
北京中企华资产评估有限责任公司
关于中国证券监督管理委员会
《中国证监会行政许可项目审查一次
反馈意见通知书》（192291号）
所涉及问题的回复

北京中企华资产评估有限责任公司

二〇一九年十月

中国证券监督管理委员会：

根据贵会第 192291 号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》及附件的要求，苏州科斯伍德油墨股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”、“科斯伍德”）在相关中介机构的协助下，对反馈意见通知书中提出的问题进行逐项落实和说明，具体回复内容如下：

注：如无特别说明，本专项说明中的词语和简称与《苏州科斯伍德油墨股份有限公司发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》中各项词语和简称的含义相同。

二、请你公司：1) 补充披露龙门教育控制的各个民非学校招生、办学模式和盈利模式、报告期内主要财务数据等具体情况。2) 对照《中华人民共和国民办教育促进法》等相关法律法规的规定及其配套细则，补充披露标的资产民非学校营利性登记改制进展情况、是否存在重大不确定性，民非学校进行营利性登记是否需要进行财务清算，如是，补充披露清算过程及合规性。3) 补充披露民非学校营利性登记后税收、土地、政府补贴等相关政策变化对标的资产经营的影响，是否存在税收、土地相关方面的合规性问题及拟采取的具体应对措施。4) 补充披露标的资产下属多家民非学校在所在地区尚未出台配套细则、未完成营利性登记前即置入上市公司有无合规风险，是否符合《上市公司重组管理办法》第四十三条第一款的相关规定，并结合前述学校对龙门教育经营业绩和盈利水平的贡献等，补充披露上述民办非企业法人对应资产在本次交易中的作价情况及对评估值的影响。5) 补充披露标的资产办理民办非企业单位登记证书进展情况。请独立财务顾问、会计师、律师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(四) 补充披露标的资产下属多家民非学校在所在地区尚未出台配套细则、未完成营利性登记前即置入上市公司有无合规风险，是否符合《上市公司重组管理办法》第四十三条第一款的相关规定，并结合前述学校对龙门教育经营业绩和盈利水平的贡献等，补充披露上述民办非企业法人对应资产在本次交易中的作价情况及对评估值的影响。

2、上述民办非企业法人对应资产在本次交易中的作价情况及对评估值的影响

评估基准日时点，龙门教育对其下属的民非学校西安龙门补习培训中心、西安碑林新龙门补习培训中心正在积极办理变更为营利性民办企业事宜(以下简称“办理变更事宜”)。截至本反馈回复出具之日，龙门教育下属民非学校西安龙门补习培训中心、西安碑林新龙门补习培训中心均已取得西安市雁塔区教育局、西安市碑林区教育局同意其变更为营利性民办企业的批复。原民办非营利性学校的

业务已由改制后对应的营利性公司制主体承继。具体详见本反馈意见回复“问题一/（一）/4、营利性/非营利性民办学校登记情况”相关内容。

本次评估作价为收益法合并预测，相关收入、成本费用等科目按照业务类别进行预测，无法独立拆分出两个民非学校的估值，故根据民非学校报告期收入、利润占标的公司总体比重的情况来判断对评估值的影响。龙门培训、新龙门培训主营全封闭中高考补习培训业务。2017年、2018年龙门培训、新龙门培训主营业务收入合计占龙门教育合并收入比例分别 13.16%、11.45%，净利润合计占龙门教育合并口径归属于母公司所有者的净利润分别为 4.05%、4.03%。两个民办非学校对龙门教育盈利水平的贡献比例较低，对评估值影响较小。

（五）核查意见

经核查，评估师认为：

截至目前，龙门教育下属民非学校龙门培训、新龙门培训均已取得西安市雁塔区教育局、西安市碑林区教育局同意其变更为营利性民办企业的批复。根据历史年度经营情况分析，两个民非学校对龙门教育盈利水平的贡献比例较低，对评估值影响较小。”

