

**关于长沙开元仪器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申请文件
一次反馈意见的回复**

中国证券监督管理委员会：

根据贵会2016年10月19日出具的162716号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（以下简称“一次反馈意见”）的要求，开元资产评估有限公司（以下简称“评估师”）就一次反馈意见所提问题逐条进行了认真核查及落实，现就贵会提出的相关问题作出书面回复如下文。

（如无特别说明，本回复报告中的简称或名词的释义与申请文件之《重组报告书》中的相同。）

目录

问题十九、申请材料显示，收益法评估时恒企教育母公司 2016 年 4-12 月的预测营业收入为 27787.90 万元，预测净利润 5692.86 万元；中大英才 2016 年 4-12 月的预测营业收入为 3973.18 万元，预测净利润 1157.76 万元。请你公司补充披露恒企教育、中大英才 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。.....	2
问题二十、申请材料显示，恒企教育直营校区会计培训收入主要受单校区预计招生成交数量、预计招生平均单价、校区数量、月数等四因素影响。申请材料同时显示，收益法评估时预测恒企教育 2016 年至 2018 年每年新增 50 个直营校区，2019 年新增 20 个直营校区、2020 年新增 10 个直营校区。2021 年新增 5 个直营校区，招生平均单价呈一定比例增长，单校区月招生成交数量呈上升趋势。请你公司：1）补充披露未来年度新增直营校区的依据，并进一步补充披露未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据的合理性，是否符合《资产评估准则》的相关规定。2）补充披露未来年度招生平均单价、单校区月招生数量的具体预测数量，对比报告期情况，进一步说明预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查、并发表明确意见。.....	6
问题二十一、申请材料显示，恒企教育报名学历中介业务的学员基本来自于参与会计培训业务的学员，学历中介收入业务的年招生人数以会计培训年招生人数为依据，考虑一定的转化率。预计人均学历中介收入单价以历史年度人均消费金额为指标进行预测，预测期内不考虑增长。请你公司：1）补充披露转化率的具体预测数据，对比报告期情况，补充披露转化率预测的合理性。2）补充披露学历中介业务历史年度人均消费金额，并结合恒企教育的核心竞争力，进一步补充披露预测的人均学历中介收入单价不下滑的合理性。请独立财务顾问和评估师核查、并发表明确意见。.....	16
问题二十二、申请材料显示，2014 年、2015 年恒企教育净利率分别为-24.96%、8.5%，未来年度的预测净利润维持在 20%左右。请你公司比对可比交易情况，补充披露预测净利润的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	18
问题二十三、申请材料显示，在测算恒企教育加权平均资本成本时，预测的目标资本结构 D/E 为 2.59%，收益法评估时恒企教育的付息债务一直为 0。请你公司补充披露上述数据是否存在矛盾。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。.....	20
问题二十四、申请材料显示，报告期内中大英才主营业务收入主要以在线培训课程销售为主，收益法评估时预测未来年度在线培训课程收入主要受预计缴费人数和人均缴费均价两项因素影响。申请材料同时显示，中大英才于评估基准日后开展了直播业务和学历代招生业务。请你公司：1）补充披露中大英才未来年度在线培训课程预计缴费人数和缴费单价的预测方法、过程，对比报告期情况，进一步补充披露预测的合理性。2）补充披露未来年度直播业务和学历代招生业务收入的预测方法、过程和合理性。请独立财务顾问和评估师核查、并发表明确意见。.....	22

问题十九、申请材料显示，收益法评估时恒企教育母公司 2016 年 4-12 月的预测营业收入为 27787.90 万元，预测净利润 5692.86 万元；中大英才 2016 年 4-12 月的预测营业收入为 3973.18 万元，预测净利润 1157.76 万元。请你公司补充披露恒企教育、中大英才 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况。请独立财务顾问及评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）恒企教育 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况。

根据开元资产评估有限公司出具的开元评报字[2016]1-071 号评估报告，恒企教育母公司 2016 年 4-12 月预测营业收入为 27,787.90 万元，净利润 5,692.86 万元；控股子公司广州多迪网络科技有限公司 2016 年 4-12 月预测营业收入为 9,208.00 万元，净利润 1,045.39 万元；恒企教育 2016 年 4-12 月预测合并报表营业收入为 36,995.90 万元，归属于母公司净利润 6,299.19 万元；根据立信会计师事务所(特殊普通合伙)出具的信会师报字[2016]第 410587 号审计报告，恒企教育 2016 年 1-3 月实现合并报表营业收入 7,771.76 万元，实现归属于母公司净利润 1,076.07 万元。根据上述数据，恒企教育 2016 年全年营业收入预计为 44,767.66 万元，归属于母公司净利润预计为 7,375.26 万元。

根据立信会计师事务所(特殊普通合伙)出具的信会师报字[2016]第 410723 号《审计报告》，恒企教育 2016 年 1-8 月实现合并报表营业收入 23,519.52 万元，实现归属于母公司净利润 4,407.45 万元。截至 2016 年 8 月 31 日，恒企教育 2016 年预测收入和净利润的实现情况如下表所示：

单位:万元

项目	2016 年 1-8 月实际数	2016 年全年预测数	2016 年 1-8 月实际完成比例	2016 年 1-8 月目标完成比例	完成度
营业收入	23,519.52	44,767.66	52.54%	66.67%	78.81%
归属于母公司净利润	4,407.45	7,375.26	59.76%	66.67%	89.64%

注：目标完成比例 66.67%系假设恒企教育 2016 年 1-12 月每个月完成的营业收入和净利润相等的前提下，根据审计期间即 1-8 月 8 个月的时间周期占 2016 年全年即 1-12 月 12 个月的时间周期的比例计算得出。

由上表可知，恒企教育 2016 年 1-8 月营业收入实际完成比例为 52.54%，归

属于母公司净利润实际完成比例为 59.76%，均略低于 66.67%的目标完成比例，这主要是因为恒企教育的经营具有季节性特征，恒企教育 2014 年-2015 年营业收入分季度列表如下：

单位：元

项目	2014 年	2015 年
第一季度	1,054,681.71	17,015,320.07
第二季度	3,710,099.27	64,050,586.64
第三季度	5,494,164.95	95,465,419.36
第四季度	12,133,895.94	109,441,450.38
合计	22,392,841.87	285,972,776.45

由上表可知，恒企教育的经营存在季节性特点，即收入逐季提高，其中四季度最高，这一方面是因为会计培训业务第三季度暑期报班人次增加从而导致三四季度收入增加，另一方面学历中介业务多数为秋季招生，在第四季度学员确认为录取状态时确认收入。

恒企教育目前的学历中介业务包括两大块：一是与相关院校合作的每月可以招录并确认收入的网络教育学历；一是与相关院校合作的需参加全国统一成人高考录取后才确认收入的成考学历。截止 8 月 31 日，恒企教育需参加 10 月底成人高考并录取后才能确认收入的学历中介收入预估金额为 2,347.13 万元（未确认的成考学历中介收入按收款金额×60%分成率×90%录取率预估。成考录取率按 90%预计，主要基于以下考虑：①2015 年恒企教育成考通过率为 94.7%；②根据历年的分数线统计，成考为三门科目的省份总分为 450 分，2015 年成考录取分数线在 100 到 130 不等；成考为四门科目的省份总分为 600 分，2015 年成考录取分数在 200 分左右，总体来说门槛相对较低，通过率较高），预计税后净利润为 1,760.36 万元。这部分因会计确认原则而尚未确认的收入可靠性较强，如果考虑此因素的影响，恒企教育 2016 年 1-8 月营业收入和归属于母公司净利润将达到 25,866.65 万元 和 6,167.81 万元，营业收入和归属于母净利润的完成比例将分别达到 57.78%和 83.63%，完成度分别达到 86.67%和 125.44%。

综上所述，截至 2016 年 8 月 31 日，恒企教育 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况基本达到评估预测数，符合评估预期。

