

北京坤元至诚资产评估有限公司关于
《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〔2023〕第 183 号）》
评估相关问题的专项说明

深圳证券交易所：

贵所于2023年4月27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〔2023〕第183号）》已收悉。

北京坤元至诚资产评估有限公司对问询函中的评估相关问题进行核查并书面回复如下：

问题3及回复

问题3:

根据北京坤元至诚资产评估有限公司出具的京坤评报字[2023]0316号《华凯易佰科技股份有限公司拟购买股权涉及的深圳市易佰网络科技有限公司股东全部权益价值资产评估报告》，截至评估基准日2022年12月31日，在收益法评估方法下，易佰网络100%股权的评估价值为36.14亿元。在前述评估结果的基础上，各方协商确定标的股权转让总对价为3.6亿元。

(1) 请补充披露收益法下的评估结果表，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，与近三年一期实现收入、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，与近三年一期相关成本、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，与前次交易评估所用折现率是否存在较大差异。

(4) 请评估机构及重组独立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；预测期收入与近三年一期实现收入、前次交易相关评估数据对比

1. 本次收益法预测表及评估结果表

金额单位：万元

项目/年度	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续期
一、营业收入	484,395.00	519,582.00	557,054.00	591,148.00	621,415.00	
减：营业成本	304,764.00	328,253.00	353,301.00	376,270.00	395,691.00	
税金及附加	14.53	15.59	16.71	17.73	18.64	
销售费用	115,643.33	122,658.13	130,083.77	136,656.14	143,522.32	
管理费用	23,378.99	23,993.55	25,066.52	26,055.80	27,216.62	
研发费用	5,665.18	5,980.32	6,350.27	6,701.68	7,042.55	
财务费用	272.06	284.19	298.53	311.10	321.56	
加：其他收益	868.00	868.00	868.00	868.00	868.00	
二、营业利润	35,524.91	39,265.22	42,805.20	46,003.55	48,470.31	

《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〔2023〕第183号)》评估相关问题的专项说明

加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	35,524.91	39,265.22	42,805.20	46,003.55	48,470.31	
减：所得税费用	4,478.96	4,992.73	5,468.24	5,895.28	6,214.16	
四、净利润	31,045.95	34,272.48	37,336.96	40,108.27	42,256.14	42,256.14
加：利息费用*（1-所得 税率）	91.81	91.81	91.81	91.81	91.81	91.81
加：折旧与摊销	809.87	643.62	548.14	491.08	554.71	658.87
减：资本性支出	410.26	518.66	486.54	745.48	937.68	683.06
减：营运资金追加	10,709.00	6,846.00	7,318.00	6,678.00	5,833.00	-
五、自由现金流量	20,828.38	27,643.26	30,172.37	33,267.67	36,131.98	42,323.77
折现年限	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	-
折现率	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%	11.93%
折现系数	0.9452	0.8445	0.7545	0.6740	0.6022	5.0478
六、自由现金流现值	19,686.99	23,344.73	22,765.05	22,422.41	21,758.68	213,641.95
七、累计自由现金流现值	323,619.81					
加：溢余资产	31,961.00					
加：非经营性资产	8,044.81					
减：付息债务	2,243.96					
八、股东全部权益价值	361,382.00	大写为人民币叁拾陆亿壹仟叁佰捌拾贰万元整				

2. 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

(1) 易佰网络预测收入情况

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水平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：

年份	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业收入（万元）	484,395.00	519,582.00	557,054.00	591,148.00	621,415.00
预计增长率	10.49%	7.26%	7.21%	6.12%	5.12%

(2) 易佰网络历史收入实现情况

年份	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入（万元）	356,715.35	425,927.43	475,597.07	438,400.11
增长率	96.81%	19.40%	11.66%	-7.82%

2019、2020年易佰网络营业收入保持了较高的增长，2021年上半年易佰网络营业收入仍保持该增长态势。

在 2021 年下半年至 2022 年上半年期间,跨境出口电商行业面临国内外经济形势复杂变化、跨境物流费用持续高企、欧洲增值税政策变化等诸多不利因素,易佰网络在行业动荡的窗口中看好精品业务的发展空间和潜力,在逆境中把握机会搭建了具备丰富经验、独立运营的精品业务团队。不同于泛品业务的“泛而全”,精品业务以“精而美”为主,尽管该期间易佰网络各月营业收入有所下降,但经过一年多的尝试和调整,精品业务采取多品牌、少品线矩阵式布局的发展策略,初步形成了清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线。此外,易佰网络利用在泛品业务中长期积累沉淀的供应链资源和信息系统优势打造亿迈生态平台业务为卖家提供跨境业务解决方案,帮助卖家从供应链端降本增效、运营端实现利润增长,有效打造了第二增长曲线。易佰网络 2022 年下半年开始各月营收稳中有升, 2022 年下半年销售收入较 2021 年下半年销售收入增长 20.07%。具体情况如下:

期间	较 2021 年同期收入增长率
2022 年 07 月	3.55%
2022 年 08 月	3.18%
2022 年 09 月	25.14%
2022 年 10 月	34.71%
2022 年 11 月	21.93%
2022 年 12 月	37.52%
2022 年下半年	20.07%

(3) 跨境电商行业增长情况

根据我国海关总署 2020 至 2022 年跨境电商进出口情况新闻发布会公布信息,近三年我国跨境电商进出口情况如下:

年份	2020 年	2021 年	2022 年
跨境电商出口(万亿元)	1.12	1.44	1.55
增长率	40.1%	24.5%	11.7%
年均复合增长率	17.6%		

本次预测期营业收入增长率在 5.12%-10.49%区间,预测参数低于 2022 年跨境电商出口增长率及历史跨境电商出口年均复合增长率。

(4) 2023 年第一季度收入实现情况

本次预测易佰网络 2023 年营业收入 484,395.00 万元,易佰网络 2023 年第一

季度已实现营业收入 137,801.00 万元 (2023 年第一季度数据未经审计), 占全年预测收入 28.45%, 优于易佰网络最近三年第一季度营收占当年比例平均值(受西方感恩节、圣诞节、黑色星期五等假日因素的影响, 行业旺季在下半年)。

一方面就行业整体发展趋势而言, 我国跨境电商市场发展迅速且空间巨大; 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。在全球消费市场趋于电商化、我国多重政策及配套措施力促跨境电商发展、拉美等新兴市场发展潜力可期等因素的推动下, 我国跨境出口电商行业仍有巨大发展空间。

另一方面从易佰网络自身能力、竞争优势来看, 1) 易佰网络近年来成长迅速, 得到主流电商平台的高度认可并获得多项奖项; 2) 在形成规模优势的泛品业务基础上拓展了“精品+亿迈生态平台”业务, 其中精品业务初步形成了清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线, 亿迈业务作为综合服务商利用在泛品业务中长期积累沉淀的供应链资源和信息系统优势帮助卖家从供应链端降本增效、运营端实现利润增长, 有效打造了第二增长曲线; 3) 在信息化方面持续研发投入, 涵盖系统基础架构、基础业务系统模块及智能应用系统模块(智能刊登系统、智能调价系统、智能广告系统、智能备货计划系统等), 有效提升了核心业务环节的运营效率和单位人效, 提高了技术壁垒。

综合上述因素, 本次预测收入以易佰网络基准日当年收入水平为基础, 预测增长率与企业历史增长情况、行业增长情况相比较为谨慎, 收入预测参数合理, 预测收入具备可实现性。

3. 预测收入与近三年一期实现收入、前次交易相关评估数据对比分析

(1) 预测期收入与近三年一期实现收入对比分析

由上问“2. 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可见: 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, 且预测期收入增长率低于易佰网络近几年年均复合增长及行业增长。

(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

	基期收入		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027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	438,400	预测收入					484,395	519,582	557,054	591,148	621,415
		增长率					10.49%	7.26%	7.21%	6.12%	5.12%

注：前次评估基准日为2019年4月30日，评估对象为易佰网络90%股权。

根据上题“2. (2)”列式历史营业收入情况，易佰网络2019至2021年营业收入均超过前次评估预测水平，仅2022年实现收入未达前次评估预测水平，具体原因系：在2021年下半年至2022年上半年期间，跨境出口电商行业面临国内外经济形势复杂变化、跨境物流费用持续高企、欧洲增值税政策变化等诸多不利因素，易佰网络在行业动荡的窗口中看好精品业务的发展空间和潜力，在逆境中把握机会搭建了具备丰富经验、独立运营的精品业务团队。不同于泛品业务的“泛而全”，精品业务以“精而美”为主，尽管该期间易佰网络各月营业收入有所下降，但经过一年多的尝试和调整，精品业务采取多品牌、少品线矩阵式布局的发展策略，初步形成了清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线。此外，易佰网络利用在泛品业务中长期积累沉淀的供应链资源和信息系统优势打造亿迈生态平台业务为卖家提供跨境业务解决方案，帮助卖家从供应链端降本增效、运营端实现利润增长，有效打造了第二增长曲线。易佰网络2022年下半年开始各月营收稳中有升。经过易佰网络有效调整应对后，2022年下半年营业收入恢复增长，较2021年同期实现20%增长，高于本次评估各年预测收入增长率。

前次评估至本次评估期间，易佰网络通过扩充经营品类、优化运营效率、建立新型业务模式，销售净利率较前次评估预测情况提升，故2022年在实现收入低于前次评估预测的情况下仍超额完成前次评估预测的2022年业绩。与前次交易评估仅围绕泛品业务预测不同，“精品+亿迈生态平台”业务为后续业绩的增长带来新的驱动力。

本次评估基于易佰网络目前的实际经营情况，以2022年的营业收入为基础进行预测，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5.12%至10.49%，本次评估预测收入增长率整体低于前次

