

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



**Huitongda Network Co., Ltd.**

**匯通達網絡股份有限公司**

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：9878)

**須予披露的交易  
收購目標公司57%股權**

### **收購事項**

董事會欣然宣佈，於2025年11月18日（交易時段後），本公司與目標公司及其創始人訂立股權收購協議。據此，本公司有條件同意收購及轉讓方有條件同意出售目標公司57%股權，代價為人民幣45,600萬元。

收購事項完成後，本公司將持有目標公司57%的股權。目標公司將成為本公司附屬公司，且目標公司的財務業績將會併入本集團的財務報表。

### **上市規則的涵義**

由於收購事項的最高適用百分比率（定義見上市規則第14.07條）超過5%但低於25%，因此收購事項構成本公司的須予披露的交易，須遵守上市規則第14章項下有關申報及公告的規定，惟獲豁免遵守股東批准的規定。

由於收購事項須待股權轉讓協議所載若干付款先決條件獲達成（或獲豁免）後方可作實，收購事項可能會或可能不會進行。本公司股東及潛在投資者於買賣本公司股份時務請審慎行事。

## **背景**

董事會欣然宣佈，於2025年11月18日（交易時段後），本公司與目標公司及其創始人訂立股權收購協議。據此，本公司有條件同意收購及轉讓方有條件同意出售目標公司57%股權，代價為人民幣45,600萬元。

收購事項完成後，本公司將持有目標公司57%的股權。目標公司將成為本公司附屬公司，且目標公司的財務業績將會併入本集團的財務報表。

## **股權收購協議**

股權收購協議的主要條款載列如下：

### **日期**

2025年11月18日

### **訂約方**

- (i) 本公司；
- (ii) 目標公司；及
- (iii) 創始人。

據董事經作出一切合理查詢後深知、盡悉及確信，於本公告日期，目標公司、創始人及彼等的最終實益擁有人均為獨立於本公司及其關連人士的第三方。

### **標的事項**

本公司有條件同意收購及轉讓方有條件同意出售目標公司57%的股權。

### **代價及付款條款**

收購事項的代價為人民幣45,600萬元，將以本公司自籌資金支付。

代價的付款安排如下：

- (i) 第一期股權轉讓款：自股權收購協議生效、相關付款先決條件（詳見下文）全部達成或獲得本公司書面豁免且完成收購事項項下股權轉讓的工商變更登記手續之日起15個工作日內，本公司向轉讓方支付人民幣36,480萬元；
- (ii) 第二期股權轉讓款：目標公司完成股權收購協議約定的2025年度業績承諾，在目標公司2025年度審計報告出具之日起15個工作日內，本公司向轉讓方支付人民幣2,280萬元；
- (iii) 第三期股權轉讓款：目標公司完成股權收購協議約定的2026年度業績承諾，在目標公司2026年度審計報告出具之日起15個工作日內，本公司向轉讓方支付人民幣2,280萬元；
- (iv) 第四期股權轉讓款：目標公司完成股權收購協議約定的2027年度業績承諾，在目標公司2027年度審計報告出具之日起15個工作日內，本公司向轉讓方支付人民幣2,280萬元；及
- (v) 第五期股權轉讓款：目標公司完成股權收購協議約定的2028年度業績承諾，在目標公司2028年度審計報告出具之日起15個工作日內，本公司向轉讓方支付人民幣2,280萬元。

### **代價之基準**

收購事項的代價乃經參考由合資格中國獨立估值師金證（上海）資產評估有限公司（「**估值師**」）編製的評估報告中目標公司於2025年10月31日（「**評估基準日**」）股東全部權益的評估值，並經訂約方綜合考慮長期戰略互補等因素公平磋商後而釐定。

根據估值師於2025年11月11日出具的評估報告，目標公司股東全部權益乃採用收益法評估，其於評估基準日的評估值為人民幣113,000萬元。根據上述評估結果並經訂約方綜合考慮長期戰略互補等因素公平協商確定目標公司於評估基準日股東全部權益的整體交易估值為人民幣80,000萬元。