根据恒企教育提供的财务报表（未审计）的相关数据计算，恒企教育 2016

年1-10月实现合并报表营业收入29,933.54万元,实现归属于母公司净利润5,806.52万元。截至2016年10月31日,恒企教育2016年预测收入和净利润的实现情况如下表所示:

单位:万元

项目	2016年1-10月实际数	2016年全年预测数	2016年1-10月实际完成比例	2016年1-10月目标完成比例	完成度
营业收入	29,933.54	44,767.66	66.86%	83.33%	80.24%
归属于母公司净利润	5,806.52	7,375.26	78.73%	83.33%	94.48%

注:目标完成比例83.33%系假设恒企教育2016年1-12月每个月完成的营业收入和净利润相等的前提下,根据审计期间即1-10月10个月的时间周期占2016年全年即1-12月12个月的时间周期的比例计算得出。

由上表可知,恒企教育2016年1-10月营业收入实际完成比例为66.86%,归属于母公司净利润实际完成比例为78.73%。另外,截止10月31日,恒企教育需参加10月底成人高考并录取后才能确认收入的预估金额为2,999.81万元,预计税后净利润为2,249.86万元,如果考虑此因素的影响,恒企教育2016年1-10月营业收入和归属于母公司净利润将达到32,933.35万元和8,056.38万元,营业收入和归属于母公司净利润的完成比例将分别达到73.57%和109.24%,完成度分别达到88.28%和131.08%。

2016年11月18日上海市高新技术企业认定办公室公告了《关于公示2016年度上海市拟认定高新技术企业名单的通知》,根据该通知,恒企教育已被纳入2016年度上海市拟认定高新技术企业名单。若后续恒企教育取得高新技术企业资质,则可按规定享受15%的所得税优惠税率。在此优惠税率下,恒企教育1-10月归属于母公司的净利润将达到6,501.48万元,归属于母公司的净利润完成率将达到88.15%,完成度将达到105.78%。如果考虑1-10月尚未确认收入的成人高考类学历中介收入的影响,恒企教育1-10月归属于母公司的净利润将达到8,751.33万元,归属于母公司的净利润完成率将达到118.66%,完成度将达到142.39%。

综上所述,截至2016年10月31日,恒企教育2016年预测营业收入和净利润的实现情况基本达到评估预测数,符合评估预期。

（二）中大英才 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况

根据开元资产评估有限公司出具的开元评报字[2016]1-068 号评估报告，中大英才 2016 年 4-12 月预测营业收入为 3,973.18 万元，净利润为 1,157.76 万元；根据大信会计师事务所(特殊普通合伙)出具的大信审字[2016]第 27-00062 号《审计报告》，中大英才 2016 年 1-3 月实现营业收入 642.29 万元，净利润 190.45 万元。根据上述数据，中大英才 2016 年全年营业收入预计为 4,615.47 万元，净利润预计为 1,348.21 万元。

根据大信审字[2016]第 27-00086 号《审计报告》，中大英才 2016 年 1-8 月实现营业收入 2,982.80 万元，实现净利润 986.42 万元。截至 2016 年 8 月 31 日，中大英才 2016 年预测收入和净利润的实现情况如下表所示：

单位:万元

项目	2016 年 1-8 月实际数	2016 年全年数据	2016 年 1-8 月实际完成比例	2016 年 1-8 月目标完成比例	完成度
营业收入	2,982.80	4,615.47	64.63%	66.67%	96.94%
净利润	986.42	1,348.21	73.17%	66.67%	109.75%

注：目标完成比例 66.67%系假设中大英才 2016 年 1-12 月每个月完成的营业收入和净利润相等的前提下，根据审计期间即 1-8 月 8 个月的时间周期占 2016 年全年即 1-12 月 12 个月的时间周期的比例计算得出。

由上表可知，截至 2016 年 8 月 31 日，中大英才 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况基本达到评估预测数，符合评估预期。

根据中大英才提供的财务报表（未审计）的相关数据计算，中大英才 2016 年 1-10 月实现营业收入 3,787.26 万元，实现净利润 1,311.06 万元。截至 2016 年 10 月 31 日，中大英才 2016 年预测收入和净利润的实现情况如下表所示：

单位：万元

项目	2016 年 1-10 月实际数	2016 年全年数据	2016 年 1-10 月实际完成比例	2016 年 1-10 月目标完成比例	完成度
营业收入	3,787.26	4,615.47	82.06%	83.33%	98.47%
净利润	1,311.06	1,348.21	97.24%	83.33%	116.69%

注：目标完成比例 83.33%系假设中大英才 2016 年 1-12 月每个月完成的营业收入和净利润相等的前提下，根据会计期间即 1-10 月 10 个月的时间周期占 2016 年全年即 1-12 月 12 个月的时间周期的比例计算得出。

由上表可知，截至 2016 年 10 月 31 日，中大英才 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况超出评估预测数，符合评估预期。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为，恒企教育、中大英才 2016 年预测营业收入和净利润的实现情况与基本达到评估预测数，符合评估预期。

问题二十、申请材料显示，恒企教育直营校区会计培训收入主要受单校区预计招生成交数量、预计招生平均单价、校区数量、月数等四因素影响。申请材料同时显示，收益法评估时预测恒企教育 2016 年至 2018 年每年新增 50 个直营校区，2019 年新增 20 个直营校区、2020 年新增 10 个直营校区。2021 年新增 5 个直营校区，招生平均单价呈一定比例增长，单校区月招生成交数量呈上升趋势。请你公司：1）补充披露未来年度新增直营校区的依据，并进一步补充披露未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据的合理性，是否符合《资产评估准则》的相关规定。2）补充披露未来年度招生平均单价、单校区月招生数量的具体预测数量，对比报告期情况，进一步说明预测的合理性。请独立财务顾问和评估师核查、并发表明确意见。

回复：

（一）未来年度新增直营校区的依据，未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据的合理性，以及是否符合《资产评估准则》的相关规定的说明

1、未来年度新增直营校区的依据

（1）恒企教育所在的职业教育培训行业有巨大的需求潜力与市场空间仍待挖掘

我国在快速城镇化的进程中，就业市场结构性竞争加剧趋势十分显著。中国产业结构处于转型升级中，且国际竞争日益激烈，企业发展对人力资源的专业知识与实践技能要求不断提升，而我国高等教育普遍存在专业课程设置与社会经济发展需求相脱节的问题，再加上高校扩招使得高考升学率攀升，高等教育更加大众化，供过于求的矛盾日益凸显，出现了大学生“就业难”的现象。许多大学生以及想要获得升职加薪的上班族为了增加自身在就业市场的竞争力，会采取“考

证”、“充电”的方式参与各类型的职业教育和培训，比如会计从业资格证、证券从业资格证、信息技术技能培训等。大学毕业生人数增长外加就业机会紧缺，各类资格证考试持续火爆，为职业教育行业创造了巨大的市场需求。

根据百度及搜狗搜索数据，职业教育的关注度在各细分教育子类中名列前茅。职位类别中，市场营销、建筑机械、人力资源行政、财务审计税务、计算机互联网位居求职意向前五位。根据智联招聘统计，财务审计税务、软件互联网及 IT 质量管理为竞争最为激烈的职位类别。由于对行政机关事业单位、财务审计税务、软件互联网及 IT 质量管理职位的求职意向强烈且竞争激烈，金融财会、IT 认证、公务员类考试及教育培训在职业教育中需求空间最大。

