

开元资产评估有限公司对华凯易佰科技股份有限公司  
对《深圳证券交易所关于对华凯易佰科技股份有限公司的关  
注函（创业板关注函〔2022〕第 273 号）》

有关评估问题的专项说明

**深圳证券交易所：**

贵所于 2022 年 6 月 14 日对华凯易佰科技股份有限公司（以下简称“上市公司”、“华凯易佰”）出具的《深圳证券交易所关于华凯易佰科技股份有限公司的关注函（创业板关注函〔2022〕第 273 号）》已收悉。

开元资产评估有限公司对问询函中的评估相关问题进行落实并书面回复如下：

## 问题 4 及回复

### 问题：

4.公告显示，开元资产评估有限公司对易佰网络截至评估基准日 2021 年 12 月 31 日的股东全部权益的市场价值出具了评估报告（开元评报字〔2022〕0493 号），本次交易采用收益法评估，易佰网络股东全部权益评估价值为 33.81 亿元，较合并口径归属于母公司所有者权益账面价值评估增值 24.49 亿元，增值率为 262.81%。

(1) 请补充披露收益法下的预测表及评估结果表，结合易佰网络三年及一期收入实现情况、未来各年度预计实现收入情况、跨境电商行业竞争格局、易佰网络竞争优势、第三方名义网店整改情况等，说明易佰网络收入预测相关参数选择依据及合理性，预测期收入的可实现性，与历史年度实现收入、前次交易相关评估数据是否存在较大差异。

(2) 请补充说明收益法下预测期营业成本、期间费用的预测依据，与历史年度发生成本费用、前次交易相关评估数据是否存在较大差异。

(3) 请补充说明收益法下折现率的计算过程及依据，与前次交易评估报告所用折现率是否存在较大差异。

(4) 第三方网店的整改进展，是否对评估方法及评估结论有影响。

(5) 请评估机构及重组财务顾问对上述问题进行核查并发表明确意见。

### 回复：

(一) 本次收益法预测表及评估结果表；收入预测相关参数选择依据及合理性、预测期收入的可实现性；预测期收入与历史年度实现收入及前次交易相关评估数据对比分析

#### 1. 本次收益法预测表及评估结果表

单位：万元

项目/年度	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续年度
一、营业收入	552,706.00	616,976.00	679,838.00	743,206.00	774,921.00	-
减：营业成本	359,989.00	403,076.00	446,604.00	491,004.00	513,297.00	-
税金及附加	16.58	18.51	20.40	22.30	23.25	-
销售费用	129,556.66	142,776.51	155,090.69	166,605.97	172,890.46	-
管理费用	26,764.93	28,877.81	30,872.01	32,359.09	33,679.27	-

《深圳证券交易所关于对华凯易佰科技股份有限公司的关注函  
(创业板关注函〔2022〕第 273 号)》有关评估问题的专项说明

研发费用	5,750.87	6,228.04	6,698.10	7,070.06	7,423.62	-
财务费用	1,862.22	2,008.93	2,143.99	2,275.27	2,339.94	-
加：其他收益	1,045.00	1,045.00	1,045.00	1,045.00	1,045.00	-
二、营业利润	29,810.74	35,035.20	39,453.81	44,914.31	46,312.46	-
三、利润总额	29,810.74	35,035.20	39,453.81	44,914.31	46,312.46	-
减：所得税费用	3,824.64	4,554.63	5,415.71	6,206.89	6,390.10	-
四、净利润	25,986.10	30,480.57	34,038.10	38,707.42	39,922.36	39,922.36
加：利息费用*(1-所得税率)	380.01	378.96	378.96	378.96	378.96	378.96
加：折旧与摊销	712.59	681.20	559.23	510.38	434.10	548.33
减：资本性支出	418.63	245.32	495.20	265.01	402.14	632.23
减：营运资金追加	5,168.00	8,016.00	7,450.00	7,184.00	3,621.00	-
五、自由现金流量	21,492.07	23,279.41	27,031.08	32,147.75	36,712.29	40,217.41
折现年限	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	-
折现率	11.84%	11.84%	11.84%	11.84%	11.84%	11.84%
折现系数	0.9456	0.8455	0.7560	0.6759	0.6044	5.1047
六、自由现金流现值	20,322.90	19,682.74	20,435.50	21,728.66	22,188.91	205,297.83
七、累计自由现金流现值	309,656.54					
加：溢余资产	15,234.15					
加：非经营性资产	13,887.70					
减：付息债务	707.62					
八、股东全部权益价值	<b>338,071.00</b>	<b>大写为人民币叁拾叁亿捌仟零柒拾壹万元整</b>				