### **生效條件**

股權收購協議經訂約方或其授權代表簽署並蓋章後生效。

## 付款先決條件

收購事項項下本公司的支付須待下列條件獲全部達成（或獲本公司以書面形式予以豁免）：

- (i) 本公司未發現目標公司、轉讓方存在違反股權收購協議約定的義務、聲明、保證或承諾的行為，且目標公司未發生重大不利變化；
- (ii) 目標公司完成批准收購事項及相關董事、高管變更的所需的所有公司行為，包括但不限於通過相關股東會決議並修訂公司章程，以及目標公司除轉讓方以外的其他股東就收購事項放棄優先購買權；及
- (iii) 目標公司的核心管理人員應確保長期為目標公司服務，應與目標公司簽署期限至少為5年的勞動合同、競業禁止協議以及保密協議並在上述期間內不離職。此外，創始人承諾核心管理人員為目標公司服務期間，不在中國境內直接或間接從事與目標公司或本公司相同或類似的競爭性業務，其本人及其關聯方亦不得在與目標公司存在競爭關係的企業擔任董事、高管、顧問、合夥人或持有重大股權（持股比例超過5%）等可能洩露商業秘密或損害目標公司利益的職務。

其中，除創始人以外的核心管理人員在5年勞動合同完成後，若不再續簽合同，創始人將確保上述人員在勞動關係終止或解除後2年內，核心管理人員不得在中國境內直接或間接從事與目標公司或本公司相同或類似的競爭性業務，亦不得在與目標公司存在競爭關係的企業擔任董事、高管、顧問、合夥人或持有重大股權（持股比例超過5%）等可能洩露商業秘密或損害目標公司利益的職務。上述競業限制期間，目標公司應按照法律法規規定向核心管理人員支付相應的經濟補償。

創始人在上述5年勞動合同完成後，若不再續簽合同，鄭重承諾在其離職後的5年內，其本人及其關聯方不再在中國境內直接或間接從事與目標公司或本公司相同或類似的競爭性業務，亦不得在與目標公司存在競爭關係的企業擔任董事、高管、顧問、合夥人或持有重大股權（持股比例超過5%）等可能洩露商業秘密或損害目標公司利益的職務。

若上述付款先決條件，在股權收購協議生效後的1個月內仍未達成或未獲本公司豁免的，則本公司有權單方解除股權收購協議，若因創始人或目標公司原因導致前述情形發生的，創始人和目標公司應就本公司的損失予以賠償。

## 終止

在交割成就前的任何時間，經各方達成書面一致約定，股權收購協議可被解除或終止，且收購事項可被放棄。

## 業績承諾及補償

### 業績承諾

創始人承諾，目標公司(i)在截至2025年12月31日止年度、截至2026年12月31日止年度、截至2027年12月31日止年度及截至2028年12月31日止年度(合稱「**業績承諾期**」)內各會計年度經審計的扣除非經常性損益後歸屬於母公司所有者的淨利潤數(合併報表口徑)(「**當期承諾淨利潤**」)不低於(含本數)人民幣6,000萬元、人民幣8,500萬元、人民幣10,000萬元及人民幣11,500萬元；及(ii)業績承諾期內各會計年度AI產品收入佔當期營業收入比重分別不低於(含本數)20%、30%、40%及50%，或AI產品收入(合併報表口徑)(「**當期承諾AI產品收入**」)不低於(含本數)人民幣5,000萬、人民幣9,000萬、人民幣14,000萬元及人民幣22,500萬元。

### 業績承諾的補償義務

目標公司每年度審計時應聘請合格審計機構對目標公司的淨利潤實現數(「**當期實際淨利潤**」)進行審計，並於年度結束4個月內出具審計報告。業績承諾期內各年度，應在合格審計機構出具審計報告後的30天內，對目標公司當期實際淨利潤數與當期承諾淨利潤數差額進行專項審核。