（2）恒企教育制定了较为可行的校区拓展计划

恒企教育会计培训直营校区未来三年拓展计划具体如下：

年度	地区	省份	拓展方式	数量
2016 年	华东	安徽省	老校区增加新校区	2
	华北	河北省	新城市筹建	1
	华中	河南省	老校区增加新校区&新城市筹建	3
	西北	陕西省	老校区增加新校区&新城市筹建	3
	华东	福建省	新城市筹建	1
	华南	广东省	老校区增加新校区	8
	华中	湖南省	新城市筹建	1
	华东	江苏省	老校区增加新校区&新城市筹建	3
	华东	上海市	老校区增加新校区	11
	华东	浙江省	老校区增加新校区&新城市筹建	3
	西北	甘肃省	新城市筹建	2
	西南	贵州省	新城市筹建	2
	西北	青海省	新城市筹建	1
	西南	四川省	老校区增加新校区&新城市筹建	4
	西北	新疆	老校区增加新校区&新城市筹建	2
	西南	云南省	老校区增加新校区	1
	西南	重庆	老校区增加新校区	2
	小计			50
2017 年	华东	安徽省	新城市筹建	1
	华北	北京市	新城市筹建	8
	华北	河北省	新城市筹建	3
	华中	河南省	新城市筹建	1
	西北	陕西省	新城市筹建	3
	华东	福建省	新城市筹建	3
	华南	广东省	老校区增加新校区&新城市筹建	6
	华中	湖南省	新城市筹建	3

年度	地区	省份	拓展方式	数量
	华东	江苏省	新城市筹建	1
	华中	江西省	新城市筹建	1
	西北	陕西省	老校区增加新校区	2
	华东	浙江省	新城市筹建	6
	西北	甘肃省	新城市筹建	3
	西南	贵州省	新城市筹建	1
	西南	四川省	新城市筹建	2
	西北	新疆	新城市筹建	2
	西南	云南省	新城市筹建	2
	西南	重庆市	新城市(区)筹建	2
	小计			50
2018 年	华北	北京市	老校区增加新校区&新城市筹建	6
	华北	河北省	老校区增加新校区	2
	东北	吉林省	新城市(区)筹建	4
	东北	辽宁省	新城市(区)筹建	7
	华北	内蒙古	新城市(区)筹建	3
	西北	宁夏	新城市(区)筹建	1
	华北	山西省	新城市(区)筹建	7
	西北	陕西省	老校区增加新校区	2
	华东	福建省	新城市筹建	7
	华南	广东省	老校区增加新校区	4
	华东	上海市	老校区增加新校区	3
	华东	浙江省	新城市筹建	2
	西南	重庆市	老校区增加新校区	2
	小计			50
	合计			150

校区拓展计划可行性的分析说明如下：

①市场容量分析

从目前单点校区营运情况分析得出，30 万以上市区常住人口地级城市、超过 20 万市区常住人口的县级城市，具备拓展至少一个校区的条件。市区常住人口在 100 万以上地级城市、一二线城市，具备拓展 2 个以上校区的条件。综合市场各方面情况分析得出，恒企教育在现有的一二线城市还可拓展 80 个以上校区，在现有的三线地级城市还可拓展 120 家以上，在县级城市还可以拓展 200 家以上的校区，市场容量较大。

②“新城市新市场”的拓展

所谓“新城市新市场”，是指目前校区处于空白（包括稀少，下同）的省市

的会计培训市场。这是恒企教育未来校区拓展的重点，拟定的开发校区数量约占计划数的 65%。

校区空白或稀少的省份与直辖市，主要有北京、天津、福建、宁夏、甘肃、青海、山西、东北三省等省市，其中北京、天津作为直辖市，其影响力与辐射力非常大；福建作为经济较发达的省份之一，市场潜力很大，易于迅速扩张；山西作为煤炭生产大省，财务人员需求量很大；甘肃、宁夏、青海作为西部城市，会计人才相对缺乏。上述省市为恒企教育未来的重点拓展区域，空白校区的重点放在县级市、地级市及省会城市。

校区布局：县级市原则上设立 1 个网点（校区）；地级市原则上按照所辖行政区划各设 1 个网点（校区）；省会城市按照所辖行政区划各设 2-3 个网点（校区）。

③ “老校区新市场” 的扩张

在原有老校区的巩固、发展和提高的同时，复制成熟经验，向周边扩张，在老校区的城市中再开新校区，在老校区的片区内寻找新商机，在老校区中开发新校区的数量约占计划数的 35%。重点放在广州、上海、重庆、西安、湖北、江苏、浙江等地。

④未来校区拓展的工作措施

A、以点带面大力推广与复制成熟校区。组织校区拓展有关人员，根据该城市人口密集度、该城市会计从业人员考证人数、该地市的经济活跃程度以及核心人才考核通过时间等综合指标，结合前期调研情况，分析数据，制定措施，有计划、有步骤地加快拓展步伐，迅速抢占全国市场。

B、打造一支高素质高效率的拓展团队。一是重新调整团队组织架构，增加管理人才；二是招聘新的拓展人员；三是在总部和校区的现有老员工中选拔拓展人员，以迅速适应拓展的需要。

C、做好校长与教学老师的人才储备。校长与教师的匹配必须与校区拓展同步、协调共进，要培养合格的校长与优秀的教学老师，校区筹建完毕人员，全部到岗就位。

D、规范拓展制度和流程，严格执行标准。校区拓展过程中，必须规范运作，严格标准，需取得当地消防证明和房屋租赁备案。

E、加强内部培训，提高拓展效率。定期开展职业素养培训、拓展技能培训，责任到岗，目标到人。

(3) 2016 年恒企教育会计培训直营校区拓展计划目前的具体实施情况

2016 年恒企教育会计培训直营校区计划开业 50 家。截止 10 月底，新开校区已开业的有 20 家，正在筹建之中的有 16 家（其中已基本筹建完毕，计划 11 月份开业 5 家，计划 12 月份开业 2 家；正在进行场地装修、办理营业执照、租赁备案登记等事项 3 家；已选定场地，准备进场装修 2 家；正在选址的 5 家）。预计 2016 全年可完成 36 家新增网点的筹建并投入营运。

2016 年校区拓展数量低于预期，主要原因：一是管理学院的成立和猎才计划的执行占用了管理层一定的时间和精力，但也带来了盈利预测外的收入；二是恒企教育对校区拓展计划进行了调整，加大力度做好落后校区的升级改造和内控建设，暂时放慢了新开校区的拓展节奏；三是为保证新开校区的教学质量，对教师资源进行了整合，优化师资，储备人才，为 2017 年加大力度拓展校区做好准备；四是恒企教育严格按照要求规范筹建，场地必须具备消防合格证以及房产证与租赁备案方符合要求，才能新开网点办理，否则不予考虑，而通过消防合格验收等需要一定时间周期。

虽然 2016 年新增校区低于预期，但通过进一步优化升级课程结构、对落后校区的提升改造及公司的内控优化等措施，使学员的人均消费金额从 2015 年的 3,155.48 元提升到 2016 年的 3,764.13 元（2016 年 1-8 月份统计数据）。从收入现金流的角度，2016 年 4-8 月直营校区会计培训收入现金流为 12,667.28 万元，2016 年 4-12 月直营校区会计培训预测收入现金流为 24,325.17 万元（本次评估采用收入现金流模型进行预测，对比口径一致），预测完成率为 52.07%，与目标完成率 55.56% 差异不大，基本达到预期。

2、未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据的合理性，是否符合《资产评估准则》的相关规定

线下教育培训类公司未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据是合理的，且符合《资产评估准则》的相关规定，具体理由如下：

(1) 以未设立的直营校区作为预测依据是持续经营假设的前提

恒企教育所从事的线下教育培训业务因需集中授课，每个校区所能辐射的客户有效半径有限，所以须通过增设网点的方式以满足客户需求及公司业务发展的需要，这也是此类行业发展的必然选择。如华图教育 2015 年共新设 32 家分公司，进一步完善其直营体系，丰富其服务网点；2016 年上半年，华图教育继续加大在全国范围内的分支机构布局力度，共设立分公司 21 家，进一步提升在全国布局的覆盖度。如果不考虑未来新增校区，仍在现有的校区的基础上经营，则恒企教育的发展必然受到限制，竞争优势和市场地位也将逐渐丧失，持续经营将受到影响，也不符合恒企教育的实际发展趋势。故从持续运营假设的角度考虑，需要将未来新设立的校区纳入本次收益法盈利预测范围。

