

中联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所《关于对大连三垒机器股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）【2018】第 11 号）相关问题之核查意见

深圳证券交易所中小板公司管理部：

大连三垒机器股份有限公司（简称“三垒股份”）于 2018 年 6 月 20 日收到了贵部出具的《关于对大连三垒机器股份有限公司的重组问询函》（中小板重组问询函（不需行政许可）【2018】第 11 号，以下简称“问询函”），针对问询函中需资产评估机构反馈并出具核查意见的事项，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交易所反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本核查意见。

3、根据《预案》，美杰姆预估值为人民币 330,720.48 万元，账面价值为 8,551.86 万元，评估增值 322,168.62 万元，增值率 3,766.04%。请你公司补充披露以下内容，请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见：

(1)结合美杰姆未来业绩持续增长能力、客户可持续性 & 拓展预期等因素，并结合同行业可比公司市盈率等估值情况，说明美杰姆评估增值较高的原因和合理性。

本次预估过程中，评估机构对标的公司采用收益法和市场法预估，并以收益法评估结果作为最终预估结论。美杰姆预估值为人民币 330,720.48 万元，账面价值为 8,551.86 万元，评估增值 322,168.62 万元，增值率 3,766.04%。标的公司预估增值较高的原因主要是由于：

### 1.标的公司未来业绩持续增长能力

#### (1) 标的公司所处行业市场前景广阔

标的公司主要从事婴幼儿早期教育服务，随着新一代家长对子女早期教育的重视、国家关于生育政策的不断放开、中国城镇化率的逐年攀升及城镇家庭人均可支配收入的提高，单位家庭对学龄前婴幼儿的早期教育投资支出越发提高。根据新浪发布的《2017 中国家庭教育消费白皮书》：学龄前的教育投入占的比重越来越重要，基本与大学的支出一样，学前教育消费占家庭年收入 26.39%。此外，根据 2017 年 12 月北京大学中国教育财政科学研究所正式发布的针对家庭教育支出的全国家庭跟踪调查数据（调查包括 0-3 岁幼儿早教）：学前阶段，全国家庭教育支出平均为 6556 元/年，农村为 3155 元/年，城镇为 8105 元/年。

按上述相关机构调研数据，及我国目前超过 1 亿的 0-6 岁婴幼儿，学前教育阶段的市场规模可达数千亿元，且随着国内家庭对婴童教育的重视以及家庭收入水平的不断增加，将会对创造更大的早期教育市场。

#### (2) 标的公司具备知名的品牌优势

1983 年，“美吉姆”早教品牌创立于美国加利福尼亚，该品牌自成立以来已持续运营了近 35 年。

目前在全球 31 个国家和地区已经开设了儿童教育中心，在全球早教领域拥

有一定的品牌知名度。2009年，“美吉姆”早教进入中国，依托先进的教学理念、优质的课程及完善的服务体系，在国内快速扩张，品牌知名度逐步提升，多次在腾讯网、新浪网等机构举办的儿童教育品牌评选中获得荣誉，成为国内早教领域领先品牌。此外，根据《中国早教蓝皮书》及国内媒体关于早教机构的相关报道，“美吉姆”品牌在2017年、2018年国内早教机构排名中均处于行业前列，被视为早教细分行业中2个处于龙头地位的早教品牌之一。

截至2018年6月30日，“美吉姆”早教中心在大陆地区已签约加盟商达到392家，较2017年底和2016年底分别增加了52家、144家。

上述因素说明，从美杰姆运营的“美吉姆”品牌在中国大陆地区的发展速度，以及其所处的前景广阔的行业市场来看，存在着驱动美杰姆未来业绩持续增长的可利因素，为美杰姆业绩持续增长的能力提升提供了合理支撑。

## **2.标的公司与加盟中心之间的合作具有良好的持续性**

“美吉姆”早教中心加盟期限通常为5年一个加盟周期，在加盟期限届满后，加盟中心可请求继续加盟并缴纳新的周期加盟费。同时，标的公司根据与加盟中心的合作情况及加盟中心的运营情况进行决定是否予以新的加盟周期授权。

自2010年“美吉姆”品牌开展加盟业务以来，2010年-2012年签约的加盟中心已满足5年的加盟期限。经标的公司统计及预估阶段评估人员的核查了解：2010年-2012年签约的加盟早教中心数量分别为24个、29个、21个，截至2018年6月，前述到期的早教中心尚在运营的数量分别为20个、27个、20个，相应地关店率分别为16.67%、6.90%和4.76%，呈逐年递减趋势。此外，2013年以来签约的未满足5年加盟周期的加盟中心，目前均与标的公司保持着持续合作关系。

因此，标的公司与加盟中心之间的合作关系可持续性较好，有利于标的公司业绩的持续稳定增长。

## **3.标的公司未来拓展空间较大**

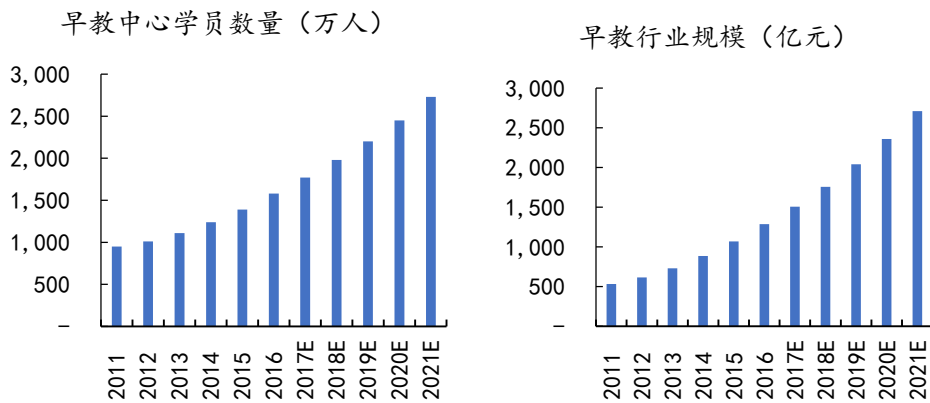
### **(1) 早教市场渗透率较低，未来增长空间较大**

2013~2017年，我国新生婴儿数量累计达到8,491万人，假设2018年新生婴儿数量与2017年新生婴儿数量(1,723.00万)持平，则目前我国处于0-6岁婴幼儿数量合计约10,214.00万人，早教市场人口基数规模十分庞大。

根据红黄蓝教育（RYB Education, Inc）的招股说明书，2016年全国早教中心大约有6万家，市场规模达到1,286亿，报名学员人数1,580万，相比适龄儿童约1亿人的基数，总体渗透率较低，仅15.79%。

根据搜狐母婴频道早教行业观察相关文章的报道：日本90%以上家庭使用早教，韩国超过80%，台湾地区也超过67%。因此，相比周边发达国家或地区，我国早教市场渗透率仍然较低，未来具有较大的增长空间。