2. 结合易佰网络三年及一期收入实现情况、未来各年度预计实现收入情况、跨境电商行业竞争格局、易佰网络竞争优势、第三方名义网店整改情况等，说明易佰网络收入预测相关参数选择依据及合理性

(1) 易佰网络三年及一期收入实现情况

单位：万元

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	181,250.44	356,715.35	425,927.43	475,597.07
增长率	97.88%	96.81%	19.40%	11.66%

(2) 未来各年度预计实现收入情况

单位：万元

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	552,706.00	616,976.00	679,838.00	743,206.00	774,921.00
预计增长率	16.21%	11.63%	10.19%	9.32%	4.27%

### (3) 跨境电商行业竞争格局

#### ①后疫情时代我国跨境电商市场发展迅速且空间巨大

全球万亿美元级消费市场趋于电商化，叠加 2020 年以来的新冠疫情影响，人们的生活方式和全球贸易格局正在加速改变。电商特有的“免接触”模式迅速切中消费者心理痛点，进一步加速用户线上消费习惯养成，成为众多消费者的主要消费渠道。在此背景下，我国跨境电商渗透率逐渐提升，未来发展空间巨大。我国海关总署最新数据显示，2021 年我国出口贸易总额 21.73 万亿元，同比增长 21.2%，其中，我国跨境电商进出口同比增长 15%，其中出口增长 24.5%。近年来，我国跨境出口电商业务保持高速增长，中国跨境出口电商逐渐成为中国制造链接全球消费者的第一路径。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。

#### ②新冠疫情冲击传统外贸，跨境出口电商成为外贸发展的新动能、转型升级的新渠道和高质量发展的新抓手，与中国“双循环”经济发展趋势高度契合

2020 年以来，新冠疫情在全球蔓延，我国传统外贸受到了严重冲击，但在应对疫情中，跨境电商释放巨大潜力，2020 年、2021 年我国跨境电商出口分别同比增长 40.1%、24.5%，为中小微企业开拓海外市场、吸纳和稳定就业，发挥了积极作用，为稳住外贸外资基本盘发挥了重要作用，对外贸创新发展的引领作用进一步凸显。

2021 年 7 月，国务院办公厅印发《关于加快发展外贸新业态新模式的意见》，提到要完善跨境电商发展支持政策，扩大跨境电子商务综合试验区试点范围，要求“到 2025 年，跨境电商政策体系进一步完善，发展环境进一步优化，发展水平进一步提升”。2021 年 11 月，商务部印发《“十四五”对外贸易高质量发展规划》，支持加快发展贸易新业态，促进跨境电商持续健康发展。2022 年政府工作报告提出“加快发展外贸新业态新模式，充分发挥跨境电商作用”，自 2014 年以来连续 9 年将跨境电商写入政府工作报告，鼓励跨境电子商务创新发展。

基于持续利好的政策环境、稳步提升的供应链优势以及在新冠疫情中率先复工复产的先发优势，我国跨境出口电商行业的整体经营效率将进一步提升，跨境出口电商企业有望保持持续、稳定、健康的发展态势，成为外贸发展的新动能、转型升级的新渠道和高质量发展的新抓手。

### ③国际物流成本受疫情影响大幅上升，亚马逊对库容政策进行调整，跨境出口电商的备货和定价受到一定挑战

2021年以来，受全球新冠疫情反复的影响，中国外贸出口量大幅上升，出口集装箱、国际航运相关工作人员短缺，国际运力紧张，上述因素叠加导致跨境物流价格持续上涨，周期大幅拉长，物流时效难以得到保障。据英国《金融时报》报道，2021年12月从上海飞往北美航线的价格首次攀高至14美元/千克，高于8月底的8美元/千克，同样也高于2020年疫情扩散初期冲击供应链时创下的12美元/千克的记录。中国出口集装箱运价指数(CCFI)是上海航运交易所编制发布的反映中国出口集装箱运输市场价格变化趋势的一种航运价格指数，2021年12月的欧洲航线、美西航线、美东航线指数分别较2020年12月上涨181%、98%、94%。在此背景下，2021年我国跨境出口电商企业向海外仓库运输的运费普遍大幅上涨，进而对终端定价和毛利率水平造成一定影响。

此外，2021年4月，亚马逊对美国、英国、德国、法国、意大利、西班牙站点的FBA入仓限制政策进行调整，取消了ASIN(商品标识代码)级别的补货限制，修改为根据仓储类型和历史销量对店铺整体的库存数量进行限制，意味着卖家要面临库存绩效指标(IPI)分数和店铺总库存数量的双重库容限制。2021年7月，亚马逊进一步调整FBA入仓限制政策，将库存绩效指标达标值提高到500分(此前是450分)。受上述政策的影响，部分卖家通过广告、降价等手段促销清理滞销库存。2021年9月以来，亚马逊已逐步给卖家放宽限制，2022年1月1日起亚马逊美国站、英国站、欧洲站(德国/法国/意大利/西班牙)、日本站的上述库存绩效指标达标值降低至400，库容管理质量持续较高的卖家预计将受益于库容政策放宽后的流量倾斜。