七、申请文件显示，1) 2017年7月，上市公司收购龙门教育 49.76%股权，取得龙门教育控制权，对应龙门教育 100%股权收益法评估价值为 158,444.54 万元；本次收购龙门教育剩余股权，对应 100%股权收益法评估价值为 176,250.00 万元。2) 2016 年度、2017 年度、2018 年度分别派发现金股利 5,186.16 万元、9,983.36 万元、13,872.98 万元。请你公司：结合前次收购标的资产控制权交易与本次收购剩余股权交易之间标的资产发生的现金分红事项，以及控制权溢价影响，补充披露两次交易标的资产 100%股权评估值出现差异的原因及合理性，重点比对两次收益法评估所选参数的具体差异并分析原因。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 结合前次收购标的资产控制权交易与本次收购剩余股权交易之间标的资产发生的现金分红事项，以及控制权溢价影响，补充披露两次交易标的资产 100% 股权评估值出现差异的原因及合理性，重点比对两次收益法评估所选参数的具体差异并分析原因。

1、前次收购标的资产控制权交易与本次收购剩余股权交易之间标的资产发生的现金分红事项

由于两次交易评估基准日分别为 2017 年 2 月 28 日、2018 年 12 月 31 日，三次分红日期为 2017 年 5 月 16 日、2018 年 5 月 9 日、2019 年 5 月 31 日。故前次交易评估估值体系中未包含现金分红事项，本次交易评估估值中考虑了 2016 年度、2017 年度现金分红的影响，两次分别派发现金股利 5,186.16 万元、9,983.36 万元，但未包含 2018 年度 13,872.98 万元现金分红事项。

两次评估基准日龙门教育账面所有者权益明细如下：

单位：元

项目	2017 年 2 月 28 日	2018 年 12 月 31 日	差异额
股本	129,654,000.00	129,654,000.00	-
资本公积	45,021,182.36	45,021,182.36	-
盈余公积	6,314,136.82	34,895,055.39	28,580,918.57
一般风险准备	-	-	-
未分配利润	88,662,258.84	138,796,775.38	50,134,516.54
归属于母公司所有者 权益合计	269,651,578.02	348,367,013.13	78,715,435.11
少数股东权益	-14,240,911.84	-21,298,347.51	-7,057,435.67
所有者权益合计	255,410,666.18	327,068,665.62	71,657,999.44

由上表，本次评估基准日时点较前次评估龙门教育所有者权益增值 7,165.80 万元，形成的差异为龙门教育利润留存。前次交易评估值增值额为 132,903.48 万元，本次交易评估值增值额为 143,543.13 万元，两次评估值增值额差异为 10,639.66 万元。

2、控制权溢价

由于两次评估的评估对象皆为龙门教育的股东全部权益价值，故两次评估估值中均未考虑由于具有控制权或者缺乏控制权可能产生的溢价或者折价对评估对象价值的影响。

3、预测方法及参数选取基本一致，具体如下：

两次交易评估方法基本一致，收入、成本及费用测算思路基本一致。

(1) 主营业务收入的预测

根据龙门教育审定合并报表，企业历史年度收入增长情况如下表所示：

单位：元

项目	主营业务收入			增长率（%）	
	2016年	2017年	2018年	2017年	2018年
全封闭中、高考补习培训	180,054,486.48	219,282,151.34	276,783,479.26	21.79%	26.22%
教学辅助软件研发与销售	35,377,448.23	56,140,738.70	63,022,945.83	58.69%	12.26%
K12 课外培训	19,313,286.84	115,759,801.88	152,325,332.72	499.38%	31.59%

注：以上 K12 课外培训业务数据为北京龙们教育科技有限公司主营业务收入。

未来收入预测以企业历史年度的实际经营为基础，对比同行业企业的经济指标，并结合企业历史业绩增长情况、管理层发展规划及行业政策影响等因素综合预测未来年度的营业收入。

1) 全封闭中、高考补习培训

根据龙门教育的经营特点和收入确认方式，标的公司的主营业务之一是针对初、高中学生进行封闭式面授辅导培训。

报名收入的测算根据报名人次和平均单价确定，其中：

关于报名人次，根据目前各校区容量、企业未来发展计划及行业发展情况，预测期报名人次在历史期基础上考虑一定涨幅，未超过历史年度水平。

关于单价，未来预测以现有班型布局，结合历史年度各班型单价涨幅情况，预测期每年在上一年度单价基础上递增，涨幅未超过历史年度水平。

上述预测过程及预测参数的选取与前次评估基本一致。

2) K12 课外培训

根据标的公司 K12 课外培训业务的经营特点和收入确认方式，其报名收入在每次课程结束时确认为主营业务收入，故该业务未来收入的预测思路为先测算报名收入，在报名收入的基础上考虑一定的退费率、报名收入中能够在当年转换为主营业务收入的情况及相关费用综合确定。