- (i) 若目標公司當期實際淨利潤達到當期承諾淨利潤的90%及以上的，但未能完成當期承諾AI產品收入，本公司將暫停支付當年應支付的當期股權轉讓款並將當期承諾AI產品收入順延至下一年度。若下一年度完成相關承諾AI產品收入則按股權收購協議約定繼續支付該期股權轉讓款；若仍未能完成則繼續順延至下一年度，直至目標公司完成相關承諾AI產品收入後，本公司支付相應年度的股權轉讓款；

- (ii) 若目標公司當期實際淨利潤未能達到當期承諾淨利潤的90%及以上的(無論是否完成當期承諾AI產品收入)，創始人應當根據股權收購協議約定進行業績補償；及
- (iii) 若目標公司當期實際淨利潤達到當期承諾淨利潤的90%及以上，且完成當期承諾AI產品收入，本公司按股權收購協議約定先後支付第二期至第五期股權轉讓款。

如觸發業績補償的，創始人對本公司進行業績補償的計算公式具體載列如下：

當期業績補償金額=(當期承諾淨利潤－當期實際淨利潤)÷業績承諾期目標公司各年度的承諾淨利潤合計數×交易價格(為免歧義，若觸發當年業績補償，則各年度獨立計算)。依據上述計算公式計算的補償金額結果為負數或零時，按零取值，即已補償的金額不沖回。創始人實際業績補償總金額上限不超過收購事項的代價，即人民幣45,600萬元。

本公司有權直接將上述業績補償金從股權收購協議項下當期尚未支付的股權轉讓款中予以抵扣。若當期股權轉讓款項不足以抵扣，創始人應在接到本公司書面通知之日起10個工作日內以現金方式全額補足，如當期股權轉讓款扣除業績補償金額後仍有剩餘，剩餘部分本公司應繼續支付給轉讓方。

如遇到戰爭以及重大自然災害(如地震、洪水、火災、政府行為、疫情等)等不可抗力情況，且對於目標公司及其下屬控股子公司運營造成重大不利影響的，經各方協商，可以適當延長業績承諾期或部分豁免／降低累計承諾淨利潤，具體由各方另行簽署相關協議。

## 公司治理

待收購事項完成後，目標公司設董事會，成員為5人，其中本公司有權委派3名董事，創始人有權委派2名董事，董事長由本公司委派的董事擔任。

## 盈利預測

於擬備目標公司股東全部權益價值的評估值（「**估值**」）時已採用收益法，該估值構成上市規則第14.61條項下的盈利預測（「**盈利預測**」）。根據上市規則第14.60A條，估值所根據的主要假設及其他相關信息詳情載於本公告附錄。

此外，本公司根據上市規則第14.60A條須載列有關核數師及董事會就盈利預測分別發出的函件。由於需要更多時間準備，本公司預期將於本公告刊發之日起15個營業日內另行刊發公告，以載入上述函件。

## 專家及同意

名稱	資格
金證（上海）資產評估有限公司	合資格中國獨立估值師

據董事作出一切合理查詢後所深知、盡悉及確信，上述專家為獨立於本集團及其關連人士的第三方。於本公告日期，上述專家概無於本集團任何成員公司擁有任何股權或可認購或提名他人認購本集團任何成員公司證券的任何權利（不論可否依法強制執行）。上述專家已就刊發本公告發出其書面同意，同意按以本公告所載形式及涵義刊載其函件及／或引述其名稱（包括其資格）及其載於本公告的意見，而迄今並無撤回有關書面同意。

## 有關訂約方之一般資料

### 本公司

本公司為一家根據中國法律於2010年12月6日成立的股份有限公司，是中國領先的利用數字化技術和供應鏈能力賦能服務鄉鎮夫妻店的產業互聯網公司。

## 目標公司

據董事經作出一切合理查詢後深知、盡悉及確信，目標公司是一家於2022年1月5日在中國成立的有限責任公司，註冊資本為人民幣700萬元。於本公告日期，目標公司由劉浩瀑先生、劉振華先生、鄧維先生及郭翊先生分別持有79.6143%、11.4286%、6.1000%及2.8571%（其中劉浩瀑先生與劉振華先生為父子關係）。目標公司是一家專注於電商及零售企業的智能化科技公司，提供覆蓋「AI產品」和「數智化解決方案」的全棧式服務。