### ④海外市场行业法规逐渐完善，平台对卖家违规行为严惩不贷，强监管大势所趋

跨境电商作为发展迅猛的新兴行业，其创新往往领先于政府的监管和法规。但是近年来海外主要国家或地区的法规已经逐渐更新完善，尤其是在税务方面进展较快。2021年1月1日起，英国要求电商平台代扣代缴部分产品的增值税，欧盟也于2021年7月1日开始执行电商平台代扣代缴增值税的政策。全球新冠疫情加大了各国的财政压力，合规经营已经成为跨境电商行业发展的必然趋势，跨境电商企业需要加强合规能力建设，这也将有利于改善行业的竞争秩序。

此外，2021 年 4 月以来，亚马逊陆续对中国部分跨境电商企业实施“封号”措施，主要原因为部分跨境电商企业滥用评分反馈或评论以及违反销售排名规则等行为。2021 年 5 月 20 日，亚马逊官方网站发布《致亚马逊全体卖家信》，称亚马逊的政策明确要求卖家不可以滥用评论，近期亚马逊因此暂停了部分卖家的销售权限，将来亚马逊也将持续履行这一职责，严谨地监督商城的运营环境，并慎重地采取行动。因此，合法合规经营和凭借产品、质量、服务去积累海外消费者的口碑和评价，是跨境电商企业长久发展之道。从长期来看，“封号潮”为合法合规经营的跨境出口电商营造公平的商业环境和市场竞争环境，在该短期因素逐渐消退之后，前期优质合规的跨境电商卖家将获得更多流量支持和更大发展空间。

#### **⑤疫情以来大量新同业玩家涌入，但在复杂多变的竞争中由于供应链管控不当、资金回笼压力和运营效率低下而退出舞台**

2020 年以来跨境电商行业面对新冠疫情冲击的“逆势而上”，吸引诸多新卖家入局，部分外贸工厂、国内电商也纷纷转战海外市场。新玩家的大量涌入不可避免地抢占了物流、流量、FBA 库容等资源。而 2021 年下半年，行业又普遍面临了国内外新冠疫情反复、跨境物流费用持续高企、人民币汇率频繁波动、欧洲增值税政策变化等诸多不利因素的挑战。在此背景下，大量中小卖家因清理过剩备货、加速资金回笼而低价甩卖库存，加剧市场竞争、影响行业整体利润率的同时，逐渐在与资金和供应链方面更有优势和经验的头部卖家的比拼中败下阵来，相继离场。

#### **⑥行业集中度逐步向具备核心竞争力的自营电商聚拢**

目前，跨境出口电商行业中，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。随着大数据等信息技术在跨境电商行业中的应用逐步深入，具备数字化、系统化特征的出口跨境电商企业将在运营效率、业务控制、资源整合等方面具备越来越多的竞争优势，并由此获得更多的业务机会和更大的经济效益，进一步挤压中小型跨境电商企业的市场空间。此外，由于打造信息化平台、提升算法运营效率均要求企业实现较大的研发投入，因而对企业的资本实力也提出了一定要求。预计未来，自营型跨境电商零售行业的市场集中度将出现一定程度的提升。

#### (4) 易佰网络竞争优势

易佰网络所处跨境出口电商具有物流仓储模式多样、跨境运输时间长、信息交互方式复杂等特点，供应链管理难度显著高于境内贸易。易佰网络的跨境出口电商业务主要采用泛品类、多平台、多市场的运营模式，且国内仓、海外仓协同发展，对内外部数据传输时效性和各业务流程的智能化、自动化管理精度要求极高。

针对行业特征及自身经营策略需求特点，易佰网络十分注重数据分析和智能算法的研究和开发，通过针对智能化信息系统持续、重点、大量投入，易佰网络已凭借一套自主研发的智能化、自动化信息系统“易佰云”建立了在跨境出口电商行业的核心竞争力，该套信息系统也成为内部精细化管理及保持业绩增长的核心支撑。

#### 易佰网络历史研发投入情况

单位：万元

年份	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
研发费用	3,887.09	6,398.29	5,441.72	5,348.68
收入占比	2.14%	1.79%	1.28%	1.12%

截至评估基准日，易佰网络专门从事系统设计开发和数据算法研究的技术研发团队近 200 人，占公司总人数的 8.6%。其中，数据算法研究人员中本科及以上学历超过 90%，近 50%为硕士研究生或 985/211 院校本科毕业生。上述人员在数学、统计学、计算机等领域具有较好的学术背景及项目实践经验。易佰网络通过自主研发已经积累多项行业核心技术，覆盖跨境出口电商业务全链条，并通过申请计算机软件著作权进行技术保护。