K12 课外培训业务报名收入的测算根据报名课时数和平均单价综合确定。其中：

关于报名课时数，根据行业发展情况、企业历史经营情况及北京龙们教育管理层对未来经营的预计综合确定。

关于单价，未来预测以现有班型布局，结合历史年度各班型单价涨幅情况，预测期每年在上一年度单价基础上递增。

上述预测过程及预测参数的选取与前次评估基本一致。

3) 教学辅助软件研发与销售

深圳跃龙门的主营业务是教学辅助软件研发与销售，软件销售系向龙门教育旗下封闭式培训学校学生和其他 K12 培训机构提供课外学习、教学软件，以此获取收益。

咨询服务是通过与龙门教育旗下 K12 课外培训机构或其他 K12 教育培训机构合作获取的收益，目前进行的主要合作项目是“单词突击集训赢”。由于咨询服务行业竞争激烈且利润较低，深圳跃龙门 2018 年开始已减少提供咨询服务，本次预测本着谨慎性原则该业务未来维持现状。教学辅助软件业务未来收入预测根据产品销售单价、销售数量，考虑相关费用确定。

①软件销售数量的预测

关于销售数量，主要分为销售给内部公司（全封闭中、高考补习培训业务、K12 课外培训业务）及外部公司两部分。内部未来年度销售收入根据历史年度软件销售对应全封闭及 K12 课外培训业务的数量，分别占全封闭报名人数及 K12 课外培训课时数的比重，乘以预测期各年报名人数及课时数确定。外部销售数量考虑一定增长率增长。

②软件销售单价的预测

关于单价，考虑到客户群体对单价的敏感度较高，且历史年度各个软件产品均无明显单价上涨。两次评估时，本着谨慎性原则，未来预测软件产品单价均保持稳定。

随着深圳跃龙门研发能力的持续提高，对各项产品进行升级优化，推陈出新，本次评估较前次评估，深圳跃龙门对“跃龙门交互式教学系统”推出了 V2.0 版本，新版本销售单价较上一版本无变化，并推出了新产品“跃龙门阅读宝系统 V1.0”。

上述预测过程及参数选取与前次评估一致。

（2）主要成本及费用的预测

龙门教育的主要成本及费用为教务教学人员的工资薪金、折旧及摊销、材料印刷费、装修费、房屋租赁费等。

对于变动趋势与主营业务收入相一致的成本及费用，参考历年情况，结合同行业类似企业的经验，并对其合理性和趋势性进行分析，确定该项费用占主营业务收入的比例，将该比例乘以预测的主营业务收入确定。如：工资薪金、材料印刷费等。

对于变动趋势与主营业务收入变动不相关的成本及费用，则按个别情况具体分析预测。如：折旧及摊销、装修费、房屋租赁费等，折旧及摊销费用根据企业

一贯执行的会计政策和存续及新增固定资产、无形资产的情况进行预测。装修费为现有校区装修维护发生的历史费用，预测期的装修为各个校区的维护性装修，以后年度的翻新装修参照历史年度装修费用水平确定。房屋租赁费为租赁教学办公场所支付的费用，根据历史年度情况考虑行业水平增长确定。

上述预测过程及参数选取与前次评估一致。

(3) 折现率的确定

本次评估测算折现率较前次评估高。两次选择可比上市公司的标准均为教育行业上市公司，且连续交易 100 周。教育行业经过两年的发展，新增了符合条件的上市公司，故本次选择可比上市公司数量较前次评估增加了全通教育和拓维信息两家公司。同时，市场风险溢价、beta、无风险收益率、企业特定风险调整系数等参数根据基准日时点情况进行了调整。两次折现率情况如下：

项目	计算公式	前次评估	本次评估
折现率	$WACC = K_e \times E / (D+E) + K_d \times D / (D+E) \times (1-T)$	12.96%	13.25%

总体来看，本次折现率高于前次折现率，具备合理性。

4、本次交易作价高于前次的原因

(1) 历史年度全封闭式培训、教学辅助软件销售业务发展较好，本次收入预测较前次有所增长

龙门教育全封闭中、高考补习培训业务长期聚焦中高考升学培训赛道，历史年度实现了收入的稳步提升。本次预测招生人次，对于中补、高补业务，2019 年在 2018 年下半年（即学年第一学期）招生人次的基础上预测，由于 2018 年下半年招生人次在上半年基础上有所增加，故预测 2019 年整年招生人次较 2018 年有所增加，同时课程单价考虑了一定涨幅，故 2019 年全封闭中、高考补习培训业务收入较前次评估高。

