

北京中同华资产评估有限公司对《关于天泽信息产业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的反馈意见》之回复



北京中同华资产评估有限公司

China Alliance Appraisal Co.,Ltd.

二〇一八年八月二十八日

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院中海地产广场西塔3层

邮编：100077 电话：010-68090001 传真：010-68090099

中国证券监督管理委员会：

天泽信息产业股份有限公司（以下简称“天泽信息”）于 2018 年 7 月 19 日收到贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

（180925），天泽信息根据一次反馈意见提出的问题进行了逐项落实和说明。北京中同华资产评估有限公司（简称“中同华”或“评估师”）就一次反馈意见中涉及评估部分的问题进行了认真核查，发表意见内容如下：

问题三、重组预案显示，根据上市公司与肖四清、日照小树股权投资管理合伙企业（有限合伙）等十三位交易对方签署的《盈利补偿协议》，交易对方承诺深圳市有棵树科技股份有限公司（以下简称有棵树）在 2017 年度、2018 年度和 2019 年度预测实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 21,000 万元、32,500 万元和 42,500 万元。标的资产 2017 年实现扣除非经常性损益的净利润 15,926.81 万元。申请文件显示，肖四清等十四名补偿义务人承诺有棵树 2018 年、2019 年、2020 年实现的扣非归母净利润分别不低于人民币 26,000 万元、33,000 万元、41,000 万元。本次交易完成前，补偿义务人持有标的资产股权比例为 65.08%，即使补偿义务人足额履行补偿义务，上市公司仍将承担额外损失的风险。请你公司：1）量化分析标的资产 2017 年实际业绩未达到承诺金额的原因及合理性。2）结合标的资产历史业绩、未来前景及行业发展趋势等，补充披露标的资产 2018 年-2020 年承诺业绩的可实现性。3）补充披露原《盈利补偿协议》是否已解除以及与本次重组报告书中披露的《盈利补偿协议》的关系。4）补充披露本次交易方案与预案相比，调低业绩承诺金额但未调整评估值与交易作价的原因及合理性。5）补充披露部分交易对方未承担业绩承诺补偿义务的原因及合理性。6）针对盈利补偿承诺未覆盖全部交易对价的风险，补充披露本次交易业绩承诺补偿方案设置的合理性，是否有利于保护上市公司及中小股东利益。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的资产 2017 年实际业绩未达到承诺金额的原因及合理性

1、资金占用延迟偿还影响忙季销售

(1) 资金占用偿还进度不及预期

报告期内及筹划本次交易前，有棵树主营业务由跨境电商出口业务和“海豚供应链”（即有棵树旗下的跨境电商进口业务）两部分构成。鉴于历史期跨境电商进口业务盈利能力较弱，且存在监管政策及市场环境的不确定性，经交易各方审慎考量及友好协商，有棵树明确以跨境电商出口业务作为未来业务发展核心，并对其跨境电商进口业务进行剥离，剥离完成后有棵树及其子公司体内不再包含跨境电商进口业务。

截至 2017 年 6 月 30 日，置出资产主体对有棵树的应付款项净额为 40,871.53 万元，对于本次重组标的资产有棵树跨境电商出口业务而言，该等款项形成了暂时的大额关联方非经营性资金占用。

2017 年 8 月 4 日，天泽信息与交易对方签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》，协议约定有棵树将尽最大努力在上市公司召开审议本次交易的股东大会前完成业务剥离，并保证拟剥离公司及其海豚供应链业务与目标公司及其附属公司保持业务、资产、人员、财务、机构的独立，不存在混同、同业竞争和资金占用的情形。

根据上述协议安排，有棵树原计划于 2017 年 9 月前基本收回海豚供应链对有棵树的资金占用。但因“海豚供应链”筹资及还款速度不及管理层预期，上述关联方占用资金直至 2017 年 11 月初才开始进行偿还，并于 2017 年 12 月基本偿还完毕。

(2) 延迟还款影响忙季销售

1) 大量存货未进入可售状态

受到感恩节、万圣节、圣诞节、网购星期一、黑色星期五等西方节假日因素的影响，跨境电商出口行业表现出较为明显的季节性特征，其中以节日集中的第四季度为通常跨境电商出口行业的销售旺季。

为了提高忙季销售，有棵树于 2017 年 11 月至 12 月陆续收回被海豚供应链占用的资金后，将上述资金大量用于采购备货。但有棵树向供应商下单采购后，存货仍将经过长途运输、质检入库、网店上架等相关流程后才能进入可售状态。由于海豚供应链资金偿还时间较晚，利用上述资金购买的大部分存货未能及时进入可售状态，导致错过了 2017 年底的忙季销售时点。

延迟还款对国内仓及海外仓的备货进度均产生了较大影响，尤其影响了海外仓备货进度。2017 年度，有棵树通过海外仓销售收入已超过国内仓销售收入。国内购买的存货通过国内集货中转仓分拨，再由海运方式运输至海外仓耗时较长，基本无法在年底销售忙季中进入可售状态。

2) 备货仓促导致销售规划不足

销售能力与采购备货是相辅相成、互为条件的。有棵树在收回资金占用款后，虽然在短期内进行了大量备货，且部分存货完成了运输、入库、上架等流程进入了可售状态，但由于备货过于仓促，导致管理层在销售方面规划不足，有棵树并未针对上述情形在人员招聘、网络渠道建设、新产品开发等方面进行提前筹备，进而导致标的公司未能在上述期间内形成与之匹配的库存消化能力。

综上，由于“海豚供应链”还款进度不及预期，影响了有棵树于忙季前的备货。同时，因为备货过于仓促以及管理层在销售方面规划不足，导致有棵树无法在短期内形成相应库存消化能力。因此，海豚供应链在 2017 年 11 月至 12 月期间内归还的资金占用款无法在当年得到有效利用，未能在 2017 年度对公司业绩产生有效影响。

(3) 及时偿还资金占用预计带来的收益

截至 2017 年 6 月 30 日，置出资产主体对有棵树的应付款项净额为 40,871.53 万元。有棵树原计划于 2017 年 9 月前基本完成海豚供应链对有棵树资金占用的偿还工作。

根据标的公司管理层原计划，上述资金占用款将在 2017 年 9 月全部作为营运资金投入企业经营，其中主要部分将用于购买存货，剩余部分将用于补充其他

流动资金。同时，有棵树将在新产品开发、网络渠道建设、销售人员招聘等方面进行提前筹备，逐渐形成相应的库存消化能力。

1) 根据管理层初步预计，新增营运资金 40,871.53 万元中可用于购买存货的金额约 35,000.00 万元，其余部分将用于补充运营相关的其他流动资金；

2) 根据 2016 年及 2017 年的存货周转率的平均值 2.27（次），初步预计 9-12 月期间上述存货预计能周转 0.76（次）；

3) 根据 2016 年及 2017 年销售毛利率的平均值 53.77%，初步预计 35,000.00 万元存货周转 0.76 次预计能带来营业收入 57,158.36 万元。

4) 根据 2016 年及 2017 年的相关成本费用率及所得税率，初步预计 57,158.36 万元营业收入中能产生约 3,489.91 万元净利润。2017 年 9-12 月关于经营数据的具体测算如下所示：

项目	2016-2017 年 平均占收入比重	金额（万元）
营业收入	100.00%	57,158.36
营业成本	46.23%	26,425.00
营业税金及附加	0.05%	30.13
销售费用	40.64%	23,226.63
管理费用	5.53%	3,158.72
财务费用	0.24%	138.34
利润总额	7.31%	4,179.54
所得税率	16.50%	689.62
净利润	6.11%	3,489.91

鉴于销售旺季因素对标的公司经营情况较难量化，以上测算未考虑销售旺季因素的影响：一方面，旺季期间有棵树的存货周转率要高于其他月份；另一方面，旺季销售收入的增长将对标的公司运营过程中的固定费用产生摊薄效应。

综上所述，有棵树因剥离“海豚供应链”业务而造成的短期大额关联方资金占用的未按管理层预期及时清还，导致有棵树于 2017 年第四季度营运资金支持不足以及错过忙季备货的关键时期，对标的公司 2017 年未能达到业绩预测造成了较大影响，该等事项为标的公司业务调整、资产置出的偶发性事件，截至本回复出具日，该不利因素已消除，预计不会对标的公司的经营活动和盈利能力产生持续性不利影响。

2、汇率波动偏离管理层预期

(1) 美元是标的公司主要结算货币

有棵树通过第三方平台实现的销售收入主要通过外币进行结算。外币若对人民币升值，则标的公司的盈利情况将呈现正向变化；外币若对人民币贬值，则标的公司的盈利情况将呈现反向变化。其中，美元是标的公司最主要的结算币种，2017 年度该币种收入占总收入比重为 58.03%，其汇率波动将对标的公司的财务状况造成一定影响。

