季度的环比增速高出 9.65 个百分点，表现出良好的增长趋势。

2019 年 1-4 月，易佰网络营业收入 102,159.89 万元，占全年预测营业收入的比例为 33.71%，超过三分之一，加之跨境出口电商行业的销售旺季为下半年，因此，易佰网络 2019 年全年实现 303,054.89 万元的预测营业收入具有较高的可能性。

2、外部融资为易佰网报告期及未来业绩的持续快速增长提供了必要的资金支持

跨境电商行业的快速发展需要大量资金的推动。易佰网络于 2017 年和 2019 年上半年分别进行了 A、B 两轮外部融资，累计融资 9,500 万元，满足了发展过程中日益增长的铺货备货、人员扩张和供应链优化需求，为易佰网络未来的持续快速增长奠定了较强的资金基础。

在外部融资的有力驱动下，易佰网络的资金周转能力及抗风险能力有所提升，迅速抓住市场发展机会，扩大经营规模，2018 年实现营业收入 181,250.44 万元，同比增长 97.88%；2019 年 1-6 月实现营业收入 156,630.69 万元，同比增长 114.71%。在此背景下，易佰网络预计 2019 年实现营业收入 303,054.89 万元，同比增长 67.20%，由此看出，易佰网络 2019 年收入预测具有较高的可能性。

3、易佰网络制定了明确的经营规划

易佰网络制定了明确的经营规划，为未来收入预测的实现提供了基础，具体

如下：

（1）加大品类拓展和 SKU 开发力度

易佰网络产品类型覆盖较为广泛，目前主要产品类型包含汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容、户外运动、3C 电子产品等。产品生命周期相对较长、更新换代相对较慢的汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容等品类目前已形成一定规模，具有扎实的运营基础。

未来易佰网络将进一步深耕上述四大品类，加大人力、资金等方面的投入，加大优质 SKU 的开发力度，延长核心 SKU 的生命周期。此外，易佰网络将依托积累的开发及运营经验，进一步引进细分品类的开发人才，加大布局消费电子、母婴服装，并同步发展户外运动等品类。

（2）加大新兴第三方电商平台和新兴市场的拓展力度

2017 年度、2018 年度、2019 年 1-4 月，易佰网络来源于亚马逊、ebay、速卖通、Wish、Lazada 五个主流第三方电商平台的营业收入合计占比分别为 96.03%、89.28%、89.81%，其中 2018 年度同比下降 6.76 个百分点，主要原因为易佰网络在深耕上述五个主流第三方电商平台的同时，积极布局沃尔玛、Joom、Jumia 等新兴第三方电商平台开设网店，以扩大销售额。易佰网络紧跟国家“一带一路”战略，敏锐抓住业务发展机会，加大布局 Lazada、Shopee 等主要面向东南亚地区的电商平台，2018 年度，易佰网络来源于 Lazada、Shopee 的合计销售金额同比增长幅度超过 200%。

未来，易佰网络将进一步深入研究发达国家市场与发展中国家市场的市场格局，紧随第三方电商平台的市场拓展方向，通过 Wish、Lazada、Shopee、Joom、Jumia 等新兴第三方电商平台在东南亚、南美洲等区域市场进一步拓展销售渠道。

（3）加大信息管理系统开发投入、优化供应链物流体系，进一步提升公司核心竞争力

报告期内，易佰网络增加了信息系统开发的资金和人员投入，信息系统开发部门与各业务部门深入沟通个性化需求，反复优化系统解决方案，根据实际业务需求对产品、订单、仓储、采购、物流、客服等各个业务环节的管理系统进行迭代升级，使得其整体系统具备多电商平台接入能力、多供应商资源整理能力、多渠道数据搜集能力、突发巨量订单处理能力等多项能力，从而为报告期内的业绩

增长提供了良好的信息系统支持。

未来，易佰网络进一步完善自建信息管理系统，持续根据实际业务开展过程中产生的数据和需求，提升精细化、信息化管理水平，不断提升智能化、数据化运营程度，进一步巩固和提升互联网技术与公司业务深度融合的竞争优势，提升各部门的人均效率和公司的整体运营效率。此外，易佰网络将进一步优化供应链体系，在现有海外仓和国内仓两类仓储模式上，进一步优化跨境物流配送方案，从而提高物流配送效率，提升消费者购物体验。

（4）提高资产周转率和整体运营效率，保持健康稳定发展

随着经营规模的不断扩大，易佰网络管理层日益重视公司业务的健康、稳定、可持续发展。未来，易佰网络在除继续拓展营收规模外，将进一步有效利用现有资金，提高资金、存货等资产的周转率，通过不断优化现有内部算法，确定每个SKU的安全库存、备货周期、单次备货量，预测未来销量并制定备货计划，从而完善“少量多批、快速响应”的采购模式，降低存货积压风险。因此易佰网络2020年以后为保证健康、稳定、可持续发展，未来计划收入增长速度较公司发展早期有所放缓。

4、跨境出口电商行业及易佰网络主要产品线行业具有良好的市场前景

从跨境出口电商行业发展趋势来看，根据中国电子商务研究中心发布的《2018年度中国跨境电商市场数据监测报告》，最近3年年均复合增长率为16.42%，2018年中国跨境电商出口规模为7.1万亿元，同比增长12.70%。易佰网络2020年-2024年收入复合增长率预计约为13.50%，处于在11%-16%之间，与行业近年的水平相当。

从主要产品线的发展趋势来看，易佰网络预测期内各主要产品线的预测收入变动趋势符合其所处细分领域行业的市场前景。根据Euromonitor提供的数据显示，在2013-2023年全球消费品的市场价值中，家居和园艺稳居第四位；根据市场调研公司P&S Market Research的调查报告显示，到2023年，全球汽配电商零售市场将达594.85亿美元，并将在2017年至2023年期间，以13.1%的年复合增长率增长；运动户外全球体量（数据来自外媒智库）2018年年销售额全球高达

247 亿 9800 万美金，预计在 2022 年将增长到超过 372 亿 2,200 万美金。

（二）易佰网络未来收入预测的合理性分析

结合最新的收入完成情况、跨境电商行业的竞争格局、企业发展阶段及行业可比公司的生命周期，对易佰网络未来营业收入预测的合理性进行分析，具体如下：

1、易佰网络截至 2019 年 11 月底的收入完成情况较好

根据经审计的财务数据，2019 年 1-4 月，易佰网络营业收入 102,159.89 万元，占全年预测营业收入的比例为 33.71%；2019 年 1-8 月，易佰网络营业收入 218,877.23 万元，占全年预测营业收入的 72.22%。此外，根据未经审计的财务数据，易佰网络 2019 年 1-11 月实现营业收入 321,388.84 万元，已超过全年预测营业收入。