根據中國企業會計準則編製的經審計合併賬目，目標公司截至2023年12月31日及2024年12月31日止年度及截至2025年10月31日止十個月的主要財務資料載列如下：

	截至2023年 12月31日年度 人民幣萬元	截至2024年 12月31日年度 人民幣萬元	截至2025年 10月31日 止十個月 人民幣萬元
營業收入	20,364.95	25,706.44	24,526.28
稅前盈利	7,832.62	7,966.98	4,356.24
稅後盈利	7,085.00	7,448.83	4,019.81

根據中國企業會計準則編製的經審計合併賬目，目標公司截至2025年10月31日的資產總值及資產淨值分別為人民幣31,063.85萬元及人民幣15,886.15萬元。

## 創始人

劉浩瀑先生，中國公民，為收購事項下的轉讓方。於本公告日期，其持有目標公司79.6143%股權。

鄧維先生，中國公民，收購事項下不出售其持有股權，但自願與劉浩瀑先生共同、連帶且不可撤銷地作出股權收購協議相關的聲明、保證與承諾並承擔相應義務和責任。於本公告日期，其持有目標公司6.1000%股權。

## 進行收購事項之理由及裨益

### 1、形成產業協同，提升本集團線上「5+賦能」能力

目標公司是一家專注於電商及零售企業的智能化科技公司，提供覆蓋「AI產品」和「數智化解決方案」的全棧式服務。收購事項有助於提升本集團針對會員零售門店及合作夥伴的線上「5+賦能」能力。

#### (i) +技術：

目標公司的邊界BI系統及達官小模型等產品，有助於本集團滿足會員零售門店進行數據提取、清洗及管理分析等需求；邊界AI智能體有助於本集團會員零售門店根據自身需求創建不同智能體，大幅度提高經營效率。

#### (ii) +數據：

目標公司目前同時管理店舖超16,000家，購買定制化解決方案企業數超過10,000家，這些客戶向目標公司免費授權使用自身線上數據，結合第三方行業授權數據，目標公司能夠為本集團合作夥伴提供有效的市場洞察、行業分析、品類篩選及競品比較等，提升本集團合作夥伴的線上競爭力。

#### (iii) +培訓：

目標公司現有導師團隊近150人，均為一線電商企業操盤手運營專家，覆蓋淘天、京東、抖音及亞馬遜等全平台，可為本集團合作夥伴提供針對性的智能化運營解決方案。

#### (iv) +供應鏈：

目標公司在消費電子、家用電器、家居建材、農資農具、酒水及洗化等領域的前20客戶的年度GMV超過90億，其中大多數為線上頭部品牌。收購事項有助於幫助本集團快速整合供應鏈品牌，提升供應鏈服務能力。

#### (v) +營銷：

目標公司具有豐富的指導客戶線上營銷的經驗，如BI系統營銷分析、AIGC生圖工具等，擁有超過10年以上的線營銷專家以及專業的營銷課程及指導，收購事項有助於提升本集團及合作夥伴的線上營銷效率。

## **2、目標公司所在行業市場潛力巨大，目標公司具備行業獨特性**

目標公司所處行業為極具市場潛力的行業，多渠道融合發展為新零售業態趨勢，電商行業逐年穩步增長，內含巨大AI產品及數智化解決方案建設需求，目標公司是業內獨有的以AI+數字化驅動的電商行業服務企業，在業內極具獨特性。

## **3、專業的管理團隊打造行業第一品牌**

目標公司的創始團隊及導師團隊均為電商行業一線操盤手，具備十餘年電商解決方案服務經驗。核心管理層及研發團隊畢業於國內外知名高校，具備豐富的課程開發、軟硬件研發及電商行業複合經驗。目標公司核心定制化解決方案業務目前行業市佔率第一，學員認可度極高，每年續約率超70%。收購事項有助於提升本集團核心團隊經營能力及客戶服務能力。