主要币种收入汇总	2017 年度该币种收入占总收入比重
美元	58.03%
欧元	20.26%
英镑	11.15%
澳元	6.63%
其他货币	3.93%
合计占比	100.00%

(2) 美元兑人民币汇率波动偏离有棵树管理层预期

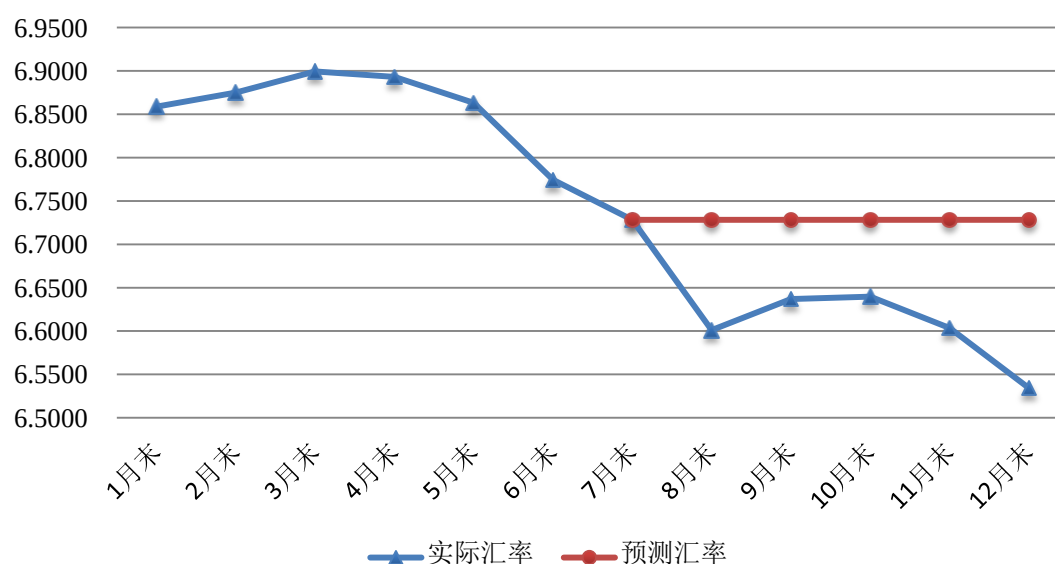
2017 年下半年，根据当时市场主流预期，我国经济受投资需求放缓、去杠杆持续推进等影响将面临一定放缓压力。而美国在此轮经济复苏和货币政策调整周期中表现较好，美国经济增长加快、通胀预期上升、美联储加息步伐加快、美债收益率上升，以及全球货币普遍对美元贬值，且国际资本加速回流美国以及中国投资回报率降低等，上述情形都加大了美元兑人民币升值的预期。

尽管人民币中长期不存在贬值基础，在全球货币体系中仍表现出强势货币特征，但是考虑到 2017 年下半年美元在基本面和政策面上均有较好的支撑，人民币汇率因美元走强而面临贬值压力的可能性较大。出于审慎考虑，有棵树管理层在制定企业盈利预测时，未将市场对美元的升值预期纳入预测范畴，谨慎假设人民币汇率在 2017 年下半年仍将保持总体平稳。

2017年8月4日，上市公司召开第三届董事会2017年第五次临时会议，审议通过了重组预案等相关议案，另与交易对方中肖四清等补偿义务人签署了《盈利补偿协议》，协议约定了补偿义务人对标的公司在2017年度、2018年度和2019年度的业绩承诺。

但在2017年8月至12月期间，美元兑人民币汇率走势呈现较大幅度的贬值。该汇率走势偏离了市场普遍预期，同时较有棵树管理层的审慎预测也出现了一定程度偏离，进而影响了标的公司当年的业绩实现情况。

2017年美元兑人民币汇率中间价



数据来源：中国外汇交易中心

(3) 汇率波动影响的具体测算

有棵树一方面向国内制造企业采购3C电子产品、户外用品、家居生活用品、玩具、车载用品等消费产品；另一方面依托eBay、亚马逊、Wish、速卖通等第三方电商平台将中国制造产品销售给境外消费者。因此，有棵树的营业收入主要为通过第三方电商平台销售获得的外币收入，上述收入在扣除支付给eBay、亚马逊等第三方电商平台的平台交易费，以及支付境外运输费、境外订单执行费、境外职工薪酬等相关费用后，将根据企业安排结算成人民币继续向国内制造企业采购产品以及支付国内部分的相关费用。

根据上述经营模式，中介机构针对汇率波动对有棵树盈利情况中进行了测算。经初步测算，由于 2017 年 8-12 月份美元兑人民币汇率波动偏离管理层预期而对标的公司净利润影响金额约为人民币-754.97 万元。具体测算过程如下：

单位：万美元

项目	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	合计
收入	1,119.03	1,175.61	1,238.25	1,911.18	2,923.15	8,367.22
平台交易费	239.23	211.96	281.75	314.39	394.55	1,441.89
运输费	93.41	88.18	77.41	95.54	165.71	520.26
对利润总额的影响	786.38	875.47	879.09	1,501.25	2,362.89	6,405.08
做账汇率	6.6010	6.6369	6.6397	6.6034	6.5342	6.6030
预测汇率	6.7283	6.7283	6.7283	6.7283	6.7283	6.7283
所得税率	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%	16.50%
对净利润的影响（万元）	-83.59	-66.82	-65.04	-156.57	-382.96	-754.97

注：鉴于境外部分涉及的订单执行费、租金水电费、职工薪酬等相关费用占比较小且不易拆分，因此未将其纳入测算范围

综上所述，2017 年 8-12 月份，美元兑人民币的汇率呈现贬值态势，该汇率波动偏离市场主流预期，同时较有棵树管理层的审慎预测也出现了偏离，上述情形一定程度上影响了标的公司 2017 年度的业绩实现情况。为应对未来汇率波动对公司财务状况造成的不利影响，标的资产已在原有的汇率管理方式上制定了进一步应对措施，包括通过衍生工具对冲汇率波动、合理安排收付款时间、丰富交易币种、适时调整产品外币定价等。具体应对措施参见本回复说明第十九题的回复。

二、标的资产 2018 年-2020 年承诺业绩的可实现性

1、有棵树经营发展情况

报告期内，有棵树的业绩保持较快增长。有棵树 2017 年度实现的营业收入 234,794.37 万元，较 2016 年度增长 56.65%；2017 年度实现的归属于母公司所有者的净利润 16,722.84 万元，较 2016 年度增长 123.47%。主要财务数据如下表所示：

单位：万元

利润表项目	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	72,668.42	234,794.37	149,887.81
营业利润	2,481.59	19,865.46	8,358.92
利润总额	2,497.20	20,002.70	9,103.57
净利润	2,082.13	16,717.99	7,483.40
归属于母公司所有者的净利润	2,081.80	16,722.84	7,483.40
扣除非经常性损益后的归属于 母公司所有者的净利润	1,892.89	15,869.91	6,781.95
毛利率（%）	53.54	55.13	52.40
净利率（%）	2.87	7.12	4.99

受到感恩节、万圣节、圣诞节、网购星期一、黑色星期五等西方节假日因素的影响，跨境电商出口行业表现出较为明显的季节性特征，其中以节日集中的第四季度为跨境电商出口行业的销售旺季，而销售旺季过后通常也将影响下一年度一季度的消费者的购买行为。因此出口跨境电商在一季度实现的收入及净利润水平占全年比重一般较小。

通过比较有棵树 2018 年、2017 年及 2016 年一季度财务数据，有棵树的业绩保持较快增长。有棵树 2018 年一季度实现的营业收入 72,668.42 万元，较 2017 年同期增长 51.01%，2017 年一季度实现的营业收入 48,121.72 万元，较 2016 年同期增长 31.21%；有棵树 2018 年一季度实现的归属于母公司所有者的净利润 2,081.80 万元，较 2017 年同期增长 87.61%，2017 年一季度实现的归属于母公司所有者的净利润 1,109.62 万元，较 2016 年同期增长 62.40%。各年度一季度主要财务数据如下表所示：

单位：万元

利润表项目	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月	2016 年 1-3 月
营业收入	72,668.42	48,121.72	36,675.09
营业利润	2,481.59	1,537.49	1,042.98

利润表项目	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月	2016 年 1-3 月
利润总额	2,497.20	1,296.90	816.30
净利润	2,082.13	1,109.62	683.28
归属于母公司所有者的净利润	2,081.80	1,109.62	683.28
毛利率（%）	53.54	52.22	48.71
净利率（%）	2.87	2.31	1.86

