

# 深圳万润科技股份有限公司

## 关于深圳证券交易所重组问询函的回复

深圳万润科技股份有限公司（以下简称“公司”或“万润科技”或“上市公司”）分别于 2017 年 9 月 8 日、9 月 14 日收到深圳证券交易所《关于对深圳万润科技股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（需行政许可）【2017】第 45 号）、《关于对深圳万润科技股份有限公司的问询函》（中小板问询函【2017】第 493 号），前述问询函针对目前公司正在推进的发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项进行问询，公司已经按照要求对问询函所列出的问题作出书面说明，具体如下：

（注：如无特别说明，本回复中的简称或名词释义与《深圳万润科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中的相同。）

1、报告书披露，截至评估基准日 2017 年 6 月 30 日，标的资产杭州信立传媒广告有限公司（以下简称“信立传媒”）100%股权的账面价值为 15,102 万元，评估价值为 76,800 万元，增值率为 408.55%。请补充披露以下内容：

（1）请结合标的公司所处行业发展状况和业务开展情况，说明收益法评估增值的具体原因、参数选取的合理性，并针对相关重要参数对标的公司估值影响进行敏感性分析，请资产评估师核查并发表明确意见；

（2）请结合行业周期特点、行业发展状况、竞争对手、标的公司市场排名及市场份额、营销政策、盈利模式、收入确认方式等因素，分析标的公司 2017 年 7 月至 12 月以及 2018 年至 2021 年各年度营业收入和营业成本的测算依据和预测合理性以及对本次交易标的估值的影响，请资产评估师核查并发表明确意见。

回复：

#### 一、收益法评估增值具体原因

收益法评估增值主要取决于被评估企业良好的成长能力和较高的获利能力，具体原因如下：

##### 1、行业发展情况良好

根据中国产业研究院数据，2016 年中国广告业年营业额为 6,489 亿元，较 2010 年中国广告业年营业额 2,341 亿元的复合增长率达到 18.52%。根据智研咨询发布的《2017-2022 年中国广告市场供需预测及投资战略研究报告》，2017、2018 年我国广告市场规模将达到 7,460 亿元、8,200 亿元，2016 年至 2018 年复合增长率约为 12.41%，行业处于稳定增长阶段。

信立传媒 2016 年实现收入 48,144.90 万元，较 2015 年收入 34,526.39 万元增长 39.44%，经营情况良好。经预测，信立传媒 2018 年至 2022 年收入的增长率分别为 23.73%、19.25%、14.31%、9.68%、5.00%；2018 年至 2022 年净利润增长率分别为 4.80%、20.24%、15.29%、9.90%、4.52%。在中国广告行业发展良好的背景下，标的公司将凭借着优质的客户媒体资源及优秀的管理运营团队，未来盈利能力得到进一步保障，增长态势保持良好，收入及利润将维持

在较高水平，导致评估增值。

## 2、净资产收益率水平较高

净资产收益率是影响股东权益价值的重要因素。报告期内，信立传媒的净资产收益率均保持在较高水平，导致评估增值。标的公司与部分同行业上市公司净资产收益率对比情况如下：

证券代码	证券简称	2015 净资产收益率	2016 年净资产收益率
603598.SH	引力传媒	4.53%	5.17%
002712.SZ	思美传媒	9.54%	9.84%
603729.SH	龙韵股份	4.98%	4.22%
002400.SZ	省广股份	22.69%	12.75%
300058.SZ	蓝色光标	1.42%	11.73%
000917.SZ	电广传媒	4.14%	4.02%
信立传媒		21.63%	43.17%

由上表可知，信立传媒净资产收益率较同行业上市公司相比，处于较高水平。在评估过程中，净资产收益率与股东权益评估值呈正相关，因此净资产收益率越高，公司带给股东的回报越大，股东权益评估价值增值越高。

综上，本次收益法评估增值主要系信立传媒所处行业发展良好、信立传媒自身拥有良好的成长能力以及信立传媒净资产收益率保持在较高水平、拥有较高的获利能力。

## 二、参数选取的合理性

### 1、折现率的合理性

#### （1）折现率的测算依据

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定评估价值的重要参数。由于被评估单位不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估单位期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数  $\beta$ ；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司  $\beta$  以及被评估公司资本结构估算被评估单位的期望投资回报率，并以此作为折现率。

本次采用资本资产加权平均成本模型(WACC)确定折现率。WACC 模型它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时，第一步需要计算，截至评估基准日，股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步，计算加权平均股权回报率和债权回报率。

总资本加权平均回报率利用以下公式计算：

$$r = r_d \times (1 - t) \times w_d + r_e \times w_e$$

式中：

$w_d$ ：评估对象的付息债务比率；

$$w_d = \frac{D}{(E + D)}$$

D=付息债务

E=股权价值

$w_e$ ：评估对象的权益资本比率；

$$w_e = \frac{E}{(E + D)}$$

t：所得税率

$r_d$ ：债务资本成本；

$r_e$ ：权益资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本  $r_e$ ；

$$r_e = r_f + \beta_e \times ERP$$

式中：

$r_f$ ：无风险报酬率；

**ERP**：成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+国家风险溢价；

$\beta_e$ ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_t \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E})$$

$\beta_t$ ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；（本次取比较案例的平均值）

A.权益资本成本

$r_e$ ：权益资本成本，按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本 $r_e$ ；

$$r_e = r_f + \beta_e \times ERP + \varepsilon \quad (11)$$

式中：

$r_f$ ：无风险报酬率；

**ERP**：成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+国家风险溢价；

$\varepsilon$ ：评估对象的特性风险调整系数；

$\beta_e$ ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_t \times (1 + (1 - t) \times \frac{D}{E}) \quad (12)$$

$\beta_t$ ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；（本次取可比公司的平均值）

分析 CAPM 我们采用以下步骤：

1) 根据 Wind 数据系统公布的长期国债（距基准日剩余 10 年及以上）的到期收益率，经计算平均收益率为 4.05%，即： $r_f = 4.05\%$ 。

2) 市场风险溢价 ERP 的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。由于目前国内证券市场是一个新兴而且相对封闭的市场，一方面，历史数据较短，并且在市场建立的前几年中投机气氛较浓，市场波动幅度很大；另一方面，目前国内对资本项目下的外汇流动仍实行较严格的管制，因此，直接通过历史数据得出的股权风险溢价包含较多的异常因素，可信度较差；而在成熟市场中，由于有较长的历史数据，市场总体的股权风险溢价可以直接通过分析历史数据得到；因此国际上新兴市场的风险溢价通常也可以采用成熟市场的风险溢价进行调整确定。

目前国际上有一种较流行的测算美国以外的资本市场的股权风险溢价的方法，该方法由美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 **AswathDamodaran** 提出，是通过在成熟股票市场（如美国）风险溢价的基础上加上国家风险溢价，得到中国市场的风险溢价。具体计算过程如下：

**ERP（中国股票市场风险溢价）=成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+国家风险溢价**

美国股票市场是世界上成熟股票市场的最典型代表，**AswathDamodaran** 采用 1928 年至今美国股票市场标准普尔 500 指数和国债收益率数据，计算得到截至目前美国股票与国债的算术平均收益差为 6.25%。

以著名的债券评级机构-穆迪所发布的国家信用评级，确定中国的基础利差为 0.67%。由于相对于成熟市场，新兴国家的股权市场风险更高，故在该国的基础利差上提高违约利差的比率来提高国家风险溢价。经查阅 **AswathDamodaran** 最新提供的“EquityvsGovtBond”数据表得知，该比率为 1.39 则

**中国针对美国的国家风险溢价=0.67%×1.39**

**=0.93%**

**ERP（中国股票市场风险溢价）=成熟股票市场的风险溢价（美国市场）+国家风险溢价**

**=6.25%+0.93%**

**=7.18%**

即当前中国市场的权益风险溢价 ERP 约为 7.18%。

### 3) $\beta_e$ 值

通过同花顺系统分别计算对比公司其近 3 年剔除财务杠杆的 Beta 值，具体如下：

股票代码	公司名称	剔除杠杆原始 Beta
002712.SZ	思美传媒	0.3761
603598.SH	引力传媒	0.6956
603729.SH	龙韵股份	1.3392
平均值		<b>0.8036</b>

按照对比公司的剔除财务杠杆后的 Beta 值，参照被评估单位基准日时的资本结构进行计算，计算过程如下：

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-t) D/E]$$

其中： $\beta_U$ ：剔除财务杠杆的  $\beta$  系数

$\beta_L$ ：具有财务杠杆的  $\beta$  系数

t：所得税率（所得税税率为 25%）

D/E：财务杠杆系数，D 为付息债务市值，E 为股权市值

目标公司 Beta 值=0.8036×[1 + (1-25%) ×11.26%]

=0.8715

### 4) 评估对象的特性风险调整系数的确定

由于被评估单位的公司规模和参考上市公司有所差异，故需要考虑公司规模风险溢价。

参照 Grabowski-King 的研究思路，在对沪、深两市 1000 多家上市公司 1999-2006 年的数据分析研究后，得出在中国的公司资产规模与规模超额风险溢价的关系，结论如下表：

组别	样本点数量	规模指标范围（亿元）	规模超额风险溢价
1	7	0-0.50	3.22%

组别	样本点数量	规模指标范围（亿元）	规模超额风险溢价
2	20	0.5-1.0	2.79%
3	28	1.0-1.5	2.49%
4	98	1.5-2.0	2.27%
5	47	2.0-2.5	2.02%
6	53	2.5-3.0	1.78%
7	88	3.0-4.0	1.49%
8	83	4.0-5.0	1.31%
9	57	5.0-6.0	0.99%
10	47	6.0-7.0	0.84%
11	34	7.0-8.0	0.64%
12	41	8.0-10.0	0.54%
13	79	10.0-15.0	5.05%
14	35	15.0-20.0	5.90%
15	35	20.0 以上	7.41%

评估基准日公司资产总额约为 2.67 亿元，参照上表第 6 组数据，本次评估公司规模风险溢价取 1.78%， $R_s=1.78\%$ 。

#### 5) 公司特有风险溢价

公司特有风险溢价  $R_c$  一般取值 0%-3%。

企业在管理和财务等方面均较正常，目前经营业务较为单一，受行业影响明显，公司在进一步拓展市场方面仍存在一定的风险。综上分析，对于公司特有风险溢价本次评估根据经验酌情取 1%。

#### 6) 计算权益资本成本

①最终由式（11）得到评估对象的权益资本成本  $r_e$ ：

$$r_e = 4.05\% + 0.8715 \times 7.18\% + 1.78\% + 1\% \\ = 13.09\%$$

#### ②债务资本成本

债务资本成本  $r_d$  取实际贷款加权利率 5.18%。

#### ③资本结构的确定



资本结构：本次评估采用企业自身资本结构作为目标资本结构。

经过计算，被评估单位的目标资本结构如下：

$$W_d = D / (D + E) = 10.12\%$$

$$W_e = E / (D + E) = 89.88\%$$

④折现率的计算

$$r = r_d \times (1 - t) \times w_d + r_e \times w_e$$

$$= 12\% \text{（取整）}$$

（2）同行业收购案例折现率对比

上市公司	标的公司	收购比例	基准日	标的资产交易价格（万元）	CAPM	折现率
南极电商	时间互联	100.00%	2016.9.30	95,600.00	13.09	13.09
普邦股份	博睿赛思	100.00%	2016.6.30	95,800.00	13.56	13.56
思美传媒	科翼传播	20.00%	2016.3.31	10,000.00	12.11	12.11
利欧股份	智趣广告	100.00%	2015.12.31	75,400.00	12.90	12.90
龙力生物	快云科技	100.00%	2015.11.30	58,000.00	12.50	12.50
联创互联	上海激创	100.00%	2015.6.30	101,500.00	13.63	13.63
平均值					12.97	12.97
万润科技	信立传媒	100.00%	2017.6.30	76,500.00	13.09	12.00