交易评估预测水平。

(二) 预测期营业成本、期间费用的预测依据，与近三年一期相关成本、前次交易相关评估数据对比分析

1. 营业成本、期间费用的预测依据

(1) 营业成本主要是销售商品成本，该项以预测收入为基础，参考基期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，参考基期税金及附加占收入比例进行预测；

(3) 销售费用要包括平台费、推广费、销售人员职工薪酬、仓储物流费、等。其中，职工薪酬根据员工人数、平均工资水平以及考虑未来薪酬增长因素进行预测，其余项目参考历史各项费用占销售收入的比例预测；

(4) 管理费用主要包括管理人员的职工薪酬、房屋租赁费、办公及水电费、中介机构服务费、业务招待费、折旧摊销费等。其中，管理人员职工薪酬根据员工人数、平均工资水平以及考虑未来薪酬增长因素进行预测；房租按照未来经营所需场所对应租赁合同约定明细情况预测；折旧费和摊销费按各类资产会计政策规定年限综合计算确定；其余项目以历史年度营业收入占比情况预测；

(5) 研发费用主要包括研发人员职工薪酬、折旧摊销、软件使用服务费。其中，职工薪酬考虑员工人数、平均工资水平以及考虑未来薪酬增长因素进行预测；折旧费和摊销费按各类资产会计政策规定年限综合计算确定；其他研发费用按其占营业收入的历史比例进行预测；

(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。利息支出根据被评估单位各项借款合同约定利息情况预测，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，汇兑损益不预测。

2. 本次预测营业成本、期间费用与近三年一期相关成本对比分析

金额单位：万元

项目/年度	历史年度				预测期				
	2020年	2021年	2022年	2023年 1-3月	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
营业成本	164,713	302,271	271,729	85,503	304,764	328,253	353,301	376,270	395,691

《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〔2023〕第183号)》评估相关问题的专项说明

成本率	38.67%	63.56%	61.98%	62.05%	62.92%	63.18%	63.42%	63.65%	63.68%
税金附加	12	15	12	5	15	16	17	18	19
税金率	0.003%	0.003%	0.003%	0.004%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%	0.003%
销售费用	189,932	116,893	108,196	34,493	115,643	122,658	130,084	136,656	143,522
销售费率	44.59%	24.58%	24.68%	25.03%	23.87%	23.61%	23.35%	23.12%	23.10%
管理费用	17,374	25,671	18,724	5,291	23,379	23,994	25,067	26,056	27,217
管理费率	4.08%	5.40%	4.27%	3.84%	4.83%	4.62%	4.50%	4.41%	4.38%
研发费用	5,442	5,349	5,174	1,401	5,665	5,980	6,350	6,702	7,043
研发费率	1.28%	1.12%	1.18%	1.02%	1.17%	1.15%	1.14%	1.13%	1.13%
财务费用	5,147	5,988	-27	30	272	284	299	311	322
财务费率	1.21%	1.26%	-0.01%	0.02%	0.06%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
营业成本+ 销售费率	83.26%	88.13%	86.66%	87.08%	86.79%	86.78%	86.78%	86.77%	86.77%
管理费用+ 研发费率	5.36%	6.52%	5.45%	4.86%	6.00%	5.77%	5.64%	5.54%	5.51%
总成本费用 率	88.62%	94.66%	92.11%	91.94%	92.79%	92.55%	92.42%	92.31%	92.28%

注 1：根据会计准则规定，2021 年开始易佰网络将原计入销售费用中运送至客户段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 2022 年各项成本费用率情况行。

注 2：2023 年 1-3 月为未经审计数据。

上表中，成本率因考虑未来收入结构变化趋势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虽然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；财务费用中因历史年度受汇率波动产生的汇兑损益无法预测导致预测财务费率较历史降低。

综上，整体成本费用预测基于基期 2022 年实际情况，预测成本费用率与历史水平接近。

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分析

(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
销售费用率	45.81%	45.75%	45.65%	45.55%	45.52%
管理费用(含研发费)	21,532.87	23,603.03	25,686.72	27,824.07	29,991.79
管理费用率	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
财务费用率	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%
总成本费用率	92.05%	91.68%	91.28%	90.96%	90.83%

注：前次评估基准日为2019年4月30日，评估对象为易佰网络90%股权。根据前次评估当时会计准则规定，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分析

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前次差异较大，但从营业成本及销售费用率合计比例来看，本次评估较前次更为谨慎；

②管理费用率及研发费用率合计本次预测情况与前次预测情况接近；

③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，前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，大额利息支出导致财务费用率较本次高。

综上，本次预测各项成本费用率与评估基准日企业情况接近，与前次评估预测参数差异较小，个别费率变动项目客观反映了企业经营状况变化。

(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

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。本次评估所采用的折现率的估算，是在考虑评估基准日的利率水平、市场投资回报率、公司特有风险收益率（包括规模超额收益率）和被评估对象的其他风险因素的基