有棵树自 2010 年开始正式从事跨境电商出口业务，历史期业务均保持较快增长，先后吸引了众多投资机构，并于 2016 年 4 月 6 日在全国中小企业股份转让系统挂牌，是跨境电商领域的先行者，业务规模在跨境电商行业中名列前茅。

目前，有棵树已初步完成在跨境电商出口方向的商业布局和软硬件基础设施建设。产品品类方面，在线产品 SKU 数量逾 12 万个，其中活跃 SKU 为 6-7 万个；产品供应方面，活跃供应商超过 4,000 家，并通过整合供应链优势，深入到供应商生产制造环节；仓储物流方面，自营仓库面积逾 16 万平方米，且在欧美等多个国家地区建有海外仓库；信息技术方面，拥有自主开发的 50 多项软件，率先集成了跨境电商 IT 大数据智慧云系统。同时，有棵树积极开展全球化布局，除 eBay、亚马逊、Wish、速卖通等国际大型第三方电商平台外，还在 Flikart.com、Lazada、Linio、Newegg 等新生渠道积极拓展业务，快速布局中东、东南亚、南美洲、俄罗斯等新兴市场。

2、未来前景及行业发展趋势

（1）国家政策持续支持跨境电商发展

近年来，跨境电商已成为驱动我国出口贸易增长的新动力，国家和地方政府出台了一系列针对跨境电商的服务配套政策，为跨境电商行业的快速发展提供了便利。自 2012 年以来，国家通过设立跨境电商试点城市、开展跨境电商外汇支付业务试点、建立电子商务出口信用体系、出台跨境电商出口退税政策、增设跨境电商监管代码、建立进出口检验检疫监管模式、设立跨境电商综合实验区、明

确跨境电商税收政策等一系列政策措施，从多个维度完善了对跨境电商的服务配套政策，为促进中国跨境电商发展创造了良好的基础。

同时，李克强总理连续四年在《政府工作报告》中强调要促进跨境电商等新业态发展。在 2018 年 7 月 13 日国务院常务会议上，李克强总理继续指出，各相关部门要在实践中完善配套政策，支持跨境电商健康快速发展，打造外贸增长新亮点，保持住我国出口大国的应有地位。

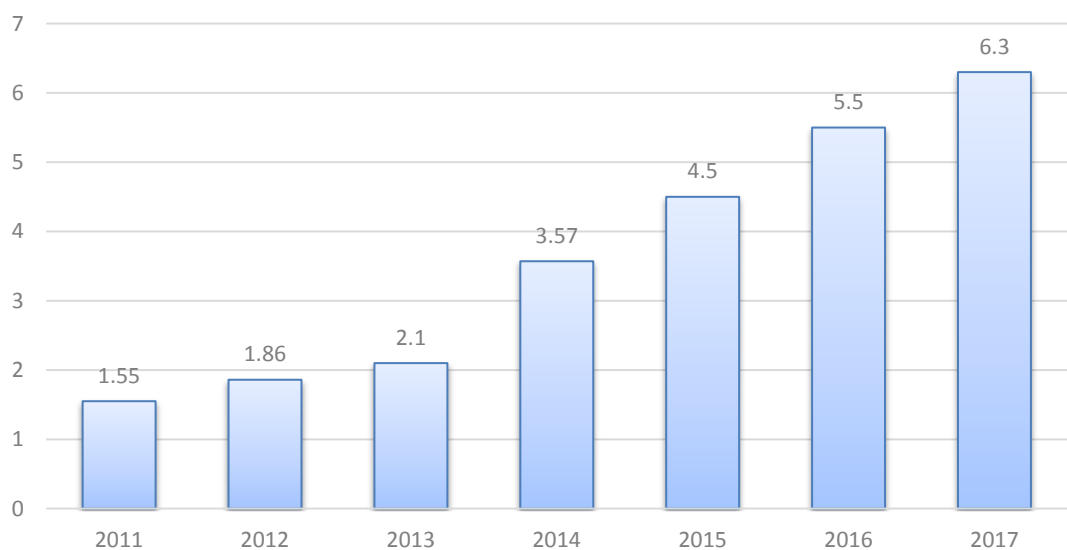
(2) 传统贸易模式发展减缓，为跨境出口电商带来潜在机会

近年来，外需市场低迷、加工制造业向东南亚等低成本地域转移，给中国传统外贸带来了挑战，同时为跨境出口电商带来潜在机会。根据国家统计局及中国电子商务研究中心数据显示，2015 年度、2016 年度连续两年我国货物贸易进出口总值呈下降趋势，2017 年度货物贸易进出口总值稍有增长。然而，在全球外贸疲软的背景下，跨境电商交易规模逐年稳步增长，2017 年度达到 7.6 万亿元，占我国进出口贸易总量四分之一以上。

随着全球互联网行业的高速发展、消费者网购习惯的养成，以及仓储物流、在线支付等配套体系的进一步完善，跨境出口电商市场近年来呈现出高速增长态势，出口电商模式正在逐步改变传统外贸模式。2011 年至 2017 年中国跨境电商出口交易规模由 1.55 万亿增长至 6.3 万亿，年均复合增长率为 26.3%。

2011—2017 年中国跨境电商出口交易规模

单位：万亿元



数据来源：中国电子商务研究中心

（3）“一带一路”将大力推动跨境电商进一步发展

一方面，目前跨境电商市场主要集中在欧美、日韩等成熟市场，而在东南亚、中东、俄罗斯等区域发展程度较低。在“一带一路”战略推动下，发展中国家经济将充分联系、充分发展、充分融合，将不可避免的产生新市场和新机遇，从而培育出新兴热点市场。“一带一路”沿线总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63%和 29%，但上述国家普遍存在轻工业欠发达情况，跨境电商的发展将为上述地区消费者提供高性价比的产品。因此，在“一带一路”战略的推动下，未来跨境电商的发展空间和潜力不可限量。

另一方面，物流效率和物流成本是跨境电商发展的命脉，新兴市场跨境电商的发展必须以物流基础设施的完善为前提。通过“一带一路”的政策引导与扶持，未来将有大量铁路、机场、港口等基建项目投资建成，这将大幅优化新兴市场在跨境物流方面的成本和效率。随着基础设施的逐渐完善，海陆空通道网络的逐渐形成，“一带一路”沿线区域的互联互通将达到一个新水平，跨境电商贸易规模也将随之大幅增长。

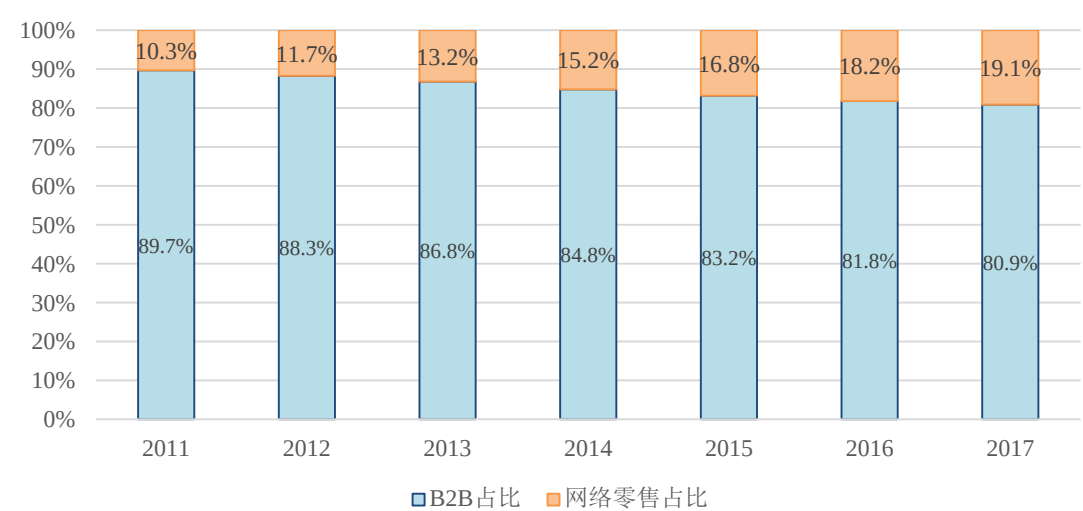
（4）跨境出口电商的网络零售占比逐年提高

跨境出口电商运营模式可进一步分为 B2B 模式和网络零售模式。出口 B2B 模式以提供网络信息服务为主，是传统出口贸易流程的电商化，占总交易规模比

重较高。出口网络零售模式，即借助国际电商平台将产品销售给终端消费者。该模式目前占总交易规模比重较低，但呈高速增长态势。

近年来，跨境出口电商中网络零售模式交易规模增长势头迅速，占比已从 2011 年的 10.3% 增长至 2017 年的 19.1%。该模式具有交易成本低、交易环节少、满足消费者个性化需求等优势，结合逐渐成熟的仓储物流和网络支付体系，预计网络零售模式占电子商务出口交易总额比例将进一步提升。