根据红黄蓝教育（RYB Education, Inc）的招股说明书，我国未来早教市场增长前景如下：



数据来源：红黄蓝教育（RYB Education, Inc）招股说明书

## （2）“美吉姆”早教中心拓展空间较大

截至2017年底及2018年6月30日，“美吉姆”早教中心在全国的分布情况如下表所示：

城市级别	2017年12月31日	2018年6月30日
一线城市（4个）	62	73
二线城市（45个）	178	204
三线及以下城市（289个）	100	115
<b>合计</b>	<b>340</b>	<b>392</b>

根据目前单一城市早教中心的数量情况，“美吉姆”早教中心在各区域的拓展空间较大，为美杰姆的快速扩张提供了有利支撑。

## 4. 同行业可比交易及可比公司情况

### （1）可比交易案例估值水平对比

标的公司主要从事婴幼儿早教培训服务，目前市场早教企业交易案例较少。以下案例中，除爱乐祺主要从事早期教育培训服务外，红缨教育、金色摇篮、江苏童梦和可儿教育主要从事幼儿园连锁运营，乐博教育主要从事针对儿童的机器人培训服务，学员群体与早教行业较为接近且经营模式（“直营+加盟”）较为类似，具有一定可比性。最近三年，早教行业及相近市场发生的并购交易情况如下：

单位：万元

序号	案例名称	基准日	股权比例（%）	股权价值	交易价格	预测第一年动态市盈率
1	威创股份收购红缨教育	2014/12/31	100.00	52,040.00	51,999.84	15.77
2	威创股份收购金色摇篮	2015/7/31	100.00	87,538.19	85,700.00	16.17
3	盛通股份收购乐博教育	2015/12/31	100.00	43,005.44	43,000.00	18.79
4	秀强股份收购江苏童梦	2016/10/31	65.27	27,466.02	17,850.69	15.19
5	威创股份收购可儿教育	2017/5/31	70.00	55,061.50	38,500.00	14.30
6	电光科技收购爱乐祺	2017/6/30	27.79	30,996.76	8,614.00	18.23
<b>本次交易</b>		<b>2017/12/31</b>	<b>100.00</b>	<b>330,720.48</b>	<b>330,000.00</b>	<b>18.41</b>

本次交易的动态市盈率为 **18.41**，处于可比交易估值区间范围内。

## （2）可比公司估值水平对比

截至目前，A股教育相关公司的估值情况如下：

单位：万元

序号	证券简称	公司名称	市值（2018年6月26日）	2017年度净利润	PE
1	002308.SZ	威创股份	749,147.13	19,131.12	39.16
2	300160.SZ	秀强股份	247,472.64	11,675.44	21.20
3	000526.SZ	紫光学大	271,077.81	2,258.00	120.05
4	300359.SZ	全通教育	450,612.23	10,155.73	44.37
5	002638.SZ	勤上股份	504,203.61	9,801.67	51.44
6	600661.SH	新南洋	685,424.80	10,447.06	65.61
7	002261.SZ	拓维信息	487,571.63	6,621.53	73.63

序号	证券简称	公司名称	市值(2018年6月26日)	2017年度净利润	PE
8	603377.SH	东方时尚	1,054,872.00	22,235.62	47.44
平均值					57.86
中位数					49.44
美杰姆			330,720.48	8,509.35	38.87

本次交易,美杰姆静态市盈率 38.87,低于 A 股教育相关上市公司估值水平。

综上,通过对美杰姆未来业绩持续增长能力、客户可持续性、拓展预期及同行业可比交易和可比公司市盈率的分析,标的企业预估增值具有一定的支撑因素且估值结果具有一定的合理性。

**(2) 结合与同行业可比早教企业在课程制定、教学方法、定价、师资等方面的对比,说明美吉姆的核心竞争力。**

### **1.美吉姆品牌底蕴深厚,久经市场考验**

美吉姆品牌于 1983 年在美国成立,35 年来专注于儿童早教领域,并不断完善和丰富课程体系,为适龄儿童家庭提供科学、专业的早期教育课程和服务。目前全球范围内已有 30 个国家和地区开设了美吉姆国际儿童教育中心,美吉姆早已成为极具国际竞争力的早期教育品牌。因此,与其他成立期限较短的国内及国际品牌相比,美吉姆品牌具有先发优势。

2009 年,美吉姆来到中国并于 2010 年开展加盟业务,迅速占领了中国早教的高端市场。经过短短 3 年的发展,美吉姆(中国)的会员人数就突破了 10 万人,并在此后的几年中持续保持稳步快速的增长。截止到 2018 年 6 月 30 日,全国共有 392 家美吉姆国际儿童教育中心遍布全国 29 个省、市和地区,美吉姆的品牌影响力逐年提升,成为越来越多中国家庭的首选早教品牌。

### **2.美吉姆早教中心课程内容设置科学合理,教学体系成熟完备**

截至目前,美吉姆早教中心开设欢动课、艺术课、音乐课三类课程,课程内容及教学体系源于知名品牌,其科学性经过长期实践检验,与其他早教中心相比,课程内容及教学质量能够得到保障。

**1) 欢动课的内容设置科学,结合定制化教具,让学员始终享受高品质的课程服务**

美吉姆欢动课的课程设置，基于社会学、生理学、儿童心理学、运动学等科学研究成果，依从儿童脑部发育规律及重要生理发育指标进行结构性内容设置和教具搭配，并根据儿童不同阶段专注力、运动能力特点进行适龄的内容安排分为学阶一（6周~6个月），学阶二（7~13个月），学阶三（14~22个月），学阶四（23个月~2.5岁），学阶五（2.5~3.5岁），学阶六（3.5~4.5岁），学阶七（4.5~6岁）共7个学阶，符合儿童生理和心理发展特点，并与时俱进地进行持续更新和完善。

授课过程中，独有的定制化教学设备是由美吉姆品牌创始人—威廉·凯普林（William Caplin）和雅可夫、苏西·谢尔曼夫妇（Yakov & Susi Sherman）运用在儿童早期教育、运动机能学、体育、舞蹈以及体操领域的专业经验开发形成，从形状设计到材料的选用兼顾了对孩子全方位训练的功能性和挑战性以及使用过程中的安全性。

同时，美吉姆的课程内容全球同步并持续更新，美杰姆会对所有中心的课程质量和教师的授课水平进行持续地检测和评估，确保每一位会员从始至终都能享受到统一品质的课程服务。

## **2) 艺术课课程内容优质**

美吉姆 Art in Our World 世界艺术课程采用 Abrakadoodle 艾涂图的教学体系和原版课程，强调“过程艺术”以及“艺术没有对错之分”，鼓励儿童在艺术实践中探索、发现、学习，培养儿童对艺术的热爱，激发他们的想象力和创造力。