董事會認為，儘管收購事項並非於本公司日常業務過程中進行，股權收購協議的條款乃按正常商業條款訂立，屬公平合理，並符合本公司及其股東的整體利益。

### **上市規則的涵義**

由於收購事項的最高適用百分比率（定義見上市規則第14.07條）超過5%但低於25%，因此收購事項構成本公司的須予披露的交易，須遵守上市規則第14章項下有關申報及公告的規定，惟獲豁免遵守股東批准的規定。

由於收購事項須待股權轉讓協議所載若干付款先決條件獲達成（或獲豁免）後方可作實，收購事項可能會或可能不會進行。本公司股東及潛在投資者於買賣本公司股份時務請審慎行事。

## 釋義

於本公告內，除文義另有所指外，下列詞彙具有以下涵義：

「收購事項」	指	根據股權收購協議的條款及條件，本公司有條件同意收購及轉讓方有條件同意出售目標公司57%股權
「董事會」	指	本公司董事會
「本公司」	指	匯通達網絡股份有限公司，根據中國法律於2010年12月6日成立的一家股份有限公司，其H股於香港聯交所主板上市(股份代號：9878)
「關連人士」	指	具有上市規則所賦予的涵義
「董事」	指	本公司董事
「股權收購協議」	指	本公司、目標公司及其創始人於2025年11月18日(交易時段後)就收購事項訂立的股權收購協議
「創始人」	指	劉浩灝先生及鄧維先生，目標公司創始人
「本集團」	指	本公司及其附屬公司
「港元」	指	香港法定貨幣港元
「香港聯交所」	指	香港聯合交易所有限公司
「H股」	指	本公司股本中每股面值人民幣1.00元的境外上市外資股，以港元認購及買賣並於香港聯交所上市
「上市規則」	指	香港聯交所證券上市規則(經不時修訂、增補或以其他方式修改)

「中國」	指	中華人民共和國，僅就本公告而言，不包括香港、 澳門特別行政區及台灣
「人民幣」	指	中國法定貨幣人民幣
「目標公司」	指	西藏邊界信息科技有限公司，一家於2022年1月5日 在中國成立的有限責任公司
「轉讓方」	指	劉浩瀑先生，目標公司的控股股東及其中一位創始人
「%」	指	百分比

**承董事會命**  
**匯通達網絡股份有限公司**  
**董事長**  
**汪建國**

中國，南京  
2025年11月18日

於本公告日期，董事會包括董事長及非執行董事汪建國先生；執行董事徐秀賢先生、趙亮生先生及孫超先生；非執行董事蔡仲秋先生及許迪女士；及獨立非執行董事虞麗新女士、劉向東先生及刁揚先生。

## 附錄：估值所依據的主要假設及其他相關信息

### 一、評估方法

根據評估報告，企業價值評估的基本方法主要有收益法、市場法和資產基礎法。估值師根據評估目的、評估對象、價值類型、資料收集情況等相關條件，對三種估值方法的適用性進行分析，選擇評估方法。

本次估值原則上採用的評估方法為市場法和收益法。經考慮評估方法的適用性及有關評估目的後，最終選取收益法的評估結果作為其最終評估結論。原因如下：

資產基礎法是指以被評估單位評估基準日的資產負債表為基礎，合理評估企業表內及可識別的表外各項資產、負債價值，確定評估對象價值的評估方法。目標公司處於電商服務行業，具有「輕資產」特點，目標公司的商業模式、服務平台、客戶資源、供銷網絡、人才團隊、研發能力等無形資源難以在資產基礎法中逐一計量和量化反映，故資產基礎法難以全面反映企業的真實價值。

市場法是指將評估對象與可比上市公司或者可比交易案例進行比較，確定評估對象價值的評估方法。由於可從公開渠道收集到一定數量與目標公司經營業務類似公司的可比交易案例，故估值師認為本次估值適用市場法進行評估。

收益法是指將預期收益資本化或者折現，確定評估對象價值的評估方法。目標公司未來收益期和收益額可以預測並用貨幣計量，獲得預期收益所承擔的風險也可以量化。故估值師認為本次估值適用收益法進行評估。