2、易佰网络所处的发展阶段的增速与跨境电商行业可比公司同规模时期的发展速度相符

同行业可比公司最近三年的收入增长情况如下：

单位：万元

可比公司	2015 年度	2016 年	2016 年 增长率	2017 年	2017 年 增长率	2018 年	2018 年 增长率
跨境通	396,081.32	853,690.75	115.53%	1,401,789.73	64.20%	2,153,387.41	53.62%
有棵树	103,255.82	149,887.81	45.16%	234,794.37	56.65%	344,037.90	46.53%
通拓科技	131,671.08	219,664.01	66.83%	362,633.09	65.09%	401,667.44	10.76%
泽宝股份	-	125,506.13	-	174,345.16	38.91%	212,574.08	21.93%
安克创新	130,215.99	250,675.74	92.51%	390,300.55	55.70%	523,221.82	34.06%
傲基电商	91,093.50	219,557.01	141.02%	371,225.35	69.08%	510,872.10	37.62%
可比公司平均值			92.21%	-	58.27%	-	34.08%

注：同行业公司数据来源于有关重组报告书、审计报告、招股说明书及上市公司公告文件等公开资料。

易佰网络 2018 年的收入为 181,250.44 万元，预计 2019 年全年的收入约为 303,054.89 万元，增长率为 67.20%。结合上表选取可比公司与易佰网络 2018 年-2019 年收入规模相当的年份的收入增速进行分析，具体如下：

可比公司	可比年度	增长率
有棵树	2017 年/2016 年	56.65%
通拓科技	2017 年/2016 年	65.09%

泽宝股份	2018年/2017年	21.93%
安克创新	2016年/2015年	92.51%
傲基电商	2017年/2016年	69.08%
平均值		61.05%

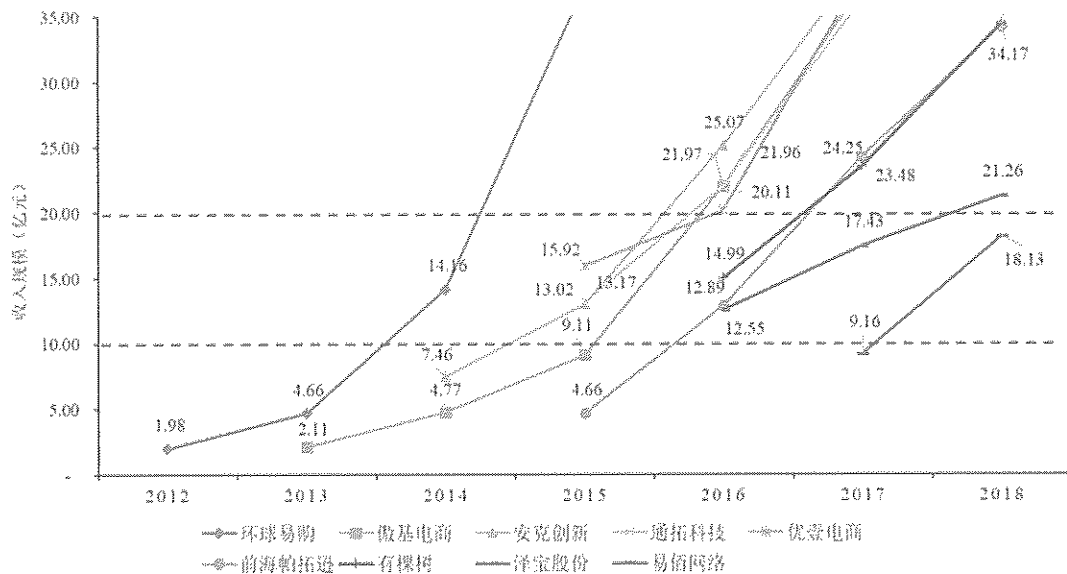
备注：跨境通近三年的收入规模远大于可比公司规模，因此未包含在上表的对比范围内。

根据上表，可比公司与易佰网络收入规模相当的年份的收入增长速度处于21%-93%之间，平均水平约为61.05%。由此看出，易佰网络2019年的预计收入增长速度与其所处的阶段相符，与行业可比公司的发展趋势具有一致性。

3、易佰网络的收入增长趋势与同行业可比公司和可比交易标的公司的实际及预测趋势相符

根据公开数据统计，在10-20亿元收入规模区间内，同行业可比公司整体而言表现出与易佰网络相近的增长速度和发展趋势。因此，易佰网络报告期内的业绩增长与其收入规模所处阶段相符，与同行业可比公司实现相近收入规模所属年度的平均增速相符，具有合理性。

同行业可比公司收入规模增长趋势对比情况



此外，同行业可比交易案例中，标的公司收益法评估中预测期内的预计收入增长率变动情况如下：

可比交易标的	预测期前1年	预测期					平均增长率
		第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	
有棵树	57%	53%	26%	26%	20%	10%	27%

通拓科技	67%	55%	30%	30%	20%	16%	30%
泽宝股份	39%	30%	29%	28%	20%	15%	24%
优壹电商	26%	26%	24%	21%	14%	11%	19%
平均值	47%	41%	27%	26%	18%	13%	25%
易佰网络	98%	67%	16%	16%	15%	13%	25%

本次评估中，易佰网络预测期第 1 年的收入增长率高於可比交易案例均值，主要原因是预测期前 1 年(即 2018 年度)的收入增长率显著高于可比交易标的。且 2019 年 1-4 月经审计收入占全年预测收入的比例已超过 33%，2019 年 1-8 月经审计收入占全年预测收入的比例已超过 72%，2019 年 1-11 月未经审计收入已超过全年预测营业收入；因此，易佰网络预测期第 1 年实现预测收入确定性较高。

2020 年以后增长率预测主要依据易佰网络的经营规划以及跨境电商的行业的增长速度进行预测。易佰网络在现有资金规模的基础上，除继续拓展营收规模外，将进一步提高资金、存货等资产的周转率，有效利用现有资金，以保证标的公司保持健康、稳定的发展。易佰网络 2019 年-2024 年预测的收入年均增长率约为 25%，与同行业可比交易案例的预测情况相符。