础上运用资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model 或 CAPM）综合估算其权益资本成本，并参照对比公司的资本结构等因素，进而综合估算全部资本加权平均成本（Weighted Average Cost of Capital 或 WACC），并以此作为评估对象的全部资本的自由现金净流量的折现率。

全部资本加权平均资本成本（WACC）的估算公式如下：

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times R_e + \frac{D}{D + E} \times R_d \times (1 - T)$$

上式中：

WACC：加权平均资本成本；

D：付息债务的市场价值；

E：股东全部权益市场价值；

R_e：权益资本成本；

R_d：债务资本成本；

T：企业所得税率。

权益资本成本按资本资产定价模型的估算公式如下：

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

上式中：

R_e：权益资本成本；

R_f：无风险收益率；

β：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_s：特有风险收益率（企业规模超额收益率）。

（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”的剩余期限剩余五年以上十年以内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 3.9268%, 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

参照美国相关机构估算ERP的思路, 我们按如下方式估算中国股市的投资收益率及风险收益率ERP(以下简称ERP):

选取衡量股市ERP的指数: 参照美国相关机构估算美国股票市场的ERP时选用标准普尔500(S & P500)指数的思路和经验, 我们在估算中国股票市场的ERP时选用沪深300作为衡量股市ERP的指数。

指数年期的选择: 我们在测算中国股市ERP时的计算年期从1998年开始, 即指数的时间区间选择为1998-1-1到2022-12-31之间。

指数成分股及其数据采集:

市场平均收益率的计算采用长期几何平均收益率平均值

设第1年到第i年的几何平均收益率为 C_i , 则:

$$C_i = \sqrt[i]{\frac{P_i}{P_0}} - 1 \quad (i=1, 2, 3, \dots)$$

上式中: P_i 为第i年年末收盘价(复权)

P_0 为基期1997年年末收盘价(复权)

根据投资风险分散的原理, 将计算得到的沪深300全部成份股票各年几何平均值投资收益率进行简单平均, 得到计算年度的资本市场投资收益率参考值。

计算期每年年末的无风险收益率 R_{fi} 的估算: 为了估算每年的ERP, 需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 R_{fi} , 本次评估我们采用国债的到期收益率(Yield to Maturate Rate)作为无风险收益率; 样本的选择标准是每年年末距同期剩余年限超过5年但小于10年, 最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率 R_{fi} 。

估算结论:

按上述估算模型及思路计算分析, 综合本项目预计收益期限等因素的考虑, 本项目期望市场风险溢价(ERP)取值为6.58%。

③Beta系数的估算

由于被评估单位是非上市公司, 无法直接计算其Beta系数, 为此资产评估师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

均与被评估单位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 系数进而估算被评估单位的 Beta 系数。其估算步骤如下:

I.选择与被评估单位具有可比性的参考企业:

参考企业同折现率选取的公司,并通过iFinD资讯终端等专用数据终端查得各参考企业的具有财务杠杆的Beta系数;同时进行T检验,只有参考企业的原始Beta系数通过T检验的才作为估算被评估单位Beta系数的基础。具体计算过程如下:

序号	对比公司名称	股票代码	负息负债(D)	债权比例	股权市场价值(E)	股权价值比例	含资本结构因素的Beta	剔除资本结构因素的Beta
1	焦点科技	002315.SZ	14,347.84	3.60%	384,467.56	96.40%	0.7854	0.7613
2	吉宏股份	002803.SZ	25,325.71	5.44%	440,640	94.56%	1.3556	1.2924
3	狮头股份	600539.SH	4,890.77	2.73%	174,083.43	97.27%	0.7355	0.7203
平均值							0.9588	0.9247

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。同花顺 iFinD 金融数据终端提供了上市公司 BETA 值的计算器,资产评估师通过该计算器以深沪 300 指数为衡量标准,得到各对比公司的原始 BETA,经过布鲁姆调整法(原始 BETA \times 0.65+0.35)调整后,得到各对比公司含资本结构因素的 BETA,再且剔除财务杠杆影响,得到各对比公司没有财务杠杆系数的 BETA 值。计算结果表明:上述 3 个对比公司剔除资本结构因素的 BETA 系数平均值为 0.9247。

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 2.82%。

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=2.82%。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-所得税率))=0.9649

④估算评估对象特有风险收益率 R_s

由于测算风险收益率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，而被评估单位为非上市公司，与同类上市公司相比，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，确定企业特有风险调整系数为 2.00%。

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 $(R_m - R_f) \times$ 被评估单位具有财务杠杆的 BETA + 特有风险收益率 (R_s)

预测期所得税率为 15% 时，股权收益率 = 12.16%。

⑥债务资本成本率的估算

债权收益率目前按不低于评估基准日中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心每月公布的 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR) 考虑。评估基准日 5 年期以上市场报价利率 (LPR) 的值为 4.30%，以此作为本次评估的债权收益率。