（2）恒企教育的培训业务具有复制性强的特点

恒企教育各校区运营模式相同，通过多年运营，恒企教育运营基本模式已成熟，开设新直营校区只需复制原有校区模式。新开设的直营校区是恒企教育根据自身发展计划，预计未来用自有资金进行布局的网点，新增校区与现有校区运营模式将保持一致，收入结构也与现有校区基本相同。所有校区共享恒企教育的课程体系、管理经验、销售渠道、教学方法、人才团队、品牌优势等资源，同时恒企教育所具有的体系化、标准化的课程体系，较强的集团管控能力也为新增校区复制提供了保障。恒企教育未来持续开拓新校区，是经营规划中非常重要的不可或缺部分，在正常持续经营下，其业务可复制性强的特点使得预测未来直营校区具有可行性和可靠性。

（3）恒企教育具备持续拓展新校区的能力

①恒企教育对课程进行了全面体系化、标准化升级改造

从原来松散型班级式课程体系升级改造成为紧密型进阶式课程体系，这种课程体系的好处就是学员对课程体系认知更容易，继续学习的概率大大增强，学员报读冲突性降低，为课程大规模复制创造了重要的前提条件。在这种课程体系下，课程研发部和教学管理部继而完成了教材标准化、课件标准化、讲义标准化、教学计划标准化和教学考核标准化，有利地规避了很多品牌因为课程标准化不高，导致教学质量下降，教师资源不足等矛盾的出现。

②初步建成了“三位一体”信息化体系

为了加快信息化建设，恒企教育 2013 年上半年第一期投入近 300 万元，先

后累计投入近 1000 万元，引进用友 NC 开发平台和 ERP 管理软件，到 2015 年年底，在 NC 开发平台上成功构建了财务系统、招生系统、教学系统、就业系统、报表分析系统、OA 办公系统等，形成了学员、员工和校区“三位一体”信息化体系，给连锁经营管理提供了强大的数据支持和业务管控，不论是推广、还是招生，还是教学和财务等业务都能安全、快速和便捷完成处理，整个经营管理体系变得非常简单高效。

③全方位强化总部的服务与管控双层职能，支持快速扩张

在 2015 年初，恒企教育全面升级组织架构，先后完成校区事业中心、互联网事业中心、专业建设中心和对外合作中心的设定，对各个部门进行扩编安排，从 2014 年不到 150 人的编制到现在超过 250 人的人员编制，并顺利完成了中心副总裁分管，部门总监负责制、校区校长负责制与责任和目标体系的建设。总部为校区提供的网络推广服务、内容营销服务、员工培训服务、产品培训服务等丰富性和效率都比过去大大提高，为恒企教育下一步快速扩张提供了强有力支持。

④恒企教育具备校区拓展所需的人才储备

拓展校区需要的关键岗位就是校长。恒企拓展新校区的校长来源从两个渠道实现，一是内部产生，通过人才梯队建设，让 70%的新校长从优秀的招生主任、教学部经理中提拔和培养；30%的新校长通过机制从外部（其他教育机构岗位或企业管理岗位）引进和培养。

⑤恒企教育有充足的自有资金保障未来校区拓展的资金周转需求

拓展一个新校区前期投入资金大约为 40 万元，按每年 50 个校区拓展进度资金需求约 2,000 万元。上海恒企教育自 2014 年成立以来未进行过股东分红，截止 2016 年 8 月 31 日，其未分配利润达 5,532.76 万元；恒企教育在收款模式上对所有学员要求预付学费，资金回笼能力强，经营性现金流入情况良好，2015 年经营性现金净流入为 4,182.22 万元，2016 年 1-8 月经性现金净流入为 11,453.63 万元。综上所述，恒企教育的自有资金完全可以满足新开校区的资金周转需求。

⑥恒企教育加强和完善了校区拓展的人力准备

为了加快新网点的拓展，保质保量完成新校区的拓展计划，恒企教育在 2016 年下半年扩编拓展部，从原来的 4 人编制，调整到 10 人的编制，并完善了拓展绩效奖励方案，确保拓展员工的积极性。

(4) 未来营业收入以未设立的校区作为预测依据是目前线下教育培训类评估的常用方法

我们通过查阅近期资本市场上类似的并购案例，如勤上光电收购广州龙文的收益法评估中标的公司营业收入按照现有网点和新增网点两部分进行预测；盛通股份收购乐博教育的收益法评估未来预测收益中包含了新开 57 家直营校区。由此可见，未来营业收入以未设立的校区作为预测依据是目前线下教育培训类评估的常用方法。

(5) 未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据符合《资产评估准则》的相关规定

依据《资产评估准则—企业价值》的相关要求，“注册资产评估师应当充分分析被评估企业的资本结构、经营状况、历史业绩、发展前景，考虑宏观和区域经济因素、所在行业现状与发展前景对企业价值的影响，对委托方或者相关当事方提供的企业未来收益预测进行必要的分析、判断和调整，在考虑未来各种可能性及其影响的基础上合理确定评估假设，形成未来收益预测。”未来新增直营校区是恒企教育根据行业发展前景及自身发展规划做出的，在收益法测算中将预期收益进行了折现，同时与收益相关的成本、费用、营运资金追加及资本性支出也相应进行了合理的预测。这是符合资产评估准则的。

综上所述，未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据的具备合理性，符合资产评估准则的相关规定。

(二) 未来年度招生平均单价、单校区月招生数量的具体预测数量，对比报告期情况，进一步说明预测的合理性。

1、未来年度招生平均单价的具体预测数量及预测的合理性说明

(1) 未来年度招生平均单价具体预测数量如下：

项目	2016 年 4-12 月 E	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
招生平均单价(元/人)	3700	3890	4080	4200	4280	4320
增长率		5%	5%	3%	2%	1%

(2) 未来年度招生平均单价的具体预测数量的合理性说明

①报告期内招生平均单价情况

会计培训服务	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2016 年 4-8 月
收入现金流（万元）	3,185.58	23,381.48	6,295.66	12,667.28
报名人数	17,230	74,098	16,704	33,674
人均消费（元/人次）	1,848.86	3,155.48	3,768.96	3,761.74

②未来年度招生平均单价预测的合理性说明

人均单价以历史年度人均消费金额为基础进行预测，预测期内考虑合理幅度人均消费增长。2016 年 1-3 月实际招生平均单价为 3,768.96 元，4-8 月实际招生平均单价为 3,761.74 元，4-12 月预测招生平均单价为 3,700.00 元，预测数据与实际数据基本相符。

恒企教育招生平均单价增长的原因如下：一是恒企教育通过完善课程体系、提升教学质量、提供更多教学服务等对产品进行价格调整，但为了保证生源、保持竞争力对产品单价的调整幅度并不大；二是通过提升招生层次提高人均单价，如目前恒企教育主要课程分为四个层级：入门级、实务级、全能级、精英级，费用分别为 1580 元、3580 元、5980 元、8080 元，通过招收开班更多高层级的班级提升人均单价。此外，恒企教育已推出了更高层级的猎才计划，卓越计划、辉煌计划也在课程研发中，人均单价会有更多的提高。本次评估基于谨慎性考虑仅考虑人均单价的小幅提升。

综上所述，未来年度招生平均单价的预测具有合理性。

2、未来年度单校区月招生数量的具体预测数量及预测的合理性说明

（1）未来年度单校区月招生数量的具体预测数量

项目	2016 年 4-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
校区总量	223	273	323	343	353	358
其中：老校区数量	173	223	273	323	343	353
新增校区数量	50	50	50	20	10	5
年度招生人次	67,716	107,136	128,736	143,856	154,512	162,108
单校区月均招生人次	34	33	33	35	36	38