艾涂图是美国专业的、极具综合性的儿童视觉艺术教育机构，课程符合《美国国家视觉艺术教育标准》。

## **3) 音乐课程历史悠久，内容丰富多样**

美吉姆音乐课是以培养儿童音乐基本能力为目的的家庭音乐课，采用美国领先、专业的、拥有30多年历史的儿童早期音乐教育品牌—Music Together 的课程体系和原版课程。

Music Together 有着31年的历史，课程内容涉及了美国、英国、法国、希腊、俄罗斯、西班牙、日本、中国、非洲等各个国家和地区传统的民歌，以及来自各个国家优美动听的童谣，更有古典音乐、非洲音乐、百老汇音乐、爵士音乐，摇滚音乐、布鲁斯、拉丁音乐、福音音乐等多种音乐风格，音乐创作的调式、风格

以及英文歌词的难易程度适合 0-6 岁儿童的认知水平，给儿童带来丰富的音乐体验，帮助孩子培养音乐基本能力。

### 3.美吉姆早教中心致力于为学员提供高品质的服务

作为高端的早教品牌，美吉姆致力于为会员家庭提供一流水平的服务，在定价方面处于行业较高或最高的水平。一方面，中心选址均为城市优质商圈，毗邻高端人群居住区，具有成熟完备的配套设施；另一方面，全球美吉姆国际儿童教育中心的装修设计、教具配置，均严格遵循统一的标准，确保全球范围内的会员都能享受高品质的服务。

### 4.美吉姆早教中心择优筛选教师，执行严格的培训流程

美吉姆早教中心在选拔教师时十分注重教师对孩子的热爱，并要求满足大学本科毕业、具有极强的模仿能力和表演能力、较高英语水平等一系列指标。同时，美杰姆建立了完善的教师培训和评估体系，只有经过长时间的严格培训和考核老师才可以上岗。上岗后，美杰姆会对老师的课程效果和课堂表现进行检测和评估。确保老师的表现始终保持在比较高的水准。

### 5.美杰姆拥有标准化、规范化的业务管理体系

美吉姆早教中心都要遵守美吉姆标准管理模式以及精细化的运营规范。全国范围内的数百家美吉姆早教中心，均由美杰姆统一管理、严格培训，并持续提供运营等各方面支持，保证所有会员都能享受统一的、高品质的客户服务。

美吉姆与其他早教品牌的相关情况如下：

序号	品牌	LOGO	成立时间	课程介绍	价格
1	美吉姆		1983 年在美国设立，2009 年进入中国	历史悠久的美国早教品牌，主打欢动课程，同时开设艺术课和音乐课。	约 2.20 万元 /96 课时
2	金宝贝		1976 年在美国成立，2003 年进入中国	美国的早教品牌，主打“Sweet-Strong-Smart”3S 教学体系，课程包括育乐课程、音乐课程、艺术课程、环球宝贝、生活技能、学校技能共六类。	约 2.20 万元 /96 课时



序号	品牌	LOGO	成立时间	课程介绍	价格
3	红黄蓝		1998年成立	主营幼儿园、亲子园，旗下有早教品牌竹兜育儿，以IP动漫形象配合绘竹兜育儿套装（本书、认知书、手工书、益智玩具、竹兜影音、竹兜儿歌、家庭环境教育材料/DIY道具、父母用书）进行教学。课程按年龄阶段进行划分为7个月-1岁、1岁-2岁、2-3岁、3岁以上。	约0.9万元/96课时
4	悦宝园		2004年在美国成立，2009年进入中国	以创造力和个性发展为特点的纯美式教育让新世纪的中国宝宝得到全面发展，双语学习环境。课程包括悦宝灵动、悦宝创意、悦宝韵律、悦宝英语四大类。	约1.60万元/72课时
5	新爱婴		2003年成立	以全球闻名的蒙台梭利教学系统为基础，课程体系按照学习内容分为：全能宝贝、儿童之家、爱乐音乐、蒙氏数理、奥尔夫音乐、成功宝贝、蒙氏美育；	120-150元/课时
6	亲亲袋鼠		1982年在澳大利亚成立，2004年进入中国	澳洲的早教品牌，其课程研发团队均为医生、心理学家及教育工作者；课程理论程度高，专业性强，相比起金宝贝脑神经课程环节更为丰富。课程包括：亲亲脑力课、亲亲美术课、亲亲厨艺课、亲亲音乐课、瑞德英语课程。	约2万元/100课时

(3) 请补充披露收益法评估的核心参数选取情况、市价法的评估过程及市价法的评估结果。

### 一、收益法评估的核心参数选取情况

#### (一) 现金流预测

本次预估，评估机构使用企业自由现金流量作为被评估单位投资性资产收益指标，其基本定义为：

$$R = \text{净利润} + \text{折旧摊销} + \text{扣税后付息债务利息} - \text{追加资本}$$

#### 1. 营业收入预测

美杰姆营业收入包含授权加盟费收入、权益金及推广基金收入、产品销售收入、直营中心售课收入、以及向加盟中心提供运营支持等其他业务收入。报告期内，美杰姆营业收入情况如下：

单位：万元

项目名称	2016年	2017年
主营收入 1-加盟费收入	-	192.01
主营收入 2-权益金及推广基金	6,139.75	12,236.59
主营收入 3-产品销售	3,903.73	7,960.24
主营收入 4—直营中心	-	38.36
主营收入 5—其他收入	1,676.18	1,235.83
<b>主营业务收入合计</b>	<b>11,719.66</b>	<b>21,663.03</b>

### (1) 加盟费收入预测

加盟费收入是指加盟中心因加盟“美吉姆”早教品牌而缴纳的一次性初始加盟费，加盟费主要受新增加盟中心数量及续约加盟中心数量及加盟费单价等因素的影响。本次预测，考虑新增加盟中心加盟费收入和续约加盟中心加盟费收入，其计算公式为：

新增加盟中心加盟费收入 = 当期新增加盟中心数量 × 0.5 × (12 × 签约加盟费单价 / 60) / (1 + 增值税率)

续约加盟中心加盟费收入 = 历史期加盟中心数量 × 12 × (签约加盟费单价 / 60) / (1 + 增值税率)

新增加盟中心数量的预测主要基于行业情况（如：早教行业发展前景、婴童数量增加、新一代婴童父母理念转变、教育消费升级等）、美吉姆品牌行业地位、现有中心数量以及历史期间加盟中心增加情况，具体如下：

单位：个

新增中心数量	城市级别	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
	一线	12	12	12	12	12	8
	二线	48	44	44	44	40	40
	三线及以下	28	28	28	24	20	12
总计		<b>88</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>80</b>	<b>72</b>	<b>60</b>

加盟费单价根据目前各城市级别的收费标准确认，预测期内的情况如下：

单位：万元

城市级别	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
一线	50	50	50	50	50	50

城市级别	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
二线	40	40	40	40	40	40
三线及以下	30	30	30	30	30	30