三、结合行业整体毛利率变动情况、贸易政策风险影响等，分析易佰网络预测期毛利率持续维持在 59% 以上的原因及合理性。

(一) 易佰网络未来毛利率预测情况

易佰网络 2017 年、2018 年 2019 年 1-4 月的毛利率分别为 60.41%、60.00%、60.10%，毛利率水平较为稳定。预测期的毛利率水平处于 59%-60% 之间，与历史期水平基本相符。易佰网络预测期各产品品类的毛利率的预测主要在最近一期的毛利率的基础上结合历史期的变动趋势进行预测，预测期间毛利率水平略有变化主要是因为预测期产品结构变化所导致的。

下表列出了评估基准日前 2017 年至 2019 年 4 月期间和预测期内易佰网络主要产品品类的收入结构以及毛利率水平变化趋势：

单位：%

项目		评估基准日前			预测期					
		2017年	2018年	2019年 1-4月	2019年 5-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
合计	收入比重	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
	毛利率	60.41	60.00	60.10	59.76	59.87	59.85	59.85	59.83	59.82
家居园艺	收入比重	20.64	26.60	25.37	23.97	23.80	23.32	23.01	22.37	21.74
	毛利率	61.04	62.56	61.76	61.46	61.56	61.56	61.56	61.56	61.56
工业及商业	收入比重	16.73	15.89	17.35	17.43	17.41	17.51	17.59	17.73	17.87
	毛利率	60.87	57.60	56.44	56.14	56.24	56.24	56.24	56.24	56.24
健康美容	收入比重	12.39	14.51	14.76	14.22	14.41	14.50	14.56	14.68	14.81
	毛利率	61.97	60.46	62.18	61.88	61.98	61.98	61.98	61.98	61.98
汽车摩托及配件	收入比重	10.35	10.99	11.62	12.20	12.01	12.09	12.14	12.23	12.34
	毛利率	57.47	58.55	58.94	58.64	58.74	58.74	58.74	58.74	58.74
户外运动	收入比重	10.86	9.35	8.44	8.96	8.95	9.01	9.05	9.13	9.21
	毛利率	64.58	64.46	64.86	64.56	64.66	64.66	64.66	64.66	64.66
电子产品	收入比重	10.34	8.40	8.42	8.36	8.53	8.58	8.60	8.68	8.75
	毛利率	52.07	51.15	53.35	53.07	53.17	53.17	53.17	53.17	53.17
工艺与收藏	收入比重	5.48	4.96	4.39	4.38	4.47	4.50	4.52	4.55	4.58
	毛利率	65.24	64.68	66.60	66.30	66.40	66.40	66.40	66.40	66.40
其他产品线	收入比重	13.20	9.30	9.64	10.49	10.42	10.49	10.53	10.62	10.70
	毛利率	60.74	58.82	59.31	58.87	58.99	58.97	58.97	58.96	58.97

如上表可见，易佰网络预测期毛利率较高的家居园艺产品收入占整体收入比重略有下降，毛利率略低的工业及商业产品、汽车摩托及配件产品、电子产品收入占总体收入比重略有上升。此外，考虑2019年预测期收入预计增速较快，预测期各类产品的预测毛利率较报告期均略有下降，综合导致预测期毛利率较低于报告期毛利率水平。

（二）易佰网络预测期毛利率持续维持在59%以上的合理性分析

预测期内，易佰网络毛利率整体持续维持在59%以上具有合理性，从报告期内分产品品类毛利率变动、同行业可比公司毛利率对比和易佰网络的产品定价规则三个维度，具体分析如下：

1、报告期内分产品品类毛利率同比变动基本保持稳定

报告期各期，易佰网络以产品品类为划分标准的毛利率及其变动情况如下：

产品品类	2019年1-8月		2018年		2017年
	毛利率	变动百分点	毛利率	变动百分点	毛利率
家居园艺	61.13%	-1.43%	62.56%	1.52%	61.04%
工业及商业用品	55.00%	-2.59%	57.60%	-3.27%	60.87%
健康美容	61.82%	1.36%	60.46%	-1.51%	61.97%
汽车摩托车配件	58.34%	-0.21%	58.55%	1.09%	57.47%
3C电子产品	52.45%	1.31%	51.15%	-0.92%	52.07%
户外运动	64.85%	0.39%	64.46%	-0.12%	64.58%
工艺收藏	65.66%	0.98%	64.68%	-0.56%	65.24%
其他	57.41%	-1.40%	58.82%	-1.92%	60.74%
总计	59.26%	-0.74%	60.00%	-0.40%	60.41%

2017年度至2019年8月，易佰网络主营业务综合毛利率分别为60.41%、60.00%、59.26%，保持相对稳定。分产品品类看，除工业及商业用品毛利率有所下降以外，报告期内其他主要产品品类的毛利率均波动较小，与本次评估中各产品品类的预测毛利率水平相符。

2、同行业可比公司毛利率基本保持稳定且与易佰网络分产品品类的毛利率水平基本相符

同行业可比公司最近三年的综合毛利率水平情况如下：

公司名称	2016年	2017年度	2018年
跨境通	48.34%	49.77%	40.58%
有棵树	52.40%	55.13%	55.58%
通拓科技	49.98%	42.74%	40.98%
泽宝股份	46.18%	48.68%	50.15%
安克创新	54.79%	52.02%	50.11%
傲基电商	58.07%	60.94%	58.47%
平均值	51.63%	51.55%	49.31%

2016年、2017年、2018年三年期间，同行业可比公司毛利率水平基本保持稳定。

跨境出口电商企业的毛利率水平受分产品品类的收入结构和细分品类的毛利率差异的影响较大。报告期内，易佰网络细分品类的毛利率与同行业可比公司相比不存在显著差异，但是，2017年、2018年易佰网络综合毛利率分别为60.41%、60.00%，略高于同行业可比公司平均水平，主要原因在于毛利率相对较低的3C电子产品的收入占比较低，具体如下：

(1) 易佰网络细分品类的毛利率与同行业可比公司相比不存在显著差异

根据公开披露信息，2017年和2018年，同行业可比公司的可比品类毛利率情况如下（家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、3C电子产品四个品类收入合计占易佰网络主营业务收入的比例分别为53.73%、60.49%）：