2011—2017 年中国跨境出口电商 B2B 模式和网络零售模式交易额占比



数据来源：中国电子商务研究中心

3、有棵树核心竞争力

相较于同行业公司，有棵树的综合竞争力主要体现在以下方面：

（1）技术优势

有棵树率先集成了跨境电商的 IT 大数据智慧云系统，从热门产品情报收集分析、供应链需求计划、电商分布式仓储物流、订单执行时效等多维度进行了持续的算法优化。借助上述技术优势和数据积累，有棵树能够精准定位市场热销商品，并借助高效的供应链迅速完成开发采购和新品上架。由于网上热销商品的生命周期较短，随着产品供应的增长及消费者兴趣转移，热销商品的利润空间将迅速缩小。有棵树通过自身强大的数据挖掘分析能力和供应链管理能力和供应链管理能力，能在第一

时间抓住产品短期内的价格差异进行贸易套利，从而最大程度上获取产品早期的高额利润。

（2）品类丰富优势

3C 电子产品和服装一直是我国出口电商销售的主导产品，但随着市场供应逐渐上升，上述品类的利润空间将逐渐缩减，而户外用品、健康美容产品、家居园艺及汽配等毛利率相对较高的品类交易量在不断提升，出口电商销售的品类将更趋于多元化。有棵树经营产品品类丰富，并不依赖于单一产品品类；同时，有棵树根据产品销售行情实时调整产品结构，并不断推陈出新吸引消费者。相较于对单一产品线投入较高的企业，有棵树依靠丰富的产品品类和灵活的经营策略能根据市场行情迅速作出调整，有效降低了企业的经营风险。

（3）供应链管理优势

有棵树自从事跨境电商出口业务以来，经过多年在行业内的沉淀和积累，已建立了适应跨境电商业务现状和经营模式的完整供应链管理体系。目前，有棵树拥有在线产品 SKU 数量逾 12 万个，活跃供应商超过 4,000 家，自营仓库面积逾 16 万平方米、辐射的终端消费者遍及 100 多个国家及地区。通过对采购、仓储、物流等供应链前后端环节进行体系构建与效能提升，有棵树不仅实现了对采购成本及供货质量更好的控制，同时还大幅提高了供应商备货响应效率，最大程度上缩减了产品开发至产品上架的时间周期。

综上所述，结合标的公司的发展情况和自身竞争优势，考虑其所处行业及业务经营具有较强的季节性，综合跨境电商出口行业发展的迅猛态势和国家政策的积极推动等因素，有棵树未来年度的业绩承诺具有可实现性。

三、本次交易方案与预案相比，调低业绩承诺金额但未影响本次评估结果的合理性

1、影响收益法评估价值的主要因素

本次交易中同华以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，采用收益法和市场法对有棵树股东全部权益进行了评估，并最终采用了收益法评估结果。

按照收益法评估单位价值的思路，被评估单位股权价值=经营性资产价值+非经营性资产价值-负息负债价值。其中经营性资产价值(P)包含两部分内容，一是预测期内企业自由现金流量（一般采用5年），二是在持续经营前提下的永续终值。计算公式如下：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

式中：R_i：评估基准日后第i年预期的企业自由现金流量；r：折现率；P_n：终值；n：预测期。

R_i的确定：R_i=净利润+折旧/摊销+税后利息支出-营运资金增加-资本性支出

根据计算公式可以看出，收益法评估是以基准日为时点，按滚动预测未来经营业绩计算的结果。有棵树系轻资产企业，因此，本次收益法评估中影响估值的主要因素是净利润和评估基准日的确定。

2、评估基准日及承诺利润的变化对估值的影响

前次交易方案中，以2017年6月30日为评估基准日，有棵树对应承诺第一年、第二年和第三年实现的扣非归母净利润分别不低于21,000万元、32,500万元和42,500万元，三年累计承诺净利润不低于96,000.00万元；本次交易方案中，以2017年12月31日为评估基准日，有棵树对应承诺在基准日后第一年、第二年和第三年实现的扣非归母净利润分别不低于26,000万元、33,000万元、41,000万元，三年累计承诺净利润不低于100,000.00万元。本次评估基准日后三年的业绩承诺总额高于前次评估基准日后三年的业绩承诺总额。

第四年及以后的预测两次评估都是基于前三年经营业绩基础上，采用趋势外推的方式预测。

预案阶段以2017年6月30日为评估基准日，有棵树考虑历史年度营业利润实际完成情况、跨境电商行业发展趋势、未来市场容量需求等因素，预测未来的经营利润，业绩承诺及对应的预估值如下表：

单位：万元

项目	2017 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	终值
承诺利润		21,000.00	32,500.00	42,500.00				
预测净利润	15,316.82	20,855.19	32,117.38	42,090.32	47,784.44	52,677.62	54,292.09	55,649.40
标的公司股东全部权益预估值								
340,200.00								

若以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日,在折现率等其他因素不变的情况下,有棵树股东全部权益预估值情况如下:

单位: 万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	终值
承诺利润	32,500.00	42,500.00				
预测净利润	32,117.38	42,090.32	47,784.44	52,677.62	54,292.09	55,649.40
标的公司股东全部权益预估值						
354,600.00						

从上表计算可知,在其他因素不变的情况下,由于评估基准日后移,评估预测期 n 的时点变动,根据上述算法测算的 2017 年 12 月 31 日预估值高于 2017 年 6 月 30 日的预估值。

由于有棵树 2017 年度业绩不及预期,盈利预测趋于保守,有棵树调减了承诺利润。若以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日,并考虑调减预测业绩,在折现率等其他因素不变的情况下,有棵树股东全部权益预估值情况如下:

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	终值
承诺利润	26,000.00	33,00.000	41,000.00			
预测净利润	25,606.45	32,207.80	40,975.06	49,674.44	54,287.43	55,644.62
标的公司股东全部权益预估值						
344,800.00						

从上表计算可知，以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，在其他因素不变的情况下，由于前后两次预测净利润和承诺利润的变动，以本次预测净利润和承诺利润计算的预估值低于前次计算的预估值。

综上，1) 因评估基准日的后移变动，在其他因素不变的情况下，采用收益法计算的估值随之增加；2) 在评估基准日不变的情况下，预测年度的净利润调减，采用收益法计算的估值随之减小。

(3) 本次承诺利润估值的合理性

本次交易以 2017 年 12 月 31 日作为评估基准日，相关的业绩承诺、预测期净利润及对应的评估值如下表：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	终值
承诺利润	26,000.00	33,000.00	41,000.00			
预测净利润	25,606.45	32,207.80	40,975.06	49,674.44	54,287.43	55,644.62
标的公司股东全部权益评估值						
340,300.00						

本次交易以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，选取收益法和市场法对有棵树股东全部权益进行评估，最终选用收益法确定有棵树股东全部权益（100%股权）的评估值为 340,300.00 万元。该评估值与前述选取同一评估基准日及预测净

利润假设得出的预估值 344,800 万元存在一定差异，主要原因如下：1) 在 2017 年 6 月 30 日至 2017 年 12 月 31 日期间内，有棵树业务经积累；2) 由于前后两次评估基准日的不同，无风险收益率和风险收益率等因素的变动，本次评估采用的投资期望回报率（折现率）高于预估时的采用的投资期望回报率（折现率）

综上所述，本次交易方案与预案相比，调低业绩承诺金额但未影响本次评估结果具备合理性。

四、核查意见

经核查，中同华认为： 1) 根据标的公司报告期内业绩增长趋势、行业发展前景、核心竞争力，有棵树的承诺业绩具有可实现性；2) 本次评估综合考虑了评估基准日、预测年度净利润、折现率、经营积累等因素的变化情况，本次交易的评估值具有合理性；3) 本次交易方案与预案相比，调低业绩承诺金额但未影响本次评估值结果具备合理性。

问题十四、申请文件显示，本次交易前，有棵树主营业务由跨境电商出口业务和“海豚供应链”（即有棵树旗下的跨境电商进口业务）两部分构成。鉴于历史期跨境电商进口业务盈利能力较弱，且存在监管政策及市场环境的不确定性，经交易各方审慎考量及友好协商，有棵树明确以跨境电商出口业务作为未来业务发展核心，并对其跨境电商进口业务进行剥离，即以 5,140 万元对价向日照青山绿水股权投资管理合伙企业（有限合伙）出售深圳市维康氏电子商务有限公司（以下简称维康氏电商）100%股权（标的资产先将旗下海豚供应链相关业务 13 家主体剥离整合至维康氏电商）。剥离完成后有棵树及其子公司体内不再包含跨境电商进口业务。请你公司：1）补充披露上述剥离资产报告期内的主要财务数据，占标的资产相应指标的比例。2）结合剥离资产历史业绩情况和未来发展趋势等，补充披露出售跨境电商进口业务的必要性及交易作价的合理性。3）鉴于上述资产剥离事项的交易对方由标的资产实际控制人肖四清控制，补充披露标的资产未来是否面临与肖四清控制的实体存在竞争性业务的风险及解决措施。4）补充披露上述资产剥离事项对本次交易评估值的影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、有棵树跨境电商进口业务资产剥离事项对本次交易评估值不存在影响