估值師採用市場法評估得出的評估結論如下：

目標公司評估基準日股東全部權益評估值為人民幣105,900.00萬元，比審計後母公司賬面所有者權益增值人民幣89,818.74萬元，增值率558.53%；比審計後合併報表歸屬於母公司所有者權益增值人民幣90,013.97萬元，增值率566.62%。

估值師採用收益法評估得出的評估結論如下：

目標公司評估基準日股東全部權益評估值為人民幣113,000.00萬元，比審計後母公司賬面所有者權益增值人民幣96,918.74萬元，增值率602.68%；比審計後合併報表歸屬於母公司所有者權益增值人民幣97,113.97萬元，增值率611.32%。

由於市場法評估結論受短期資本市場行情波動影響大，並且對價值比率的調整和修正難以涵蓋所有影響交易價格的因素，考慮到收益法對於影響企業價值的因素考慮得更為全面，且受短期市場行情波動影響較小，故選擇收益法評估結果作為最終的評估結論。

## 二、評估假設

### (一) 一般假設

1. 交易假設：即假定所有待評估資產已經處在交易的過程中，估值師根據待評估資產的交易條件等模擬市場進行估價。交易假設是資產評估得以進行的一個最基本的假設。
2. 公開市場假設：即假定資產可以在充分競爭的市場上自由買賣，其價格高低取決於一定市場的供給狀況下獨立的買賣雙方對資產的價值判斷。
3. 持續經營假設：即假定一個經營主體的經營活動可以連續下去，在未來可預測的時間內該主體的經營活動不會中止或終止。

### (二) 特殊假設

1. 假設評估基準日後目標公司所處國家和地區的法律法規、宏觀經濟形勢，以及政治、經濟和社會環境無重大變化；
2. 假設評估基準日後國家宏觀經濟政策、產業政策和區域發展政策除公眾已獲知的變化外，無其他重大變化；

3. 假設與目標公司相關的稅收政策、信貸政策不發生重大變化，稅率、匯率、利率、政策性徵收費用率基本穩定；
4. 假設評估基準日後目標公司的管理層是負責的、穩定的，且有能力擔當其職務；
5. 假設目標公司完全遵守所有相關的法律法規，不會出現影響公司發展和收益實現的重大違規事項；
6. 假設本公司及目標公司提供的基礎資料、財務資料和經營資料真實、準確、完整；
7. 假設可比企業交易價格公允，相關財務數據和其他信息真實可靠；
8. 假設評估基準日後無其他人力不可抗拒因素及不可預見因素對目標公司造成重大不利影響；
9. 假設評估基準日後目標公司採用的會計政策與編寫本資產評估報告時所採用的會計政策在重要方面基本保持一致；
10. 假設評估基準日後目標公司在現有管理方式和管理水平的基礎上，經營範圍、方式、業務結構與目前基本保持一致，不考慮未來可能由於管理層、經營策略以及商業環境不可預見性變化的潛在影響；
11. 假設目標公司擁有的各項經營資質，在符合現有續期條件下未來到期後可以順利續期；
12. 假設南京市溪水網絡科技有限公司（目標公司的全資附屬公司）未來能夠持續被認定為高新技術企業，享受15%的所得稅優惠政策；
13. 假設評估基準日後目標公司的現金流入為平均流入，現金流出為平均流出。

### 三、估值模型及關鍵輸入參數

#### (一) 市場法

市場法常用的兩種具體方法是上市公司比較法和交易案例比較法。由於可收集到至少三個與目標公司同行業的可比上市公司，且可比上市公司相關數據容易收集，本次評估採用上市公司比較法。

上市公司比較法評估的基本步驟如下：

##### 1. 選擇可比企業

從我國A股上市公司中選擇與目標公司屬於同一行業，或者受相同經濟因素的影響的上市公司。通過比較目標公司與上述上市公司在業務結構、經營模式、經營規模、資產配置和使用情況、所處經營階段、成長性、經營風險、財務風險等因素後，進一步篩選得到與目標公司進行比較分析的可比企業。