上述上市公司收购广告公司案例的基准日 CAPM 平均值为 12.97，上市公司收购信立传媒 100%股权的收购 CAPM 指标为 13.09，跟上述上市公司收购广告公司的平均值水平相当。

由于信立传媒存在付息债务，需考虑债务资本成本。本次评估采用信立传媒自身资本结构作为目标资本结构后计算得到折现率为 12%。

因此，资产评估师认为本次评估的折现率取值是合理的。

## 2、毛利率的合理性

（1）毛利率的测算依据

信立传媒最近两年一期的营业收入如下：

单位：万元

项目\年份	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
电视媒体广告业务	30,245.85	38,481.12	30,342.13
其他广告服务业务	4,280.54	9,663.77	3,212.42
合计	<b>34,526.39</b>	<b>48,144.90</b>	<b>33,554.55</b>

信立传媒最近两年一期的营业成本如下：

单位：万元

项目\年份	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
电视媒体广告业务	26,165.53	31,710.87	24,549.85
其他广告服务业务	3,665.56	8,927.92	2,816.87
合计	<b>29,831.10</b>	<b>40,638.79</b>	<b>27,366.71</b>

则最近两年一期毛利率情况如下：

项目\年份	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月	平均值
电视媒体广告业务	13.49%	17.59%	19.09%	16.72%
其他广告服务业务	14.37%	7.61%	12.31%	11.43%

分析最近两年一期毛利率情况，信立传媒的各年毛利率水平逐年提高，综合考虑信立传媒盈利模式、未来发展等情况，本次电视媒体广告业务营业成本按照 17% 毛利率进行测算，其他广告服务业务按照 11% 毛利率进行测算。

## （2）同行业部分上市公司毛利率状况对比

证券简称	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
省广股份	14.95%	18.12%	17.97%
龙韵股份	10.48%	10.11%	10.03%
引力传媒	7.99%	8.23%	7.34%
蓝色光标	21.31%	21.66%	27.55%
思美传媒	17.37%	11.09%	11.57%
电广传媒	22.86%	27.43%	31.20%
平均值	<b>15.83%</b>	<b>16.11%</b>	<b>17.61%</b>

评估人员测算信立传媒未来 5 年的综合毛利率在 16%-17% 之间，与同行业部分上市公司平均毛利率基本吻合。

因此，资产评估师认为本次评估的毛利率符合企业的实际情况，对未来预测的毛利率是合理的。

## 3、营业收入预测的合理性

营业收入预测的合理性主要取决于首年的评估预测及以后年度的增长率。

(1) 营业收入首年预测的合理性

1) 2017 年 7 月至 8 月信立传媒实现收入情况

2017 年 7 月信立传媒实现未经审计营业收入 4,369.18 万元, 2017 年 8 月信立传媒实现未经审计营业收入 3,408.49 万元, 合计实现未经审计营业收入 7,777.67 万元, 占下半年预测收入 24,655.85 万元的 31.54%。

2) 信立传媒在手订单情况

截至 2017 年 8 月 31 日, 信立传媒 2017 年 9-12 月在手订单 (不包含签订流程中的合同) 的主要情况如下:

序号	业务分类	预计 2017 年 9-12 月可确认营业收入金额
1	电视媒体广告业务	7,255.84 万元
2	其他广告服务业务	274.68 万元
合计		7,530.52 万元

截至 2017 年 8 月 31 日, 信立传媒下半年电视媒体广告业务正在签订流程中的主要合同情况如下:

意向客户名称	拟合作项目名称	预估合同金额
老板电器	东方卫视《青春旅社》	8000 万元
传祺汽车	东方卫视《青春旅社》	3000 万元
多益网络	东方卫视《青春旅社》节目互动支持	2350 万元

注:《青春旅社》已于 2017 年 8 月下旬开拍, 预计于 2017 年 9 月下旬开播, 目前相关合同正在签订流程中。

3) 信立传媒 2017 年下半年收入情况

信立传媒 2017 年 7-8 月已实现营业收入 7,777.67 万元, 2017 年 9-12 月在手订单预计实现营业收入 7,530.52 万元, 正在签订流程中的主要合同预计可实现营业收入约为 12,594.34 万元。据此估算, 预计下半年可实现营业收入约为 27,900.00 万元, 高于信立传媒 2017 年下半年营业收入的评估预测数。

因此, 资产评估师认为本次评估预测的 2017 年下半年营业收入取值是合理、谨慎的。

## （2）未来收入增长率的合理性

### 1) 广告市场稳定增长

根据中国产业研究院数据，2016 年中国广告业年营业额为 6,489 亿元，较 2010 年中国广告业年营业额 2,341 亿元的复合增长率达到 18.52%。根据智研咨询发布的《2017-2022 年中国广告市场供需预测及投资战略研究报告》，2017、2018 年我国广告市场规模将达到 7,460 亿元、8,200 亿元，2016 年至 2018 年年均复合增长率约为 12.41%，行业处于稳定增长阶段。

### 2) 主要客户需求增长明显

信立传媒服务的主要客户覆盖汽车、家用电器、食品、医药和手游等优质细分领域。国家工商行政管理总局公布的最新数据显示，按照品类划分，2016 年汽车（广告经营总额 693.78 亿元，增长 10.76%）、家用电器及电子产品（广告经营总额 341.26 亿元，增长 23.11%）及食品（广告经营总额 861.37 亿元，增长 5.60%）行业广告经营额均有增长，客户需求增长明显。

### 3) 信立传媒媒介资源优秀

电视媒体内部的两极分化情况也越来越严重。其一，从整体上看，广告资源与广告收入向央视和卫视集中，省级地面台、地市县级台的生存境况日趋恶劣。2016 年中国广告生态调研数据显示，广告主对央视和卫视的投放费用占整体电视媒体投放费用的比例达到了 63.1%，较 2015 年提升了 7.6 个百分点，并且 2017 年有进一步提升趋势，而 2016 年对省级地面台和地市县级电视台的投放费用占电视媒体投放费用的 33.6%，较 2015 年下降 5.5 个百分点，2017 年还有继续下滑的趋势。其二，对于卫视和央视，电视媒体内部同样呈现出两极分化趋势。卫视中除了一线的湖南、浙江、江苏和东方卫视之外，其他大部分卫视生存压力持续增加。信立传媒与央视以及湖南、浙江、江苏和东方卫视有着长期、良好的合作经验，优秀的媒介资源渠道将促使信立传媒的业绩进一步提升。

### 4) 信立传媒近年营业收入快速增长

信立传媒 2016 年实现收入 48,144.90 万元，较 2015 年收入 34,526.39 万元增长 39.44%，预计 2017 年较 2016 年收入增长 35.76%，经营情况良好。凭

借自身优势，近年来信立传媒收入呈快速增长趋势。

综上所述，资产评估师认为信立传媒预计 2018 年、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年电视媒体广告业务收入分别较前一年度增长 25%、20%、15%、10% 以及 5%，预计 2018 年、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年其他广告服务业务收入分别较前一年度增长 10%、10%、5%、5%以及 5%具有合理性。

#### 4、销售费用及管理费用的合理性

##### （1）销售费用测算依据

信立传媒销售费用主要为销售人员工资、差旅招待费、车辆费、办公费等。

根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照各类费用不同属性，采用合适的模型计算。具体测算方法如下：

项目	测算方法	相关参数	备注
职工薪酬费	2017 年下半年按照访谈预估；2018 年预计增加 3 名销售人员，2019 年预计增加 2 名销售人员；薪资水平按照固定比率增长	10.00%	每年增长
差旅招待费	按照 2016 年及 2017 年 1-6 月占当年收入平均比重	0.15%	占收入比重
车辆费	2017 年下半年按照访谈预估；按照 2016 年占当年收入比重	0.05%	占收入比重
办公费	2017 年下半年按照访谈预估；按照 2016 年占当年收入比重	0.02%	占收入比重
其他	2017 年下半年按照访谈预估；按照 2016 年占当年收入平均比重	0.07%	占收入比重

销售费用的预测详见下表：

单位：万元

项目\年份	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以 后年度
职工薪酬费	170.00	352.34	431.57	474.73	522.20	574.42
差旅招待费	36.98	108.04	128.84	147.27	161.53	169.60
车辆费	20.00	36.01	42.95	49.09	53.84	56.53
办公费	10.00	14.41	17.18	19.64	21.54	22.61
其他	40.00	50.42	60.12	68.73	75.38	79.15
合计	276.98	561.22	680.66	759.46	834.49	902.31

##### （2）管理费用测算依据

对管理费用中的各项费用进行分类分析，主要包括职工薪酬、租赁费、办公费、差旅招待费、业务招待费等。

根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照各类费用不同属性，采用合适的模型计算。具体测算方法如下：

项目	测算方法	相关参数	备注
职工薪酬	2017 年下半年按照访谈预估；2018 年预计增加 2 名人员，2019 年预计增加 2 名人员；薪资水平按照固定比率增长	10.00%	每年增长
股份支付	非经常性发生不作预测	-	零星发生不作预测
办公费	按照 15/16 年度占收入平均比重	0.08%	占收入比重
差旅费	按照 15/16 年度占收入平均比重	0.11%	占收入比重
业务招待费	按照 17 年 1-6 月占收入比重	0.74%	占收入比重
车辆使用费	按照 15/16 年度占收入平均比重	0.05%	占收入比重
中介服务费	2017 年下半年按照访谈预估，以后年度固定比率增长	5.00%	每年增长
税金	在税金及附加中考虑	-	-
折旧、摊销	固定值	-	固定值
租赁费	按照实际合同以及固定比率增长	10.00%	每年增长
其他	按照 17 年 1-6 月占收入比重	0.21%	占收入比重

管理费用的预测详见下表：

单位：万元

项目\年份	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及 以后年度
职工薪酬	400.00	641.65	727.82	800.60	880.66	968.73
股份支付	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
办公费	19.72	57.62	68.71	78.54	86.15	90.46
差旅费	27.12	79.23	94.48	108.00	118.45	124.38
业务招待费	182.45	532.99	635.59	726.53	796.87	836.72
车辆使用费	12.33	36.01	42.95	49.09	53.84	56.53
中介服务费	10.00	15.75	16.54	17.37	18.24	19.15
税金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧、摊销	25.88	51.76	51.76	51.76	51.76	51.76
租赁费	57.84	63.62	69.98	76.98	84.68	93.15
其他	51.78	151.25	180.37	206.18	226.14	237.45
合计	787.12	1,629.88	1,888.20	2,115.05	2,316.79	2,478.33

信立传媒预测期间的期间费用率处于 2.87%-4.05%的区间。资产评估师认

为其期间费用率水平处于合理水平，主要理由如下：

1) 信立传媒组织结构简单

信立传媒目前规模相对较小，组织结构相对扁平化；且员工人数较少，办公场所面积小，导致预测期间费用率相对较低。

2) 大客户导向的业务拓展模式

目前，信立传媒业务以大客户为主，客户资源优质，一方面信立传媒与广东省广告集团股份有限公司（以下简称“省广股份”）和北京电通广告有限公司（以下简称“北京电通”）等 4A 广告公司有深度合作；另一方面信立传媒拥有一定优质直接客户资源，如老板电器（002508.SZ）、东阳光集团、广州多益网络股份有限公司及不二家（杭州）食品有限公司等不同行业领先公司。一般而言，大客户的广告预算相对充足，未来持续增加投放的潜力大，是业务规模持续做大的保障；同时，大客户与小客户的维护成本并不存在显著区别。因此，信立传媒利用自身业务特色，深挖与大客户的合作，形成了低投入、高产出的局面。

3) 客户资源、渠道资源已初具格局

信立传媒已经积累了一定的客户资源及渠道资源，在中国电视媒体格局不产生重大变化的情况下，信立传媒能够将销售费用控制在相对较低的水平内。

经与企业管理层沟通，经营业务的扩大会适当增加销售费用及管理费用。经预测，销售费用未来 2018-2022 年的增长率分别为 27.22%、21.25%、11.62%、9.88%、8.08%，管理费用 2018-2022 年的增长率分别为 17.14%、15.92%、12.07%、9.54%、6.93%。