(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，预测期实际所得税率为 15% 时：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 - 所得税率)

$$WACC = 12.16\% \times 97.26\% + 4.30\% \times 2.74\% \times (1 - 15\%) = 11.93\%$$

(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	2022-12-31
折现率	12.82%	12.72%	12.67%	11.93%

(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，我国受全球需求萎缩及经济周期影响，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市场交易案例平均折现率接近

前次评估时基准日近期可比交易案例折现率对比

序号	收购方	标的企业	折现率	平均值
1	002098.SZ 浔兴股份	价之链跨境	13.24%	13.17%
2	300464.SZ 星徽股份	泽宝电子商务	13.18%	
3	601113.SH 华鼎股份	通拓科技	13.10%	
	易佰网络			12.82%

本次评估时基准日近期可比交易案例折现率对比

序号	收购方	标的企业	折现率	平均值
1	002187.SZ 广百股份	广州友谊	11.38%	11.78%
2	600228.SH 返利科技	上海中彦	12.00%	
3	002416.SZ 爱施德	一号机	11.95%	
	易佰网络			11.93%

综上，两次评估折现率均接近当时可比交易案例平均折现率，且折现率变化趋势与可比交易案例折现率变化趋势一致。故两次评估使用折现率合理反映当时易佰网络风险收益率预期水平。

(四) 评估机构核查意见

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.本次收入预测与近三年一期实际收入无重大差异，符合被评估单位本次评估基准日近期实际经营情况，较前次交易相关评估数据无重大差异且更为谨慎；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、期间费用与近三年一期及前次交易评估预测成本费用率接近，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，接近同类市场交易案例平均折现率水平；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，该变化因两次评估时点期间市场平均风险收益预期及公司经营风险降低导致，两次评估时所取折现率均与当时同类市场交易案例平均折现率接近。

问题 4 及回复

问题 4:

芒励多、超然迈伦承诺，易佰网络 2023 年、2024 年累计净利润不低于 6.9 亿元，2024 年度审计报告出具后，如累计实现的净利润低于 6.9 亿元的，应进行现金补偿。请补充说明上述承诺业绩是否与收益法预测结果相匹配，如否，请分析说明原因和合理性，请结合前述回答，进一步分析承诺业绩的可实现性。请评估机构核查并发表明确意见。

回复:

(一) 承诺业绩与收益法预测结果对比、差异原因及合理性分析

1. 承诺业绩与收益法预测结果对比

本次交易业绩承诺约定的净利润是指易佰网络合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润，加上目标公司计入当期损益的政府补贴和根据上市公司收购易佰网络 90%股权交易协议约定在相应会计年度计提的超额业绩奖励。

本次 2023 年、2024 年承诺利润与根据收益法预测数据计算同口径净利润预测情况对比如下：

金额单位：万元

项目/年度	2023 年	2024 年	合计
本次承诺业绩	33,000.00	36,000.00	69,000.00
本次预测利润	31,699.95	34,272.48	65,972.43
差额	1,300.05	1,727.52	3,027.57
承诺利润对预测利润覆盖率	104.10%	105.04%	104.59%

本次约定承诺业绩较根据收益法预测数据计算同口径净利润预测结果高。

2. 承诺业绩设定的原因及合理性

(1) 承诺业绩设定的原因

本次承诺业绩是交易双方在参考评估预测情况基础上协商的结果。本次交易中上市公司为了更好的激励胡范金、庄俊超为公司创造更大价值、促进上市公司从易佰网络持续增长中获益以及更好地维护和提升上市公司各股东利益，故设定本次承诺利润高于收益法预测数据。

(2) 承诺业绩设定的合理性

易佰网络前次重组承诺利润与前次收益法预测净利润基本一致。易佰网络2019年至2022连续四年均超额完成前次重组约定的承诺业绩。易佰网络前次重组承诺业绩(预测利润)近四年实现情况如下:

金额单位: 万元

项目/年度	2019年	2020年	2021年	2022年	合计
前次承诺业绩 (预测利润)	14,100.00	17,000.00	20,400.00	25,100.00	76,600.00
前次实现利润	17,528.14	36,356.01	21,572.45	27,385.59	102,842.19
差额	3,428.14	19,356.01	1,172.45	2,285.59	26,242.19
前次实现利润对 预测利润覆盖率	124.31%	213.86%	105.75%	109.11%	134.26%

在近年跨境出口电商行业面临市场供需结构变化较大、跨境物流费用大幅波动、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挑战的背景下,易佰网络克服各种困难及时有效调整,从2019年至2022连续四年均超额完成前次重组约定的承诺业绩,体现了较强的韧性、良好的盈利能力及成长潜力,本次承诺业绩对预测利润的覆盖率低于近四年实现利润对前次评估承诺业绩(预测利润)覆盖率,本次承诺业绩设定具备合理性。