续约加盟中心的加盟费根据已签订的加盟协议确定，加盟协议到期后的加盟费单价以原加盟单价及上表所中的加盟费收费标准较高者确定。

历史期内，美杰姆加盟中心到期后续约率较高且呈上升趋势，关店量逐渐减少。本次预估，根据历史期关店数量情况，加盟期满后考虑一定的关店率。

基于上述考虑，则 2018-2023 年美杰姆加盟费收入如下：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
新增加盟费	316.98	301.89	301.89	290.57	264.15	222.64
续约加盟费	2,241.67	2,894.45	3,544.82	4,202.94	4,829.07	5,431.32
关店加盟费减少	0.00	5.66	11.32	22.64	39.62	62.26
<b>加盟费收入总计</b>	<b>2,558.65</b>	<b>3,190.68</b>	<b>3,835.39</b>	<b>4,470.87</b>	<b>5,053.60</b>	<b>5,591.70</b>

## (2) 权益金&推广基金收入预测

权益金&推广基金收入指加盟早教中心在加盟期间按其营业额的 9% 向美杰姆持续缴纳的服务费用，其计算公式如下：

权益金&推广基金收入 = 当期营业中心数量 × 单中心平均学员量 × 学员平均缴费额 × (1 - 退费率) × 9% / (1 + 增值税率)

报告期内，美杰姆收取的权益金&推广基金情况如下：

单位：元

城市级别	项目	2016年	2017年
一线	全年开业中心量	42	50
	会员单价	16,000.00	18,000.00
	单中心会员	726.00	720.00
	退费率	6.20%	6.92%
二线	全年开业中心量	115	156

城市级别	项目	2016 年	2017 年
	会员单价	12,500.00	13,600.00
	单中心会员	522.00	563.00
	退费率	5.50%	6.62%
三线及以下	全年开业中心量	<b>54</b>	<b>83</b>
	会员单价	10,700.00	11,600.00
	单中心会员	336.00	403.00
	退费率	4.30%	4.97%
总计	权益金比率	<b>9%</b>	<b>9%</b>
	权益金收入(万元)	<b>6,139.75</b>	<b>12,236.59</b>

### ①当期营业中心数量

当期营业中心数量是指开业期满 1 年的中心数量，根据已开业中心数量和新增开业中心数量进行折算确定。

预测期内，期初已开业的中心，按 12 个月计算权益金&推广基金，对当期营业中心数量贡献为 1。2015 年-2017 年，新增加盟中心当期开业率约为 50%。因此，假设预测期内每年新增中心的当期开业率为 50%，则当期新增中心对当期营业中心数量贡献为 0.25，对下一年营业中心数量贡献为 0.75。

### ②单中心平均学员量、学员平均缴费额、退费率

根据报告期内会员单价变化情况、不同级别城市中单店会员变化情况，并结合管理层预测、人均可支配收入的增长、教育消费升级及早教行业未来发展趋势等因素。按照报告期内变化情况，对于预测期内单中心平均学员量、学员平均缴费额考虑一定的变化。预测期内退费率按 2017 年退费率确定。

单位：元

会员费单价	2016 年	2017 年	变化率
一线	16,000.00	18,000.00	12.50%
二线	12,500.00	13,600.00	8.80%
三线	10,700.00	11,600.00	8.41%
单中心会员量	2016 年	2017 年	变化率
一线	726.00	720.00	-0.83%
二线	522.00	563.00	7.85%

三线	336.00	403.00	19.94%
<b>退费率</b>	<b>2016年</b>	<b>2017年</b>	<b>变化率</b>
一线	6.20%	6.92%	11.61%
二线	5.50%	6.62%	20.36%
三线	4.30%	4.97%	15.58%

综上，权益金&推广基金收入预测情况如下：

级别	年度	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
一线	全年开业中心量(个)	60	75	87	99	111	122
	会员单价(元)	18,900.00	19,850.00	20,840.00	21,880.00	22,970.00	23,900.00
	单店会员(人)	720.00	714.00	708.00	702.00	696.00	690.00
	退费率	6.92%	6.92%	6.92%	6.92%	6.92%	6.92%
	缴费总额(万元)	75,997.96	98,941.01	119,483.13	141,538.96	165,177.01	187,267.84
二线	全年开业中心量(个)	178.5	223.5	267	308.5	348	385
	会员单价(元)	14,280.00	14,990.00	15,740.00	16,530.00	17,360.00	18,100.00
	单店会员(人)	586.00	609.00	627.00	646.00	665.00	678.00
	退费率	6.62%	6.62%	6.62%	6.62%	6.62%	6.62%
	缴费总额(万元)	139,481.92	190,524.28	246,057.95	307,619.89	375,149.59	441,187.16
三线及以下	全年开业中心量(个)	97.5	126	154	181	205	224
	会员单价(元)	12,180.00	12,790.00	13,430.00	14,100.00	14,810.00	15,400.00
	单店会员(人)	419.00	436.00	449.00	462.00	476.00	490.00
	退费率	4.97%	4.97%	4.97%	4.97%	4.97%	4.97%
	缴费总额(万元)	47,285.36	66,771.07	88,247.78	112,047.04	137,333.54	160,629.59
总计	缴费额合计(万元)	262,765.24	356,236.36	453,788.86	561,205.89	677,660.14	789,084.59
	权益金比率	9%	9%	9%	9%	9%	9%
	权益金收入(万元)	22,310.26	30,246.48	38,529.24	47,649.56	57,537.18	66,997.75

### (3) 产品销售收入

#### ① 教具销售收入

教具销售收入指早教中心向美杰姆采购教具而形成的收入。根据《加盟协议》，加盟中心应在其开业前、根据位于授权地址的特许经营机构的教室类型和数量，从美杰姆或美杰姆指定处购买完整的教具。

该部分业务收入主要受购买教具的加盟中心的欢动课教室数量、教具销售单

价影响，计算公式为：

$$\text{教具销售收入} = \text{教具销售单价} \times \text{当期购买教具的中心数量} / (1 + \text{增值税率})$$

#### A、当期购买教具的中心数量

根据历史数据，大部分当期新增的中心均于当期购买教具，部分中心于次年购买。按每个中心 2 个欢动教室、单价 58.70 万元（含税）考虑，报告期内当期购买教具的中心占比约为 93%。

当期购买教具的中心数量 = 当期新增加盟中心数量 × 教具销售比例 + 上期新增加盟中心数量 × (1 - 教具销售比例)

#### B、教具销售单价

报告期内，美杰姆每套教具销售单价为 58.70 万元（含税），预测期内教具销售单价参照报告期情况确定。

综上，产品教具销售收入预测情况如下：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售收入	4,402.50	4,250.69	4,250.69	4,048.28	3,694.05	3,086.81
销售数量	87.00	84.00	84.00	80.00	73.00	61.00
新店数量	88.00	84.00	84.00	80.00	72.00	60.00
教具单价（套）	58.70	58.70	58.70	58.70	58.70	58.70