本次评估基准日为 2017 年 12 月 31 日，评估对象为有棵树股东全部权益价值，评估范围为有棵树的全部资产及负债。上述剥离事项已于 2017 年 10 月 26 日实施完毕，剥离资产及其跨境电商进口业务与有棵树及其附属公司保持业务、资产、人员、财务、机构的独立，不存在混同、同业竞争和资金占用的情形。评

估范围不包括跨境电商出口业务相关主体，因此，上述资产剥离事项对本次交易评估值不存在影响。

经核查，中同华认为：有棵树跨境电商进口业务资产剥离事项对本次交易评估值不存在影响。

问题二十、请你公司：1) 补充披露收益法评估中，各类业务营业收入预测数据的具体预测参数和依据。2) 结合标的资产历史业绩、市场占有率、竞争优势、发展前景、行业变动趋势等，补充披露收入预测数据的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、各类业务营业收入预测数据的具体预测参数和依据

1、历史期收入数据

历史期内，有棵树的业绩保持较快增长。有棵树 2017 年度实现营业收入 234,794.37 万元,较 2016 年度增长 56.65%。2018 年 1-3 月实现营业收入 72,668.42 万元，较 2017 年同期增长 51.01%。具体情况如下：

单位：万元

商品类别	2017 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度
电子产品、手机通讯和游戏配件类	25,011.29	80,775.41	39,027.71
服装鞋包类	3,666.35	9,805.27	8,539.29
航模配件、汽车配件类	8,863.94	27,479.92	25,862.77
家居建材和家居用品类	18,114.76	53,993.92	27,679.12
奶粉、保健品及生活用品类	5,476.48	16,056.75	14,255.31
体育用品、玩具类	9,112.86	39,547.01	19,272.67
其他	2,422.74	7,136.10	15,250.94
合 计	72,668.42	234,794.37	149,887.81

受到感恩节、万圣节、圣诞节、网购星期一、黑色星期五等西方节假日因素的影响，跨境电商出口行业表现出较为明显的季节性特征，其中以节日集中的第四季度为跨境电商出口行业的销售旺季，而销售旺季过后通常也将影响下一年度一季度的消费者的购买行为。因此出口跨境电商在一季度实现的收入水平占全年比重一般较小。

通过比较有棵树 2018 年、2017 年及 2016 年一季度财务数据，有棵树的业绩保持较快增长。有棵树 2018 年一季度实现的营业收入 72,668.42 万元，较 2017 年同期增长 51.01%，2017 年一季度实现的营业收入 48,121.72 万元，较 2016 年同期增长 31.21%。各年度一季度相关财务数据如下表所示：

单位：万元

利润表项目	2018 年 1-3 月	2017 年 1-3 月	2016 年 1-3 月
营业收入	72,668.42	48,121.72	36,675.09
营业成本	33,764.11	22,994.67	18,812.40
毛利率（%）	53.54	52.22	48.71

2、营业收入的具体预测参数

预测年度，根据有棵树历史期经营数据，并结合未来市场发展状况、业务经营状况等因素，预测有棵树未来的营业收入情况如下：

单位：万元

商品类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
电子产品、手机通讯和游戏配件类	116,745.24	147,671.50	188,417.28	234,965.34	262,928.57
服装鞋包类	17,044.61	22,513.35	30,155.76	39,453.00	44,876.82
航模配件、汽车配件类	45,850.66	57,458.14	72,112.30	87,152.64	94,850.86
家居建材和家居用品类	82,706.77	103,466.53	129,499.28	149,300.72	161,661.19
奶粉、保健品及生活用品类	25,310.96	31,761.91	39,948.81	46,499.68	50,903.06
体育用品、玩具类					

	62,077.57	77,673.00	95,693.94	110,392.78	119,646.00
其他	10,335.18	13,913.42	17,406.93	20,630.81	23,595.85
合 计	360,070.99	454,457.85	573,234.30	688,394.96	758,462.34
增长率（%）	53.36	26.21	26.14	20.09	10.18

有棵树报告期内和预测期间，按产品品类划分的营业收入增长率情况如下：

商品类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
电子产品、手机通讯和游戏配件类(%)	126.98	106.97	44.53	26.49	27.59	24.70	11.90
服装鞋包类(%)	38.61	14.83	73.83	32.08	33.95	30.83	13.75
航模配件、汽车配件类(%)	145.54	6.25	66.85	25.32	25.50	20.86	8.83
家居建材和家居用品类(%)	124.10	95.07	53.18	25.10	25.16	15.29	8.28
奶粉、保健品及生活用品类(%)	57.45	12.64	57.63	25.49	25.78	16.40	9.47
体育用品、玩具类(%)	183.53	105.20	56.97	25.12	23.20	15.36	8.38
其他(%)	570.58	-53.21	44.83	34.62	25.11	18.52	14.37
营业收入增长率(%)	132.87	56.65	53.36	26.21	26.14	20.09	10.18

3、营业收入的具体预测依据

有棵树针对不同类别的商品对未来营业收入进行了如下预测，其中：

（1）电子产品、手机通讯和游戏配件类：该类产品未来预期增长率较报告期增长率显著下降，主要是考虑到该品类的竞品逐渐增多，产品同质化情况普遍，未来将面临的市场竞争较大。有棵树后续将通过持续开发新品，并进行产品精品化、品牌化升级，逐步提高该品类产品的毛利率水平。

（2）服装鞋包类：该品类 2018 年的预测增长率显著高于历史期增长率，主要原因是服装是跨境出口电商的重要品类，而有棵树与同行业其他跨境电商相比

在该品类的投入较少，有棵树管理层计划在 2018 年扩大在服装鞋包方面的开发投入，包括成立专项项目团队、增设专职人员、扩充产品品类、搭建专用影棚等。

(3) 航模配件、汽车配件类：航模配件是有棵树的优势产品，由于在 2017 年有棵树撤销航模事业部导致该品类的业务持续萎缩。2018 年有棵树将航模产品单独成立了项目组，重启优势产品的开发，预计当年能带来将近 1.5 亿的增量销售额；汽摩配产品是 eBay 和亚马逊平台的蓝海市场产品，有棵树具备海外仓运营大件商品的优势，预计该领域在 2018 年能带来将近 5,000 万的增量销售额。综合上述因素，航模配件、汽车配件类产品预计 2018 年营收增长能达到 66.85%。

(4) 家居建材和家居用品类：该类产品 2016 年、2017 年经过高速增长后，预计 2018 年及后续年度增长率会有一定回落。

(5) 奶粉、保健品及生活用品类：该类产品是有棵树 2018 年重点推介的产品，有棵树计划拓展新采购渠道，扩充周边热点品类，预计将带来新的销售增量。

(6) 体育用品、玩具类产品：该类产品在经过 2016 年、2017 年的增长后，预计 2018 年及后续年度增长率会有一定回落。

(7) 其他品类产品：其他品类具有品类多元、基数较小的特点，主要增量将自于新开发的品类。随着有棵树在 2018 年加大新品拓展力度，预计其他品类产品会在 2017 年基础上有较高增长。

二、营业收入预测数据的可实现性

1、有棵树经营发展情况

报告期内，有棵树的业绩保持较快增长。有棵树 2017 年度实现的营业收入 234,794.37 万元，较 2016 年度增长 56.65%；2017 年度实现的归属于母公司所有者的净利润 16,722.84 万元，较 2016 年度增长 123.47%。主要财务数据如下表所示：

单位：万元

利润表项目	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度
营业收入	72,668.42	234,794.37	149,887.81

利润表项目	2018 年 1-3 月	2017 年度	2016 年度
营业利润	2,481.59	19,865.46	8,358.92
利润总额	2,497.20	20,002.70	9,103.57
净利润	2,082.13	16,717.99	7,483.40
归属于母公司所有者的净利润	2,081.80	16,722.84	7,483.40
扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润	1892.89	15,869.91	6,781.95
毛利率（%）	53.54	55.13	52.40
净利率（%）	2.87	7.12	4.99

具体经营发展状况，请参见本问询函第三题的回复“（二）结合标的资产历史业绩、未来前景及行业发展趋势等，补充披露标的资产 2018 年-2020 年承诺业绩的可实现性”之“1、有棵树经营发展情况”。