“易佰云”信息系统上线运行后，具体功能处于持续升级迭代过程中，公司尚处于研发或迭代中的主要系统包括但不限于易佰云跨境仓储 WMS 系统、易佰云智能刊登系统、易佰云亿迈一体化智能管理平台、易佰云-易佰智库云平台、易佰云生产计划智能管控系统、易佰云跨境订单管理系统、易佰网络财务合规体系管理系统、易佰云服务集群总线管理中心平台、头程运费分摊分析核算系统、易佰云采购智能管理系统等。

#### (5) 第三方名义网店整改情况

2022 年 6 月 1 日，上市公司召开第三届董事会第十三次会议，审议通过了《关于跨境出口电商业务网店整改方案的议案》。易佰网络正在积极推动对 2021



年新增第三方名义网店的整改工作，计划在2022年内完成剩余第三方名义网店的整改工作。

### (6) 收入预测相关参数选择依据及合理性、预测期收入的可实现性

本次评估营业收入预测情况如下：

单位：万元

年份	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
营业收入	552,706.00	616,976.00	679,838.00	743,206.00	774,921.00
增长率	16.21%	11.63%	10.19%	9.32%	4.27%

本次评估收入预测主要以易佰网络评估基准日当年营业收入及历史收入增长率为基础，结合公司管理层经营规划及预期，同时参考跨境电商行业近期增长情况进行预测：

#### ①易佰网络历史收入增长情况

单位：万元

年份	2018年	2019年	2020年	2021年
营业收入	181,250.44	356,715.35	425,927.43	475,597.07
增长率	97.88%	96.81%	19.40%	11.66%
近四年平均增长率	56.44%			
近两年平均增长率	15.53%			

2020年-2021年由于疫情及不可控因素影响，营业收入增幅有一定程度的减少，在跨境电商行业普遍下降的情况下，仍然实现了平均15%的增长。

#### ②跨境电商行业增长情况

根据我国海关总署2021年全年进出口情况新闻发布会公布信息：海关统计数据显示，2021年我国跨境电商进出口1.98万亿元，增长15%；其中出口1.44万亿元，增长24.5%。

综上，本次预测收入基本符合易佰网络基准日近期收入基础及历史增长水平，并且预测收入增长率相对行业增长情况较为谨慎，故预测合理且具备可实现性。

### 3. 预测期收入与历史年度实现收入、前次交易相关评估数据对比分析

#### (1) 预测期收入与历史年度实现收入对比分析

由上问“(6)收入预测相关参数选择依据及合理性、预测期收入的可实现性”回复所列历史收入及预测收入情况对比，预测期首年在评估基准日当年营业收入规模基础上考虑增长，且预测期增长率较公司自身历史增长情况接近且远低于当

年跨境电商出口行业平均增长水平。

## (2) 预测期收入与前次交易相关评估数据对比分析

### 本次预测收入与前次交易相关评估数据对比

金额单位：万元

	基准日最近年收入		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
前次交易评估	181,250	预测收入	303,055	352,530	407,793	468,433	530,829	585,011		
		增长率	67.20%	16.33%	15.68%	14.87%	13.32%	10.21%		
首次加期评估	356,715	预测收入		381,800	415,970	478,490	543,460	592,860		
		增长率		7.03%	8.95%	15.03%	13.58%	9.09%		
二次加期评估	356,715	预测收入		424,785	452,200	478,490	543,460	592,860	592,860	
		增长率		19.08%	6.45%	5.81%	13.58%	9.09%	0.00%	
本次评估	475,597	预测收入				552,706	616,976	679,838	743,206	774,921
		增长率				16.21%	11.63%	10.19%	9.32%	4.27%

由上表可见，企业2021年实际营业收入均高于前3次评估预计营业收入，企业相关人员及评估师在营业收入预测方面较为谨慎合理，本次评估在此基础上预测营业收入规模较前次评估整体上升。

前次交易评估预测营业收入增速区间为10.21%至16.33%，本次评估预测收入增速区间为4.27%至16.21%，本次评估预测收入增长率整体低于前次交易评估水平。

## (二) 预测期营业成本、期间费用的预测依据，与历史年度发生成本费用、前次交易相关评估数据是否存在较大差异

### 1. 营业成本、期间费用的预测依据

(1) 营业成本主要是所销售商品成本，该项以预测收入为基础，参考基准日近期历史成本占收入比例进行预测；

(2) 税金及附加主要为印花税，该项以预测收入为基础，参考基准日近期历史税金及附加占收入比例进行预测；

(3) 销售费用要包括销售人员职工薪酬及日常经营产生的仓储物流费、平台费、推广费等。其中，职工薪酬根据预测期员工人数及平均工资进行预测；其余项目参考历史各项费用占营业收入的比例预测；