综上所述，资产评估师认为信立传媒销售费用、管理费用的预测符合信立传媒的自身经营发展情况，具有合理性。

### 三、重要参数敏感性分析

收益法评估中，部分重要参数对交易标的全部股权的评估值影响如下：

折现率的变动	-2%	-1%	0%	1%	2%
估值对折现率的敏感性	22.92%	10.42%	0.00%	-8.72%	-16.15%
毛利率的变动	-2%	-1%	0%	1%	2%

估值对毛利率的敏感性	-17.06%	-8.46%	0.00%	8.46%	17.06%
未来营业收入的变动	-10%	-5%	0%	5%	10%
估值对未来营业收入的敏感性	-9.64%	-4.82%	0.00%	4.82%	9.64%

信立传媒评估值对折现率变动的敏感性较高。信立传媒评估值与折现率成负相关关系，折现率取值越高，信立传媒评估值越低。

信立传媒评估值对毛利率变动的敏感性较高。信立传媒评估值与毛利率成正相关关系，毛利率取值越高，信立传媒评估值越高。

信立传媒评估值对未来营业收入变动的敏感性较低。信立传媒评估值与未来营业收入成正相关关系，未来营业收入取值越高，信立传媒评估值越高。

#### 四、营业收入和营业成本的测算依据和预测合理性

##### 1、广告行业周期特点

广告行业不存在明显的周期性特征，但是存在一定的季节性，主要表现在广告行业下半年的业绩收入一般会好于上半年。

部分行业上市公司上半年收入与全年收入比重：

证券代码	证券简称	2014 年上半年占全年收入比重	2015 年上半年占全年收入比重	2016 年上半年占全年收入比重
603598.SH	引力传媒	54.48%	50.82%	51.01%
002712.SZ	思美传媒	43.41%	40.54%	47.87%
603729.SH	龙韵股份	47.21%	52.89%	56.81%
002400.SZ	省广股份	41.38%	39.97%	40.61%
300058.SZ	蓝色光标	43.96%	41.36%	41.73%
000917.SZ	电广传媒	46.31%	42.61%	46.68%
三年平均值		46.09%		
下半年占全年比重		53.91%		

本次预测出于谨慎性，仅考虑已签订或正在洽谈中的业务收入，预计 2017 年下半年收入为 24,655.85 万元，占全年收入的 42.36%，明显低于上述上市公司下半年占全年业务收入的平均比重。

##### 2、广告行业发展状况

电视媒体广告未来仍为广告主投放的首选媒体之一。随着传统电视媒体竞争



日趋激烈，正在面临强弱分化明显的格局，电视台之间两极分化越发严重。伴随广告主对于高收视率内容的追逐，拥有优质内容与优质广告资源的电视媒体广告资源越来越受到市场的青睐，缺乏竞争优势的二三线电视台的广告竞争压力加重。以央视和部分一线卫视为代表的优质、高端的媒体资源，仍将占据广告行业的重要地位。

近年来，随着计算机技术、网络技术和多媒体技术的深入应用，不断催生以互联网、移动互联网和户外电子媒体为代表的新兴媒体形式，以互联网广告为代表的新媒体广告获得快速增长，市场地位日趋提高，成为拉动全行业增长的主要力量。新技术将利用电视媒体、平面媒体和互联网媒体之间的融合实现“跨屏联动”，使广告产业更加集约化，多种广告表现形式间的全面融合成为趋势。

### 3、主要竞争对手情况

目前，信立传媒所在行业竞争较为充分，集中度低，信立传媒的竞争对手主要包括引力传媒(603598.SH)、思美传媒(002712.SZ)和龙韵股份(603729.SH)等。具体情况如下：

竞争对手	成立时间	注册资本(万元)	注册地	主营业务
引力传媒股份有限公司	2005年8月10日	27,111.3000	北京	引力传媒从事的主要业务为传播策略与媒介代理业务，营销上以直接客户为主，根据客户的传播需求，公司对市场与媒体进行研究，为客户制定传播策略与媒介计划，实行规模化、集中化的媒介谈判与购买，并进行广告投放监测和效果评估，提供精准、经济、有效的传播服务。
思美传媒股份有限公司	2000年8月9日	31,656.3817	浙江	思美传媒是一家综合服务类广告企业，业务范围包括消费者调研、品牌管理、全国媒体策划及代理、广告创意设计、娱乐行销、公关推广活动、户外媒体运营、数字营销等全方位整合营销传播服务。公司的主要业务类型有电视广告、内容及内容营销、互联网广告、户外广告、品牌管理和其他广告等。
上海龙韵广告传	2003年6月10日	6,667.0000	上海	龙韵股份的主营业务为广告媒介

竞争对手	成立时间	注册资本（万元）	注册地	主营业务
播股份有限公司				代理业务及广告全案服务业务。媒介代理业务具体分为广告独家代理业务和常规媒介代理业务两种。龙韵股份常规媒介代理和全案合作的主要媒介渠道主要为电视媒体和互联网媒体。

2016 年主要竞争对手的财务数据如下：

证券代码	证券简称	资产总计	营业收入	净资产收益率	销售净利率
002712.SZ	思美传媒	259,925.82	382,173.87	9.84%	3.91%
603598.SH	引力传媒	89,255.60	173,203.30	5.17%	1.79%
603729.SH	龙韵股份	87,910.87	96,660.80	4.22%	3.57%
信立传媒		18,559.04	48,144.90	43.17%	9.56%

由上表可知，相较于主要竞争对手，信立传媒具有较高的盈利能力，资产组合能够发挥良好效用，能够为股东带来回报。

#### 4、信立传媒的行业地位

信立传媒作为一家广告传媒公司，随着客户基础和业务规模的拓展，信立传媒的主要客户群体已经覆盖汽车、家用电器、食品、医药和手游等细分优质行业，信立传媒在一线省级卫视媒介资源具有较强的竞争优势，专注于为客户提供全方位、多媒介的整合营销服务，包括以电视媒介代理与内容营销相结合为核心方式的电视媒体广告服务，也包括公关活动、数字营销等其他媒体广告服务，旨在为客户实现最优商业价值。

目前，电视广告行业市场规模增大，但行业竞争激烈、集中度较低。信立传媒凭借其优秀的人才储备、丰富的资源整合和经营能力、优质的客户和媒体资源等优势，成为行业内快速成长的广告整合营销服务提供商之一。

根据《中国传媒产业发展报告（2017）》，2016 年中国广告经营单位共计 875,146 户。由于缺少相关公开数据，本次仅选取中国证监会公布的《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》“租赁和商务服务业（L）”中的“商务服务业”（L72）上市公司进行比较。

2016 年各公司财务数据如下：

证券代码	证券简称	资产总计	营业收入	净利润	净资产收益率	销售净利率
000038.SZ	深大通	639,362.36	102,919.63	24,047.65	4.70%	23.37%
000058.SZ	深赛格	254,827.63	67,238.43	14,223.03	8.09%	21.15%
000061.SZ	农产品	1,724,918.77	202,007.91	9,327.42	1.49%	4.62%
000062.SZ	深圳华强	692,264.51	554,459.90	43,980.37	10.77%	7.93%
000796.SZ	凯撒旅游	540,108.76	663,601.01	24,062.27	11.66%	3.63%
000861.SZ	海印股份	1,017,398.06	199,371.15	24,346.38	7.48%	12.21%
000882.SZ	华联股份	1,074,778.32	101,700.30	10,444.69	1.67%	10.27%
002027.SZ	分众传媒	1,212,905.98	1,021,313.43	444,785.35	54.55%	43.55%
002127.SZ	南极电商	204,679.64	52,098.15	30,306.30	19.37%	58.17%
002143.SZ	印纪传媒	361,701.19	250,551.78	73,703.35	29.72%	29.42%
002181.SZ	粤传媒	469,000.75	102,082.96	18,630.61	4.91%	18.25%
002183.SZ	怡亚通	4,238,182.74	5,791,367.11	53,515.10	6.88%	0.92%
002188.SZ	巴士在线	235,396.83	65,768.68	9,338.48	4.46%	14.20%
002210.SZ	飞马国际	1,968,489.34	5,216,286.34	158,668.83	38.93%	3.04%
002344.SZ	海宁皮城	1,311,976.01	216,894.96	53,062.20	7.38%	24.46%
002400.SZ	省广股份	1,046,292.11	1,091,502.23	69,782.62	12.75%	6.39%
002707.SZ	众信旅游	400,215.32	1,009,252.81	24,548.16	12.51%	2.43%
002712.SZ	思美传媒	259,925.82	382,173.87	14,943.57	9.84%	3.91%
002769.SZ	普路通	1,523,779.75	359,500.77	19,090.84	16.07%	5.31%
002818.SZ	富森美	485,474.97	122,106.42	55,597.13	14.59%	45.53%
002878.SZ	元隆雅图	48,496.75	70,681.48	4,804.20	19.95%	6.80%
002889.SZ	东方嘉盛	760,458.20	687,018.83	9,073.83	11.78%	1.32%
300058.SZ	蓝色光标	1,652,917.15	1,231,910.59	68,944.77	11.73%	5.60%
300063.SZ	天龙集团	368,690.89	528,965.61	14,263.06	6.19%	2.70%
300071.SZ	华谊嘉信	334,896.31	345,297.99	13,217.71	10.94%	3.83%
300178.SZ	腾邦国际	471,581.59	128,024.37	19,538.33	11.40%	15.26%
300269.SZ	联建光电	743,006.43	280,345.77	40,088.67	7.48%	14.30%
300612.SZ	宣亚国际	31,751.04	46,744.20	5,919.50	30.86%	12.66%
300662.SZ	科锐国际	52,605.66	86,813.67	6,357.51	20.71%	7.32%
300688.SZ	创业黑马	26,113.11	18,420.72	4,261.14	23.74%	23.13%
600057.SH	象屿股份	3,390,973.69	11,906,685.67	67,313.63	6.12%	0.57%
600093.SH	易见股份	1,206,953.49	1,570,408.96	66,499.59	9.90%	4.23%
600113.SH	浙江东日	91,798.58	35,799.33	9,982.64	17.46%	27.88%
600138.SH	中青旅	1,094,944.79	1,032,747.63	73,663.69	10.98%	7.13%
600415.SH	小商品城	2,713,987.82	703,803.16	100,342.10	9.51%	14.26%
600640.SH	号百控股	381,782.16	255,889.77	2,073.74	0.67%	0.81%
600790.SH	轻纺城	816,012.01	81,206.75	35,747.67	7.54%	44.02%
601888.SH	中国国旅	1,728,766.99	2,238,979.37	203,522.22	15.23%	9.09%

证券代码	证券简称	资产总计	营业收入	净利润	净资产收益率	销售净利率
603117.SH	万林股份	426,586.09	40,021.63	8,022.59	3.61%	20.05%
603569.SH	长久物流	370,059.64	429,620.04	36,720.78	19.21%	8.55%
603598.SH	引力传媒	89,255.60	173,203.30	3,096.95	5.17%	1.79%
603729.SH	龙韵股份	87,910.87	96,660.80	3,452.41	4.22%	3.57%
信立传媒		18,559.04	48,144.90	4,603.68	43.17%	9.56%

数据来源：Wind 资讯

在 43 家同行业公司中，信立传媒资产总计 18,559.04 万元，排名第 43 位；营业收入 48,144.90 万元，排名第 39 位；净利润 4,603.68 万元，排名第 40 位；净资产收益率 43.17%，排名第 2 位；销售净利率 9.56%，排名第 20 位。