#### ②非教具产品销售收入

非教具产品销售是指美杰姆设计或批准、与专有标记相关联的、供加盟中心使用、销售的产品或服务。这些产品和服务包括设备、衣服、玩具、食品及其他产品和服务等。

非教具产品销售收入根据美杰姆对单一加盟中心平均销售额、预测期内当期营业中心数量进行预测。

2016-2017 年，美杰姆对单一中心平均销售额分别为 10.57 万元和 21.02 万元（2 年平均约 16 万元），预测期内单一中心销售额按照 16 万元进行预测，当期营业中心数量按照签约情况进行预测。

综上，非教具产品销售收入预测情况如下：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
销售收入	4,634.48	5,855.17	7,006.90	8,117.24	9,158.62	10,082.76
开业中心量	336.00	424.50	508.00	588.50	664.00	731.00
单中心销售额	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00

#### (4) 其他服务收入

##### ①设计费收入

设计费收入是指美吉姆为加盟中心开业设计提供服务而获得的收入。根据《加盟协议》，加盟中心或其投资人应在其加盟中心开业前按照美吉姆设计标准进行加盟中心的设计、装饰、布局，美吉姆向加盟中心收取一定的设计费。一线中心按 50 元/m<sup>2</sup>收取设计费，二线中心按 40 元/m<sup>2</sup>收取设计费，三线中心按 30 元/m<sup>2</sup>收取设计费。报告期内，美杰姆新增加盟中心面积平均约 730 m<sup>2</sup>。

综上，设计费收入根据上述收费标准、单店中心面积，以及新增中心数量进行预测。

##### ②邮箱服务费收入

邮箱服务费是指美杰姆向加盟中心收取的邮箱使用费，收费标准为一、二线城市每个中心 2200 元/年，三线及以下城市每个分中心 1600 元/年，该费用为持续性收费，按年收取。

综上，邮箱服务费收入根据上述收费标准、当期营业中心数量进行预测

##### ③CRM 使用费

CRM 系统使用费是美杰姆向每个分中心收取的系统使用费收入，其收费标准为：开设 20 个以内使用账户，使用费为 8000 元/年；若超出 20 个账户，则超出部分数量按 400 元/个/年额外收取。2017 年，单中心平均 CRM 使用费约为 8,002.00 元。

综上，CRM 使用费根据上述单中心平均费用、当期加盟中心数量进行预测。

##### ④培训费收入

除了正式开业前的初始免费培训，美杰姆后续每年都会进行一次或多次的更新培训计划，美杰姆会对这些更新培训计划向加盟中心收取相应的培训费用。

培训费收入主要参考美杰姆历史期平均单中心贡献的培训费、未来期实际运营中心数量，计算得到预测期培训费收入。

#### ⑤其他收入

美杰姆历史期还会根据具体情况向加盟中心收取手册款、音乐器材款、罚款等其他收入。该业务收入主要参考美杰姆报告期单中心平均贡献额、当期营业中心数量进行预测。

综上，其他收入预测情况如下：

单位：万元

序号	收入类型	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
1	设计费	231.40	220.38	220.38	212.11	192.83	162.53
2	邮箱使用费	64.22	80.97	96.72	111.90	126.21	139.04
3	CRM 服务费	253.65	320.46	383.49	444.26	501.26	551.84
4	培训费	840.00	1,061.25	1,270.00	1,471.25	1,660.00	1,827.50
5	其他	196.53	248.29	297.13	344.22	388.38	427.57
收入合计		<b>1,585.80</b>	<b>1,931.35</b>	<b>2,267.72</b>	<b>2,583.74</b>	<b>2,868.68</b>	<b>3,108.48</b>

#### (5) 直营中心课程销售及商品销售收入

标的公司拥有北京朝阳合生汇中心、沈阳恒隆中心 2 个直营中心，直营中心收入主要为售课收入和产品销售收入。

合生汇中心于 2017 年 9 月开业、恒隆中心 2018 年 1 月开业，二者历史期经营数据较为缺乏。预测中，标的企业对合生汇中心售课收入参考了北京地区 2016 年开业的中心在 2017 年的经营数据；对恒隆中心，参考了沈阳地区已开业美吉姆早教中心的经营数据。对于二者的商品销售，参考了美杰姆产品销售预测数据。

综上，朝阳合生汇中心、沈阳恒隆中心的收入预测结果如下表所示。

项目		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
课程销售	会员单价（元）	19,600.00	20,600.00	21,630.00	22,710.00	23,620.00	23,620.00



	单店会员（人）	744.00	744.00	744.00	744.00	744.00	744.00
	退费率	4.42%	4.42%	4.42%	4.42%	4.42%	4.42%
	<b>收入总额（万元）</b>	<b>1,393.79</b>	<b>1,464.90</b>	<b>1,538.14</b>	<b>1,614.94</b>	<b>1,679.65</b>	<b>1,679.65</b>
课程销售 —恒隆	会员单价（元）	12,300.00	12,900.00	13,550.00	14,090.00	14,510.00	14,510.00
	单店会员（人）	672.00	672.00	672.00	672.00	672.00	672.00
	退费率	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	<b>收入总额（万元）</b>	<b>760.44</b>	<b>797.53</b>	<b>837.72</b>	<b>871.10</b>	<b>897.07</b>	<b>897.07</b>
课程销售	<b>收入合计（万元）</b>	<b>2,154.23</b>	<b>2,262.43</b>	<b>2,375.86</b>	<b>2,486.04</b>	<b>2,576.72</b>	<b>2,576.72</b>
商品销售	中心数量（个）	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	单店销售额（万元）	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00	16.00
	销售收入（万元）	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
<b>中心收入合计（万元）</b>		<b>2,186.23</b>	<b>2,294.43</b>	<b>2,407.86</b>	<b>2,518.04</b>	<b>2,608.72</b>	<b>2,608.72</b>

## 2. 营业成本预测

营业成本包含教具产品、非教具产品采购相关成本，向艾土图、Music Together 支付的服务费及视同捐赠行为产生的成本。报告期期内，营业成本如下：

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年
商品销售成本	3,104.70	4,808.55
服务费	955.00	897.97
视同捐赠成本	176.56	124.54
<b>主营成本合计</b>	<b>4,236.26</b>	<b>5,831.06</b>

商品销售成本主要是教具采购相关成本，主要结合报告期内的经营毛利情况进行预测。服务费根据双方签订的协议及可能产生的税费进行预测。视同捐赠行预计不再发生，预测不予考虑。综上，营业成本预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
产品销售成本	5,331.82	5,962.46	6,641.98	7,177.66	7,583.08	7,770.05
服务费	491.01	526.08	1,213.82	1,401.96	1,585.95	1,757.57
视同捐赠成本	-	-	-	-	-	-
<b>主营成本合计</b>	<b>5,822.83</b>	<b>6,488.54</b>	<b>7,855.80</b>	<b>8,579.62</b>	<b>9,169.03</b>	<b>9,527.62</b>

## 3. 税金及附加预测

美杰姆需缴纳的税金及附加包括城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加，税（费）率分别为 7%、3%、2%。