(4) 管理费用主要包括管理人员职工薪酬、房屋租金、折旧摊销及办公费用等。其中，职工薪酬根据预测期员工人数及平均工资进行预测；房屋租赁费根

据合同条款进行预测；折旧和摊销费根据未来经营所需资产规模及各类资产经济寿命综合计算预测；其余项目参考历史各项费用占营业收入的比例预测。

(5) 研发费用主要包括研发人员职工薪酬、折旧摊销、无形资产申请注册相关费用、差旅会议费。其中，职工薪酬根据预测期员工人数及平均工资进行预测；折旧摊销费根据未来经营所需资产规模及各类资产经济寿命综合计算预测；其余项目参考历史各项费用占营业收入的比例预测。

(6) 财务费用主要包括手续费、汇兑损益、利息支出及利息收入。利息支出根据各项借款合同约定利息支付情况预测；利息收入参考预测期每年最低现金保有量及活期存款利率进行预测；手续费根据历史占收入比例进行预测；汇兑损益为非经常性损益且无法预测，故不预测。

## 2. 本次预测营业成本、期间费用与历史年度发生成本费用对比

金额单位：万元

项目/年度	历史年度			预测期				
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
营业成本	144,042.60	164,712.97	302,271.31	359,989.00	403,076.00	446,604.00	491,004.00	513,297.00
成本率	40.38%	38.67%	63.56%	65.13%	65.33%	65.69%	66.07%	66.24%
税金及附加	9.05	12.14	14.63	16.58	18.51	20.40	22.30	23.25
税金率	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%
销售费用	162,655.73	189,931.79	116,893.34	129,556.66	142,776.51	155,090.69	166,605.97	172,890.46
费用率	45.60%	44.59%	24.58%	23.44%	23.14%	22.81%	22.42%	22.31%
管理费用	25,347.47	17,373.60	25,670.51	26,764.93	28,877.81	30,872.01	32,359.09	33,679.27
费用率	7.11%	4.08%	5.40%	4.84%	4.68%	4.54%	4.35%	4.35%
研发费用	6,398.29	5,441.72	5,348.68	5,750.87	6,228.04	6,698.10	7,070.06	7,423.62
费用率	1.79%	1.28%	1.12%	1.04%	1.01%	0.99%	0.95%	0.96%
财务费用	5,526.77	5,146.66	5,988.06	1,862.22	2,008.93	2,143.99	2,275.27	2,339.94
费用率	1.55%	1.21%	1.26%	0.34%	0.33%	0.32%	0.31%	0.30%
营业成本+销售费用率	85.98%	83.26%	88.14%	88.57%	88.47%	88.50%	88.49%	88.55%
管理费用+研发费用率	8.90%	5.36%	6.52%	5.88%	5.69%	5.53%	5.30%	5.31%

注：根据最新会计制度规定，2021年开始易佰网络将原计入销售费用中的尾程运费转移至营业成本中核算，导致2021年成本率及销售费用率较历史年度变化较大，本次预测主要参考2021年各项成本费用率情况进行。

上表中，成本率因考虑未来新业务占收入比例提高而导致整体成本率的上升；销售费用及管理费用中部分不随收入同步增长费用项目（如：职工薪酬、租赁费、折旧摊销等）及其他项目因规模效益导致整体费用金额逐步增长，但费用率随收入规模上升而逐步降低；财务费用中因未将无法预测的非经常汇兑损益及非现金

流项目租赁未确认融资摊销纳入预测范围导致预测费率较历史降低。

由上表可见，整体成本费用率基本与历史情况接近，预测基本合理。

### 3. 本次预测营业成本、期间费用与前次交易相关评估数据对比

#### (1) 前次交易评估营业成本、期间费用预测情况

金额单位：万元

项目/年度	预测期				
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业成本	141,482.00	163,710.00	188,083.00	213,220.00	235,060.00
成本率	40.13%	40.15%	40.15%	40.17%	40.18%
税金及附加	1.72	1.99	2.29	2.59	2.85
税金率	0.0005%	0.0005%	0.0005%	0.0005%	0.0005%
销售费用	161,495.33	186,550.50	213,821.37	241,814.21	266,303.36
费用率	45.81%	45.75%	45.65%	45.55%	45.52%
管理费用（含研发费用）	21,532.87	23,603.03	25,686.72	27,824.07	29,991.79
费用率	6.11%	5.79%	5.48%	5.24%	5.13%
财务费用	5,767.66	6,532.29	7,371.31	8,234.63	8,984.30
费用率	1.64%	1.60%	1.57%	1.55%	1.54%
营业成本+销售费用率	85.94%	85.89%	85.80%	85.72%	85.70%
管理费用+研发费用率	6.11%	5.79%	5.48%	5.24%	5.13%