## 5、信立传媒的营销政策

### （1）销售流程

信立传媒的市场营销业务由客户服务中心负责。信立传媒以与客户议标及参与客户招投标议标形式来获取新客户及新业务。

客户议标方式是客户服务中心基于业务开拓或老客户业务维系，了解客户传播需求，沟通和制定客户的传播策略与媒介计划方案，与客户达成合作意向后，通过议价方式签订广告代理合同/订单。客户招投标方式是客户服务中心接受客户的招标邀请或主动申请参加客户招标会的形式，凭借信立传媒的业界声誉及行业经验，为客户制定高效、精准的传播策略与媒介计划方案并形成投标书，设定合理价格参与竞标，在中标后与客户签订广告代理合同/订单。

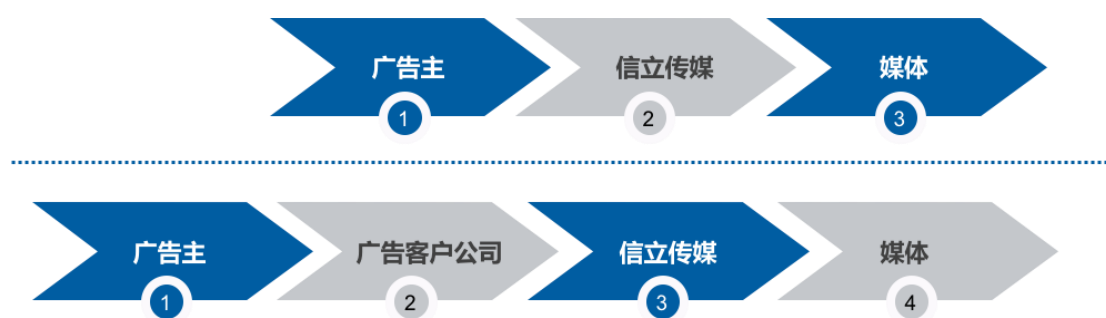
信立传媒与客户签订的广告代理合同/订单，通常与媒介采购合同/订单同步签订，合同中主要包括投放的媒体、期间、金额、价格以及对应的付款方式、时间和提供的其他服务内容等要素。

### （2）销售定价

信立传媒根据客户的服务要求、营销投放规模以及需采购媒介的报价政策，综合考虑该项广告营销业务的复杂度、时间长度、技术难度、稀缺资源使用程度等因素，以及信立传媒为客户提供相应服务的深度及广度，全局考虑确定对客户的服务报价。根据具体服务内容，若该业务包括对象分析及策划阶段及项目的评估与反馈阶段的，通常作为综合考虑整体定价的一部分，不单独收费。

## 6、信立传媒的盈利模式

信立传媒营销服务对象分为直接客户和广告公司客户。直接客户模式是指信立传媒与直接客户(广告主)合作,直接与广告主签订广告营销服务的合作协议。广告公司客户模式是指信立传媒不直接与广告主签订合同,而是与广告公司客户合作签订协议。信立传媒与直接客户、广告公司客户业务的合作关系如下图所示:



### (1) 直接客户模式

从业务合作内容来看,信立传媒与直接客户合作,提供整合营销服务,一般包括了对象分析、方案策划、媒介购买执行及项目评估反馈等全流程。在这种模式下,信立传媒通过为广告主提供上述广告策略服务及媒介资源购销差价获取利润。信立传媒在与广告公司客户的合作中,不直接与广告主签订合作协议而与为广告主服务的广告公司签订合作协议。

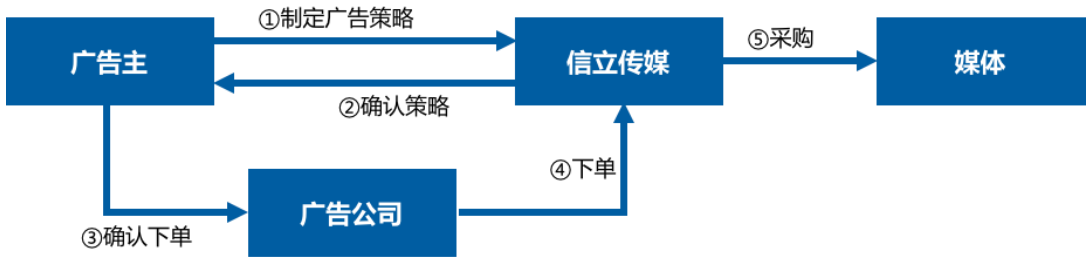
### (2) 广告公司客户模式

在广告公司客户模式下,信立传媒是与广告公司进行合作签订协议。广告公司一般是中国 4A 公司,主要为北京电通和省广股份等。

信立传媒为广告公司客户提供的服务主要分为两类。一类情况下,北京电通和省广股份等广告公司已经为广告主提供了目标分析、策略计划等系统服务,信立传媒配合执行 4A 公司的媒介计划,提供媒介的购买、执行及跟踪监测等服务。在这种模式下,信立传媒主要通过媒介资源的规模采购降低成本来赚取购销差价。合作模式具体如下图所示:



另一类情况下，信立传媒参与广告主客户的策略制定，该情况下广告主主要为长期合作的合资的汽车公司。信立传媒会定期根据广告主的车型、上市节点和当前节目类型，预先采购电视媒介资源，向广告主汽车公司和 4A 公司进行推介，最后广告主通过 4A 公司下单。在这种模式下，信立传媒通过与广告主和 4A 公司的长期稳定合作获得持续业务，通过媒介资源购销差价赚取利润。合作模式具体如下图所示：



7、信立传媒的收入确认方式

（1）电视传媒广告业务收入

信立传媒按照广告排期计划投放，在广告投放后按照投放时间及约定的价格确认收入。

（2）其他传媒广告业务收入

公关活动业务：信立传媒承接业务后，按照客户的新品发布会活动要求，向客户提供活动策划、报价、活动会场布置等，发布活动结束后，按约定的价格确认收入。

其他广告业务：信立传媒按照广告排期计划投放，在广告投放后按照投放时间及约定的价格确认收入。

8、营业收入的预测依据及合理性

详见本回复“二、参数选取的合理性/3、营业收入预测的合理性”

9、营业成本的预测依据及合理性

本次营业成本测算采用毛利率方法进行。

信立传媒最近两年一期的营业成本如下：

单位：万元

项目\年份	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月
电视媒体广告业务	26,165.53	31,710.87	24,549.85
其他广告服务业务	3,665.56	8,927.92	2,816.87
合计	<b>29,831.10</b>	<b>40,638.79</b>	<b>27,366.71</b>

则最近两年一期毛利率情况如下：

项目\年份	2015 年	2016 年	2017 年 1-6 月	平均值
电视媒体广告业务	13.49%	17.59%	19.09%	16.72%
其他广告服务业务	14.37%	7.61%	12.31%	11.43%

分析最近两年一期毛利率情况，信立传媒的各年毛利率水平逐年提高，综合考虑信立传媒未来盈利模式、发展规划等情况，本次电视媒体广告业务营业成本按照成本占收入的比重(100%-17%)进行测算，其他广告服务业务按照成本占收入比重（100%-11%）进行测算。

各项主营业务成本具体预测如下：

单位：万元

项目\年份	2017 年 7-12 月	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及 以后年度
电视媒体广告业务收入	22,954.85	66,621.22	79,945.46	91,937.28	101,131.01	106,187.56
电视媒体广告业务毛利率	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
电视媒体广告业务成本	19,052.53	55,295.61	66,354.73	76,307.94	83,938.74	88,135.67
其他广告服务业务收入	1,701.00	5,404.76	5,945.24	6,242.50	6,554.63	6,882.36
其他广告服务业务毛利率	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
其他广告服务业务成本	1,513.89	4,810.24	5,291.26	5,555.83	5,833.62	6,125.30
主营业务成本合计	<b>20,566.42</b>	<b>60,105.85</b>	<b>71,645.99</b>	<b>81,863.77</b>	<b>89,772.36</b>	<b>94,260.97</b>

综上所述，资产评估师认为本次评估的预测期营业收入、营业成本预测是合理、谨慎的。

## 五、资产评估师的核查意见

资产评估师认为，结合标的公司所处行业发展状况和业务开展情况。本次收益法评估参数选取合理、谨慎，评估增值理由充分。本次评估资产评估师考虑了行业周期特点、行业发展状况、竞争对手、标的公司市场排名及市场份额、营销政策、盈利模式、收入确认方式等因素的影响，认为营业收入和营业成本的测

算依据和预测合理、谨慎。

## 六、补充披露情况

前述内容已在报告书“第六节 交易标的评估情况/一、信立传媒的评估情况/（四）收益法模型及相关评估过程”中补充披露。

**2、报告书披露，信立传媒 2015 年、2016 年、2017 年 1-6 月实现的净利润分别为 1,659 万元、4,604 万元和 4,439 万元，承诺 2017 年至 2020 年实现的净利润分别不低于 6,000 万元、7,500 万元、9,000 万元和 9,720 万元。请结合信立传媒目前在手订单情况补充披露业绩承诺的依据、合理性，以及未来盈利的可持续性。**

### 一、业绩承诺的依据及合理性

本次交易对方橙思投资、信立投资和信传投资作为业绩补偿义务人承诺，信立传媒 2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度经上市公司聘请的具有证券期货相关业务资格的会计师事务所审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 6,000.00 万元、7,500.00 万元、9,000.00 万元、9,720.00 万元。上述利润承诺系依据标的公司和资产评估师对未来的预测净利润，并在此基础上经交易双方友好协商形成，具有合理性，主要依据如下：

#### （一）标的公司所处行业处于稳定增长阶段

信立传媒属于广告传媒行业。根据中投顾问发布的《2017-2021 年中国广告业投资分析及前景预测报告》，2017、2018、2019 和 2020 年我国广告市场规模将达到 6,989 亿元、7,715 亿元、8,356 亿元和 9,125 亿元，年均复合增长率约为 7.23%，行业处于稳定增长阶段。

信立传媒的主要媒体资源集中在一线卫视。在电视媒体广告份额逐渐减少的大背景下，信立传媒拥有竞争优势的一线卫视广告份额不减反增。2015 年，中国电视广告市场下跌 4.6%，然而现象级节目频出的省级卫视广告却逆市上涨 7.1%。



## （二）信立传媒处于快速发展阶段

信立传媒是一家发展迅速的广告传媒公司，在电视媒体资源的媒介代理服务和内容营销方面具有较大优势。随着省级卫视、省级地面频道等区域媒体的快速发展，以及优质的电视节目的涌现，信立传媒的客户基础和业务规模增长较快。2014 年以来，信立传媒在媒介代理的基础上，适应客户多样化的营销需求，逐步发展了与内容营销相结合的电视媒体广告业务和包括公关活动、数字营销在内的其他媒体广告服务。凭借着自身的资源、技术和服务优势，信立传媒的业务规模实现了较快的增长。

信立传媒根据客户的传播需求，依托公司的品牌策划中心、客户服务中心和媒介购买中心，对市场和媒体进行研究，为客户制定传播策略与媒介计划，提供多形式的营销服务。信立传媒为来自汽车、家用电器、食品、医药和手游等优质细分行业领域的客户提供创意策划、媒介采购、品牌展示、效果监测、反馈评估、策略优化等营销服务。信立传媒依靠优质稳定的服务和研究能力与众多品牌广告主建立良好的合作关系，且凭借成熟的媒介代理策略策划和采购执行管理能力，与浙江卫视、湖南卫视等优质电视资源形成了长期稳定的合作关系。

目前，信立传媒正处于快速发展时期，2017 年上半年已实现营业收入为 2016 年度全年营业收入的 69.69%；根据广告传媒行业市场规模不断扩大的发展趋势以及数字营销及内容营销业务的发展前景，信立传媒未来几年仍将处于快速增长期。

## （三）信立传媒上半年业绩表现出色

信立传媒 2017 年 1-6 月经审计的净利润为 4,438.66 万元，达到当年承诺净利润的 73.98%。

广告行业不存在明显的周期性特征，但是存在一定的季节性，主要表现在广告行业下半年的营业收入普遍好于上半年。广告行业下半年营业收入高的主要原因有：1）一季度大部分广告主当年的年度营销预算尚未确定，在营销投放规模上有所控制；而且一季度有传统假期春节，广告受众注意力分散，广告主通常不会在一季度进行大规模的广告投放；2）随着广告主年度营销预算的确定，二三