(2) 未来年度单校区月招生数量的具体预测数量的合理性说明

①报告期内单校区月均招生人次情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2016 年 4-8 月
校区总量	32	173	173	184
其中：老校区数量		32	173	173
新增校区数量	32	141		11
年度招生人次	17,230	74,098	16,704	33,674
单校区月均招生人次	45	36	32	37

②未来年度单校区月均招生人次预测的合理性说明

如上表所列，恒企教育直营校区 2014 年-2016 年 1 季度单校区月均招生人次分别为 45 人、36 人、32 人，2014 年单校区月均招生人次较高的原因是低端课程在当年占比较高，从而吸引了更多学员，2015 年后随着更多高端课程的推出，单校区月均招生人次略有下降，2016 年 1 季度较低的主要原因是 1 季度一般为招生淡季，2016 年 4-8 月份实际单校区月均招生人数为 37 人，4-12 月份预测单校区招生人数为 34 人，实际单校区月均招生人数高于预期；考虑到校区快速拓展阶段以稳定业务为主，2017-2018 年暂不考虑月均招生人数的增加，随着未来校区规模的逐步稳定，单校区月均招生人次也会略有提高。

综上所述，未来年度单校区月均招生人次的预测具有合理性。

(三) 评估师核查意见

经核查，评估师认为，未来营业收入以未设立的直营校区作为预测依据具有合理性，且符合《资产评估准则》的相关规定；未来年度招生平均单价、单校区月招生数量的预测具有合理性。

问题二十一、申请材料显示，恒企教育报名学历中介业务的学员基本来自于参与会计培训业务的学员，学历中介收入业务的年招生人数以会计培训年招生人数为依据，考虑一定的转化率。预计人均学历中介收入单价以历史年度人均消费金额为指标进行预测，预测期内不考虑增长。请你公司：1）补充披露转化率的具体预测数据，对比报告期情况，补充披露转化率预测的合理性。2）补充披露学历中介业务历史年度人均消费金额，并结合恒企教育的核心竞争力，进一步补充披露预测的人均学历中介收入单价不下滑的合理性。请独立财务顾问和评估师核查、并发表明确意见。

回复：

（一）转化率的具体预测数据，对比报告期情况，补充披露转化率预测的合理性

1、预测的学历中介转化率如下表：

项目	2016 年 4-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
转化率	14%	12.51%	13%	13.5%	14%	15%	15%

2、转化率预测的合理性说明

报告期内学历中介转化率情况

年度	报名人次	其中：网络教育报 名人次	其中：成考报 名人次	会计培训报 名人次	转化率
2015 年	9,194	0	9,194	74,098	12.41%
2016 年 1-8 月	12,541	5,553	6,988	50,378	24.89%

恒企教育 2015 年学历中介招生转化率为 12.41%，2016 年 1-8 月份实际转化率为 24.89%，2016 年 4-12 月预测转化率为 14%，全年转化率预测为 12.51%。预测期 2017 年-2021 年预测转化率在 13%—15%之间，实际转化率远高于预期。

综上所述，恒企教育学历中介转化率的预测具有合理性。

（二）学历中介业务历史年度人均消费金额，并结合恒企教育的核心竞争力，进一步补充披露预测的人均学历中介收入单价不下滑的合理性

1、学历中介业务历史年度人均消费金额如下表：

年度	报名人数	其中：网络教育报名人数	其中：成考报名人数	确认收入人次	其中：网络教育确认收入人次	其中：成考确认收入人次	学历中介收入（万元）	其中：网络教育确认收入（万元）	其中：成考确认收入（万元）	平均收入（人均：元）
2015 年	9,194	0	9,194	9,194	0	9,194	2,880.04		2,880.04	3,132.53
2016 年 1-8 月	12,541	5,553	6,988	5,553	5,553	0	1,465.72	1,465.72	0	2,639.51

注：上述学历中介收入单价均以已确认的会计收入除以已确认收入的学员人次所得，尚未确认收入的部分未包含在内。

从上表可以看出，2016 年 1-8 月份人均收入较 2015 年全年人均单价略有下降，主要原因是成考类学员的学历中介收入尚未达到收入确认条件，故 2016 年 1-8 月人均收入仅计算了已确认收入的网络教育学员。根据 1-8 月成考类学员的报名人数、收费金额、分配比例以及预计通过率而得出的预估收入测算，预计收入为 2,347.13 万元，确认收入人次按 90%的录取率考虑，1-8 月份成考类学员人均收入预计为 3,700 元左右。而预测的人均学历中介收入单价为 3,122.64 元，低于报告期实际水平。

2、恒企教育预测的人均学历中介收入单价不下滑的合理性说明

恒企教育的学历中介业务是指与恒企教育合作的大学通过恒企教育各分公司网点作为他们的招生点，对于录取的学员收取依据国家规定的学费、教材费等费用，并且各大学院校根据合同约定按比例分成给恒企教育作为学历中介服务费用，这部分收入确认为学历中介收入。影响人均学历中介收入单价的因素主要包括各大学院校向学生收取的学费、教材费等费用和恒企教育与各大学院校签订的分成比例。各因素分析如下：

（1）各大学院校向学生收取的学费、教材费等费用均有各大学根据物价部门批准的收费项目和标准或按国家有关规定收费，不以其他任何名目向学生收取额外费用。上述费用各年度均比较稳定，并无下滑趋势；

（2）目前恒企教育已与广西财经学院、广东金融学院、上海大学、中南大学、西南科技大学网络学院、重庆大学网络学院等 30 余所院校签订了学历中介服务协议。恒企教育作为会计培训领域的领军企业之一，目前在全国 100 多个城市共建立连锁校区 200 余所（包括加盟校区），直营校区年会计培训学员数量

已达 7.4 万余人次，拥有稳定的且针对性强的客户资源。双方发挥各自优势，合作较为稳定，且根据目前恒企教育与各院校续签的合作协议，并无下调分成比例的情形。

综上所述，预测的人均学历中介收入单价不下滑具有合理性。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为，未来年度转化率的预测具有合理性；预测的人均学历中介收入单价不下滑具有合理性。

问题二十二、申请材料显示，2014 年、2015 年恒企教育净利率分别为 -24.96%、8.5%，未来年度的预测净利润维持在 20%左右。请你公司比对可比交易情况，补充披露预测净利润的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）比对可比交易预测净利率情况对恒企教育预测净利润合理性的说明

1、勤上光电收购广州龙文

根据《东莞勤上光电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（草案）（修订稿）》披露的相关信息，广州龙文教育科技有限公司报告期及预测期毛利率和净利率如下：

项目/年度	报告期		预测期					
	2014 年	2015 年 1-8 月	2015 年 9-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
毛利率	23.25%	28.83%	25.61%	29.50%	30.60%	31.46%	33.40%	34.40%
净利率	5.60%	12.46%	8.48%	12.57%	14.04%	15.36%	17.13%	18.09%

广州龙文教育科技有限公司的主营业务为 K12 阶段的非学历教育信息咨询服

务，以提供个性化中小学教育 1 对 1 辅导服务为主要业务。

2、恒立实业收购京翰英才

根据《恒立实业发展集团股份有限公司非公开发行 A 股股票预案（修订版）》和《恒立实业发展集团股份有限公司拟非公开发行股票并募集资金用于购买北京京翰英才教育科技有限公司 100%股权评估报告》披露的相关信息，北京京翰英才教育科技有限公司报告期及预测期毛利率和净利率如下：

项目/年度	报告期			预测期					
	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-6 月	2015 年 9-12 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
毛利率	46.39%	50.14%	53.72%	46.59%	51.85%	53.45%	54.37%	54.92%	55.09%
净利率	-0.55%	5.84%	14.62%	6.23%	12.99%	14.98%	16.45%	17.16%	17.48%

京翰英才的主要业务是通过覆盖全国范围的数十个校区针对 7 至 18 岁年龄段的小学、初中、高中阶段的学生，进行课外辅导课程教育。

3、盛通股份收购乐博教育

根据《北京盛通印刷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（草案）》披露的相关信息，北京乐博教育科技有限公司报告期及预测期毛利率和净利率如下：