美杰姆作为增值税一般纳税人，其销售教具及产品需按 16% 的增值税率缴纳增值税，提供加盟业务和其他服务取得的收入，需按 6% 的增值税率缴纳增值税。美杰姆为业务发展支付的租赁费等支出，能够取得增值税专用发票，进项税可根据相应的增值税率（16%、11%、6%）抵扣。

综上，城市维护建设税、教育费附加和地方教育费附加预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
税金及附加	249.17	318.07	385.48	459.83	537.38	609.00

#### 4.期间费用预测

##### (1) 销售费用

报告期内，美杰姆销售费用具体如下：

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年
办公费	32.16	65.13
仓储费	59.22	93.51
业务与宣传费	482.31	729.31
运输费	113.56	199.51
其他	-	128.85
<b>销售费用合计</b>	<b>687.25</b>	<b>1,216.31</b>

办公费、仓储费及运输费主要和教具及产品销售收入相关，根据相应收入增长情况进行预测。随着美杰姆业务的扩大，需要不断扩大市场宣传及品牌推广，根据其占营业收入的比重进行预测，具体如下：

单位：万元

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
办公费	73.94	82.69	92.12	99.55	105.17	107.77
仓储费	106.16	118.72	132.25	142.92	150.99	154.72
业务与宣传费	1,130.34	1,433.06	1,748.93	2,081.63	2,427.63	2,744.29
运输费	226.50	253.29	282.17	304.94	322.17	330.13

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
其他	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00	135.00
<b>销售费用合计</b>	<b>1,671.94</b>	<b>2,022.76</b>	<b>2,390.47</b>	<b>2,764.04</b>	<b>3,140.96</b>	<b>3,471.91</b>

## (2) 管理费用

报告期内，美杰姆管理费用主要为职工薪酬、租赁费与管理人员相关的差旅费、办公费和业务招待费等，具体如下：

单位：万元

项目名称	2016年	2017年
工资	988.36	1,429.78
社保公积金	185.46	267.04
房屋租赁费	343.40	495.15
物业费	17.33	56.26
服务费	195.00	310.53
交通费	36.24	27.58
差旅费	226.53	244.61
办公费	212.93	203.60
折旧费	39.19	112.67
摊销费	52.80	62.61
咨询费	81.06	91.08
软件费	140.29	147.17
业务招待费	32.58	94.28
其他	70.34	164.87
<b>管理费用合计</b>	<b>2,621.51</b>	<b>3,707.23</b>

职工薪酬根据企业人力资源规划、2018年薪酬调整情况，及直营中心开业后正常需要的人员支出等因素综合确定，并在以后期间考虑一定薪酬调整；房租费根据房屋租赁协议约定的租金支付标准、经营业绩等因素确定，并考虑一定的增长；差旅费根据加盟中心数量的变化进行考虑；软件费根据报告期内情况考虑一定程度增加进行预测。对其他管理费用等的预测，以企业历史相关费用的支出与收入关联度、标的企业实际业绩的增长情况预测，并考虑一定的增长。

综上，管理费用预测情况如下：

单位：万元

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
工资	2,644.13	3,507.12	4,358.94	5,158.91	6,002.00	6,864.77
社保公积金	593.81	782.28	968.76	1,136.20	1,317.41	1,504.37
房屋租赁费	769.66	828.31	872.04	955.41	1,023.82	1,026.71
物业费	81.90	103.83	126.71	150.81	175.87	198.80
服务费	452.07	573.13	699.45	832.49	970.85	1,097.45
交通费	40.15	50.90	62.12	73.94	86.23	97.47
差旅费	284.38	359.29	429.96	498.11	562.02	618.73
办公费	296.40	375.78	458.60	545.83	636.55	719.56
折旧费	129.43	135.13	140.83	146.53	152.23	157.93
摊销费	62.61	62.61	62.61	62.61	62.61	62.61
咨询费	132.59	168.10	205.15	244.17	284.75	321.88
软件费	171.10	216.17	258.69	299.69	338.14	372.26
业务招待费	137.25	174.01	212.36	252.75	294.76	333.20
其他	181.36	199.50	219.45	241.40	265.54	292.09
<b>管理费用合计</b>	<b>5,976.84</b>	<b>7,536.16</b>	<b>9,075.67</b>	<b>10,598.85</b>	<b>12,172.78</b>	<b>13,667.83</b>

### (3) 财务费用

企业无付息债务且银行存款金额较小，历史期也几乎无财务费用支出，故本次估值不予考虑。

### 5. 折旧及摊销估算

美杰姆固定资产主要为一处办公用房屋（位于上海）及办公设备等。固定资产按取得时的实际成本计价。本次评估，按照企业执行的固定资产折旧政策、房屋建筑物经济耐用年限，以基准日经审计的固定资产账面原值、预计使用期、加权折旧率等估算未来经营期的折旧额。

### 6. 追加资本估算

追加资本系指企业在不改变当前经营生产条件下，所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如产能规模扩大所需的资本性投资（购置固定资产或其他非流动资产），以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新等。

在本次评估中，假设评估对象不再对现有的经营能力进行资本性投资，未来

经营期内的追加资本主要为持续经营所需的基准日现有资产的更新和营运资金增加额。即本报告所定义的追加资本为：

$$\text{追加资本}=\text{资产更新}+\text{营运资金增加额}+\text{资本性支出}$$

### **(1) 资产更新投资估算**

按照收益预测的前提和基础，未来各年只需满足维持扩能后生产经营所必需的更新性投资支出。按企业执行的会计政策标准计提折旧，在永续期更新等于折旧额。

### **(2) 营运资金增加额估算**

营运资金增加额指企业在不改变当前主营业务条件下，为维持正常经营而需新增投入的营运性资金，即为保持企业持续经营能力所需的新增资金。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（应收款项）等所需的基本资金以及应付的款项等。营运资金的增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。通常其他应收款和其他应付款核算内容绝大多数为关联方的或非经营性的往来；应交税金和应付工资等多为经营中发生，且周转相对较快，拖欠时间相对较短、金额相对较小，估算时假定其保持不变。

估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（最低现金保有量）、存货、应收款项和应付款项等主要因素。本报告所定义的营运资金增加额为：

$$\text{营运资金增加额}=\text{当期营运资金}-\text{上期营运资金}$$

其中：

$$\text{营运资金}=\text{经营性现金}+\text{存货}+\text{应收款项}-\text{应付款项}$$

$$\text{经营性现金}=\text{年付现成本总额}/\text{现金周转率}$$

$$\text{年付现成本总额}=\text{销售成本总额}+\text{期间费用总额}-\text{非付现成本总额}$$

$$\text{应收款项}=\text{营业收入总额}/\text{应收账款周转率}$$

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。

存货按照正常处理方式计算其周转率并对未来存货数额进行预测。

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。

根据对评估对象经营情况的调查，及经审计的历史经营的资产和损益、收入和成本费用的分析以及对未来经营期内各年度收入与成本的估算结果，按照上述定义，可得到未来经营期内各年度的经营性现金（最低现金保有量）、存货、应收款项以及应付款项等及其营运资金增加额。