季度广告的投放量逐步增加；3）第四季度是广告营销的旺季，主要原因系各广告主为突击全年销售额相应增加广告投入，而且第四季度有国庆节、双十一、圣诞节、元旦等节日，广告主也会相应增加广告投放。

#### （四）信立传媒在手订单情况

截至 2017 年 8 月 31 日，信立传媒 2017 年 9-12 月在手订单（不包含签订流程中的合同）的主要情况如下：

序号	业务分类	预计 2017 年 9-12 月可确认营业收入金额
1	电视媒体广告业务	7,255.84 万元
2	其他广告服务业务	274.68 万元
合计		7,530.52 万元

截至 2017 年 8 月 31 日，信立传媒正在签订流程中的下半年电视媒体广告业务主要合同情况如下：

意向客户名称	拟合作项目名称	预估合同金额
老板电器	东方卫视《青春旅社》	8,000 万元
传祺汽车	东方卫视《青春旅社》	3,000 万元
多益网络	东方卫视《青春旅社》节目互动支持	2,350 万元

注：《青春旅社》已于 2017 年 8 月下旬开拍，预计于 2017 年 9 月下旬开播，目前相关合同正在签订流程中。

根据信立传媒的审计报告及评估报告，信立传媒 2017 年 1-6 月营业收入为 33,554.55 万元，2017 年 7-12 月预测营业收入为 24,655.85 万元，即 2017 年全年营业收入预测数为 58,210.40 万元。

2017 年 1-6 月，信立传媒已实现营业收入 33,554.55 万元，信立传媒 2017 年 7-8 月已实现营业收入 7,777.67 万元，1-8 月共计可实现收入 41,332.22 万元，占全年预测营业收入的 71.00%。2017 年 9-12 月在手订单预计可实现营业收入 7,530.52 万元，正在签订流程中的主要合同预计可实现营业收入约为 12,594.34 万元。

据此估算，预计下半年可实现营业收入约为 27,900.00 万元，2017 年度全年预计可实现营业收入约为 61,454.55 万元，高于信立传媒 2017 年下半年营业收入的评估预测数。同时，信立传媒 2017 年预计可实现营业收入较 2016 年已

实现营业收入增长 13,309.65 万元，增长率为 27.64%。根据上述分析，信立传媒的营业收入在 2017 年仍保持了高速增长的态势，故业绩承诺具有合理性。

综上所述，考虑到广告行业稳定增长，信立传媒处于快速发展阶段，其 2017 年上半年业绩表现出色，结合信立传媒在手订单情况和签订流程中的业务情况，信立传媒的业绩承诺具有合理性。

## 二、未来盈利的可持续性

### （一）中国广告行业处于稳定增长阶段

如前所述，根据中投顾问发布的《2017-2021 年中国广告业投资分析及前景预测报告》，2017、2018、2019 和 2020 年我国广告市场规模将达到 6,989 亿元、7,715 亿元、8,356 亿元和 9,125 亿元，年均复合增长率约为 7.23%，行业处于稳定增长阶段。

信立传媒的主要媒体资源集中在一线卫视。在电视媒体广告份额逐渐减少的大背景下，信立传媒拥有竞争优势的一线卫视广告份额不减反增。2015 年，中国电视广告市场下跌 4.6%，然而现象级节目频出的省级卫视广告却逆市上涨 7.1%。在广告行业稳定增长的背景下，信立传媒作为行业内发展较快的公司，其盈利能力具有可持续性。

### （二）信立传媒的业务模式日趋成熟

信立传媒基于自身优质的客户资源，充分了解客户需求，凭借对客户所处行业的把握、消费者行为的洞察、客户企业特征的认知及商品特殊卖点的挖掘，围绕客户的需求制定出相关营销方案。不同于本土一般的纯代理广告公司，信立传媒可以同时为客户提供策划创意、媒介策略和购买执行等全方位、多媒介的整合营销服务。

2012 年，信立传媒就开始为客户提供内容营销策划服务，在电视媒体综艺节目内容营销上积累了丰富的经验。信立传媒凭借内容营销业务开展过程中积累的电视节目植入营销经验，积极参与到电视节目的制作过程中，同步满足了广告主对于高到达率以及内容植入效果的要求。凭借较为成熟的业务模式及丰富的行业经验，信立传媒在满足不同客户的多样化、差异化需求的过程中形成了自身在

行业内的核心竞争力。

### **（三）信立传媒的竞争优势逐步凸显**

信立传媒在团队、客户资源、行业经验上的优势保证了其具有持续的盈利能力。

信立传媒现有的经营管理团队和核心技术人员具有多年的广告行业相关经历，拥有丰富的电视广告和数字营销行业从业经验。信立传媒管理及经营团队熟悉所服务行业广告主的产品特征、营销诉求和受众特征，在与广告主及媒体商务谈判、广告传播的创意策划、传播方式和传播节奏把控等方面，具有丰富的经验。

信立传媒的主要客户群体已经覆盖汽车、家用电器、食品、医药和手游等细分优质行业。信立传媒在一线省级卫视媒介资源具有较强的竞争优势，积极拓展内容营销等电视媒体广告服务，并提供在互联网等数字新媒体的其他媒体广告服务业务。信立传媒拥有的众多优质而稳定的广告客户资源，保证了标的公司持续盈利的可实现性。

信立传媒自 2003 年成立以来一直致力于为客户提供广告营销服务，在电视媒体广告领域积累了丰富的经验。经过众多成功项目的沉淀，信立传媒形成了优秀的项目预判、项目策划和项目执行能力，积累了丰富的行业经验，能够精准把握市场发展趋势，以贴合市场的前瞻性思维、较强的洞察能力和预判能力为客户提供全方位的整合营销服务。

### **（四）本次交易将产生较强的协同效应，保证了信立传媒未来盈利的可持续性**

本次交易完成后，标的公司与上市公司之间在人才、资源、业务等方面优势互补，能够产生较强的协同效应。一方面，信立传媒作为一家以电视传媒广告业务为主兼有数字营销业务的广告公司，可获得上市公司的互联网广告渠道资源，拓宽自身的渠道范围，加速业务的发展。另一方面，上市公司可获取信立传媒拥有的优质广告客户资源及丰富的媒体渠道资源，有利于拓宽上市公司的广告传媒业务领域，提升上市公司在广告传媒行业的综合竞争实力。通过本次交易，上市公司将形成传统媒体与新媒体全覆盖的全方位广告营销服务平台，有能力为广告

主提供一体化、多维度的广告解决方案,为上市公司带来较强的增量效应。同时,信立传媒也可借助上市公司的融资能力,实现业务的快速发展。

综上,中国广告行业正处于稳定增长期,信立传媒已在经营中锤炼了业务模式,同时在团队、客户资源、行业经验等方面存在竞争优势,有利于抓住行业发展的机遇快速成长;本次交易完成后,信立传媒与上市公司在人才、资源、业务等方面发挥协同效应,有利于企业竞争实力的进一步提升。因此,信立传媒未来的盈利能力具有可持续性。

### 三、补充披露情况

前述内容已在报告书“第六节交易标的评估情况/二、上市公司董事会对本次交易定价的依据及公允性分析/(五)信立传媒业绩承诺的合理性以及未来盈利的可持续性分析”中补充披露。

**3、报告书披露,截至 2017 年 6 月 30 日,上市公司因本次交易形成的商誉金额为 68,813.15 万元。请补充披露本次交易完成后,上市公司商誉的具体金额,就商誉减值对净利润的影响进行敏感性分析,并就商誉减值事项进行重大风险提示。**

回复:

#### 一、上市公司商誉金额及其减值对上市公司业绩的敏感性分析

根据立信会计师出具的信会师报字[2017]第 ZI10691 号备考审阅报告,基于备考审阅报告的假设,截至 2017 年 6 月 30 日,因本次交易形成商誉 68,813.15 万元,上市公司的商誉总额为 200,508.42 万元,具体情况如下:

单位:万元

项目	金额
收购日上光电形成商誉	18,796.17
收购鼎盛意轩形成商誉	35,906.08
收购亿万无线形成商誉	26,539.79
收购万象新动形成商誉	50,453.23
本次交易形成的商誉	68,813.15

总计	200,508.42
----	------------

若出现宏观经济波动、市场竞争加剧或经营不善等情况，可能会导致信立传媒业绩低于预期，所形成的商誉将存在较高的减值风险，从而对上市公司的经营业绩产生不利影响。因本次交易形成的商誉减值对上市公司业绩的敏感性分析如下：

单位：万元

商誉减值百分比	商誉减值额	对上市公司净利润影响金额	上市公司 2017 年 年化净利润	商誉减值后上市公司净利润	上市公司净利润变动率
1.00%	688.13	-688.13	24,091.61	23,403.48	-2.86%
5.00%	3,440.66	-3,440.66	24,091.61	20,650.95	-14.28%
10.00%	6,881.32	-6,881.32	24,091.61	17,210.29	-28.56%
15.00%	10,321.97	-10,321.97	24,091.61	13,769.64	-42.84%
20.00%	13,762.63	-13,762.63	24,091.61	10,328.98	-57.13%

注：上市公司 2017 年年化净利润=上市公司 2017 年 1-6 月归属于母公司所有者的净利润（备考数）\*2

提请投资者关注本次交易可能产生的商誉减值风险。

## 二、补充披露情况

前述内容已在报告书“重大风险提示/五、商誉减值风险”及“第十二节 本次交易的主要风险说明/五、商誉减值风险”中补充披露。

**4、报告书披露，截止 2015 年 12 月 31 日、2016 年 12 月 31 日和 2017 年 6 月 30 日，信立传媒应收账款净额分别为 6,755.87 万元、12,653.08 万元和 22,698.46 万元，占资产总额的比例分别为 51.19%、68.18%和 84.95%。请补充披露信立传媒对主要客户应收账款的信用政策、目前是否存在应收账款逾期的情形、信立传媒应收账款余额占总资产的比重逐年增长的原因及合理性，并充分披露坏账损失风险。**

回复：

### 一、信立传媒对主要客户应收账款的信用政策及应收账款逾期情况

### （一）信立传媒对主要客户应收账款的信用政策

信立传媒根据自身业务特点制定了对于客户的信用政策，一般在双方确认结算数据后给予客户不超过三个月的信用期。报告期内，信立传媒给予前五大客户的信用政策情况如下：

客户名称	信用期
北京电通广告有限公司	不超过 3 个月开票，开票后当月收款
北京电通广告有限公司广州分公司	不超过 3 个月开票，开票后当月收款
广东省广告集团股份有限公司	不超过 3 个月开票，开票后次月收款
上海雅润文化传播有限公司	不超过 3 个月开票，开票后次月收款
广州旗智企业管理咨询有限公司	不超过 3 个月开票，开票后次月收款
广州多益网络股份有限公司	不超过 3 个月开票，开票后当月收款
广东利为网络科技有限公司	不超过 3 个月开票，开票后当月收款
比亚迪汽车销售有限公司	不超过 3 个月开票，开票后当月收款
广州奥世欧亚广告有限公司	不超过 3 个月开票，开票后次月收款

### （二）信立传媒对主要客户应收账款的逾期情况

信立传媒的前五大客户应收账款余额及期后回款情况如下：

单位：万元

客户名称	2017 年 6 月 30 日余额	期后回款	尚未回款金额	是否逾期	逾期金额
北京电通广告有限公司	7,010.96	7,010.96	-	否	-
北京电通广告有限公司广州分公司	4,557.93	2,407.20	2,150.73	是	519.03
广东省广告集团股份有限公司	5,501.39	1,828.62	3,672.77	是	1,507.37
上海雅润文化传播有限公司	825.59	-	825.59	否	-
广州旗智企业管理咨询有限公司	700.00	-	700.00	是	400.00
广州多益网络股份有限公司	115.00	115.00	-	否	-
广东利为网络科技有限公司	1,300.00	800.00	500.00	否	-
比亚迪汽车销售有限公司	1,352.98	-	1,352.98	否	-
广州奥世欧亚广告有限公司	800.00	200.00	600.00	否	-
合计	22,163.86	12,361.79	9,802.07	-	2,426.40