注：根据前次评估当时会计制度规定，研发费用纳入管理费用科目下核算，故前次评估管理费用率实际为管理费用率及研发费用率合计数。

#### (2) 本次营业成本、期间费用与前次评估数据对比

结合两次评估各项成本费用率列表对比可见：

①虽因本次评估预测将尾程运费转移至营业成本中预测导致营业成本及销售费用各自占收入比例较上次差异较大，但从营业成本率及销售费用率合计比例来看，本次评估较上次更为谨慎；

②税金及附加率虽占比低，但本次预测较上次预测更为谨慎；

③管理费用率及研发费用率合计本次预测情况与上次预测情况接近，

④财务费用率前次评估较本次高，两次均未将汇兑损益纳入预测，上次评估时因易佰网络借款规模较大且预测收入规模较本次预测低，导致利息支出费用较本次高。

综上，本次预测成本费用率基本与前次评估情况接近，个别费率变动项目客观反映了企业经营状况变化，预测情况合理。

### (三) 折现率的计算过程及依据，与前次交易评估报告所用折现率对比分析

#### 1. 本次折现率计算过程

##### (1) 折现率估算模型

折现率亦称期望投资回报率，是采用收益法评估所使用的重要参数。按照企业会计准则的相关规定，被评估单位对应的折现率应为税前折现率。根据国际会计准则ISA36--BCZ85指导意见，无论税前、税后现金流及相应折现率，均应该得到相同计算结果。本次评估根据该原则将税后折现率加权平均资本成本(WACC)计算结果调整为税前折现率口径。

WACC模型可用下列数学公式表示：

$$\begin{aligned} \text{WACC} &= E / (D + E) \times R_e + D / (D + E) \times (1 - t) \times R_d \\ &= 1 / (D/E + 1) \times R_e + D/E / (D/E + 1) \times (1 - t) \times R_d \end{aligned}$$

上式中：WACC：加权平均资本成本；

D：债务的市场价值；

E：股权市值；

$R_e$ ：权益资本成本；

$R_d$ ：债务资本成本；

D/E：资本结构；

t：企业所得税率。

计算权益资本成本时，采用资本资产定价模型(CAPM)的估算公式如下：

$$\begin{aligned} \text{CAPM 或 } R_e &= R_f + \beta (R_m - R_f) + R_c \\ &= R_f + \beta \times \text{ERP} + R_c \end{aligned}$$

上式中： $R_e$ ：权益资本成本；

$R_f$ ：无风险收益率；

$\beta$ ：Beta系数；

$R_m$ ：资本市场平均收益率；

ERP：即市场风险溢价( $R_m - R_f$ )；

$R_c$ ：企业特定风险调整系数。

##### (2) 有关参数的估算过程

### ①估算无风险收益率

通常认为国债收益是无风险的，因为持有国债到期不能兑付的风险很小，小到可以忽略不计，故评估界一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为，我们在中国债券市场选择从评估基准日至“国债到期日”的剩余期限超过10年的国债作为估算国债到期收益率的样本，经计算，评估基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为3.9719%，以此作为本次评估的无风险收益率。

### ②估算资本市场平均收益率及市场风险溢价ERP

以沪深300指数成分股各年收益率为基础对2012年至2021年各年的ERP的估算结果如下：

序号	年份	Rm 算术平均收益率	Rm 几何平均收益率	无风险收益率 Rf(距到期剩余年限超过10的国债到期收益率)	ERP (算术平均收益率 - R <sub>f</sub> )	ERP (几何平均收益率 - R <sub>f</sub> )
1	2012	30.95%	5.65%	4.16%	26.79%	1.49%
2	2013	37.47%	10.32%	4.29%	33.18%	6.03%
3	2014	44.18%	17.76%	4.31%	39.87%	13.45%
4	2015	45.35%	19.38%	4.21%	41.13%	15.17%
5	2016	34.76%	11.86%	4.12%	30.64%	7.74%
6	2017	20.73%	5.44%	4.22%	16.50%	1.22%
7	2018	20.19%	7.01%	4.12%	16.07%	2.90%
8	2019	20.54%	9.37%	4.10%	16.43%	5.27%
9	2020	24.57%	12.09%	4.07%	20.50%	8.01%
10	2021	27.27%	13.93%	3.97%	23.29%	9.95%
	平均值	30.60%	11.28%	4.16%	26.44%	7.12%

由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用2012年至2021年共十年的几何平均收益率的均值11.28%与同期剩余年限超过10的国债到期收益率平均值4.16%的差额7.12%作为本项目的市场风险溢价，即本项目的市场风险溢价(ERP)为7.12%。