(二) 承诺业绩的可实现性

1. 行业发展态势

(1) 我国跨境电商出口行业维持高速增长

根据我国海关总署2020至2022年跨境电商进出口情况新闻发布会公布信息,近三年我国跨境电商进出口情况如下:

年份	2020年	2021年	2022年
跨境电商出口(万亿元)	1.12	1.44	1.55
增长率	40.1%	24.5%	11.7%
平均增长率	17.64%		

近年来我国跨境电商出口行业维持两位数百分比高速增长。

(2) 全球消费市场趋于电商化,跨境电商市场发展空间巨大

21世纪以来,全球互联网行业高速发展,随着全球人均购买力增强、互联网普及率提升、第三方支付工具进一步成熟、电商基建整体效率提升、跨境物流等配套服务日益完善推动线上化持续渗透,全球电商零售额不断增长。根据亿邦

动力网的数据，近年来全球网上零售总额稳步上升，全球线上市场景气度较高；2021年全球网上零售总额为32.9万亿美元，同比增长14.3%，较2020年维持双位数增长。

在全球消费市场趋于电商化的趋势下，中国卖家凭借供应链优势、数字化运营能力等在国际跨境电商市场地位不断提升。在此背景下，中国跨境电商出口市场规模持续增长，发展空间巨大。网经社《2022年度中国跨境电商市场数据报告》显示，2022年中国跨境电商市场规模达15.7万亿元，较2021年的14.2万亿元同比增长10.56%。此外，2018-2021年跨境电商市场规模（增速）分别为9万亿元（11.66%）、10.5万亿元（16.66%）、12.5万亿元（19.04%）、14.2万亿元（13.6%）。

（3）多重政策及配套措施共同促进跨境电商发展

我国始终鼓励中国企业走出去，2022年，国家支持跨境电商行业发展的力度不断加大，针对关税、运输、退货等具体环节陆续出台了一系列支持性政策，规范和引导跨境电商产业发展方向。

2022年1月，国务院办公厅印发《关于做好跨周期调节进一步稳外贸的意见》，提出进一步鼓励外贸新业态发展、缓解国际物流等外贸供应链压力、加强财政金融政策支持等15条政策措施；2022年2月，国务院发布了《关于同意在鄂尔多斯等27个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》，同意在鄂尔多斯市等27个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区；2022年2月，商务部发布了《关于加大出口信用保险支持做好跨周期调节进一步稳外贸的工作通知》，进一步优化出口信用保险承保和理赔条件，强化产品联动，加大对中小微外贸企业服务保障以及对跨境电商、海外仓等新业态的支持力度；2022年3月，商务部办公厅印发《关于用好服务贸易创新发展引导基金支持贸易新业态新模式发展的通知》，加大对新业态新模式的投资力度，支持海外仓、跨境物流等跨境服务体系建设，培育数字贸易企业，推动老字号优质服务“走出去”；2022年4月，税务总局、公安部、财政部等联合发布了《关于进一步加大出口退税支持力度，促进外贸平稳发展的通知》，完善加工贸易出口退税政策进一步加大助企政策支持力度，同时进一步提升退税办理便利程度，进一步优化出口企业营商环境；2022年5月，国务院办公厅印发《关于推动外贸保稳提质的意见》，加强外贸企业生产经营保障、促进外贸运输保通保畅、增强海运物流服务稳外贸功能、推动跨境电商加快发展提质增效、加大进出口信贷支持等；2022年9月，

商务部印发《支持外贸稳定发展若干政策措施》，出台进一步支持跨境电商海外仓发展的政策措施；2022年11月，国务院发布了《国务院关于同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》，同意在廊坊等33个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区。

当前，中国已进入新发展阶段，确立了“以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进”的新发展格局。2022年党的二十大报告共提出七项与跨境电商有关的举措，包括规则及标准的建立、营造一流的营商环境、维护多元稳定的经贸关系等等，以形成高质量、高水平的对外开放格局。同时，相关部门多次出台政策举措，为跨境电商的发展提质增效，如中国目前已设立165个跨境电子商务综合试验区，实行零售出口“无票免税”、所得税核定征收、通关便利化等优惠政策。

多重政策及配套措施有利于释放国内强大供应链的生产力，持续增强中国协同国内国外两个市场、两种资源的能力。跨境电商的发展已经成为推动中国实现高水平开放的前沿领域和构建国内国际双循环新发展格局的关键节点。

(4) 欧美成中国卖家主要出口市场，拉美等新兴市场发展潜力可期

从出口跨境电商海外目的地分布来看，美国、欧洲拥有较为完善的电商基础设施、先进的物流基础设施以及较为成熟的网络购物环境，使其成为中国跨境电商的主要出口市场。

随着2022年1月《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)的正式生效，相关产品将会享受大幅关税减让等优惠待遇，降低跨境电商卖家的出海成本，政策导向以及巨大的市场潜力或为中国卖家提供新的目标市场机会。