项目/年度	报告期		预测期				
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
毛利率	30.17%	45.66%	49.87%	50.27%	50.97%	52.16%	53.96%
净利率	-19.95%	7.78%	14.55%	15.67%	15.97%	17.45%	19.33%

乐博教育主要以教育机器人课程为主要培训内容，为儿童提供机器人的设计、组装、编程与运行等训练服务。

由上述可比交易案例相关数据可以看出：从事 1 对 1 辅导服务的广州龙文毛利率最低，历史年度及预测年度毛利率基本在 30%左右，从事 K12 教育的京翰英才和儿童机器人教育课程的乐博教育，历史年度及预测年度毛利率基本在 50%左右；而其预测期净利率差异不大，到最后一个预测年度基本在 17%—19%之间。恒企教育母公司主要从事线下会计培训业务，与可比交易案例相比具有比较明显的成本优势和规模优势，故其毛利率均高于可比交易案例，历史及预测年度均在 70%以上，而预测净利率与可比交易案例相比差异并不大，基本维持在 20%左右，具有合理性。

（二）对比分析恒企教育报告期及预测期毛利率和净利率对其预测净利润合理性的说明

恒企教育报告期及预测期毛利率和净利率情况如下：

项目/年度	报告期				预测期					
	2014 年	2015 年	2016 年 1-3	2016 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年

			月	4-8 月	4-12 月					
毛利率	76.83%	73.76%	71.29%	76.28%	76.04%	75.15%	75.64%	75.20%	75.39%	75.39%
净利率	-24.96%	8.50%	16.87%	21.94%	20.49%	19.64%	20.35%	20.32%	20.65%	20.61%

根据上述表格计算结果，恒企教育母公司 2016 年 1-3 月实际毛利率和净利率分别为 71.29%和 16.87%，2016 年 4-8 月实际毛利率和净利率分别为 76.28%和 21.84%，评估预测的 2016 年 4-12 月毛利率和净利率分别为 76.04%和 20.49%，与实际数据基本相符。本次评估将未来年度的预测净利润维持在 20%左右，具有合理性。

综上所述，恒企教育未来年度的预测净利润维持在 20%左右，具有合理性。

（三）评估师核查意见

经核查，评估师认为，恒企教育未来年度的预测净利润维持在 20%左右，具有合理性。

问题二十三、申请材料显示，在测算恒企教育加权平均资本成本时，预测的目标资本结构 D/E 为 2.59%，收益法评估时恒企教育的付息债务一直为 0。请你公司补充披露上述数据是否存在矛盾。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）关于资本结构预测数据是否存在矛盾的说明

在测算恒企教育加权平均资本成本时，预测的目标资本结构D/E为2.59%，收益法评估时恒企教育的付息债务一直为0，上述数据不存在矛盾，具体理由如下：

1、资本结构通常是指按照市场价值计算的企业长期目标债务与权益的结构，之所以选用目标资本结构，主要是考虑到现行的资本结构只是反映了企业某一时点的状况，企业管理层可能在未来不断进行调整，因此最终确定的资本结构应是能反映企业整个收益期内的综合预期水平。采用收益法评估控股股权价值时，一般适合采用可比公司资本结构作为目标资本结构；即采用目标资本结构D/E为2.59%。

2、本次收益法评估采用“企业自由现金流折现模型”进行评估（即全投资

现金流口径)，采用与企业自由现金流口径一致的全部资本加权平均资本成本(WACC)作为其折现率，该模型下即使企业未来资本结构变动，也不会影响企业估值。具体分析如下：

企业自由现金流量 = 净利润 + 折旧/摊销 + 债权利息 $\times (1 - \text{所得税率}) - \text{资本性支出} - \text{营运资金追加额}$

$= (\text{收入} - \text{成本} - \text{期间费用}) (1 - T) + \text{折旧/摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金追加额} + \text{债权利息} (1 - T)$

$= (\text{收入} - \text{成本} - \text{销售费用} - \text{管理费用} - \text{债权利息} - \text{其他财务费用}) (1 - T) + \text{折旧/摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金增加} + \text{债权利息} (1 - T)$

$= (\text{收入} - \text{成本} - \text{销售费用} - \text{管理费用} - \text{其他财务费用}) (1 - T) + \text{折旧/摊销} - \text{资本性支出} - \text{营运资金增加}$

上述结论实际就是美国经济学家莫迪利亚尼和米勒（Modigliani & Miller）的 MM 定理 1 和定理 2 的一个推论：

MM 定理一：企业的价值，在不考虑所得税情况下，取决于企业的资产，与企业的资本结构无关；

MM 定理二：企业的价值在考虑企业所得税情况下，一个带有财务杠杆企业的价值 V_L 和没有财务杠杆的价值 V_U 以及税盾 V_T 价值之间存在以下关系：

$$V_L = V_U + V_T$$

当采用企业自由现金流量（全投资现金流）估算企业收益时，我们在考虑加回的债权利息收益时，采用的是“债权利息 $(1 - T)$ ”，也就是剔除了税盾收益，因此也就说在 MM 定理二中剔除税盾，因此就有如下结论：

$$V_L = V_U$$

即：采用企业自由现金流量（全投资现金流）估算企业收益时，带有财务杠杆企业的价值 V_L 和没有财务杠杆的价值 V_U 是一致的。

与企业自由现金流（全投资现金流）口径一致的折现率是全部资本加权平均资本成本(WACC)，该折现率是不随资本结构 D/E 的变化而变化的。评估基准日恒企教育并无付息债务，在其从目前资本结构过渡到目标资本结构的过程中，正是采用全部资本加权平均资本成本(WACC)作为折现率，才保证其折现率不会随资本结构变化而随时变化，才可以每年采用相同的折现率折现。从全投资现金流

的角度，即使企业未来改变资本结构，在借入债务资本时是现金流流入，减去债务资本时是现金流流出，两者相互抵消，未来付息债务的净值为零。

3、近期同类行业并购重组且已取得中国证监会核准批文的勤上光电收购龙文教育项目采用了与本次收益法评估时相同做法

根据《东莞勤上光电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（草案）（修订稿）》披露的相关信息，其收益法评估时采用企业自由现金流模型，折现率采用 WACC，龙文教育评估基准日无付息债务，选用的目标资本结构为对比公司的资本结构，D/E=5.5%，收益法评估时也未预测付息债务和债权利息。

综上所述，测算恒企教育加权平均资本成本时，预测的目标资本结构 D/E 为 2.59%，收益法评估时恒企教育的付息债务一直为 0，上述数据不存在矛盾。

（二）评估师核查意见

经核查，评估师认为，测算恒企教育加权平均资本成本时，预测的目标资本结构 D/E 为 2.59%，收益法评估时恒企教育的付息债务一直为 0，上述数据不存在矛盾。

问题二十四、申请材料显示，报告期内中大英才主营业务收入主要以在线培训课程销售为主，收益法评估时预测未来年度在线培训课程收入主要受预计缴费人数和人均缴费均价两项因素影响。申请材料同时显示，中大英才于评估基准日后开展了直播业务和学历代招生业务。请你公司：1）补充披露中大英才未来年度在线培训课程预计缴费人数和缴费单价的预测方法、过程，对比报告期情况，进一步补充披露预测的合理性。2）补充披露未来年度直播业务和学历代招生业务收入的预测方法、过程和合理性。请独立财务顾问和评估师核查、并发表明确意见。