注 1：期后回款情况指截至 2017 年 9 月 11 日，信立传媒应收账款期后回款情况。

注 2：上海雅润文化传播有限公司、广州旗智企业管理咨询有限公司系广东省广告集团股份有限公司的全资子公司；广东利为网络科技有限公司系广州多益网络股份有限公司的全资子公司。

据信立传媒提供的上述主要客户应收账款期后回款情况，截至本回复出具之

日，除省广股份、省广股份子公司广州旗智企业管理咨询有限公司（以下简称“广州旗智”）以及北京电通广州分公司的应收账款存在逾期情况外，其余主要客户均不存在应收账款逾期的情形。截至本回复出具之日，省广股份的应收账款逾期金额为 1,507.37 万元，其中逾期一个月金额为 979.92 万元，逾期两个月金额为 527.45 万元；省广股份子公司广州旗智的应收账款逾期金额为 400.00 元，其中逾期一个月金额为 200.00 万元，逾期两个月金额为 200.00 万元；北京电通广州分公司的应收账款逾期一个月金额为 519.03 万元。

根据信立传媒提供的说明，“信立传媒与省广股份、北京电通存在长期合作关系，同属于公司前五大客户，报告期内回款情况良好，不存在纠纷、诉讼或潜在的诉讼情况。省广股份、北京电通财务状况正常，不存在应收账款不能收回的迹象。信立传媒承诺在未来经营过程中，将加强对应收账款的管理，根据公司实际业务发展情况，进一步完善应收账款信用政策，尽量避免出现应收账款逾期的情况，并催促省广股份及其子公司广州旗智和北京电通尽快回款。”

## 二、应收账款余额占总资产的比重逐年增长的原因及合理性

### （一）信立传媒轻资产经营模式

信立传媒属于广告传媒行业，具有轻资产运营的特点，其业务开展不依赖于长期资产的投入，应收账款为信立传媒主要资产之一。信立传媒核心业务是提供电视媒介代理与内容营销相结合的电视媒体广告服务，同时提供公关活动、数字营销等其他媒体广告服务。根据行业惯例，信立传媒给予客户一定期限的信用期，一般不超过 3 个月。信立传媒在满足收入确认条件的时点时确认营业收入及应收账款。因此，应收账款系正常经营产生，其余额占总资产比重较高符合轻资产运营公司的特点，具有一定的合理性。

### （二）信立传媒营业收入迅速增长

2017 年 6 月 30 日，信立传媒应收账款余额较 2016 年 12 月 31 日余额增长 10,627.44 万元，主要系 2017 年 1-6 月信立传媒业务稳步增长，导致其营业收入和应收账款大幅增加，应收账款余额占总资产比例相应升高。根据信立传媒经审计的财务报表，根据信立传媒经审计的财务报表，2017 年 1-6 月信立传媒营



业收入为 33,554.55 万元，2017 年年化营业收入较 2016 年全年营业收入增长 39.39%。2017 年 1-6 月，信立传媒每月营业收入规模呈不断增长趋势，导致应收账款余额大幅增加。

### 三、坏账损失的风险

#### （一）坏账损失情况

信立传媒与客户签订合同或订单，并按照收入确认原则确认应收账款，信立传媒确认应收账款的依据充分。截至 2017 年 6 月 30 日，信立传媒应收账款余额为 24,045.10 万元，信立传媒均按照《企业会计准则》采用账龄分析法计提坏账准备，报告期末应收账款坏账准备余额为 1,346.64 万元，坏账准备计提充分合理。

报告期内，信立传媒的客户包括 4A 广告公司和直接客户，客户资源优质。一方面信立传媒与省广股份和北京电通等 4A 广告公司有深度合作；另一方面信立传媒拥有一定优质直接客户资源，如老板电器（002508.SZ）、东阳光集团、广州多益网络股份有限公司及不二家（杭州）食品有限公司等不同行业领先公司。应收账款的质量较好，坏账风险较小。截至本回复出具之日，信立传媒应收账款未发生应收账款不能回收的情况，未实际发生过坏账损失的情形。

#### （二）信立传媒及上市公司的应对措施

虽然信立传媒按照《企业会计准则》计提了应收账款的坏账准备，制定了较完善的应收账款管理制度，且应收账款的账龄均在合理的范围内，未发生过坏账损失的情况，但由于应收账款金额较大，且比较集中，若客户出现经营风险，则会对信立传媒的现金流量状况及满足营运资金需求的能力造成不利影响。为了减少坏账损失的风险，充分保护上市公司股东利益，信立传媒及上市公司应对措施如下：

##### 1、信立传媒针对应收账款余额较大问题的应对措施

2017 年 1-6 月，信立传媒营业收入增长迅速，期末产生较大余额的应收账款。针对应收账款余额较大问题及可能产生的坏账损失，信立传媒加强了催款力度，并取得了良好效果。截至 2017 年 9 月 11 日，信立传媒 2016 年 6 月 30 日

应收账款期后回款总额达到 13,434.25 万元,2017 年 6 月 30 日应收账款余额中已回款比例达到 55.87%。

## **2、上市公司针对信立传媒应收账款余额较大问题的应对措施**

考虑到信立传媒应收账款余额较大,可能存在不能回收的风险,上市公司在本次交易协议中将锁定期安排与应收账款回款挂钩。根据上市公司与交易对方签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》,股份解锁的附加条件安排如下:

(1) 本次发行的股份上市之日起届满 12 个月后解锁的股份,解锁时尚须符合如下条件:经上市公司聘请的具有证券期货相关业务资格的会计师事务所审计确认的信立传媒前一会计年度末的应收账款余额在本年度的累计回款比例(以下简称“回款比例”)达到 70%。如果仅符合股份锁定约定的条件,但回款比例不达标,则自上市公司书面确认信立传媒相关年度回款比例达到 70%的次月起,橙思投资、信立投资、信传投资、金投智汇、永瀉投资方可按约定比例解锁所持股份。

(2) 自本次发行的股份上市之日起届满 24 个月后解锁的股份,解锁时尚须符合如下条件:经上市公司聘请的具有证券期货相关业务资格的会计师事务所审计确认的信立传媒前一会计年度末的应收账款余额在本年度的累计回款比例达到 70%。如果仅符合股份锁定约定的条件,但回款比例不达标,则自上市公司书面确认信立传媒相关年度回款比例达到 70%的次月起,橙思投资、信立投资、信传投资、金投智汇、永瀉投资方可按约定比例解锁所持股份。

(3) 自本次发行的股份上市之日起届满 36 个月后解锁的股份,解锁时尚须符合如下条件:经上市公司聘请的具有证券期货相关业务资格的会计师事务所审计确认的信立传媒前一会计年度末的应收账款余额在本年度的累计回款比例达到 70%。如果仅符合股份锁定约定的条件,但回款比例不达标,则自上市公司书面确认信立传媒相关年度回款比例达到 70%的次月起,橙思投资、信立投资、信传投资、金投智汇、永瀉投资方可按约定比例解锁所持股份。

(4) 自本次发行的股份上市之日起届满 48 个月后解锁的股份,解锁时尚须符合如下条件:经上市公司聘请的具有证券期货相关业务资格的会计师事务所

审计确认截至 2020 年 12 月 31 日的信立传媒应收账款余额全部收回。信立传媒截至 2020 年 12 月 31 日的应收账款余额全部或部分未收回的，由业绩补偿义务人缴存与信立传媒未收回应收账款同等金额的款项至上市公司指定账户作为担保，业绩补偿义务人提供足额担保后，橙思投资、信立投资、信传投资方可解锁所持股份。信立传媒应收账款后续收回时，上市公司再将收回应收账款对应的担保金额退还给业绩补偿义务人（按季度进行结算，季度结束后 30 日内支付）。

通过上述安排，上市公司将应收账款的回收与股份锁定期挂钩，减少了应收账款不能回收的风险。该安排可以保护上市公司及其股东的利益。

#### 四、补充披露情况

前述内容已在报告书“第九节 管理层讨论及分析/四、交易标的财务状况和盈利能力分析/（一）信立传媒财务状况分析”补充披露了信立传媒对主要客户应收账款的信用政策、目前是否存在应收账款逾期的情形、信立传媒应收账款余额占总资产的比重逐年增长的原因及合理性。

**5、报告书披露，2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月，信立传媒与其前五大客户发生的销售金额占标的公司营业收入总额的比例分别为 81.38%、75.57% 和 86.45%，请说明在收购完成后，上市公司和标的公司应对大客户依赖风险的具体措施，并就客户依赖进行风险提示。**

回复：

##### 一、客户集中度情况

2017 年 1-6 月、2016 年度以及 2015 年度，信立传媒通过前五大客户实现的营业收入分别为 29,006.35 万元、36,384.78 万元和 28,096.21 万元，占信立传媒当期营业收入总额的比例分别达到 86.45%、75.57%以及 81.38%。

尽管信立传媒非常重视开发新客户群，并逐渐获得新的优质客户资源，但仍存在着客户相对集中的情况。若标的公司主要客户的经营情况发生恶化、战略发展方向变更，或与标的公司的合作关系不再存续，将可能对标的公司的经营业绩产生不利影响。提请投资者关注本次交易可能产生的客户依赖风险。

## 二、交易完成后上市公司及标的公司针对主要客户集中的应对措施

### （一）巩固现有客户，增加新客户资源

报告期内，信立传媒营业收入增长较快，客户数量不断增多。除前五大客户外，信立传媒服务过的客户还包括云南白药集团股份有限公司、中国联合网络通信有限公司和杭州百事可乐饮料有限公司等知名品牌广告主。信立传媒将进一步提升自身专业的服务能力，发挥自身优势，不断深入与现有客户的合作。在维护现有客户的同时，信立传媒密切关注潜在客户及市场拓展，通过加强销售团队建设及提高自身服务质量等方式积极开拓新客户资源。信立传媒致力于为客户提供全方位、多媒介的整合营销服务，在实现整合营销服务的过程中，直接客户比例将不断提高，客户集中度将不断降低。

### （二）开拓其他媒体广告业务，提升对媒体渠道的掌控能力

信立传媒除电视媒体广告服务外，还提供了包括公关活动服务、数字营销服务等其他媒体广告服务。作为为客户提供整合营销服务的一部分，公关活动、数字营销等其他媒体广告服务是在电视传统媒介基础上通过互联网、户外以及社会文化传播等媒介方式对广告传播方式的有效补充。同时依托上市公司在广告传媒领域的丰富资源，信立传媒将进一步加强与国内优质其他媒体的深入合作，提高对其他媒介渠道的掌控能力。随着信立传媒对多种媒介渠道的掌控能力的加强，更多优质客户将与信立传媒建立合作关系，有利于优化其客户结构。

### （三）发挥与上市公司之间协同效应，扩大业务规模

上市公司于 2016 年 3 月通过收购鼎盛意轩及亿万无线 100% 股权迅速进入互联网广告传媒领域，并于 2017 年 1 月通过收购万象新动进一步巩固了公司在移动互联网广告传媒领域的战略布局。本次交易是上市公司进入互联网广告领域以后，继续谋求扩大广告传媒业务占比、逐步打造广告传媒的全产业链、整合行业资源的关键布局。本次交易完成后，标的公司与上市公司之间在人才、资源、业务等方面优势互补，能够产生协同效应；信立传媒将成为上市公司的全资子公司，获取了上市公司的互联网广告渠道资源，拓宽了自身的渠道范围，加速了自身业务的发展。同时，信立传媒也可借助上市公司的融资能力，实现业务的快速