2、行业竞争及经营情况

（1）行业竞争格局

目前，跨境出口电商市场尚未形成细分行业的龙头企业，行业集中度较低，企业平均规模偏小。同时，该行业竞争对手和潜在的进入者较多，除了互联网电子商务企业之外，传统贸易企业及物流企业均纷纷试图涉足该行业。

虽然跨境出口电商行业格局尚未成型，但国内已逐渐形成了一批具备较强实力的第一梯队企业，主要包括跨境通、有棵树、通拓科技、傲基电商、安克创新等。其中，跨境通为国内 A 股市场唯一主营业务为跨境电商的公司，通拓科技通过并购重组已实现上市，有棵树、傲基电商、安克创新等均已挂牌新三板。

根据中国电子商务研究中心监测数据显示，2017 年中国跨境电商整体交易规模（含零售及 B2B）达 7.6 万亿元人民币，2018 年跨境电商交易规模有望增至 9.0 万亿元。行业内主要企业的市场占有率仍相对较低。

单位：亿元

同行业公司	跨境通	安克创新	傲基电商	通拓科技	有棵树
2017 年度销售收入	140.18	39.12	37.37	32.05	23.48
中国跨境电商整体交易规模	76,000				
市场占有率（%）	0.18	0.05	0.05	0.04	0.03

注：上述表格中，通拓科技销售收入为 2017 年 1-11 月经审计数据

数据来源：市场公开资料整理

（2）行业主要企业的经营情况

1) 经营业绩增长迅速

2016 年、2017 年同行业公司实现的营业收入、净利润及增长率情况如下：

单位：万元

营业收入			
公司名称	2017 年度	2016 年度	增长率（%）
跨境通	1,401,789.73	853,690.75	64.20
傲基电商	373,724.05	221,822.23	68.48
安克创新	391,244.69	250,908.92	55.93
有棵树	234,794.37	149,887.81	56.65
通拓科技*	320,482.52	219,664.01	-
平均值	600,388.21	339,194.74	61.32
净利润			
公司名称	2017 年度	2016 年度	增长率（%）
跨境通	75,099.37	39,376.82	90.72
傲基电商	23,589.63	12,894.46	82.94
安克创新	35,638.48	32,531.60	9.55

营业收入			
有棵树	16,717.98	7,483.40	123.40
通拓科技*	18,854.71	12,709.43	-
平均值	37,761.37	20,999.14	76.65

注：上述表格中，2017 年度通拓科技销售收入及净利润为 2017 年 1-11 月数据，计算 2017 年度平均值及增长率未包括通拓科技

数据来源：市场公开资料整理

跨境出口电商行业正不断开拓发展，其中业内第一梯队企业的收入及净利润呈现高速增长态势，同行业公司 2017 年度较 2016 年度营业收入平均增长 61.32%、净利润平均增长 76.65%。鉴于跨境出口电商行业尚处于成长阶段，且海外消费市场空间巨大，同时凭借中国制造的性价比优势，预计未来跨境出口电商行业仍将以较高速度发展。

2) 资本助力企业进一步发展

跨境出口电商的快速发展及国家政策的助推吸引了较多的机构及资本进入该行业。有棵树及其主要竞争对手都存在对外融资行为，资金支持推动了跨境出口电商企业业务规模进一步发展，而业绩增长也带动了企业估值不断提升。近年来，标的公司及其主要竞争对手对外融资情况如下：

单位：亿元

公司名称	融资时点	融资金额
有棵树	2015 年 6 月	1.00
	2015 年 7 月	4.00
	2016 年 11 月	3.09
	2017 年 4 月	0.81
	合计	8.90
通拓科技	2015 年 9 月	0.50

公司名称	融资时点	融资金额
	2015 年 12 月	0.30
	2016 年 8 月	2.00
	2016 年 12 月	1.50
	2017 年 1 月	3.00
	2017 年 2 月	0.15
	合计	7.45
傲基电商	2012 年 3 月	0.30
	2014 年 11 月	0.34
	2015 年 6 月	0.40
	2016 年 2 月	1.00
	2017 年 3 月	2.30
	2017 年 6 月	0.23
	合计	4.57
安克创新	2017 年 3 月	3.27
	2017 年 9 月	0.90
	合计	3.27

注：鉴于跨境通为 A 股上市公司，具备较强融资能力，因此未统计在内

数据来源：市场公开资料整理

借助资本支持，有棵树及同行业公司不断优化自身供应链体系、丰富产品品类、搭建跨境仓储物流体系、升级信息化系统，逐渐形成了自身的竞争优势和行业壁垒。

3、竞争优势

(1) 海外仓优势

完备的仓储物流体系是跨境出口电商的重要竞争力，特别是海外仓库建设至关重要。有棵树在出口业务方面已拥有成熟的仓库物流体系，自营仓库面积逾16万平方米，并在欧美多个地区建有海外仓库。通过海外仓的多点铺设和成熟运营，以及其与国内订单执行仓和集货中转仓的联动互补，有棵树已基本形成了一个高效、可靠的仓储物流网络，进一步保证了消费者收货的时效性。同时，有棵树在未来还将继续在国内外布局仓储物流体系，不断提高自身竞争优势。

（2）供应链管理优势

有棵树自从事跨境电商出口业务以来，经过多年在行业内的沉淀和积累，已建立了适应跨境电商业务现状和经营模式的完整供应链管理体系。目前，有棵树拥有在线产品SKU数量逾12万个，活跃供应商超过4,000家，自营仓库面积逾16万平方米、辐射的终端消费者遍及100多个国家及地区。通过对采购、仓储、物流等供应链前后端环节进行体系构建与效能提升，有棵树不仅实现了对采购成本及供货质量更好的控制，同时还大幅提高了供应商备货响应效率，最大程度上缩减了产品开发至产品上架的时间周期。

（3）品类丰富优势

3C电子产品和服装一直是我国出口电商销售的主导产品，但随着市场供应逐渐上升，上述品类的利润空间将逐渐缩减，而户外用品、健康美容产品、家居园艺及汽配等毛利率相对较高的品类交易量在不断提升，出口电商销售的品类将更趋于多元化。有棵树经营产品品类丰富，并不依赖于单一产品品类；同时，有棵树根据产品销售行情实时调整产品结构，并不断推陈出新吸引消费者。相较于对单一产品线投入较高的企业，有棵树依靠丰富的产品品类和灵活的经营策略能根据市场行情迅速作出调整，有效降低了企业的经营风险。

（4）技术优势

有棵树的业务性质及业务量级对信息系统运营效率和稳定性有较高要求。有棵树自设立以来，从产品挖掘、采购供应、店铺运营、仓储物流、客服管理等各个环节对系统进行了持续性的算法优化及改造，使得整个系统兼具可靠度和弹性。

同时，有棵树通过对产品进行实时系统性的全链条成本运算、生命周期运算，将运营中因为业务波动而造成的损失降到最低。

（5）品牌优势

随着境外消费者对商品的需求逐渐从低价向品质延伸，中国制造的价格优势将无法持续吸引客户，跨境出口电商亟需输出更多具有品牌附加值、高质量的商品。有棵树通过 OEM 模式积极打造自有品牌，深度整合上游产业链资源，与配套制造商、方案公司、磨具公司联合创新，使自有品牌的产品具备更贴近市场的设计、更轻的重量以及更有利于电商快递的包装。同时，有棵树也积极推动自营店铺的品牌化管理，增强消费者对于店铺的感性认知及信任感。目前有棵树自有品牌的产品覆盖电子仪器、健身器械、机械设备、户外用品等多个领域，主要品牌包括 FPVRC、ACEHE、OUTAD 等。

（6）资金优势

跨境电商行业的发展很大程度上依赖于资金支持。有棵树从 2010 年开始从事跨境电商出口业务，恰好把握住了行业高速发展契机，持续吸引了专业机构投资者的大量资金投入。借助充足的资金支持，有棵树对自身供应链体系进行了不断完善及优化：①投入大量资金用于前期采购备货，通过丰富多样的产品吸引客户拓展业务规模；②借助资金优势，投入大量人力物力搭建国内外联动的仓储物流体系；③不断投入资源对信息化系统进行持续优化升级，率先集成了跨境电商 IT 大数据智慧云系统。有棵树通过资金优势逐渐形成了较高的竞争壁垒。

4、行业发展趋势

（1）国家政策持续支持跨境电商发展

近年来，跨境电商已成为驱动我国出口贸易增长的新动力，国家和地方政府出台了一系列针对跨境电商的服务配套政策，为跨境电商行业的快速发展提供了便利。自 2012 年以来，国家通过设立跨境电商试点城市、开展跨境电商外汇支付业务试点、建立电子商务出口信用体系、出台跨境电商出口退税政策、增设跨境电商监管代码、建立进出口检验检疫监管模式、设立跨境电商综合实验区、明