拉丁美洲市场为我国出口跨境电商蓝海市场，渗透空间广阔，未来将持续作为重要的增量贡献区。根据海关总署数据，2022年1-11月，我国与拉丁美洲国家进出口额为32,358.53亿元人民币，同比增长11%，出口168,53.99亿元人民币，同比增长14.1%。对比中国与世界各地贸易增幅，中国和拉丁美洲贸易的增长幅度最大。根据eMarketer数据，2021年，我国零售线上化率已约25%，而作为发达经济体的美国、西欧地区不足15%，东南亚、拉美等新兴市场国家的电商渗透率为10%或更低，仍有较大提升空间。

(5) 国际物流成本逐渐回落，亚马逊对库容政策进行调整，跨境产业回暖

根据弗若斯特沙利文报告，中国跨境出口B2C电商卖家最大成本开支为商品成本和物流成本，占比分别为25-35%，15%-30%，物流成本的变化对跨境电

商企业的盈利水平具备重大影响。2022年，受国际航运需求萎缩影响，国际运输成本有所回落，根据上海航运交易所数据披露，中国出口集装箱运价指数(CCFI)2022年12月30日已回落至1271.31，较2021年12月31日CCFI下降61.99%。国际物流成本的回落将有利于跨境电商行业以及整个跨境市场的发展。

海运价格回落一方面是对2021年海运价格“畸高”的纠正，一方面反映外需市场的萎缩，运力配置短暂失衡。海运价格为外贸形势和跨境电商的“晴雨表”：一般而言，三季度为全球海上运输的旺季，海运价格随即“水涨船高”，而2022年却出现了罕见的下跌式趋势，背后的主要原因在于欧美国家的通胀高企、部分地区地缘政治冲突等因素叠加导致。2022年物流价格下跌为跨境行业带来利好，对冲了部分成本压力。

2021年4月，亚马逊宣布FBA入仓将不再受Asin设置的数量限制，取而代之，按仓储类型设置补货限制，意味着卖家将受库存绩效指标和店铺总库存数量的双重库存限制。这一政策的发布为卖家提供更加灵活管理货件便利的同时也对卖家的库存管理能力提出了更高的要求。2021年9月，亚马逊开始逐步对卖家放宽限制，2022年1月起，亚马逊美国站、英国站、欧洲站（德国/法国/意大利/西班牙）、本站的库存绩效指标达标值降低至400，库容管理质量维持较高水平的卖家预计将受益于库容政策放宽后的流量倾斜。

(6) 集装箱运价逐渐回调，运输供应链修复势在必行

2022年，集装箱运价高位快速回调，跌幅突破市场预期。从需求端来看，受俄乌冲突、通货膨胀、欧美库存高企等多重因素扰动，全球集装箱运输市场需求疲软，集装箱海运量为2.01亿标箱，同比下降3.1%。从供给端来看，2022年，全球集装箱船队总运力规模达到2573.9万标箱，同比增长4.1%。港口拥堵造成的停泊运力从峰值的350万标箱以上的高位降至目前230万标箱，拥堵运力占比由峰值的15.1%降至目前的8.7%。由于港口拥堵等供应链不畅问题缓解，船舶周转效率有所提升，集装箱船队效能得到较好释放。

2022年全球集装箱海运价格较2021年发生趋势切换，步入快速下滑的下行通道。上海航运交易所发布的中国出口集装箱运价指数(CCFI)年度均值为2792.14，虽较2021年仍上涨6.8%，但指数年内波动呈不断下跌的趋势，年末为1271.31，较年内高点下跌64.56%。分航线来看，各航线运价均呈现持续下跌的趋势，主干航线表现持续孱弱，亚欧航线SCFI跌幅达到87%；太平洋航线运价也大幅跳水，上海—美西、上海—美东航线SCFI分别较年内高点分别下81%、

74%。

2. 易佰网络拥有核心竞争力

(1) 自主研发的信息系统进一步优化，营销环节和存货管理的经营效率得以提升

公司主要业务为跨境出口电商业务，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。公司的跨境出口电商业务主要采用多品类、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，因此公司格外注重数据分析和智能算法的研究和开发。

2022年，公司合并利润表层面的研发费用为5,174.26万元。截至2022年末，控股子公司易佰网络公司专门从事系统设计开发和数据算法研究的技术研发团队共215人，占公司总人数的9.86%。其中，数据算法研究人员共47人，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，其主要职能是开发和研究核心算法，依托“易佰云”智能化企业管理平台，为管理层的经营决策提供以大数据和算法为支撑的指导意见。