发展，进一步做大业务规模，提高自身竞争实力。因此，在信立传媒与上市公司的协同效应下，信立传媒将不断扩大业务规模，增加客户数量，降低客户集中度。

#### **（四）引入上市公司管理机制，提高抗风险能力**

本次交易完成后，上市公司将协助信立传媒加强管理制度建设、治理机制建设和内控体系建设。上市公司与信立传媒将加强管理制度和体系的对接，在营销管理、业务管理、运营管理及企业信息化等方面逐步融合。上市公司将加强标的公司在客户关系维护与拓展、对外宣传与交流、业务规划与实施等方面的管理能力，将其纳入到上市公司统一的管理系统中。随着管理能力的提升，标的公司的客户稳定性将进一步提高。

### **三、补充披露情况**

前述客户依赖风险已在报告书“重大风险提示/十四、标的公司对大客户依赖的风险”及“第十二节 本次交易的主要风险说明/十四、标的公司对大客户依赖的风险”中补充披露。

前述上市公司和标的公司应对大客户依赖风险的具体措施已在报告书“第四节 交易标的基本情况/六、主要业务情况/（六）销售情况”中补充披露。

**6、报告书披露，2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月，信立传媒的营业收入分别为 3.45 亿元、4.81 亿元和 3.36 亿元，净利润分别为 1659 万元、4604 万元和 4439 万元，毛利率分别为 13.6%、16.6%和 18.4%。请补充披露以下内容：**

**（1）2017 年 1-6 月的营业收入与 2015 年全年相当，而净利润大幅增加的原因及合理性；**

**（2）行业平均毛利率呈逐年下降趋势，而信立传媒的毛利率逐年提高的原因及合理性。**

**回复：**

**一、信立传媒净利润大幅增加的原因及合理性**

### **（一）2015 年净利润受计提股份支付影响**

2015 年 10 月，信立传媒增资 352.9412 万元，由舟山信传以货币形式认缴。舟山信传增资时，丁烈强认缴其 70.10% 的份额，其余合伙人主要为信立传媒的员工。此次增资着眼于信立传媒的长远发展，在员工自愿的基础上，以舟山信传为持股平台，以 3 元每注册资本的价格向信立传媒增资，以期充分调动员工积极性，信立传媒已根据实际情况对上述除实际控制人丁烈强之外的增资行为进行了股份支付的会计处理，故影响了当期净利润。

信立传媒 2015 年计提股份支付金额为 1,146.80 万元，增加当期管理费用 1,146.80 万元，当期净利润相应减少金额约为 1,146.80 万元。

### **（二）信立传媒的毛利率提高影响**

2017 年 1-6 月，信立传媒毛利率为 18.40%，较 2015 年度毛利率 13.60% 增长了 4.8 个百分点，主要系报告期内信立传媒业务规模不断扩大，业务模式逐步成熟，服务质量提升及服务内容的拓宽、采购策略有所优化等原因所致。按照 2017 年 1-6 月实现的收入 33,554.55 万元计算，由于毛利率的提升致使净利润的增加数约为 1,500.00 万元。

综上，虽然 2017 年 1-6 月与 2015 年度信立传媒实现营业收入相当，但信立传媒 2017 年 1-6 月实现净利润较 2015 年大幅增加是合理的。

### **（三）2017 年上半年净利润受企业所得税税收优惠政策影响**

根据财政部、国家税务总局《关于新疆喀什、霍尔果斯两个特殊经济开发区企业所得税优惠政策的通知》（财税[2011]112 号），2010 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对在新疆喀什、霍尔果斯两个特殊经济开发区内新办的属于《新疆困难地区重点鼓励发展产业企业所得税优惠目录》范围内的企业，自取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起，五年内免征企业所得税。信立传媒全资子公司新疆信立成立于 2015 年，经营范围主要是广告策划、广告设计、广告制作、代理国内广告。2016 年 5 月，新疆信立现已就企业所得税优惠事项向新疆维吾尔自治区霍尔果斯经济开发区国家税务局进行备案，并取得了《企业所得税优惠事项备案表（2016）年度》，目前新疆信立享受前述优惠政策，增厚了标的公司的业

绩。

## 二、毛利率逐年提高的原因及合理性

报告期内，信立传媒按业务类型的毛利率及收入占比如下表：

项目	2017 年 1-6 月		2016 年度		2015 年度	
	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比
电视媒体广告业务	19.09%	90.43%	17.59%	79.93%	13.49%	87.60%
其他广告业务	12.31%	9.57%	7.61%	20.07%	14.37%	12.40%
主营业务	18.44%	100.00%	15.59%	100.00%	13.60%	100.00%

2015 年度、2016 年度和 2017 年 1-6 月，信立传媒主营业务毛利率分别为 13.60%、15.59%和 18.44%；其中电视媒体广告业务毛利率分别是 13.49%、17.59%和 19.09%，其他广告业务毛利率分别为 14.37%、7.61%和 12.31%。2017 年 1-6 月，信立传媒综合毛利率较 2016 年提高 2.85 个百分点，2016 年综合毛利率较 2015 年提高 1.99 个百分点，毛利率提高主要系电视媒体广告业务毛利率提高，具体原因如下：

### （一）广告主青睐综艺娱乐节目的广告投放

近年来，随着广告植入模式及整合营销操作的逐渐成熟及我国综艺娱乐节目的热播，越来越多的广告主开始青睐于综艺娱乐节目的广告投放及品牌植入，其市场规模呈现迅速增长趋势。

2012 年，信立传媒就开始为客户提供内容营销策划服务，在电视媒体综艺节目内容营销上积累了丰富的经验。信立传媒合作的电视媒体主要为国内影响力较大、广告投放规模领先的一线卫视，如浙江卫视、湖南卫视、东方卫视和江苏卫视等。近年来，热门节目特别是现象级节目主要集中在一线卫视，因此一线卫视和热门节目特别是现象级节目的收视率和广告投入一直保持较好的水平。根据中国广视索福瑞媒介研究（CSM）52 城全天段测量数据，信立传媒向广告主提供内容营销服务的多款热门综艺节目均在 2016 年和 2017 年 1-6 月卫视综艺栏目收视率前 50 名内，如《来吧冠军》、《我们十七岁》、《熟悉的味道》、《蜜蜂少女队》、《旋风孝子》、《高能少年团》和《神奇的孩子》等。

随着热门综艺节目的热播及一线卫视的收视率不断提升，广告的曝光率提升及广告效果良好，广告主更加青睐综艺娱乐节目及一线卫视的广告投放，其广告投放预算增大；信立传媒借助其专注的细分市场的蓬勃发展，业务规模不断增大，行业知名度、服务能力及质量不断提升，毛利率也相应提升。同时，随着网络综艺节目的关注度不断上升及一线卫视之间的竞争加剧，媒体给予其客户的让利也不断增加，使得信立传媒报告期内毛利率不断提升。

## **（二）服务质量提升及服务内容的拓宽**

报告期内，信立传媒为客户提供策划创意、媒介策略和购买执行等全方位、多媒介的整合营销服务，业务模式逐步成熟，涉及整合营销的全案客户的广告业务占比不断提升，服务内容不断拓宽。报告期内，随着信立传媒创意策划及服务能力的不断提升，为广告主提供的服务范围进一步拓宽，服务质量不断增强，标的公司的毛利率也随之提高。

## **（三）采购规模效应带来采购议价能力进一步增强**

信立传媒一般是在媒体广告刊例价的基础上按照一定的折扣进行购买。通常情况下，媒体会综合考虑采购规模、投放客户、合作关系、付款时点和付款方式等各方面因素，给予广告客户适当的刊例价折扣或优惠。报告期内，信立传媒的业务规模逐年扩大，同时掌握了大量的优质客户资源，与媒体合作关系稳固，因此所享受的优惠折扣政策的力度加大，采购成本逐步降低。

同时，信立传媒根据客户的传播需求，对市场与媒体进行研究，为客户制定传播策略与媒介计划，对当季的热门综艺节目和电视剧的广告投放实行规模化、集中化的媒介谈判与购买，采购总量增加，使得信立传媒的议价能力增强，降低了采购成本，毛利率进一步提升。

## **（四）采购策略优化，采购成本降低**

信立传媒具有较强的项目预判、策划和执行能力，核心团队拥有丰富的行业经验，能够精准地把握广告行业热点动态。2016年起，信立传媒通过预判节目的收视率及影响力，预先采购相关电视广告资源。随着节目播出后收视率和影响



力的提高，电视台会根据广告市场的价格调节机制，向上调整广告刊例价格。因此信立传媒通过调整采购策略，锁定了低价的电视广告资源，毛利率进一步提升。

#### （五）同行业上市公司毛利率状况对比

证券简称	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度
省广股份	14.95%	18.12%	17.97%
龙韵股份	10.48%	10.11%	10.03%
引力传媒	7.99%	8.23%	7.34%
蓝色光标	21.31%	21.66%	27.55%
思美传媒	17.37%	11.09%	11.57%
电广传媒	22.86%	27.43%	31.20%
平均值	15.83%	16.11%	17.61%
信立传媒	18.44%	15.59%	13.60%

2015 年度、2016 年度和 2017 年 1-6 月，信立传媒主营业务毛利率分别为 13.60%、15.59%和 18.44%，与同行业上市公司平均毛利率无重大差异。

信立传媒专注于为客户提供全方位、多媒介的整合营销服务，其核心业务是提供电视媒介代理与内容营销相结合的电视媒体广告服务。与其他同行业上市公司相比，信立传媒主要专注于电视媒体广告行业，其业务模式、细分市场与互联网广告、4A 广告公司等其他类型的同行业上市公司不尽相同，因此毛利率也略有不同。另外，信立传媒秉承大客户战略，侧重于广告预算高、广告投放需求量大的汽车行业广告主，其客户结构与同行业上市公司有所不同，因此毛利率存在差异。2016 年、2017 年 1-6 月，由于一线卫视及热门综艺节目收视率表现强势、采购规模效应带来的媒体议价能力增强、媒体采购策略的变化等原因，信立传媒的毛利率呈上升趋势，具有合理性。

综上，报告期内信立传媒业务规模不断扩大，业务模式逐步成熟，服务质量提升及服务内容的拓宽、采购策略有所优化等原因，信立传媒的综合毛利率逐年上升具有合理性。

### 三、补充披露情况

上述内容已在重组报告书“第九节 董事会讨论与分析/四、交易标的财务状况及盈利能力分析/（二）信立传媒盈利能力分析”部分进行了补充披露。

**7、根据报告书披露，2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月，信立传媒的管理费用分别为 1642 万元、1253 万元和 606 万元。请补充披露信立传媒规模扩张而管理费用减少的原因及合理性。**

**回复：**

**一、信立传媒规模扩张而管理费用减少的原因及合理性**

截至 2017 年 6 月 30 日，根据立信会计师事务所出具的信会师报字[2017]第 Z150088 号的《审计报告》，信立传媒 2017 年 1-6 月、2016 年及 2015 年的管理费用为 605.93 万元，1,015.20 万元及 494.72 万元。其中，2016 年及 2015 年股份支付对应计提的管理费用分别为 238.00 万元及 1,146.80 万元。信立传媒规模扩张而管理费用减少的原因系由于股份支付产生的管理费用所致。剔除股份支付影响后，信立传媒 2015 年、2016 年及 2017 年简单年化的管理费用分别为 494.72 万元、1,015.20 万元及 1,211.87 万元，2016 年与 2017 年管理费用的增长率分别为 105.21%与 19.37%，呈逐年上升趋势，与信立传媒规模扩张的情形相符。

综上，2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月信立传媒规模扩张而管理费用减少系由股份支付所致。在剔除股份支付影响后，信立传媒不存在规模扩张而管理费用减少的情形，报告期内管理费用的变化具有合理性。

**二、补充披露情况**

前述内容已在报告书“第九节 管理层讨论及分析/四、交易标的财务状况和盈利能力分析/（二）信立传媒盈利能力分析”补充披露了信立传媒规模扩张而管理费用减少的原因及合理性。