年度	公司名称	家居园艺	健康美容	汽车摩托车配件	3C电子产品
2018年度	跨境通	61.41	-	-	47.45
	有棵树	55.52	63.45	53.02	46.30
	通拓科技	-	-	-	-
	泽宝股份	-	49.49	-	47.40
	安克创新	-	-	-	50.78
	傲基电商	63.83	-	-	55.59
	易佰网络	62.56	60.46	58.55	51.15
2017年度	跨境通	62.68	-	-	47.56
	有棵树	59.33	65.90	55.91	46.53
	通拓科技	55.10	-	-	37.80
	泽宝股份	-	44.15	-	47.79
	安克创新	-	-	-	52.64
	傲基电商	66.76	-	-	56.07
	易佰网络	61.04	61.97	57.47	52.07

注：同行业公司数据来源于有关重组报告书、审计报告、招股说明书及上市公司公告文件等公开资料。其中，有棵树、泽宝股份2018年数据的统计口径分别为2018年1-3月和2018年1-8月，未披露2018年度数据；通拓科技2017年数据的统计口径为2017年1-11月数据，未披露2017、2018年度数据。

与同行业可比公司，易佰网络家居园艺、健康美容、3C电子产品的毛利率位于中等水平，不存在显著异常。同行业可比公司中，仅有棵树在“航模配件、汽摩配件”中涉及汽车摩托车配件，其细分品类主要包括无人机、航空模型、玩具飞机、滑翔机、航模配件等，而易佰网络“汽车摩托车配件”的细分品类主要包括汽保汽修、汽摩配零部件、汽车内外饰、汽车改装、汽车车灯等，两者存在较大差异，因此毛利率数据不具有可比性。

(2) 毛利率相对较低的3C电子产品占易佰网络收入的比例远低于同行业可比公司

经查阅同行业可比公司分品类的毛利率，家居园艺、健康美容的平均毛利率水平在60%左右，而3C电子产品由于更新换代周期短、市场竞争激烈等因素影响，毛利率水平显著低于其他细分品类，仅为50%左右。经对比，2017年、2018年，3C电子产品收入占易佰网络主营业务收入的比例分别仅为10.34%和8.40%，

显著低于同行业可比公司，是导致易佰网络综合毛利率略高于同行业可比公司的主要原因。

公司名称	2018 年		2017 年	
	综合毛利率	3C 电子产品收入占比	综合毛利率	3C 电子产品收入占比
跨境通	40.58%	56.56%	49.77%	71.44%
有棵树	55.58%	34.42%	55.13%	34.40%
通拓科技	40.98%	未披露	42.74%	44.13%
泽宝股份	50.15%	81.53%	48.68%	84.28%
安克创新	50.11%	83.06%	52.02%	90.54%
傲基电商	58.47%	65.83%	60.94%	61.94%
易佰网络	60.00%	8.40%	60.41%	10.34%

综上所述，通过查阅公开资料取得同行业可比公司分品类的收入和毛利率数据，并与易佰网络可比产品品类进行对比，报告期内易佰网络的综合毛利率相对高于同行业可比公司，与各品类收入结构差异相关，主要原因是 3C 电子产品的收入占比较低，其他主要细分品类毛利率与同行业可比公司平均水平相比不存在显著差异。

3、易佰网络的产品定价规则能够保障毛利率水平的相对稳定

易佰网络产品上架后的定价逻辑是根据目标利润率推算，从而能够保障未来毛利率水平的相对稳定。易佰网络以各电商平台为单位，由平台运营负责人根据市场环境和公司财务状况确定目标利润率，以利润率为主要考核指标，指导和监督各网店、品类的定价及销售策略。销售人员可以通过设置利润率来计算预计售价，也可以通过输入预计售价来计算对应的利润率。若平台规则、运费价格、汇率等因素发生变化，产品定价模块的相关变量参数会根据上述因素进行相应调整。此外，为维持合理的利润水平，各电商平台的平台运营负责人会定期汇同各网店、品类的运营人员对利润率进行复盘，以确保运营人员设定的各品类目标利润率和售价合理有效。

综上所述，通过从报告期内分产品品类毛利率变动、同行业可比公司毛利率对比和易佰网络的产品定价规则三个维度进行分析，预测期的毛利率水平维持在 59% 以上，与历史期水平基本相符，具有合理性。

（三）行业贸易政策风险对易佰网络毛利率影响分析

1、贸易政策主要情况

易佰网络的商品主要出口地区包括北美洲、欧洲、大洋洲、亚洲等。除美国外，出口产品在各主要销售国适用的关税税率均相对稳定，近期内不存在出口国家或地区利用征收高额进口税和各种进口附加税的办法限制进口的情形。

2018年5月以来，美国在国际贸易战略、进出口政策等方面呈现保护主义趋势，其全球贸易政策呈现出较强的不确定性，给我国跨境出口电商企业的发展环境带来一定的不稳定因素，主要体现在税收政策、汇率变动、合规性监管政策等经营规则的变动风险。美国对华加征关税的主要进程如下表所示：

时间	具体事项
2018年5月29日	美国政府宣布将对500亿美元从中国进口的包括高科技以及与“中国制造2025”相关的产品征收25%关税，最终征税名单将在6月15日宣布，将在随后开始征收关税。
2018年6月15日	美国政府宣布将对自华进口的约500亿美元商品加征25%的关税，其中对约340亿美元商品自2018年7月6日起实施加征关税措施，同时对约160亿美元商品加征关税开始征求公众意见。
2018年6月19日	特朗普指示美国政府对价值2,000亿美元的中国商品加征10%的额外关税。这项关税制裁将在中国实施反制的前提下生效。若中方再次加大反制，美国将对另外2,000亿美元的商品加征关税。
2018年7月6日	美国政府正式对340亿美元中国产品加征25%的关税，剩余的160亿美元商品清单尚待评估后确认公布。
2018年7月11日	美国政府公布拟对华2,000亿美元输美产品加征10%的关税清单，这部分商品加征关税清单最快将在两个月的公开意见征求期结束后敲定。
2018年8月1日	美国政府声明将考虑对自华进口的2,000亿美元商品加征税率从10%提升为25%。
2018年8月8日	美国政府宣布将于8月23日开始对首轮500亿美元中国商品制裁计划中剩余的160亿美元部分加征25%关税。
2018年8月23日	美国政府对首轮500亿美元中国商品制裁计划中剩余的160亿美元部分加征25%关税。
2018年9月17日	美国政府宣布对来自中国的2000亿美元商品征收关税。该清单生效日为2018年9月24日，截止2018年年底税率10%，并宣布自2019年1月1日税率调整为25%。
2019年5月9日	美国政府宣布自2019年5月10日起，对来自中国的2,000亿美元商品加征的关税税率由10%调整为25%。
2019年5月13日	美国贸易代表办公室发布公告，将就约3,000亿美元中国商品加征25%关税征求意见并举行公开听证会。