教学辅助软件销售业务通过向龙门教育旗下封闭式培训学校学生和其他教育培训机构提供课外学习、教学软件，以此获取收益。随着教学辅助软件销售业

务的发展, 技术进步, 实现软件升级, 推陈出新, 历史年度该业务营收实现增长, 较前次评估预测收入高。收入预测基础增大, 预测期收入预测值增加。两次评估收入预测数据如下所示:

单位: 万元

业务类型		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
本次 评估 预测 值	全封闭中高考 补习培训	27,678.35	32,507.16	35,160.01	37,339.53	37,905.43	38,480.15
	教学辅助软件	6,213.54	6,312.30	6,722.74	7,068.48	7,152.46	7,239.91
	小计	33,891.89	38,819.46	41,882.75	44,408.01	45,057.89	45,720.06
业务类型		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
前次 评估 预测 值	全封闭中高考 补习培训	27,813.44	31,830.68	33,300.86	34,845.83	36,469.46	36,469.46
	教学辅助软件	5,591.12	6,118.79	6,455.53	6,742.20	6,947.62	6,947.62
	小计	33,404.56	37,949.47	39,756.39	41,588.03	43,417.08	43,417.08

注: 本次评估预测值中, 2018 年数据为实际的营业收入。

根据 2017、2018 年度各业务营业收入的实际增长、与前次交易评估预测的差异, 全封闭中高考补习培训和教学辅助软件营业收入本次预测较前次评估基础增加。

(2) 历史年度龙门教育利润留存, 形成溢余资产, 较前次评估溢余资产高

2017 年评估非经营性资产和溢余资产合计金额为 24,253.77 万元, 本次评估非经营性资产和溢余资产合计金额为 32,024.89 万元, 本次较 2017 年增加 7,771.12 万元。

综上所述, 两次评估在预测方法、思路及参数选取上基本一致, 两次估值差异主要集中在龙门教育自身经营情况、外部环境变化方面带来的影响, 总体业绩仍呈上升趋势, 故反映为本次评估较前次评估结果有所提高。通过对比两次评估收入、成本及费用、折现率的测算过程及参数选取, 两次评估在测算思路及参数的选取上基本一致, 具备合理性。导致本次交易估值高于前次估值的主要原因为经过两年的发展, 龙门教育自身业绩增长, 导致预测基数较前次增大, 同时形成利润留存, 使溢余资产和非经营性资产增加, 具备合理性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

“两次评估均未考虑由于具有控制权或者缺乏控制权可能产生的溢价或者折价对评估对象价值的影响。两次交易评估方法基本一致，收入、成本及费用测算思路基本一致。两次估值差异主要集中在龙门教育自身经营情况、外部环境变化方面带来的影响，总体业绩仍呈上升趋势，故反映为本次评估较前次评估结果有所提高。通过对比两次评估收入、成本及费用、折现率的测算过程及参数选取，两次评估在测算思路及参数的选取上基本一致，具备合理性。导致本次交易估值高于前次估值的主要原因为经过两年的发展，龙门教育自身业绩增长，导致预测基数较前次增大，同时形成利润留存，使溢余资产和非经营性资产增加，具备合理性。”