### ③Beta系数的估算

由于评估对象是非上市公司，无法直接计算其Beta系数，为此我们采用的方法是在上市公司中寻找一些在主营业务范围、经营业绩和资产规模等均与评估对象相当或相近的上市公司作为对比公司，通过估算对比公司的Beta系数进而估算评估对象的Beta系数。其估算步骤如下：

I.选择对比公司：计算对比公司具有财务杠杆影响的Beta系数及平均值

选取参考企业的原则如下:

参考企业发行人民币A股;

参考企业的主营业务与评估对象的主营业务相似或相近;

参考企业的股票截止评估基准日已上市5年以上;

参考企业的经营规模与评估对象尽可能接近;

参考企业的经营阶段与评估对象尽可能相似或相近。

根据上述标准,我们选取了以下3家上市公司作为参考企业:焦点科技  
002315.SZ、吉宏股份002803.SZ、狮头股份600539.SH。

## II. 评估对象 Unlevered Beta 的估算

目前国内尚无一家专门从事 Beta 值的研究并定期公布 Beta 值的机构。Wind 资讯的数据系统提供了上市公司 Beta 值的计算器,我们通过该计算器以深沪 300 指数为衡量标准,计算周期取月,计算的时间范围取评估基准日前 60 个月,收益率计算方式取普通收益率,且剔除财务杠杆影响,得到各可比公司没有财务杠杆系数的 Beta 值。由此,我们采用历史数据估算出来的可比公司的 Beta 系数是代表历史的 Beta 系数,而将历史 Beta 系数调正为预期的 Beta 系数可以采用最著名的布鲁姆调整(Blume Adjustment)法,计算公式如下:

$$\beta_a = 0.35 + 0.65\beta$$

此外,可比公司 Beta 系数一般都是包含其财务风险和经营风险等各种风险因素的 Beta;具体体现财务风险因素的指标是资本结构,也即采用股票交易数据估算的 Beta 被认为是含有可比公司自身资本结构(财务杠杆)的 Beta。通常采用如下公式剔除可比公司 Beta 系数中的财务杠杆影响:

$$UnleveredBeta - \beta_U = \frac{LeveredBeta - \beta_L}{1 + (1-T)\frac{D}{E}}$$

其中: D - 可比公司债权市场价值

E - 可比公司股权市场价值

T - 可比公司适用所得税率

故对 3 家可比公司的 Beta 值进行检验,并根据上述公式计算可比公司的 Unlevered Beta。

## III. 评估对象目标资本结构的估算

### A.参考企业的资本结构

因计算 BETA 系数的时间范围取为评估基准日前 5 年,对应的我们对各参考企业评估基准日近期的合并报表财务数据分别计算其财务杠杆系数 ( $D_i/E_i$ ) 进而计算其平均数。

计算结果表明:3 个参考企业的 D/E 值的平均值为 2.56%。

### B.评估对象的资本结构

按参考企业资本结构的均值作为评估对象的“目标资本结构”。根据上述参考企业资本结构均值的估算结果:  $D/E=2.56%$ 。则:

评估对象具有财务杠杆的 BETA=对比公司剔除资本结构因素的平均 BETA 值  $\times (1 + D/E \times (1 - \text{所得税率})) = 0.9923$

#### ④估算评估对象特有风险收益率 $R_c$

企业特有风险调整系数的确定由于测算风险系数时选取的为上市公司,相应的证券或资本在资本市场上可流通,而纳入本次评估范围的资产为非上市资产,与同类上市公司比,该类资产的权益风险要大于可比上市公司的权益风险。在综合考虑企业在行业中的规模、所处经营阶段、主要客户情况、企业内部管理机制及控制机制、管理人员及人力资源水平等基础上确定特有风险调整系数为 1.00%。

#### ⑤估算评估对象的权益资本成本(股权收益率)

股权收益率=无风险率收益率+超额风险收益率( $R_m - R_f$ ) $\times$ 评估对象具有财务杠杆的 BETA+特有风险超额收益率( $R_c$ ) $= 3.9719\% + 7.12\% \times 0.9923 + 1.00\% = 12.04\%$ 。

债务成本率目前按评估基准日当月中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的 5 年期以上贷款市场报价利率(LPR) 4.65%考虑。

### (3) 加权资金成本(WACC)估算结果

根据《资产评估执业准则——企业价值》:

经估算,加权资金成本(WACC)=股权收益率 $\times$ 股权比例+债权收益率 $\times$ 债权比例 $\times (1 - \text{所得税率})$

$= 12.04\% \times 97.50\% + 4.65\% \times 2.50\% \times (1 - 15\%) = 11.84\%$

(上述对比公司的相关数据、资料来自 iFinD 金融数据)