时间	具体事项
2019年6月17-21日、24-25日	美国贸易代表办公室在华盛顿就拟对华约 3,000 亿美元商品加征关税举行听证会，此次听证会共有来自机电、纺织、服装鞋帽、玩具、运动装备、钢铝、化工、五金、食品、医药、游戏软件等多个行业的 314 名代表发言，其中，303 名代表反对加征关税，占比达到 96%。
2019年6月29日	国家主席习近平与美国总统特朗普在日本大阪举行会晤，同意中美双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。两国经贸团队将就具体问题进行讨论。
2019年8月1日	美国总统特朗普通过社交平台宣布将从 2019 年 9 月 1 日起对价值 3,000 亿美元的中国商品重新加征关税，税率从 25%降为 10%。
2019年8月13日	美国贸易代表办公室发布声明，决定延迟对部分中国货品类别加征 10%的关税，加征关税时间推迟至 2019 年 12 月 15 日。
2019年8月29日	美国贸易代表办公室发布声明，宣布上调 3,000 亿美元中国商品关税税率，由原定的 10%提高至 15%，分两批实施（2019 年 9 月 1 日和 12 月 15 日），将对 2,500 亿美元关税税率从 25%提高到 30%征求公众意见并计划于 2019 年 10 月 1 日生效。
2019年9月5日	刘鹤副总理应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通。工作层将于 9 月中旬开展认真磋商，为高级别磋商取得实质性进展做好充分准备。双方一致认为，应共同努力，采取实际行动，为磋商创造良好条件。
2019年9月12日	美国总统特朗普通过社交平台宣布将 2,500 亿美元中国商品关税税率增加到 30%的计划从 10 月 1 日推迟到 10 月 15 日。
2019年10月10-11日	新一轮中美经贸高级别磋商在华盛顿进行，中美双方就共同关心的经贸问题进行了坦诚、高效、建设性的讨论，讨论了后续磋商安排，同意共同朝最终达成协议的方向努力。
2019年10月22日	根据商务部公布的消息，美国贸易代表办公室日前发布公告，称将自 10 月 31 日起对中国 3,000 亿美元加征关税清单产品启动排除程序。
2019年12月13日	国务院新闻办公室举行新闻发布会，宣布中美双方已就中美第一阶段经贸协议文本达成一致；同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变；双方约定，下一步双方将各自尽快完成法律审核、翻译校对等必要的程序，并就正式签署协议的具体安排进行协商。

2. 贸易政策对易佰网络毛利率的影响

结合上述美国对华加征关税和中美贸易谈判的最新进程，500 亿美元、2,000 亿美元关税清单已实施，3,500 亿美元关税清单分两批分别从 2019 年 9 月 1 日和 12 月 15 日起实施。本次测算以上述 500 亿美元、2,000 亿元、3,500 亿美元商品清单对应的海关编码为准，将易佰网络在 2019 年 1-8 月出口美国的销售商品的海关编码与上述清单进行比对。经统计，2019 年 1-8 月，易佰网络出口美国的

销售产品中，列入加征关税清单的产品销售金额约为 45,814.77 万元，占易佰网络 2019 年 1-8 月总营业收入的比例为 20.94%。

尽管如此，从易佰网络在近一年来的应对措施和业绩表现来看，易佰网络根据市场和政策变化适时调整经营策略，根据美国市场情况通过提高终端售价的方式转嫁加税影响，并通过提升美国以外其他区域的资源投入降低美国市场的收入占比，最终未因两国之间的贸易摩擦而使自身经营活动、持续盈利能力和毛利率水平产生重大不利影响。

本次预测中，易佰网络已结合中美贸易摩擦的最新情况以及自身的应对措施，在本次收入以及毛利率预测过程中结合自身的经营规划综合考虑，即 2019 年预测结合目前的实现情况收入预测增长较快，毛利率略有下降，2020 年以后结合自身的规模以及现有资金状况，未来在保证毛利率以及资金利用率的情况下保证收入规模稳健的增长。在中美贸易摩擦的市场背景下，结合易佰网络 2019 年 1-8 月净利润的实际完成比例来看，易佰网络采取了多方面的应对措施以实现其未来的经营规划。

评估机构核查意见：

经核查，评估师认为：上市公司结合易佰网络最新的收入实现情况，补充披露了 2019 年 5-12 月营业收入预测具有可实现性；结合报告期的收入规模、增长情况、融资情况、未来的业务拓展计划、行业生命周期和发展前景等方面补充披露了易佰网络未来收入预测的依据，结合易佰网络最新的收入完成情况、跨境电商行业的竞争格局、企业发展阶段及行业可比公司的生命周期，对易佰网络未来营业收入预测的合理性进行分析；进一步补充披露了易佰网络未来毛利率预测情况，结合从报告期内分产品品类毛利率变动、同行业可比公司毛利率对比和易佰网络的产品定价规则等情况，分析预测期的毛利率水平与历史期以及行业水平基本相符，上述分析具有合理性；在中美贸易摩擦的市场背景下，结合易佰网络 2019 年 1-8 月净利润的实际完成比例来看，易佰网络采取了多方面的应对措施以实现其未来的经营规划。

问题 20. 申请材料显示, 1) 易佰网络 2017 年、2018 年度、2019 年 1-4 月的经营活动产生的现金流量净额持续为负, 累积净流出 1.6 亿元。2) 本次交易业绩奖励条件包括: 2020 年、2021 年两个会计年度经营活动产生的现金流量净额合计为正数, 且 2021 年经营活动产生的现金流量净额为正数。3) 预测期内, 易佰网络营运资金增加额自 2020 年预计 7,916.02 万元增加至 2023 年预计 9,983.36 万元、2024 年预计回落至 8,669.12 万元。请你公司: 1) 结合跨境电商行业的资金需求情况、易佰网络未来年度战略规划情况、行业发展周期情况等补充披露易佰网络预测期内各年度营运资金的预测过程、收益法评估中该参数选取是否与易佰网络预测经营情况相一致。2) 补充披露易佰网络截至目前的经营活动现金流情况, 进而补充说明易佰网络报告期内经营活动现金流持续为负的情况下, 预测期第二年预计能够实现 9,152.97 万元现金净流入原因及合理性。3) 收益法评估中, 预测易佰网络 2020 年、2021 年现金净流入分别为 9,152.97 万元、11,644.23 万元, 补充披露业绩奖励条件显著低于评估情况的原因、奖励安排的合理性、是否有利于保护上市公司及中小股东的权益。请独立财务顾问和评估师发表明确意见。