易佰网络已凭借自主研发和不断完善的信息系统，已逐渐构成公司在跨境出口电商行业的核心竞争力，并进而成为保持业绩增长和内部精细化管理的核心支撑。

(2) 坚持多品类、多平台、多市场经营，国内仓和海外仓发货均衡发展，有效分散经营风险

易佰网络属于泛品类电商，执行多品类发展的经营策略，目前开发销售的SKU规模已达数十万个，涵盖8个大类，不存在对单一品类和产品的重大依赖。泛品类经营的优势主要体现在诸如遭遇突发不利因素情况下，不会存在单一品类产品（如消费电子产品、户外用品）销量骤减而影响持续经营的情况，同时能够快速响应需求，及时开发新品，从而有效提高易佰网络的抗风险能力，不断扩充、更新产品开发数量，有效促进各产品线的业绩增长。

(3) 在品类上差异化竞争，一定程度上避开行业恶性竞争

易佰网络在发展初期战略性地避开服装、消费电子等更新换代较快，滞销风险较高的品类，切入并不断深耕家居园艺、健康美容、汽车摩托车配件、工业及

商业用品等蓝海品类。该等品类生命周期较长、更新换代较慢，使易佰网络在品类发展策略上与其他跨境出口电商企业形成差异化竞争。

3. 易佰网络经营情况优于同业公司平均水平

易佰网络及同业公司 2022 年收入及净利润增速情况如下：

金额单位：万元

公司名称	营业收入	收入变动率	净利润	利润变动率
华鼎股份	654,843.84	-24.33%	36,265.80	扭亏为盈
星徽股份	235,081.60	-35.77%	-26,010.87	亏损减少
安克创新	1,425,051.98	13.33%	118,486.06	15.66%
赛维时代	490,911.85	-11.78%	18,514.06	-46.76%
易佰网络	438,400.11	-7.82%	27,385.59	26.95%

易佰网络及同业公司 2022 年毛利率水平及同比变动幅度情况如下：

公司名称	2021 年毛利率	2022 年毛利率	变动幅度
华鼎股份	20.54%	18.09%	-2.45%
星徽股份	22.53%	23.49%	0.96%
安克创新	35.72%	38.73%	3.01%
赛维时代	62.78%	65.62%	2.84%
易佰网络	36.44%	38.02%	1.57%

易佰网络及同业公司 2022 年净利率水平及同比变动幅度情况如下：

公司名称	2021 年净利率	2022 年净利率	变动幅度
华鼎股份	-7.12%	5.54%	扭亏为盈
星徽股份	-41.63%	-11.06%	亏损减少
安克创新	8.15%	8.31%	0.16%
赛维时代	6.25%	3.77%	-2.48%
易佰网络	4.54%	6.25%	1.71%

自 2021 年受亚马逊平台政策环境变化及欧美市场竞争态势激烈等不利影响行业竞争态势发生分化，部分跨境电商企业出现营业收入与净利润的大比例下滑。易佰网络基于自身经营战略及核心信息技术的优势，及时调整经营策略，充分利用自主研发的信息系统降低决策风险，对存货和现金进行有效管控，拓展新型业务模式，从而取得了优于同业公司平均水平的经营业绩。

易佰网络 2022 年在净利润、毛利率和净利润率几个重要方面取得优于同业公司平均水平的增长，并且营业收入在 2022 年下半年也恢复至近 20%的同比增速。总体来说，易佰网络经营情况优于大部分同业公司。

4. 易佰网络连续四年超额完成前次重组相关协议约定的承诺业绩

根据本大题“（一）2.（2）承诺业绩设定的合理性”中回复内容，在近年跨境出口电商行业面临市场供需结构变化较大、跨境物流费用大幅波动、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挑战的背景下，易佰网络克服各种困难、及时有效调整，从2019年至2022连续四年均超额完成前次重组约定的承诺业绩，体现了较强的韧性、良好的盈利能力及成长潜力，且本次承诺业绩对预测利润的覆盖率低于近四年实现利润对前次评估承诺业绩（预测利润）覆盖率，支持本次业绩承诺可实现性。

5. 易佰网络2023年第一季度经营情况好于预测

易佰网络2023年第一季度营业收入实现全年预测的28.45%，净利润实现全年预测利润的约31%、实现全年承诺利润的约29%，经营情况好于预期；2023年第一季度销售利润率约7%，优于2023年预测值6.41%。

从2023年第一季度经营情况来看，易佰网络实际经营情况比预测情况好，支持本次业绩承诺可实现性。

（三）评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：1.本次承诺业绩高于收益法同口径计算的净利润预测结果；本次业绩承诺设定的原因是为了更好的激励胡范金、庄俊超为公司创造更大价值、促进上市公司从易佰网络持续增长中获益以及更好地维护和提升上市公司各股东利益；本次承诺业绩设定具备合理性；2.结合跨境出口电商行业发展态势、易佰网络的核心竞争力、易佰网络与同行业公司2022年主要财务数据对比情况、历史承诺业绩完成情况。易佰网络2023年一季度的经营业绩情况分析，易佰网络的本次业绩承诺具有可实现性。

(本页无正文,为北京坤元至诚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〔2023〕第183号)》评估相关问题的专项说明盖章页。)

北京坤元至诚资产评估有限公司

2023年5月8日