##### 2. 分析調整財務報表

將目標公司與可比企業的業務情況和財務情況進行比較和分析，並做必要的調整，以使可比企業的與目標公司的各項數據口徑更加一致、可比。

##### 3. 選擇、計算、調整價值比率

根據目標公司所屬行業特徵、所處經營階段等因素，在盈利比率、資產比率、收入比率和其他特定比率中選擇適用的價值比率，並計算各可比上市公司的價值比率。接下來，分析可比企業與目標公司的主要差異因素，建立指標修正體系，將可比企業與目標公司相關財務數據和經營指標進行比較，並對差異因素進行量化調整，將可比交易案例中的價值比率修正至適用於目標公司的水平。

##### 4. 運用價值比率

對於權益價值比率，將調整後的價值比率與目標公司相應的財務數據或指標相乘，並對目標公司的非經營性資產、負債和溢餘資產價值進行調整，計算得到目標公司的股東全部權益價值。

對於企業整體價值比率，將調整後的價值比率與目標公司相應的財務數據或指標相乘，扣減付息債務價值和少數股東權益價值，並對目標公司的非經營性資產、負債和溢餘資產價值進行調整，計算得到目標公司的股東全部權益價值。

## (二) 收益法

根據目標公司所處行業、經營模式、資本結構、發展趨勢等情況，本次收益法評估選用現金流量折現法中的企業自由現金流折現模型，即將未來收益年限內的企業自由現金流量採用適當折現率折現並加總，計算得到經營性資產價值，然後再加上溢餘資產、非經營性資產及負債價值，並減去付息債務價值，最終得到股東全部權益價值。企業自由現金流折現模型的計算公式如下：

$$\text{股東全部權益價值} = \text{企業整體價值} - \text{付息債務價值}$$

$$\text{企業整體價值} = \text{經營性資產價值} + \text{溢餘資產價值} + \text{非經營性資產及負債價值}$$

### 1. 經營性資產價值

經營性資產價值包括詳細預測期的企業自由現金流量現值和詳細預測期之後永續期的企業自由現金流量現值，計算公式如下：

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_{n+1}}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中：V—評估基準日企業的經營性資產價值；

$F_i$ —未來第*i*個收益期的預期企業自由現金流量；

$F_{n+1}$ —永續期首年的預期企業自由現金流量；

r—折現率；

n—詳細預測期；

i—詳細預測期第*i*年；

g—詳細預測期後的永續增長率。

## (1) 企業自由現金流量的確定

企業自由現金流量是指可由企業資本的全部提供者自由支配的現金流量，計算公式如下：

企業自由現金流量 = 淨利潤 + 稅後的付息債務利息 + 折舊和攤銷 - 資本性支出 - 營運資本增加

## (2) 折現率的確定

本次收益法評估採用企業自由現金流折現模型，選取加權平均資本成本(WACC)作為折現率，計算公式如下：

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

其中：  
R<sub>e</sub>— 權益資本成本；

R<sub>d</sub>— 付息債務資本成本；

E— 權益價值；

D— 付息債務價值；

T— 企業所得稅稅率。

本次評估採用資本資產定價模型(CAPM)確定公司的權益資本成本，計算公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \varepsilon$$

其中：  
R<sub>e</sub>— 權益資本成本；

R<sub>f</sub>— 無風險利率；

β— 權益系統性風險調整系數；

(R<sub>m</sub>-R<sub>f</sub>)— 市場風險溢價；

ε— 特定風險報酬率。

## 無風險利率( $R_f$ )的確定

無風險利率通常可以用國債的到期收益率表示，選擇國債時應當考慮其剩餘到期年限與企業現金流時間期限的匹配性。評估實踐中通常選取與收益期相匹配的中長期國債的市場到期收益率，未來收益期在十年以上的一般選用距基準日十年的長期國債的到期收益率。根據中央國債登記結算有限責任公司編製，並在中國債券信息網發佈的數據，評估基準日十年期國債的到期收益率為1.80% (保留兩位小數)，故本次評估以此作為無風險利率。