“问题 20 中 1) 结合跨境电商行业的资金需求情况、易佰网络未来年度战略规划情况、行业发展周期情况等补充披露易佰网络预测期内各年度营运资金的预测过程、收益法评估中该参数选取是否与易佰网络预测经营情况相一致。2) 补充披露易佰网络截至目前的经营活动现金流情况,进而补充说明易佰网络报告期内经营活动现金流持续为负的情况下,预测期第二年预计能够实现 9,152.97 万元现金净流入原因及合理性。” 回复如下:

一、易佰网络预测期内各年度营运资金的预测过程以及收益法评估中该参数选取情况,结合跨境电商行业的资金需求情况、易佰网络未来年度战略规划情况、行业发展周期情况等分析营运资金预测与易佰网络预测经营情况的一致性

(一)易佰网络未来年度营运资金的预测过程以及参数选取情况

营运资金追加额系指企业在不改变当前主营业务条件下,为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金,如正常经营所需保持的现金、产品存货购置、代客户垫付购货款(应收账款)等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化,获取他人的商业信用而占用的现金,正常经营所需保持的现金、存货等;同时,在经济活动中,提供商业信用,相应可以减少现金的即时支付。通常其他应收账款和其他应付账款核算的内容绝大多为与主业无关或暂时性的往来,需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性个别确定。因此,测算营运资金的增加原则上只需考虑正常经营所需保持的现金、应收款项、存货和应付款项等主要因素。本次营运资金增加额的计算公式为:

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

营运资金=最低现金保有量+应收款项+存货-应付款项

其中:

1、最低现金保有量=企业日常经营过程中保有的货币资金;

2、应收款项=营业收入总额/应收款项周转率。其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据、预付账款以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项；

3、存货=营业成本总额/存货周转率；

4、应付款项=营业成本总额/应付账款周转率。其中，应付款项主要包括应付账款、应付票据、预收账款以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项。

2017年-2019年1-4月营运资金情况

单位：万元

项目/年度	2017年	2018年	2019年1-4月
营运资金	12,337	37,138	40,780
营业收入	91,594.23	181,250.44	102,159.89
营运资金/营业收入	13%	20%	13%

2017年-2019年1-4月营运资金占收入的比例的均值约16%，本次评估基于报告期内营运资金占营业收入比例的均值，结合易佰网络未来的收入预测，对未来易佰网络的营运资金进行预测。

未来期间营运资金预测情况

单位：万元

项目/年度	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
营业收入	303,054.89	352,530.00	407,793.00	468,433.00	530,829.00	585,011.00
营运资金	48,489	56,405	65,247	74,949	84,933	93,602
营运资金/营业收入	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%

（二）易佰网络营运资金预测与未来预测经营情况一致性分析

易佰网络预测期的营运资金基于2017年、2018年和2019年1-4月的营运资金平均水平，结合易佰网络未来的经营规划进行测算，预测期的营运资金情况与易佰网络报告期的实际经营情况相符，与易佰网络未来的经营规划具有一致性。

跨境出口电商企业在高速发展阶段用于铺货的流动资金需求较大，具有典型的资金驱动型特征。从同行业可比公司的发展情况来看，营运资金的充足与否与跨境电商企业的发展速度息息相关。随着易佰网络未来经营规模的扩大和资产周转效率的提升，预测期内易佰网络的收入预计增长速度将有所放缓，经营活动现金流将逐渐好转，因大规模采购备货、人员快速扩张等产生的大额资金需求逐步

下降，使易佰网络未来的营运资金的增加额会有所降低。结合易佰网络未来的收入规划，其 2019 年的收入预测增长率约为 67.20%，低于 2018 年的 97.88%，2020 年-2024 年预计收入增长速度处于 10%-20%之间，较 2019 年的增速亦有所下降，因此易佰网络未来营运资金的预测与未来的收入预测相匹配。

（三）结合同行业可比公司的资金需求情况、行业发展周期对易佰网络预测期营运资金的合理性进行分析

1、同行业可比公司的资金需求情况

跨境出口电商行业具有典型的资金驱动型特征，同行业可比公司与易佰网络相似，在高速发展阶段对营运资金的需求量较大，一方面体现为经营活动现金流与净利润存在较大偏离甚至为负，另一方面体现为该等企业在进行重组交易或申请 IPO 前取得较大规模的外部融资，具体说明如下：

（1）跨境出口电商企业的经营活动现金流情况

跨境出口电商企业在高速发展时经营活动产生的现金流量净额与净利润存在差异，属于行业普遍现象，具体说明如下：

1) 从同行业公司的经营活动现金流量构成来看，跨境出口电商企业的现金流入主要为销售商品收到的现金，现金流出主要是商品采购款、仓储物流服务费、平台服务费、职工薪酬、税费及其他期间费用；

2) 从同行业公司的经营模式来看，由于跨境出口电商企业通常具有海外仓、FBA 仓、国内仓等多种仓库备货形式和海运、陆运、空运等不同跨境物流形式，导致从采购商品支付货款、采购仓储物流服务支付服务费，到对外实现销售收到现金的周期通常可达 3-6 个月，因而存在各年度下半年支付现金购买商品和接受服务在次年收到所对应的商品销售款的情况；

3) 从同行业公司的发展阶段来看，为了抓住细分市场不断增长的市场机会、适应业务规模的扩张需求，跨境出口电商企业在早期高速发展时的商品采购规模通常保持高速增长，从而导致各年度经营活动产生的现金流量净额通常为负数。然而待业务规模达到一定水平后，跨境出口电商企业将进入平稳发展期，经营活动现金流情况亦同步会呈现逐渐向好的趋势。

（2）跨境出口电商企业的外部融资情况

有棵树、通拓科技、泽宝股份、安克创新、傲基电商在进行重组交易或申请 IPO 前的融资额分别约为 8.90 亿元、7.45 亿元、2.62 亿元、4.38 亿元、2.21 亿元，侧面说明跨境出口电商企业的高速发展需要充分的资金支持作为保障。