回复：

（一）中大英才未来年度在线培训课程预计缴费人数和缴费单价的预测方法、过程，对比报告期情况，进一步补充披露预测的合理性

1、中大英才在线培训课程缴费人数和缴费单价的预测方法和过程

中大英才未来年度在线培训课程收入所包含的课程主要分为建筑工程类、财

经金融类、职业资格类、医药卫生类、职业技能类和其他在线培训课程，各类别课程所包含的具体项目如下：

类别	项目
建筑工程类	建造师(一、二级)、消防工程师(一、二级)、测绘工程师、招标师、安全工程师、造价师、房产评估师、环境影响评价工程师、勘察设计工程师、计量工程师、监理工程师、咨询工程师
财经金融类	经济师(初、中级)、会计证、会计职称(初、中级)、审计师(初、中级)、统计师(初、中级)、基金从业资格、银行职业资格、证券从业资格、期货资格、税务师
职业资格类	教师资格(幼儿、小学、中学)、社会工作师(助理、中级)、管理咨询师、出版资格
医药卫生类	执业药师(中、西药)、护士资格
职业技能类	建筑岗位证书、技工证书
其他	外语类及其他非主营课程

本次评估是根据各具体项目历史缴费人次、缴费单价，结合各项目的市场前景及中大英才的未来发展规划等情况对未来在线培训课程缴费人数和缴费单价进行预测的。其中对销售占比较大的重点项目如建造师、消防工程师、测绘工程师、经济师、证券从业资格、基金从业资格、社会工作师、执业药师、护士资格等进行单独预测，对销售占比较小的项目按类别进行合并预测。

各项目在线培训课程收入=各项目预计缴费人次×各项目预计人均缴费均价

2、中大英才未来年度在线培训课程预计缴费人数和缴费单价的合理性分析

(1) 建筑工程类在线培训课程

中大英才建筑工程类课程报告期缴费人数及缴费单价，以及预测未来各年缴费人次及缴费单价如下所示：

项目	缴费人数(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2014 年	9,285	1,276.60	1,185.32
2015 年	11,791	1,311.28	1,546.13
2016 年 1-8 月	21,670	843.12	1,827.04

2016 年 E	15,116	1,270.80	1,920.94
2017 年 E	19,100	1,296.65	2,476.60
2018 年 E	22,600	1,369.82	3,095.80
2019 年 E	25,900	1,410.96	3,654.38
2020 年 E	28,400	1,411.35	4,008.24
2021 年 E	29,800	1,411.35	4,205.83

注：上表中标“E”的数据均为评估机构预测数据；2016 年 E 的相关数据=2016 年 1-3 月的已实现数据+2016 年 4-12 月的评估机构预测数据，下同

从上表分析可知，评估预测人均缴费较历史人均缴费变化幅度不大，未来收入增长主要依靠开通人数的增长，2015 年建筑工程类课程开通人数增长率为 26.99%，作为中大英才的重点在线培训课程项目，中大英才将继续加大市场开拓力度，使其保持较高的增长率。评估师结合建筑工程类各课程历史缴费人数增长率以及该类课程未来市场前景对未来缴费人数进行预测。

建筑工程类课程 2016 年 1-8 月实际人均缴费单价较 2014 年、2015 年和预测期出现一定幅度的下滑，主要原因是中大英才从 2016 年 4 月开始根据市场环境适时调整营销策略，为获取更多用户及推广需要在第三方平台推出了价格相对较低的阶段班及营销型课程，使人均缴费单价有所下降，但缴费人数大幅提高，2016 年 1-8 月份实际缴费人数为 2016 年全年预测数的 143.36%。从收入现金流的角度，2016 年 1-8 月份实际数为 2016 年全年预测数的 95.11%，收入完成情况大幅超出预期。

（2）财会类在线培训课程

中大英才财会类课程报告期缴费人数及缴费单价，以及预测未来各年缴费人次及缴费单价如下所示：

项目	缴费人数(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2014 年	5,700	686.54	391.33
2015 年	8,524	734.71	626.27
2016 年 1-8 月	12,308	573.16	705.44
2016 年 E	16,539	614.98	1,017.12
2017 年 E	22,800	620.43	1,414.58
2018 年 E	28,100	638.45	1,794.04
2019 年 E	32,700	638.43	2,087.68
2020 年 E	36,200	664.77	2,406.48
2021 年 E	38,000	664.77	2,526.14

从上表分析可知，评估预测人均缴费较历史人均缴费有一定幅度的下调，主要是因为财会类课程项目（会计证及会计职称）为配合直播课程和应对市场竞争需要，采取了一段时间的免费策略，未来年度将逐步恢复到正常水平。2015 年财会类课程缴费人数增长率为 49.54%，评估师结合财会类各课程历史缴费人数增长率以及该类课程未来市场前景对未来缴费人数进行预测。

财会类课程 2016 年 1-8 月实际人均缴费较评估预测人均缴费低约 6.8%，但 2016 年 1-8 月份实际缴费人数为 2016 年全年预测数的 74.42%，超出评估预期。从收入现金流的角度，2016 年 1-8 月份实际数为 2016 年全年预测数的 69.36%，与预期基本相符。

（3）职业资格类在线培训课程

中大英才职业资格类课程报告期缴费人数及缴费单价，以及预测未来各年缴费人次及缴费单价如下所示：

项目	缴费人数(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2014 年	3,447	755.03	260.26
2015 年	4,489	739.30	331.87
2016 年 1-8 月	5,350	501.25	268.17
2016 年 E	5,838	669.60	390.91
2017 年 E	7,600	727.74	553.08
2018 年 E	9,200	729.91	671.52
2019 年 E	10,600	728.77	772.50
2020 年 E	11,800	730.07	861.48
2021 年 E	12,600	730.07	919.89

从上表分析可知，评估预测人均缴费较历史人均缴费有一定幅度的下调，主要是考虑“企业法律顾问”、“广告师”停考的影响。2015 年社工、教师资格、出版资格、管理咨询师缴费人数较 2014 年增长了 61.83%，评估师结合职业资格类课程各课程历史缴费人数增长率以及该类课程未来市场前景对未来缴费人数进行预测。

职业资格类课程 2016 年 1-8 月实际人均缴费较评估师预测人均缴费低约 25.14%，主要原因是：①中大英才从 2016 年 4 月开始根据市场环境适时调整营销策略，为获取更多用户及推广需要在第三方平台推出了价格相对较低的阶段班

及营销型课程，使人均缴费单价有所下降。②社会工作师考试项目均单价格降低（对团报客户给予了 5 折优惠）。2016 年 1-8 月份实际缴费人数为 2016 年全年预测数的 91.64%，大幅超出评估预期。从收入现金流的角度，2016 年 1-8 月份实际数为 2016 年全年预测数的 68.60%，与预期基本相符。

（4）医药卫生类在线培训课程

中大英才医药卫生类课程报告期缴费人数及缴费单价，以及经预测的未来各年缴费人次及缴费单价如下所示：

项目	缴费人数(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2014 年	594	1,425.76	84.69
2015 年	856	1,412.62	120.92
2016 年 1-8 月	2,711	614.39	166.56
2016 年 E	2,155	1,132.00	243.95
2017 年 E	3,400	1,013.71	344.66
2018 年 E	4,600	993.48	457.00
2019 年 E	5,900	1,004.98	592.94
2020 年 E	7,400	1,024.78	758.34
2021 年 E	8,800	1,024.78	901.81

从上表分析可知，评估预测人均缴费较历史人均缴费有一定幅度的下调，主要是因为 2014 年、2015 年中大英才在该类别只运营了执业药师 1 个项目，2016 年 3 月新增的“护士资格”课程项目收费较低，所以使该类别人均缴费有所下降。评估师结合医药卫生类课程历史开通人数增长率以及新增的护士资格考试未来市场前景对缴费人次进行预测。

医药卫生类课程 2016 年 1-8 月实际人均缴费较评估预测人均缴费低约 45.73%，主要原因是：①中大英才从 2016 年 4 月开始根据市场环境适时调整营销策略，为获取更多用户及推广需要在第三方平台推出了价格相对较低的阶段班及营销型课程，使人均缴费单价有所下降。②执业药师报考单科人数较多，拉低了人均缴费。2016 年 1-8 月份实际缴费人数为 2016 年全年预测数的 125.80%，大幅超出评估预期。从收入现金流的角度，2016 年 1-8 月份实际数为 2016 年全年预测数的 68.28%，与预期基本相符。