**8、请补充披露信立传媒成立以来核心人员的变动情况、是否存在对核心团队的依赖情形、本次收购完成后稳定信立传媒核心团队的具体措施，并充分提示风险。**

**回复：**

## 一、信立传媒核心人员情况及其对核心人员的依赖程度

截至本回复出具之日，信立传媒核心人员具体情况如下：

序号	姓名	职位	分管业务	加入时间	是否直接/间接持股
1	丁烈强	董事长	信立传媒全面工作	2003 年	间接持股
2	吴国旦	副总经理兼客户部总监	业务工作	2006 年	间接持股
3	冯妍	媒介购买中心总经理	采购工作	2016 年	间接持股
4	邹咏凯	总经理	互联网业务	2016 年	间接持股
5	石毅	客户一部总监	市场工作	2008 年	间接持股
6	谢作津	客户二部总监	市场工作	2009 年	间接持股
7	邵屹瑾	客户三部总监	市场工作	2013 年	间接持股
8	钟旖珺	策划总监	创意策划	2014 年	间接持股

自信立传媒成立以来，标的公司核心人员变动主要由于新员工的加入，核心人员稳定，未发生重大变化。

信立传媒的核心人员具有多年的广告行业相关经历，拥有丰富的从业经验，为信立传媒持续发展提供了重要保证，是信立传媒维持核心竞争力的关键要素。同时，信立传媒经过多年经验积累及项目运作，获取了优质的客户资源及媒体渠道资源，从业务相对单一的广告公司发展成全方位、多媒介的整合营销服务提供商，形成了相对成熟稳定的业务模式、行业知名度、规范的管理制度及流程，标的公司的经营及未来发展对核心人员存在一定依赖性。

综上，信立传媒自成立以来，核心人员未发生重大变化；同时，信立传媒对核心团队具有一定的依赖性。

## 二、本次收购完成后稳定信立传媒核心团队的具体措施

为保证本次交易完成后信立传媒核心团队的稳定，采取的具体措施如下：

### （一）建设内部激励制度及团队文化

本次交易完成后，上市公司将采取积极措施维护标的公司现有员工和核心团队稳定，通过持续完善及细化业务考核目标、奖励措施、加强企业文化、健全人才培养制度及团队建设等途径来提升团队凝聚力，营造人才成长与发展的良好氛围，培养具有凝聚力的企业文化，增强上市公司对管理团队和核心人员的吸引力。

同时，信立传媒还将为经营管理团队培养或者引进更多优秀人才，以分散因核心人员变动而带来的经营风险，从而更好地保障标的公司管理团队和核心人员的稳定与发展。

## **（二）设置超额业绩奖励**

根据上市公司与橙思投资、信立投资及信传投资签订的《盈利预测补偿协议》之业绩奖励部分，若业绩承诺期（即 2017 年-2020 年，下同）届满时，在满足全部条件的情况下，上市公司同意将标的公司在业绩承诺期间累计实际净利润超过累计承诺净利润部分的 40%作为标的公司届时在任的管理层的业绩奖励，但业绩奖励总额累计不超过本次交易对价总额的 20%（即：15,300.00 万元）。详见报告书“第七节 本次交易主要合同/二、盈利预测补偿协议主要内容/（五）业绩奖励”。

## **（三）核心人员对竞业限制及竞业禁止的相关承诺**

### **1、业绩承诺人关于竞业限制及竞业禁止的承诺**

为保证标的公司持续发展和保持竞争优势，根据万润科技与交易对方签订《发行股份及支付现金购买资产协议》，业绩补偿义务人承诺，确保标的公司核心人员（即丁烈强、邹咏凯、吴国旦、冯妍、石毅、谢作津、邵屹瑾、钟旖珺）承诺在业绩承诺期内及业绩承诺期届满后三年内不离职，除非事先获得万润科技的书面同意。

业绩补偿义务人承诺，确保标的公司核心人员承诺在标的公司任职期间及离职后两年内（以下简称“竞业限制及禁止期间”），除经万润科技主导，与万润科技以共同出资设立企业等方式开展相关业务合作以外，在中国（包括香港、澳门及台湾）不自营、与他人合作经营或以任何其他方式经营与万润科技、标的公司、万润科技子公司及标的公司子公司相竞争的业务，包括但不限于在中国从事与万润科技、标的公司、万润科技子公司及标的公司子公司相同、相似或相关行业的投资、经营管理或咨询服务等业务；除在万润科技、标的公司、万润科技子公司及标的公司子公司任职以外，不得在中国的其他任何从事与万润科技、标的公司、万润科技子公司及标的公司子公司相同、相似或相关行业的投资、经营管

理或咨询服务等公司任职、兼职或担任任何形式的顾问，从而避免与万润科技、标的公司、万润科技子公司及标的公司子公司的同业竞争。

详见报告书“第七节 本次交易主要合同/一、发行股份及支付现金购买资产协议主要内容/（十）本次交易完成后标的公司的运作/2、竞业限制及竞业禁止”。

## **2、信立传媒核心人员关于竞业限制及竞业禁止的承诺**

信立传媒的核心人员（即丁烈强、邹咏凯、吴国旦、冯妍、石毅、谢作津、邵屹瑾、钟旖珺）作出如下承诺：

“本人承诺，在业绩承诺期内（即 2017 年-2020 年，下同）及业绩承诺期届满后三年内不离职，除非事先获得万润科技的书面同意。

本人承诺，在信立传媒任职期间及离职后两年内（以下简称“竞业限制及禁止期间”），除经万润科技主导，与万润科技以共同出资设立企业等方式开展相关业务合作以外，在中国（包括香港、澳门及台湾）不自营、与他人合作经营或以任何其他方式经营与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司相竞争的业务，包括但不限于在中国从事与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司相同、相似或相关行业的投资、经营管理或咨询服务等业务；除在万润科技、信立传媒、万润科技子公司及信立传媒子公司任职以外，不得在中国的其他任何从事与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司相同、相似或相关行业的投资、经营管理或咨询服务等公司任职、兼职或担任任何形式的顾问，从而避免与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司的同业竞争。”

## **3、信立传媒实际控制人关于竞业限制及竞业禁止的承诺**

为进一步保证核心团队的稳定性，信立传媒实际控制人丁烈强作出如下承诺：

“本人承诺，确保信立传媒核心人员（即丁烈强、邹咏凯、吴国旦、冯妍、石毅、谢作津、邵屹瑾、钟旖珺，身份证号码分别为 33900519761126\*\*\*\*、21021919720228\*\*\*\* 、 33041919820101\*\*\*\* 、 33010419781109\*\*\*\* 、 33062419791125\*\*\*\* 、 33032619810217\*\*\*\* 、 33010619820228\*\*\*\* 、

33010219831117\*\*\*\*，下同）在业绩承诺期内及业绩承诺期届满后三年内不离职，除非事先获得万润科技的书面同意。若前述人员违反该规定，由本人向万润科技承担赔偿责任。

本人承诺，确保信立传媒核心人员在信立传媒任职期间及离职后两年内（以下简称“竞业限制及禁止期间”），除经万润科技主导，与万润科技以共同出资设立企业等方式开展相关业务合作以外，在中国（包括香港、澳门及台湾）不自营、与他人合作经营或以任何其他方式经营与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司相竞争的业务，包括但不限于在中国从事与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司相同、相似或相关行业的投资、经营管理或咨询服务等业务；除在万润科技、信立传媒、万润科技子公司及信立传媒子公司任职以外，不得在中国的其他任何从事与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司相同、相似或相关行业的投资、经营管理或咨询服务等公司任职、兼职或担任任何形式的顾问，从而避免与万润科技、信立传媒、万润科技子公司、信立传媒子公司的同业竞争。否则，前述人员在竞业限制及禁止期间从事竞业限制及禁止行为所获得的收益（包括已经取得的收益或约定取得的收益）归信立传媒享有。如任何前述人员违反上述约定而给万润科技、信立传媒、万润科技子公司或信立传媒子公司造成损失的，本人将全额赔偿万润科技、信立传媒、万润科技子公司或信立传媒子公司因此遭受的一切损失。”

### 三、补充披露情况

前述风险已在报告书“重大风险提示/十六、专业人才和核心人员流失风险”及“第十二节 本次交易的主要风险说明/十六、专业人才和核心人员流失风险”中补充披露。

前述稳定信立传媒核心团队的具体措施已在报告书“第四节 交易标的基本情况/六、主要业务情况/（九）信立传媒核心管理团队”中补充披露。

9、近日，有媒体刊登题为《“商誉危机+财务疑点”，万润科技疯狂并购还要 GO ON 吗？》的文章，文章指出通过分析此次交易标的信立传媒的营收数

据与现金流和负债之间的关系，发现信立传媒存在虚增营业收入的可能。请你公司针对上述报道内容，补充说明信立传媒营业收入与现金流之间的勾稽关系是否合理。

回复：

信立传媒在经营过程中存在使用票据进行业务结算的情况，将收到的银行承兑汇票背书转让给供应商以支付采购款项，而这种结算方式并不影响信立传媒的现金流量，因此，信立传媒现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”科目未包括收到票据背书转让的金额。

信立传媒 2016 年及 2017 年 1-6 月收到客户票据明细如下：

单位：万元

客户名称	2016 年收到承兑票据	2017 年 1-6 收到承兑票据
广东省广告集团股份有限公司	6,831.19	4,660.84
广汽三菱汽车有限公司	503.54	500.00
比亚迪汽车销售有限公司	455.24	421.82
浙江美的制冷产品销售有限公司	403.00	-
浙江盛世欣兴格力贸易有限公司	401.00	117.60
珠海盛世欣兴格力贸易有限公司	96.00	-
合计	8,689.97	5,700.25

信立传媒 2016 年及 2017 年 1-6 月将收到的承兑汇票背书转让给供应商明细如下：

单位：万元

供应商名称	2016 年背书承兑票据	2017 年 1-6 背书承兑票据
浙江广播电视集团浙江卫视	7,610.05	5,700.25
喀什蓝色火焰文化传媒有限公司	975.92	-
宁波广播电视广告有限公司	51.00	-
杭州文化广播电视	40.00	-
杭州电视台西湖明珠频道	13.00	-
合计	8,689.97	5,700.25

因此，信立传媒在 2016 年度将收到的承兑汇票背书转让给供应商进行采购的金额为 8,689.97 万元，2017 年 1-6 月金额为 5,700.25 万元，根据信立传媒

2015 年、2016 年及 2017 年 1-6 月的审计报告，间接法下计算得出“销售商品、提供劳务收到的现金”情况如下：

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度
营业收入	33,554.55	48,144.90
增值税（6%）	2,013.27	2,888.69
应收账款期初余额	13,417.66	7,137.71
应收账款期末余额	24,045.10	13,417.66
预收账款期末余额	1,906.05	723.81
预收账款期初余额	723.81	142.05
收到票据背书转让金额	5,700.25	8,689.97
<b>间接法下销售商品、提供劳务收到的现金小计</b>	<b>20,422.36</b>	<b>36,645.43</b>
<b>现金流量表中体现的销售商品、提供劳务收到的现金</b>	<b>20,321.63</b>	<b>36,704.28</b>
差异	-100.72	58.86
差异率	-0.50%	0.16%

注：间接法下销售商品、提供劳务收到的现金=利润表中营业收入×（1+6%）+（应收账款期初余额－应收账款期末余额）+（预收账款期末余额－预收账款期初余额）-本期背书转让票据

综上，由于信立传媒收到客户的银行承兑汇票后背书给供应商，未涉及现金流入流出，故信立传媒在编制现金流量表时“销售商品、提供劳务收到的现金”及“购买商品、接受劳务支付的现金”未考虑收到票据背书给供应商的情况。因此，信立传媒销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入、应收账款、预收账款、应收票据勾稽关系合理。

深圳万润科技股份有限公司

2017 年 9 月 15 日