同行业可比公司的外部融资概况

单位：万元

公司名称	2015 年及以前	2016 年	2017 年	2018 年	合计
有棵树	50,000.00	30,900.00	8,125.00	-	89,025.00
通拓科技	8,000.00	35,000.00	31,500.00	-	74,500.00
泽宝股份	500.00	13,400.16	9,673.56	2,668.74	26,242.46
安克创新	-	2,146.67	41,670.81	-	43,817.49
傲基电商	6,350.00	9,000.00	4,547.70	2,250.00	22,147.70

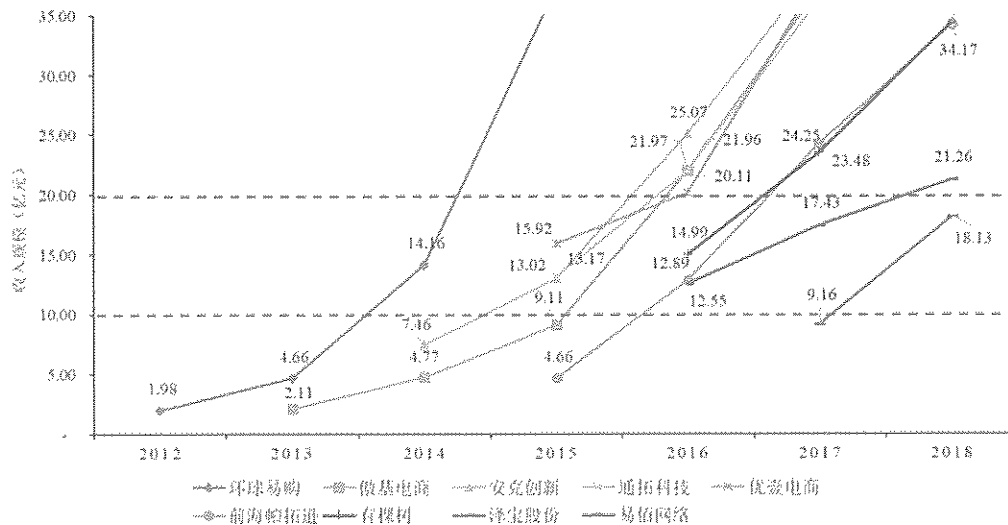
2、跨境电商行业发展周期情况分析

跨境出口电商主要通过电子商务平台将各品类产品销往全球的终端消费者，跨境出口电商行业本身不存在明显的周期性，但跨境电商企业的营业收入和经营活动现金流的变动情况呈现一定的趋势和规律，分析如下：

(1) 跨境电商企业营业收入的变化趋势分析

从营业收入的变动趋势来看，跨境出口电商企业的营业收入增速，普遍表现为发展初期较快，随着业绩规模的扩大逐渐下降并趋于平稳的特征。在 10-20 亿元收入规模区间内，易佰网络与同行业可比公司整体表现出相近的增长速度和发展趋势。

同行业可比公司收入规模增长趋势对比情况



此外，同行业可比交易案例中，标的公司收益法评估中预测期内的预计收入增长率变动情况如下：

可比交易标的	预测期前 1 年	预测期					平均增长率
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	
有棵树	57%	53%	26%	26%	20%	10%	27%
通拓科技	67%	55%	30%	30%	20%	16%	30%
泽宝股份	39%	30%	29%	28%	20%	15%	24%
优壹电商	26%	26%	24%	21%	14%	11%	19%
平均值	47%	41%	27%	26%	18%	13%	25%
易佰网络	98%	67%	16%	16%	15%	13%	25%

本次评估中，易佰网络预测期第 1 年的收入增长率高于可比交易案例均值，主要原因是预测期前 1 年（即 2018 年度）的收入增长率显著高于可比交易标的，且 2019 年 1-4 月经审计收入占全年预测收入的比例已超过 33%，2019 年 1-8 月经审计收入占全年预测收入的比例已超过 72%，2019 年 1-11 月未经审计收入已超过全年预测营业收入，因此，易佰网络预测期第 1 年实现预测收入确定性较高。2020 年以后增长率预测主要依据易佰网络的经营规划以及跨境电商的行业的增长速度进行预测。易佰网络在现有资金规模的基础上，除继续拓展营收规模外，将进一步提高资金、存货等资产的周转率，有效利用现有资金，以保证标的公司保持健康、稳定的发展。易佰网络 2019 年-2024 年预测的收入年均增长率约为 25%，与同行业可比交易案例的预测情况相符。

（2）跨境电商企业经营活动现金流的变化趋势分析

从经营活动现金流的变动趋势来看，跨境出口电商企业在早期高速发展时的商品采购规模通常保持高速增长，从而导致各年度经营活动产生的现金流量净额通常为负数。经历高速发展后，当营业收入增速逐渐放缓至大约 50%或以下时，经营活动现金流会由负数转为正数或显著提升（同行业可比公司相关年度数据情况详见下表）。

单位：万元

公司名称	年度	营业收入	净利润	营业收入同比增速	净利润同比增速	经营活动产生的现金流量净额
跨境通	2015 年	396,081.32	16,750.38	-	-	-1,294.39
	2016 年	853,690.75	36,064.19	115.53%	115.30%	-105,946.63

公司名称	年度	营业收入	净利润	营业收入 同比增速	净利润 同比增速	经营活动产生 的现金流量净额
	2017年	1,401,789.73	73,737.06	64.20%	104.46%	-29,212.39
	2018年	2,153,387.41	57,306.24	53.62%	-22.28%	18,258.04
有棵树	2016年	149,887.81	6,781.95	-	-	-19,561.48
	2017年	234,794.37	15,869.91	56.65%	134.00%	-40,982.58
	2018年	344,037.90	26,138.44	46.53%	64.70%	21,238.03
通拓科技	2015年	131,671.08	4,804.18	-	-	-10,324.26
	2016年	219,664.01	13,051.59	66.83%	171.67%	-12,995.05
泽宝股份	2016年	125,506.13	5,686.34	-	-	2,903.34
	2017年	174,345.16	7,617.13	38.91%	33.95%	-10,842.93
安克创新	2016年	250,675.74	23,971.62	-	-	22,142.52
	2017年	390,300.55	25,231.88	55.70%	5.26%	9,723.09
	2018年	523,221.82	41,526.04	34.06%	64.58%	34,787.15
傲基电商	2015年	91,093.50	2,171.43	-	-	-10,503.82
	2016年	219,557.01	9,733.69	141.02%	348.26%	-5,166.33
	2017年	371,225.35	18,049.15	69.08%	85.43%	-1,343.20
	2018年	510,872.10	18,471.50	37.62%	2.34%	-20,761.43