确跨境电商税收政策等一系列政策措施,从多个维度完善了对跨境电商的服务配套政策,为促进中国跨境电商发展创造了良好的基础。

同时,李克强总理连续四年在《政府工作报告》中强调要促进跨境电商等新业态发展。在 2018 年 7 月 13 日国务院常务会议上,李克强总理继续指出,各相关部门要在实践中完善配套政策,支持跨境电商健康快速发展,打造外贸增长新亮点,保持住我国出口大国的应有地位。

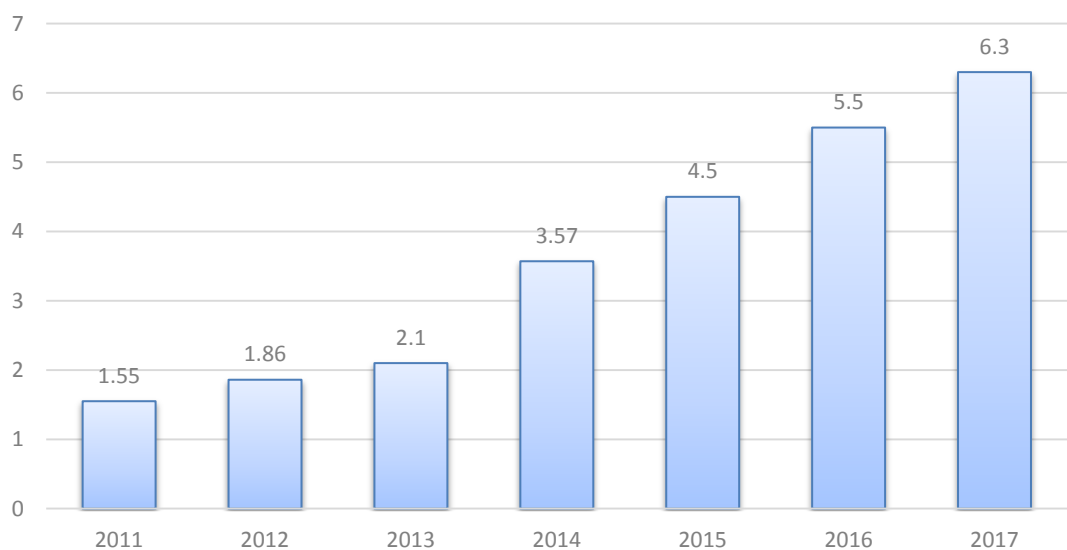
(2) 传统贸易模式发展减缓,为跨境出口电商带来潜在机会

近年来,外需市场低迷、加工制造业向东南亚等低成本地域转移,给中国传统外贸带来了挑战,同时为跨境出口电商带来潜在机会。根据国家统计局及中国电子商务研究中心数据显示,2015 年度、2016 年度连续两年我国货物贸易进出口总值呈下降趋势,2017 年度货物贸易进出口总值稍有增长。然而,在全球外贸疲软的背景下,跨境电商交易规模逐年稳步增长,2017 年度达到 7.6 万亿元,占我国进出口贸易总量四分之一以上。

随着全球互联网行业的高速发展、消费者网购习惯的养成,以及仓储物流、在线支付等配套体系的进一步完善,跨境出口电商市场近年来呈现出高速增长态势,出口电商模式正在逐步改变传统外贸模式。2011 年至 2017 年中国跨境电商出口交易规模由 1.55 万亿增长至 6.3 万亿,年均复合增长率为 26.3%。

2011—2017 年中国跨境电商出口交易规模

单位:万亿元



数据来源：中国电子商务研究中心

（3）“一带一路”将大力推动跨境电商进一步发展

一方面，目前跨境电商市场主要集中在欧美、日韩等成熟市场，而在东南亚、中东、俄罗斯等区域发展程度较低。在“一带一路”战略推动下，发展中国家经济将充分联系、充分发展、充分融合，将不可避免的产生新市场和新机遇，从而培育出新兴热点市场。“一带一路”沿线总人口约 44 亿，经济总量约 21 万亿美元，分别约占全球的 63%和 29%，但上述国家普遍存在轻工业欠发达情况，跨境电商的发展将为上述地区消费者提供高性价比的产品。因此，在“一带一路”战略的推动下，未来跨境电商的发展空间和潜力不可限量。

另一方面，物流效率和物流成本是跨境电商发展的命脉，新兴市场跨境电商的发展必须以物流基础设施的完善为前提。通过“一带一路”的政策引导与扶持，未来将有大量铁路、机场、港口等基建项目投资建成，这将大幅优化新兴市场在跨境物流方面的成本和效率。随着基础设施的逐渐完善，海陆空通道网络的逐渐形成，“一带一路”沿线区域的互联互通将达到一个新水平，跨境电商贸易规模也将随之大幅增长。

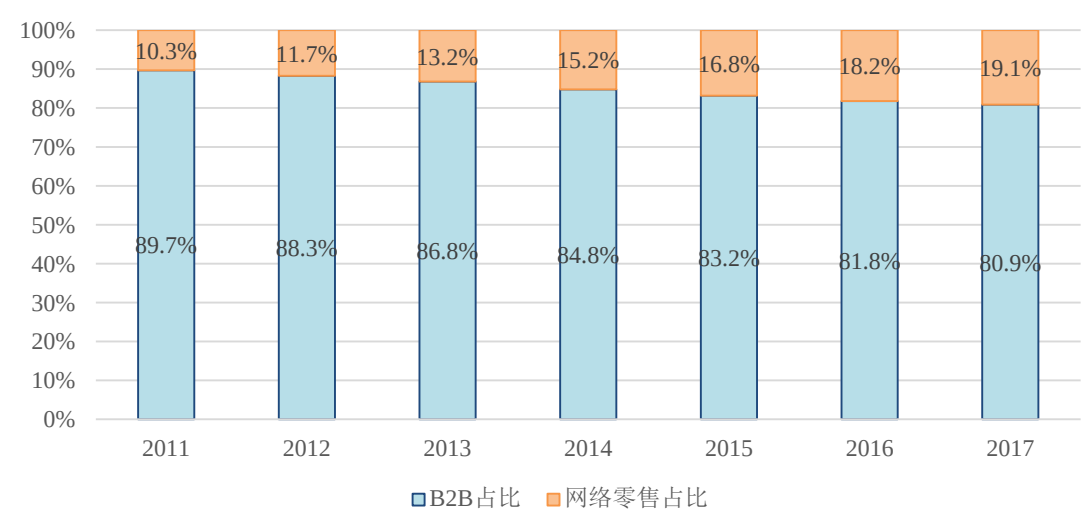
（4）跨境出口电商的网络零售占比逐年提高

跨境出口电商运营模式可进一步分为 B2B 模式和网络零售模式。出口 B2B 模式以提供网络信息服务为主，是传统出口贸易流程的电商化，占总交易规模比

重较高。出口网络零售模式，即借助国际电商平台将产品销售给终端消费者。该模式目前占总交易规模比重较低，但呈高速增长态势。

近年来，跨境出口电商中网络零售模式交易规模增长势头迅速，占比已从 2011 年的 10.3% 增长至 2017 年的 19.1%。该模式具有交易成本低、交易环节少、满足消费者个性化需求等优势，结合逐渐成熟的仓储物流和网络支付体系，预计网络零售模式占电子商务出口交易总额比例将进一步提升。

2011—2017 年中国跨境出口电商 B2B 模式和网络零售模式交易额占比



数据来源：中国电子商务研究中心

三、核查意见

经核查，中同华认为：结合标的公司的发展情况和自身竞争优势，考虑其所处行业及业务经营具有较强的季节性，综合跨境电商出口行业发展的迅猛态势和国家政策的积极推动等因素，有棵树未来年度的收入预测数据具有可实现性。

问题二十一、申请文件显示，标的资产 2016 年和 2017 年的主营业务毛利率分别为 52.40% 和 55.13%，2018 年至 2022 年，预计标的资产毛利率分别为 55.02%、54.77%、54.55%、54.45% 和 54.28%。请你公司结合市场竞争情况、同行业可比上市公司毛利率等，补充披

露毛利率预测的依据及合理性，请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、有棵树历史期及预测期毛利率

有棵树 2016 年度、2017 年度及 2018 年 1-3 月毛利率分别为 52.40%、55.13% 和 53.54%。根据有棵树的历史期经营数据，有棵树的销售毛利率水平较为稳定。具体如下：

单位：万元

项目/年度		2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
合计	收入	149,887.81	234,794.37	72,668.42
	成本	71,340.15	105,344.54	33,764.11
	毛利率	52.40%	55.13%	53.54%

注：2018 年 1-6 月财务数据未经审计

预测期内，有棵树的收入、成本及毛利率情况如下：

单位：万元

项目/年度		2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
合计	收入	360,070.99	454,457.85	573,234.30	688,394.96	758,462.34
	成本	161,972.59	205,536.44	260,517.89	313,577.83	346,781.04
	毛利率	55.02%	54.77%	54.55%	54.45%	54.28%