### (3) 资本性支出估算

考虑到评估对象业务特点、营业规模的增大，其后续资本性支出主要为办公设备。评估中，按已有资产规模考虑后续一定的资本性支出。

## 7.现金流估算结果

下表为预估对象未来经营期内净现金流量的估算结果。评估中对未来收益的预测，主要是在对企业所处行业的市场调研、分析的基础上，根据相关可比企业的经营状况、市场需求与未来行业发展等综合情况做出的一种专业判断。预测时不考虑不确定的营业外收支、补贴收入以及其他非经常性经营等所产生的损益。

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
营业收入	37,677.92	47,768.80	58,297.80	69,387.73	80,920.85	91,476.22	91,476.22
营业成本	5,822.83	6,488.54	7,855.80	8,579.62	9,169.03	9,527.62	9,527.62
税金及附加	249.17	318.07	385.48	459.83	537.38	609.00	609.00
销售费用	1,671.94	2,022.76	2,390.47	2,764.04	3,140.96	3,471.91	3,471.91
管理费用	5,976.84	7,536.16	9,075.67	10,598.85	12,172.78	13,667.83	13,667.83
财务费用	-	-	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-	-	-	-
加：公允价值变动	-	-	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	-	-

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年及以后
营业利润	23,957.14	31,403.27	38,590.38	46,985.39	55,900.70	64,199.86	64,199.86
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
利润总额	23,957.14	31,403.27	38,590.38	46,985.39	55,900.70	64,199.86	64,199.86
减：所得税	5,989.29	7,850.82	9,647.60	11,746.35	13,975.18	16,049.97	16,049.97
净利润	17,967.85	23,552.45	28,942.78	35,239.04	41,925.52	48,149.89	48,149.89
折旧摊销等	192.04	197.74	203.44	209.14	214.84	220.54	220.54
折旧	129.43	135.13	140.83	146.53	152.23	157.93	157.93
摊销	62.61	62.61	62.61	62.61	62.61	62.61	62.61
扣税后利息	-	-	-	-	-	-	-
追加资本	1,760.97	749.30	204.06	801.96	965.83	1,066.00	220.54
营运资金增加额	1,538.93	521.56	-29.38	562.82	720.99	815.46	-
资本性支出	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	-
资产更新	192.04	197.74	203.44	209.14	214.84	220.54	220.54
净现金流量	16,398.92	23,000.89	28,942.16	34,646.22	41,174.53	47,304.43	48,149.89

## (二) 折现率的选取

本次预估采用加权平均资本成本模型（WACC）确定折现率  $r$ ：

$$r = r_d \times W_d + r_e \times W_e$$

式中： $w_d = \frac{D}{(E+D)}$ 、 $w_e = \frac{E}{(E+D)}$ 、 $r_d$ 为税后付息债务利率、 $r_e$ ：权益资本成本  
按资本资产定价模型（CAPM）确定权益资本成本  $r_e$

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中： $r_f$ ：无风险报酬率； $r_m$ ：市场预期报酬率； $\varepsilon$ ：被评估单位的特性风险调整系数；

$\beta_e$ ：被评估单位权益资本的预期市场风险系数；

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

$\beta_u$ ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

$$\beta_u = \frac{\beta_t}{1 + (1-t) \frac{D_i}{E_i}}$$

$\beta_t$ : 可比公司股票（资产）的预期市场平均风险系数；

$$\beta_t = 34\%K + 66\%\beta_x$$

式中： K：一定时期股票市场的平均风险值，通常假设 K=1；

$\beta_x$ : 可比公司股票（资产）的历史市场平均风险系数；

$D_i$ 、 $E_i$ : 分别为可比公司的付息债务与权益资本。

### 1. 无风险收益率 $r_f$

参照国家近五年发行的中长期国债利率的平均水平，按照十年期以上国债利率平均水平确定无风险收益率  $r_f$  的近似，即  $r_f = 3.95\%$ 。

序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
1	101305	国债 1305	10	0.0355
2	101309	国债 1309	20	0.0403
3	101310	国债 1310	50	0.0428
4	101311	国债 1311	10	0.0341
5	101316	国债 1316	20	0.0437
6	101318	国债 1318	10	0.0412
7	101319	国债 1319	30	0.0482
8	101324	国债 1324	50	0.0538
9	101325	国债 1325	30	0.0511
10	101405	国债 1405	10	0.0447
11	101409	国债 1409	20	0.0483
12	101410	国债 1410	50	0.0472
13	101412	国债 1412	10	0.0404
14	101416	国债 1416	30	0.0482
15	101417	国债 1417	20	0.0468
16	101421	国债 1421	10	0.0417
17	101425	国债 1425	30	0.0435
18	101427	国债 1427	50	0.0428
19	101429	国债 1429	10	0.0381



序号	国债代码	国债名称	期限	实际利率
20	101505	国债 1505	10	0.0367
21	101508	国债 1508	20	0.0413
22	101510	国债 1510	50	0.0403
23	101516	国债 1516	10	0.0354
24	101517	国债 1517	30	0.0398
25	101521	国债 1521	20	0.0377
26	101523	国债 1523	10	0.0301
27	101525	国债 1525	30	0.0377
28	101528	国债 1528	50	0.0393
29	101604	国债 1604	10	0.0287
30	101608	国债 1608	30	0.0355
31	101610	国债 1610	10	0.0292
32	101613	国债 1613	50	0.0373
33	101617	国债 1617	10	0.0276
34	101619	国债 1619	30	0.0330
35	101623	国债 1623	10	0.0272
36	101626	国债 1626	50	0.0351
37	101704	国债 1704	10	0.0343
38	101705	国债 1705	30	0.0381
39	101710	国债 1710	10	0.0355
40	101711	国债 1711	50	0.0412
41	101715	国债 1715	30	0.0409
42	101718	国债 1718	10	0.0362
43	101722	国债 1722	30	0.0433
44	101725	国债 1725	10	0.0386
45	101726	国债 1726	50	0.0442
平均			<b>0.0395</b>	

## 2. 市场期望报酬率 $r_m$

一般认为，股票指数的波动能够反映市场整体的波动情况，指数的长期平均收益率可以反映市场期望的平均报酬率。通过对上证综合指数自 1992 年 5 月 21 日全面放开股价、实行自由竞价交易后至 2017 年 12 月 31 日期间的指数平均收

益率进行测算，得出市场期望报酬率的近似，即： $r_m=10.41\%$ 。

### 3. $\beta_e$ 值

取沪深同类可比上市公司股票，以截至 2017 年 12 月 31 日的市场价格测算估计，得到可比公司股票的历史市场平均风险系数  $\beta_x=1.0251$ ，按式（12）计算得到评估对象预期市场平均风险系数  $\beta_t=1.0165$ ，按式（11）得到评估对象预期无财务杠杆风险系数的估计值  $\beta_u=0.8869$ ，按式（10）得到评估对象权益资本的的预期市场风险系数  $\beta_e=0.8869$ 。