（5）职业技能类在线培训课程

中大英才职业技能类课程报告期缴费人数及缴费单价，以及经预测的未来各

年缴费人次及缴费单价如下所示：

项目	缴费人数(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2014 年	293	769.97	22.56
2015 年	2,021	738.35	149.22
2016 年 1-8 月	2,487	670.45	166.74
2016 年 E	3,439	752.43	258.76
2017 年 E	4,800	750.00	360.00
2018 年 E	6,000	750.00	450.00
2019 年 E	6,800	750.00	510.00
2020 年 E	7,600	750.00	570.00
2021 年 E	8,000	750.00	600.00

从上表分析可知，评估预测人均缴费较历史人均缴费变化幅度不大。未来收入增长主要依靠缴费人数的增长，2015 年职业技能类课程缴费人数增长率为 589.76%，评估师结合职业技能类历史开通人数增长率以及未来年度企业拓展技工证培训情况做出以上缴费人次预测。

职业技能类课程 2016 年 1-8 月实际人均缴费较评估师预测人均缴费低约 10.90%，主要原因是中大英才从 2016 年 4 月开始根据市场环境适时调整营销策略，为获取用户及推广需要在第三方平台推出了价格相对较低的阶段班及营销型课程，使人均缴费单价有所下降。2016 年 1-8 月份实际缴费人数为 2016 年全年预测数的 72.32%，超出评估预期。从收入现金流的角度，2016 年 1-8 月份实际数为 2016 年全年预测数的 64.44%，与预期基本相符。

(6) 其他在线培训课程

中大英才其他课程报告期缴费人数及缴费单价，以及经预测的未来各年缴费人次及缴费单价如下所示：

项目	缴费人次(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2014 年	971	404.94	39.32
2015 年	382	566.49	21.64
2016 年 1-8 月	674	311.42	20.99
2016 年 E	737	565.13	41.65
2017 年 E	1,200	600.00	72.00
2018 年 E	2,000	600.00	120.00
2019 年 E	3,000	600.00	180.00

项目	缴费人次(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2020 年 E	4,000	600.00	240.00
2021 年 E	4,600	600.00	276.00

从上表分析可知,评估师预测人均缴费较历史人均缴费变化幅度不大。未来收入增长主要依靠开通人数的增长,评估师结合其他类历史开通人数增长率以及外语类、其他非主营课程业务情况做出以上缴费人次预测。

其他课程 2016 年 1-8 月实际人均缴费较评估师预测人均缴费低约 44.89%,主要原因是中大英才从 2016 年 4 月开始根据市场环境适时调整营销策略,为获取用户及推广需要在第三方平台推出了价格相对较低的阶段班及营销型课程,使人均缴费单价有所下降。2016 年 1-8 月份实际缴费人数为 2016 年全年预测数的 91.45%,大幅超出评估预期。从收入现金流的角度,2016 年 1-8 月份实际数为 2016 年全年预测数的 50.40%,虽低于评估预期,但该类别课程所占收入比例很小,对整体收入影响不大。

中大英才 2016 年 1-8 月份全部在线培训课程实际完成收入现金流 3,154.94 万元,相比 2016 年全年预测数 3,873.32 万元,完成率为 81.45%,超出评估预期。

结合以上分析,中大英才未来年度在线培训课程预计缴费人数和人均缴费具备合理性。

(二) 未来年度直播业务和学历代招生业务收入的预测方法、过程和合理性

1、未来年度直播业务和学历代招生业务收入的预测方法、过程

本次评估结合各项目的市场前景及中大英才的未来发展规划等情况对未来直播业务和学历代招生业务缴费人次和人均缴费进行预测的。

学历代招生业务收入=预计缴费人次×预计人均缴费均价

直播业务收入=预计缴费人次×预计人均缴费均价

2、未来年度直播业务收入预测的合理性分析

(1) 直播业务市场分析

①直播业务是教育行业新兴潮流,国内互联网平台如腾讯直播课堂、百度传课等抢先进入,并积极探索最优模式,给予中大英才诸多流量支持和优惠政策。

②直播教学互动效果好,用户转化率高。与以往录播授课方式相比,用户在

直播过程中可与教师实时互动交流，主讲教师和助教人员即时解答学员疑惑，学习效果提升，受到互动需求强烈的用户青睐。同时直播业务的公开课既是课程又是招生渠道，提高了用户转化率。

③传统录播课程解决了用户的时间和空间问题，直播则在互动效果方面强于录播课程，在时间方面则对用户略有限制。故中大英才也需要积极探索两种学习方式的优势劣势，提供更加完善的产品服务。

④中大英才直播业务 2016 年 3 月启动，主要开展会计类（会计证、初级会计职称）、建造师、消防工程师、教师资格等直播课程；后期根据业务发展需要，中大英才会适时增加新的考试项目。随着直播技术、模式逐渐成熟和更多项目的加入，直播招生人数会持续增长。

（2）报告期对比分析

报告期直播业务缴费人次和人均缴费及预测数据如下：

年份	缴费人次(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2016 年 1-8 月实际数	8,046	421.29	338.97
2016 年 E	4,000	1,000.00	400.00
2017 年 E	6,000	1,000.00	600.00
2018 年 E	9,000	1,000.00	900.00
2019 年 E	12,000	1,000.00	1,200.00
2020 年 E	13,000	1,000.00	1,300.00
2021 年 E	13,600	1,000.00	1,360.00

2016 年 1-8 月实际缴费人次 8046 人，已经完成全年预测数的 201.15%，大幅超出评估预期。实际人均缴费较预测人均缴费低 57.87%，主要原因是随着直播业务兴起，众多机构进军直播业务，初期为扩大影响力和占领市场，整个行业目前均采取低价策略，中大英才为适应市场需求，下调了课程定价。直播业务 2016 年 1-8 月收入现金流 338.97 万元，完成率为 84.74%，大幅超出评估预期。

结合以上分析，中大英才未来年度直播业务收入预测具备合理性。

3、未来年度学历代招生业务收入预测的合理性分析

报告期学历代招生业务缴费人次和人均缴费及预测数据如下：

年份	缴费人次(人)	人均缴费(元/人次)	收入现金流(万元)
2016 年 1-8 月实际数	215	3,529.77	75.89

2016 年 E	250	2,680.00	67.00
2017 年 E	800	2,680.00	214.40
2018 年 E	1,600	2,680.00	428.80
2019 年 E	2,000	2,680.00	536.00
2020 年 E	2,400	2,680.00	643.20
2021 年 E	2,600	2,680.00	696.80

学历代招生业务为评估基准日后新增业务，按照中大英才已经签订的合作协议，中大英才税前分成收益约为 2680 元/人，评估师以此为依据预测人均缴费。考虑到中大英才自有平台的客户流量以及该业务的需求人群，评估师对缴费人数预测逐年增长。

2016 年 1-8 月实际缴费人次 215 人，已完成全年预测数据的 86%，大幅超出评估预期；实际人均缴费较预测人均缴费高约 31.71%，主要原因是中大英才在业务发展过程中提高了相关服务的价格。学历代招生业务 2016 年 1-8 月份收入现金流 75.89 万元，完成率为 113.27%，大幅超出评估预期。

结合以上分析，中大英才未来年度学历代招生业务收入预测具备合理性。

（四）评估师核查意见

经核查，评估师认为中大英才未来年度在线培训课程预计缴费人数和缴费单价的预测方法、过程，具备合理性。未来年度直播业务和学历代招生业务收入的预测方法、过程具备合理性。

【本页无正文，为《开元资产评估有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（162716 号）之反馈意见的回复》之签章页】

开元资产评估有限公司

2016 年 11 月 25 日