## 2.本次折现率与前次评估报告折现率对比分析

### (1) 本次评估与前次评估折现率对比



参数	前次交易评估	第一次加期评估	第二次加期评估	本次评估
评估基准日	2019-4-30	2019-12-31	2020-6-30	2021-12-31
折现率	12.82%	12.72%	12.67%	11.84%

## (2) 本次折现率较前次评估差异原因及合理性分析

### ① 资本市场预期平均收益率近年来逐步下降

2019年下半年至今，我国受疫情、周期及全球经济衰退影响，资本市场预期平均收益率呈逐步下降趋势，且前次交易三次评估折现率已体现该趋势。

### ② 易佰网络成为上市公司控股子公司后公司整体经营风险降低

收购易佰网络交易完成后，易佰网络成为上市公司重要部分，相比与前次评估时未上市状态，易佰网络融资渠道全面打开、收入规模大幅增长、核心竞争优势不断增强、业务类型扩大，导致公司整体经营风险降低，从而导致以风险收益预期为基础计算的折现率降低。

### ③ 两次评估时所取折现率与两次基准日近期同业交易案例平均折现率接近

#### I. 前次评估时基准日近期可比案例折现率对比

序号	收购方	标的企业	折现率	平均值
1	002640.SZ 跨境通收购	优壹电商	12.99%	13.00%
2	300209.SZ 天泽信息	有棵树	13.00%	

#### II. 本次评估时基准日近期可比案例折现率对比

序号	收购方	标的企业	折现率	平均值
1	600228.SH 返利科技	上海中彦	12.00%	11.98%
2	002416.SZ 爱施德	一号机	11.95%	

由上可见，前次评估折现率 12.82%，基本接近当时可比交易案例平均折现率；本次评估折现率 11.84%，基本接近本次近期可比交易案例平均折现率。

故两次评估折现率基本反映当时易佰网络风险收益率预期水平且与当时同类案例折现率平均水平接近，折现率估算合理。

## (四) 第三方网店的整改进展对评估方法及评估结论的影响

### 1. 第三方网店的整改进展

2022年6月1日，上市公司召开第三届董事会第十三次会议，审议通过了《关于跨境出口电商业务网店整改方案的议案》。整改主要方式为将网店主体

股权变更还原至易佰网络或其子公司名下，易佰网络正在积极推动对2021年新增第三方名义网店的整改工作，计划在2022年内完成剩余第三方名义网店的整改工作。

## 2. 是否对评估方法及评估结论有影响

本次评估结论使用收益法评估结果，具体收益指标为企业自由现金流，自由现金流是公司可以自由支配的现金。因第三方网店的流入资金目前实质受易佰网络支配且易佰网络确认第三方名义网店收入符合《企业会计准则》，故第三方网店现金流属于易佰网络自由现金流的组成部分。综上，在易佰网络维持对第三方网店现金流支配权且整改过程不影响第三方网店正常经营的前提下，第三方网店的整改进展不影响评估方法及评估结论，不影响本次交易作价。

## (五) 评估机构核查意见

评估机构进行了以下核查：1. 查阅易佰网络2018-2021年审计报告；2. 查阅与上次交易相关的由中联资产评估集团有限公司出具的三次评估报告(中联评报字[2019]第1535号、中联评报字[2020]第1178号、中联评报字[2021]第60号)、预测表及评估说明；3. 查阅跨境电商行业相关研究资料及公开数据；4. 对易佰网络管理人员访谈；5. 查阅易佰网络及其子公司的资质证书。

经核查，评估机构认为：1. 本次评估收入预测相关参数依据充分、预测合理，且具备可实现性；2. 本次预测收入与历史年度收入无重大差异，较前次交易相关评估数据整体提高且依据合理，符合被评估单位本次评估基准日附近实际经营情况；3. 本次评估营业成本、期间费用预测依据合理；4. 本次评估营业成本、期间费用与历史年度及前次交易评估预测成本费用比例接近，部分变动项目符合被评估单位本次评估基准日附近实际经营情况；5. 本次收益法折现率计算过程及依据合理；6. 本次收益法折现率与前次交易评估报告所用折现率相比有所降低。两次评估时点不同，两次评估时所取折现率均符合当时市场风险收益预期，与可比交易案例所取折现率接近；7. 在易佰网络维持对第三方网店现金流支配权且整改过程不影响第三方网店正常经营的前提下，第三方网店的整改进展不影响评估方法及评估结论，不影响本次交易作价。

(以下无正文)

{ 本页无正文，为开元资产评估有限公司对《深圳证券交易所关于对华凯易佰科技股份有限公司的关注函（创业板关注函〔2022〕第 273 号）》有关评估问题回复的专项说明盖章页。 }

开元资产评估有限公司

2022 年 6 月 21 日