本次评估以历史期有棵树的销售毛利率为基础，参照同行业可比公司的毛利率水平，并结合市场发展状况、业务经营状况、公司发展策略等情况，预测有棵树未来年度的毛利率水平仍将保持稳定水平。

二、有棵树毛利率预测的依据

1、主要市场已形成稳定竞争格局

跨境出口电商业务主要集中在北美、欧洲、日本、澳洲等热门区域，经过近年来高速发展，上述区域已形成较为稳定的竞争格局，主要市场的产品毛利率也已基本处于稳定状态，报告期内有棵树的销售毛利率与同行业竞争对手基本一致。具体情况如下：

公司名称	销售毛利率（%）		
	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
跨境通	48.34	49.77	44.71
傲基电商	58.28	60.81	62.27
安克创新	53.92	51.89	51.19
通拓科技*	49.98	41.45	/
平均值	52.63	50.98	52.72
有棵树	52.40	55.13	53.54

注：上述表格中，通拓科技 2017 年毛利率为 1-11 月经审计数据。2018 年 5 月，义乌华鼎锦纶股份有限公司完成收购通拓科技 100%股权。因此，公开信息无法查询到通拓科技 2018 年 1-3 月财务数据。

2、市场空间大、行业天花板较高

跨境出口电商的市场空间大、行业天花板高，仍处于相对蓝海市场，在中短期内不会出现由于市场过度竞争导致企业整体销售毛利率下降的情形。从电商渗透率（网络零售占零售总额的比例）指标来看，其他国家与中国相比仍有一定差距，尤其是新兴市场未来的需求增长潜力巨大，电商渗透率仍有较大提升空间。

项目	发达国家			新兴市场			中国	全球
	美国	英国	日本	俄罗斯	印度	东南亚		
2016 年线上零售额占比（%）	10.4	14.9	7.1	3.8	4.1	1.6	17.1	8.8

数据来源：申万宏源研究

有棵树的跨境电商出口业务主要分布在欧美地区。欧美电商虽然经过近年来高速发展，但目前市场尚未饱和，仍处红利期。欧美地区线上消费正在快速扩容，实体零售仍在持续下行，较多线下零售商正在转战线上零售，电商渗透率仍将继续提高。

此外，新兴市场的潜力已经逐渐被我国企业所认可。新兴市场较低的电商渗透率和竞争也为出口跨境电商提供了广阔的发展空间。同时，由于新兴市场轻工业不发达，很多日常商品依赖进口，而消费者的价格敏感性较高，中国进口商品的价格优势更加明显。随着新兴市场在电子支付、跨境物流等方面的基础设施逐渐完善，新兴国家的电商渗透率将快速提升。

3、“中国制造”产品具备长期竞争优势

“中国制造”产品在国际市场仍具有较大的不可替代性和议价能力，在产品的工艺设计、性价比和制造水平上都具有领先优势。一方面，经过长期发展积累，中国已经成为了工业体系完整度最高的国家，为制造企业提供了强有力的供应链支持。部分产业从产业链最上游到最下游均在境内完成，上述产业集群效应大幅节约了制造企业在采购、物流、研发设计等方面的成本；另一方面，中国具有大量的熟练工人储备，且多数普通工人正逐步转化为技术工人，而其他发展中国家的人口转化为合格的产业工人仍需经过时间和经验的积累。虽然中国的人口红利正在逐年缩小，但是随着人工技术提升、配套设施完善、管理理念优化，中国制造业的整体劳动生产率仍具有较大优势。

4、通过新品开发抵消前代产品毛利率的下滑

有棵树不断通过新品开发抵消前代产品毛利率的下滑，从而长期维持毛利率的稳定。一般而言，前代产品的毛利率将随着竞品增加和市场需求下降而逐渐下滑，而新品在上市初期的毛利率相对较高。有棵树通过持续的新品开发以及产品的不断更新迭代，来抵消前代产品毛利率下滑的影响，进而保持较好的毛利率水平。

在新品开发阶段，有棵树会搜集产品的市场销售价格、供应商采购价格，并结合仓储运输费、平台交易费以及其他均摊费用，综合计算开发新品的利润水平是否符合企业制定的相关标准。同时，新品开发部还将综合考虑待开发产品的销量变动趋势、市场价格变动趋势、知识产权保护情况、售后维修支持等因素，确认待开发产品是否存在其他潜在风险。

若待开发产品经测算后满足企业制定的利润率指标，且不存在其他潜在重要风险，有棵树才能开发上述产品。通过对新品开发流程的严格管控，有棵树能够有效保障了被开发产品较高的毛利率水平，进而通过持续开发新品抵消老品毛利率下滑的影响。

5、严谨审慎的采购方式

有棵树采取“试采试销、以销定采”的采购策略，随时根据市场行情变化调整采购数量及采购金额，有效减少了低毛利产品的库存积压；同时，有棵树采取“品类多元、渠道分散”的采购方式，通过多元化配置产品有效降低部分低毛利产品对整体毛利率的影响，并对冲部分品类滞销产生的影响。通过上述采购方式，有棵树能够有效保障了整体毛利率的稳定性。

（1）试采试销、以销定采

对于新开发产品的采购，有棵树采取“试采试销”的策略。由于新品缺乏历史销售数据，有棵树针对不同价格区间、不同品类 SKU 的采购数量制定详实的限购措施，以此控制单一 SKU 的滞销风险。新品开发成功后，有棵树将根据该品类的实际销售毛利率以及销量情况，并结合销售部门意见确定下一步的采购量。

对于常规产品的采购，有棵树采取“以销定采”的策略。信息系统将根据历史期销量及当前库存总量自动计算备货需求。销售部门以信息系统的计算结果为参考依据，并结合自身经验以及对市场的预判，将最终预计的备货需求向采购部门提交申请。若产品出现销量下滑，销售毛利率下降等情况，有棵树将逐步减少甚至停止该类产品的采购行为。

若新品开发不利或某一常规产品出现竞品增加、销量下滑情形，有棵树可以随时根据市场变化调整采购数量及采购金额，有效减少了低毛利产品的库存积压。

（2）品类多元、渠道分散

有棵树采购的产品具有品类多元、渠道分散的特点，不会集中布局单一品类的产品，且不会集中向单一供应商采购某一品类产品。有棵树在线产品 SKU 数量逾 12 万个，活跃供应商超过 4,000 家，涵盖 3C 电子产品、户外用品、家居生活用品、玩具、车载用品等各种品类。通过上述方式，有棵树一方面能够有效对

冲单一产品销售下滑风险，另一方面能够控制供应商抬价或产品质量问题对采购成本的影响。

6、店铺垂直品类管理、产品精品化升级

2017 年以来，有棵树正逐步在泛供应链模式基础上进行店铺垂直品类管理和产品精品化升级。通过上述方式，有棵树能够逐步增加店铺对客户的粘性、提升消费者信任度、提高产品议价能力，进而保障了整体的销售毛利率。

店铺垂直品类管理方面，有棵树的新设店铺将按照产品品类进行划分管理，每个店铺都将聚焦于某个品类；此外，已开设店铺也正逐渐从多品类混合经营模式转型为垂直品类管理模式。通过在店铺中做精做深某一品类产品，能够提高店铺的产品属性及展示效果，更容易形成消费粘性并促成重复购买。2017 年度有棵树新设店铺的毛利率高于原有店铺，具体如下图所示：

网店类型	销售收入(万元)	销售成本(万元)	销售数量(万件)	产品单价(元/件)	毛利率(%)
2017 年新设店铺	49,929.03	20,219.18	431.26	115.77	59.50
2017 年前已开设店铺	174,714.81	77,717.75	3,364.83	51.92	55.52

产品精品化升级方面，有棵树正积极通过 OEM 模式培育自有品牌，使自有品牌的产品具备更贴近市场的设计、更轻的重量以及更有利于电商快递的包装。有棵树早期主要以白牌、低价产品为主，随着有棵树逐渐具备规模与流量优势，企业更加注重产品的品牌化优势，一方面注入高单价与高质量的产品，发展高端用户提升客户粘性，另一方面通过降低白牌率，进一步提升收入规模与产品毛利率。

三、核查意见

经核查，中同华认为：通过参照同行业可比公司的毛利率水平，并结合市场发展状况、业务经营状况、公司发展策略等因素，标的公司未来年度的毛利率水平预计将保持稳定水平，上述毛利率预测依据充分，具有合理性。

（本页无正文，为《北京中同华资产评估有限公司对〈关于天泽信息产业股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的反馈意见〉之回复》之签章页）

北京中同华资产评估有限公司

2018 年 8 月 28 日