### 4. 权益资本成本 $r_e$

本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险，设公司特性风险调整系数  $\varepsilon=3\%$ ，最终由式（9）得到评估对象的权益资本成本  $r_e$  见 WACC 计算表。

### 5. 付息债务及贷款加权利率

根据基准日付息债务利率确定贷款加权利率为 4.90%。

### 6. 计算 $W_d$ 和 $W_e$

由公司的资本结构可得到  $W_e=1$ 、 $W_d=0$ 。

### 7. 折现率 WACC

$WACC=r_d \times W_d + r_e \times W_e = 12.68\%$ 。

### （三）折现期的选取

由于预估基准日的企业经营正常，没有对影响企业继续经营的核心资产的使用年限、企业经营期限及投资者所有权期限等进行限定或上述限定可以解除，并可通过延续方式永续使用。故本次预估假设标的企业评估基准日后永续经营，相应的收益期为无限期。基于企业近期的收益可以相对合理地预测，而远期收益预测的合理性相对较差。标的企业主要管理层及股东将标的企业的收益期划分为预测期和预测期后（稳定期）两个阶段，具体为：从预估基准日至 2023 年，基于其实际情况和政策、市场等因素对收入、成本费用、利润进行预测；2024 年及以后收入、成本等趋于稳定状态，作为永续状态予以考虑。

## 二、市价法的评估过程及市价法的评估结果

根据市场法估值原理和适用前提，评估人员通过 wind 咨询终端和市场公开信息查询，从 2015 年 1 月 1 日至 2018 年 3 月 31 日，查询并选取了交易进度较为完善（完成、过户）且交易信息、并购标的财务信息相对较为完整的下述若干教育标的并购案例。考虑到美杰姆公司“加盟为主，直营为辅”经营模式，及其最终服务对象为 0-6 岁学龄前儿童。本次选取了服务对象和业务模式与标的企业较为相似的案例作为本次评估的可比交易实例。

### 1.修正指标的选择

本次主要从企业规模维度、盈利维度、偿债维度、运营维度及时间维度对评估对象与交易案例间的差异进行量化，具体指标：规模维度为总资产、净资产；盈利维度为销售净利率、净资产收益率；偿债维度为速动比率、资产负债率；运营维度为总资产周转率、流动资产周转率。对交易案例比较法的运用，需对交易案例及估值标的交易方式、交易条款分析。从公开信息分析发现，交易方式均为协议收购、交易主要条款均含业绩承诺等。

### 2.指标体系修正标准

将交易案例及美杰姆各指标比较，各指标均以美杰姆为标准分 100 分对比调整，评分标准为各指标相比美杰姆，优于或劣于美杰姆，则修正 ±n 分。低于美杰姆指标系数，则调整系数小于 100，高于美杰姆指标系数，则调整系数大于 100。

### 3.指标修正调整系数

对每个比较维度内指标赋相同权重，以其均值作为该维度最终分值，如规模维度分值由总资产和净资产两指标得分平均而得。根据上述得分分别计算各交易案例修正指标综合调整系数，计算方式为：调整系数=∏各项指标调整系数。

### 4.计算评估标的价值乘数

预估人员参照行业做法，求取被评估单位的价值乘数区间，乘以评估对象预测期首个完整年度价值参数（净利润），求出评估对象的股东全部权益价值额或区间参考值。

#### 美杰姆教育价值乘数确定表

序号	交易案例	修正系数	原始 PE	修正 PE
1	红缨教育	1.0527	15.77	16.60
2	金色摇篮	1.0569	16.17	17.09
3	乐博教育	1.0423	17.49	19.58
4	江苏童梦	1.1214	15.19	17.04
5	可儿教育	1.0648	14.30	15.23
6	爱乐祺	1.1317	18.23	20.64

从上表可知，确定美杰姆价值比率 P/E 区间为  $15.23 \leq P/E \leq 20.64$

本次预估基准日为 2017 年 12 月 31 日，根据美杰姆 2018 年预测净利润 17,967.85 万元，及上述确定的美杰姆价值乘数区间，得到市场法下美杰姆股东全部权益价值 E 价值范围为： $273,609.52$ （万元） $\leq E \leq 370,772.75$ （万元）。

**（4）2017 年 12 月，股东刘俊君将持有的美杰姆 125 万股份转让给股东王琰。请你公司说明其股权转让原因、定价依据，以及与本次交易价格存在差异的原因及合理性。**

根据公司提供的资料及相关股东的书面说明，本次股权转让的主要原因如下：

刘俊君、刘祎、王琰系美杰姆的控股股东、实际控制人，并为公司设立至今的主要创业团队，刘俊君向王琰转让股权主要为控股股东、实际控制人内部之间的投资调整，系根据公司发展需求控股股东、实际控制人内部协商一致的结果。

本次股权转让，主要为控股股东、实际控制人内部之间的投资调整等原因而进行的转让，本次转让的股权未进行实缴。截至 2016 年 12 月 31 日，美杰姆模拟调整前净资产为 2,647.16 万元，每股净资产不足 1 元；截至 2017 年 12 月 31 日，美杰姆模拟调整前净资产为 6,801.78 万元，每股净资产略高于 1 元。本次以 1 元/股的价格转让股权，具有商业合理性与公允性。

上市公司与交易对方进行本次交易系上市公司拓展自身教育产业板块的重要举措，基于对美杰姆行业地位及发展前景的认可，其与全体交易对方通过商业谈判的形式达成了合作意向。本次交易资产范围为美吉姆完整加盟业务体系，最终价格将以具有证券期货从业资格的评估机构出具的《评估报告》为参考基础，且交易对方负有完成相关业绩承诺的义务，定价公允、合理，不存在损害上市公司或中小股东利益的情形。

上述两次股权转让的背景、目的，以及资产范围有所不同，其价格存在差异具有一定的合理性。

#### **(5) 评估机构核查意见**

经核查，评估师认为：上市公司与标的公司结合对美杰姆业绩增长驱动因素、客户可持续性、市场拓展预期、市场上可比交易案例和可比上市公司当前估值水平的分析，分析了标的公司预估增值的原因及合理性；分析了美吉姆在品牌、课程设置、师资培训、业务管理体系方面的竞争优势；补充披露了收益法评估中核心参数的选取、市价法的评估过程及结果；结合刘俊君将所持的美杰姆 125 万股份转让给股东王琰事宜与本次交易的背景、目的及资产范围有所不同，分析了两次交易价格差异的合理性。相关披露及分析内容具有合理性。

(此页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所〈关于对大连三垒机器股份有限公司的重组问询函〉（中小板重组问询函（不需行政许可）【2018】第 11 号）相关问题之核查意见》的签章页)

中联资产评估集团有限公司

2018 年 7 月 日