注：1、表中所列净利润均指扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润；2、安克创新的经营产生的现金流量净额与净利润相近，主要是源于其产品类型和采购结算政策与大部分同行业可比公司有所差异；根据其招股说明书的说明，安克创新主要销售自有品牌产品，采用“自主研发设计+外协生产”的产品供应模式，引入新供应商和新产品开始量产时会与供应商约定预付款条件，待建立稳定的合作关系后逐渐改为按信用期结算，因此对大部分供应商形成应付账款，导致其经营活动现金流出小于流入。

本次评估中，预测期内，2019年的营业收入同比增速为67.20%，净现金流量为-23.81万元，2020年及以后年度预计营业收入增速回落至20%以下，净现金流量由负转正，与同行业可比公司的经营活动现金流的变化趋势相符。

二、补充披露易佰网络截至目前的经营活动现金流情况，易佰网络报告期内经营活动现金流持续为负的情况下，预测期第二年预计能够实现9,152.97万元现金净流入原因说明及合理性分析

（一）截至目前的经营活动现金流情况

项目	2019年 1-8月	2019年 1-4月	2018年	2017年
销售商品、提供劳务收到的现金	209,769.91	99,301.68	176,409.07	87,422.63
收到的税费返还	1,717.02	834.33	1,133.07	25.96
收到其他与经营活动有关的现金	301.93	60.13	92.57	420.86

项目	2019年 1-8月	2019年 1-4月	2018年	2017年
经营活动现金流入小计	211,788.86	100,196.14	177,634.72	87,869.44
购买商品、接受劳务支付的现金	105,426.70	44,799.65	94,523.73	44,728.60
支付给职工以及为职工支付的现金	15,295.39	6,831.52	13,107.92	5,848.99
支付的各项税费	597.68	266.13	521.38	8.52
支付其他与经营活动有关的现金	96,491.72	48,609.48	81,554.10	40,998.22
经营活动现金流出小计	217,811.49	100,506.78	189,707.13	91,584.33
经营活动产生的现金流量净额	-6,022.63	-310.64	-12,072.41	-3,714.88

2019年1-8月，易佰网络销售商品、提供劳务收到的现金209,769.91万元，购买商品、接受劳务支付的现金105,426.70万元，支付销售费用等其他与经营活动有关的现金96,491.72万元，导致经营活动产生的现金流量净额为-6,022.63万元，主要原因如下：受西方感恩节、圣诞节、黑色星期五等假日因素的影响，跨境电商出口电商行业的销售旺季一般体现每年的第四季度，为应对销售旺季的市场需求需提前加强备货；此外，易佰网络海外仓发模式的收入贡献有所提升，2019年1-8月达61.87%，较2017年提升10.86个百分点，较2018年基本持平，微降1.51个百分点，该模式下从商品采购款支付完毕至境外入仓的周期约1-3个月，从境外入仓至实现销售收到货款的周期约1-3个月，合计从采购付款到销售收款的周期通常可达3-6个月。因此，易佰网络2019年截至8月末的经营性活动产生的现金流量为负，主要是系为第四季度旺季销售提前备货所支付的商品采购款规模较高所致。

2019年以来，易佰网络持续优化存货和资金管理，进一步结合经营业绩管控月度采购占用资金额度，营运资金的使用和周转效率和抗风险能力已有所提升。2019年1-8月存货周转率为2.77次/年，较2018年度2.71次/年已有所提升。根据易佰网络的规划和预测，第四季度经营活动现金流入将基本与经营活动现金流出持平，从而使2019年全年在收入和利润规模同比继续快速增长的同时，整体经营活动现金流状况较2018年有所提升。

（二）经营活动现金流持续为负的情况下，预测期第二年预计能够实现9,152.97万元现金净流入原因及合理性

易佰网络预测期的营运资金基于2017年、2018年和2019年1-4月的营运

资金平均水平，结合易佰网络未来的经营规划，按照评估方法进行测算，预测期的营运资金占收入的比例与历史平均水平具有一致性。

跨境出口电商企业在早期高速发展时的商品采购规模通常保持高速增长，从而导致各年度经营活动产生的现金流量净额通常为负数。根据同行业可比公司的数据显示，跨境出口电商企业经历高速发展后，当营业收入增速逐渐放缓至大约50%或以下时，经营活动现金流会由负数转为正数或显著提升，与易佰网络预测期内的营运资金以及收入变动趋势匹配。

随着易佰网络2020年及以后年度预计收入增速放缓至20%以下，存货占用的资金减少，因大规模采购备货、人员快速扩张等产生的大额资金需求逐步下降。结合下表未来经营期内的净现金流量预测来看，2020年，在净利润实现增长以及营运资金占营业收入的比例与前期均值相匹配的基础上，经营活动产生的净利润可逐步转化为现金净流入。

预测期内的净现金流量预测

单位：万元

项目/年度	2019年 5-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年 及以后
净利润	8,839.82	17,000.07	20,401.13	25,085.25	29,943.20	32,729.39	32,729.39
加：折旧	226.38	350.99	358.61	364.32	368.13	370.03	370.03
摊销	44.92	67.38	67.38	67.38	60.18	60.18	60.18
加：扣税后利息	85.95	128.93	125.18	125.18	125.18	121.43	121.43
减：资本性支出	930.00	60.00	40.00	30.00	20.00	10.00	-
资产更新	271.30	418.37	425.99	431.70	428.31	430.21	430.21
营运资本增加额	7,708.94	7,916.02	8,842.08	9,702.40	9,983.36	8,669.12	-
净现金流量	286.83	9,152.97	11,644.23	15,478.02	20,065.01	24,171.70	32,850.82

评估机构核查意见：

经核查，评估师认为：上市公司补充披露了易佰网络预测期内各年度营运资金的预测过程以及收益法评估中该参数选取情况，结合跨境电商行业的资金需求情况、易佰网络未来年度战略规划情况、行业发展周期情况等分析营运资金预测与易佰网络预测经营情况的一致性；补充披露了易佰网络截至2019年8月底的经营活动现金流情况，结合易佰网络历史期营运资金的情况以及易佰网络未来的

经营规划分析易佰网络 2020 年现金流预测的合理性。

（此页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于中国证券监督管理委员会<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>【192691】号资产评估相关问题回复之核查意见》之盖章页）