## 市場風險溢價 ( $R_m - R_f$ ) 的確定

本次評估採用中國證券市場指數和國債收益率曲線的歷史數據計算中國的市場風險溢價。首先，選取中證指數有限公司發佈的能較全面反映滬深兩市股票收益水平的滬深300淨收益指數的年度數據，採用幾何平均法，分別計算近十年各年自基日以來的年化股票市場收益率。接下來，選取中央國債登記結算有限責任公司編製，並在中國債券信息網發佈的十年期國債到期收益率數據，作為近十年各年的無風險利率。最後，將近十年各年自基日以來的年化股票市場收益率與當年的無風險利率相減，得到近十年各年的市場風險溢價，並綜合分析後得到本次評估採用的市場風險溢價為6.06%。

## 資本結構比率(D/E)的確定

資本結構比率是指付息債務與權益資本的比率。

本次評估參考可比上市公司的平均資本結構比率作為評估對象的目標資本結構比率。經過計算，可比上市公司的平均資本結構比率(D/E)為1.9%。

## 貝塔系數(β系數)的確定

非上市公司的β系數(權益系統性風險調整系數)通常由多家可比上市公司的平均β系數調整得到，計算公式如下：

$$\beta_L = \beta_U \times \left[ 1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right]$$

式中： $\beta_L$ —帶財務槓桿的β系數；

$\beta_U$ —不帶財務槓桿的β系數；

T—企業所得稅稅率；

D/E—付息債務與權益資本價值的比率。

根據電商服務行業可比上市公司帶財務槓桿的β系數、企業所得稅率、資本結構比率等數據，計算得到行業剔除財務槓桿調整後β系數平均值 $\beta_U = 0.9415$ 。

根據上述參數，計算得到評估對象的β系數 $\beta_L = 0.958$ 。

## 特定風險報酬率( $\epsilon$ )的確定

特定風險報酬率為評估對象自身特定因素導致的非系統性風險的報酬率，調整的是評估對象與所選取的可比上市公司在企業規模、管理能力、成立年限、成本模式等方面所形成的優劣勢方面差異。針對企業規模，特定風險報酬率取1%。針對經營管理能力，特定風險報酬率取1%。針對成立年限，特定風險報酬率取1.5%。針對成本模式，特定風險報酬率取1.5%。綜合以上因素，特定風險報酬率為5%。

## 權益資本成本( $R_e$ )的計算

將上述參數代入權益資本成本的計算公式，計算得出目標公司的權益資本成本為12.6%。

### 付息債務資本成本( $R_d$ )的確定

付息債務資本成本根據中國人民銀行授權全國銀行間同業拆借中心公佈的5年期以上貸款市場報價利率(LPR)確定，為3.50%。

### 加權平均資本成本(WACC)的計算

將上述參數代入加權平均資本成本的計算公式，計算得出目標公司的加權平均資本成本(即折現率)為12.4%。

#### (3) 收益期限的確定

根據法律、行政法規規定，以及目標公司企業性質、企業類型、所在行業現狀與發展前景、經營狀況、資產特點和資源條件等因素分析，確定收益期限為無限年。本次評估將收益期分為詳細預測期和永續期兩個階段。詳細預測期自評估基準日至2031年12月31日截止，2032年起進入永續期。

#### (4) 收益預測口徑

目標公司及其子公司經營管理一體化程度較高，為更好地分析目標公司及其下屬企業歷史的整體盈利能力水平和發展趨勢，進而對未來作出預測，本次採用合併報表口徑進行收益預測和收益法評估。

## 2. 溢餘資產價值

溢餘資產是指評估基準日超過企業生產經營所需，評估基準日後企業自由現金流量預測中不涉及的資產。本次收益法對於溢餘資產單獨分析和評估。

## 3. 非經營性資產、負債價值

非經營性資產、負債是指與目標公司日常經營無關的，評估基準日後企業自由現金流量預測中不涉及的資產與負債。本次收益法對於非經營性資產、負債單獨分析和評估。

## 4. 付息債務價值

付息債務是指評估基準日目標公司需要支付利息的負債。本次收益法對於付息債務單獨分析和評估。