八、申请文件显示，1) 全封闭中高考补习培训业务收入确认政策为标的资产按补习的教学周期收取学费，于收到学费款项时确认预收款项，并在教学周期内按直线法摊销相关的预收款项并确认营业收入。2) K12 课外培训业务收入确认政策为标的资产按课外辅导的课时收取课时费用，于收到课时款项时确认预收款项，每月按实际消耗课时结转确认收入。3) K12 课外培训“按效果付费的短训课程”产品收入确认政策为因未达到保证的培训效果而退费的情况很少，因此其营业收入确认方式与其他 K12 课外培训产品的收入确认方式保持一致。请你公司补充披露：1) 上述各业务类型下与收入确认金额、时点相关主要合同条款，销售流程，结算方式，收入确认依据及主要会计凭证、收入确认和成本核算合规性分析，收入确认情况，及与相关合同约定风险和报酬转移条件或行业惯例是否相符。2) K12 课外培训“按效果付费的短训课程”产品的效果判定情况及依据，与其他 K12 课外培训业务收入确认方式保持一致是否合理，是否符合审慎性原则，涉及退费事项的会计处理方式及在评估收入时是否考虑退费比例、退款比例的情况。3) 龙门教育报告期内报名或开课后退学、退款情况，并进一步补充披露退学退款具体程序、退款金额、占当期收入的比例、相关会计处理合规性，并结合同行业公司情况说明退学退款的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。另请独立财务顾问和会计师补充披露对龙门教育报告期业绩真实性核查情况，包括但不限于与客户签订合同主要条款、收入确认依据及其合理性、成本费用核算真实性及合规性、教师资源来源及选聘情况、毛利率变化及与同区域可比公司情况对比的合理性等，并就核查手段、核查范围的充分性、有效性及标的资产业绩的真实性发表明确意见。

回复：

（二）K12 课外培训“按效果付费的短训课程”产品的效果判定情况及依据，与其他 K12 课外培训业务收入确认方式保持一致是否合理，是否符合审慎性原则，涉及退费事项的会计处理方式及在评估收入时是否考虑退费比例、退款比例的情况

本次评估时，考虑该类课程为试点经营的产品且规模较小，2018 年度相关营业收入占 K12 业务收入比例为 2.17%，相关退费金额占 K12 业务收入比例为 0.35%，不具有 K12 业务的代表性，且由于 2018 年 K12 业务受到行业行政法规及政策影响，故本次评估测算时按 K12 业务班课-其他业务的历史退费率即 2017 年退费率作为其测算依据。

（三）核查意见

经核查，评估师认为：

“按效果付费的短训课程收入确认与原有业务不存在差异；由于按效果付费的短训课程规模较小，不具有 K12 业务的代表性，且由于 2018 年 K12 业务受到行业行政法规及政策影响，故本次评估测算时以相关 K12 业务 2017 年退费率作为其测算依据。”

十、申请文件显示，1) 前次交易，当时业绩承诺方承诺标的资产 2017 年、2018 年、2019 年扣非后净利润不低于 10,000 万元、13,000 万元、16,000 万元。2) 标的资产 2017 年、2018 年业绩承诺完成度分别为 105.02%、101.24%。3) 本次交易，业绩承诺方承诺标的资产 2019 年、2020 年扣非后净利润不低于 16,000 万元、18,000 万元。4) 2019 年 1—4 月，标的资产实现净利润 4,869.02 万元，占当年承诺业绩的 30.43%。请你公司：1) 结合标的资产报告期净利润情况，以及行业特点、发展潜力、同区域主要竞争对手情况、同区域市场占有率、未来市场开拓规划等，进一步补充披露标的资产承诺期净利润较报告期净利润保持稳定增长的依据、合理性及可实现性。2) 补充披露标的资产最新经营业绩情况，并结合前期同比情况，分析 2019 年度承诺业绩完成度及差异原因。3) 补充披露本次交易业绩补偿义务人是否具备充分的履行能力，补偿安排是否有利于保护上市公司、中小投资者利益。4) 结合两次业绩承诺均涉及 2019 年度业绩且金额一致的原因，补充披露 2019 年度业绩补偿的具体实施安排。请独立财务顾问、评估师、会计师和律师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 结合标的资产报告期净利润情况，以及行业特点、发展潜力、同区域主要竞争对手情况、同区域市场占有率、未来市场开拓规划等，进一步补充披露标的资产承诺期净利润较报告期净利润保持稳定增长的依据、合理性及可实现性

未来教育行业整体市场规模仍保持高速增长。受外部因素影响，2018 年教育行业多数上市公司出现亏损，而龙门教育仍保持稳步增长。结合龙门教育净利润历史同期比较情况，龙门教育净利润总体实现情况良好。龙门教育 2019 年业绩承诺具备可实现性。具体分析如下：

1、标的资产报告期净利润情况

龙门教育历史年度利润情况如下：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年	增长率
营业利润	12,028.93	15,252.26	26.80%
利润总额	12,024.52	15,288.97	27.15%
归母净利润	10,523.45	13,181.95	25.26%

由上表,2018年实现归属于母公司所有者的净利润为13,181.95万元,较2017年增长25.26%。

2、标的公司所在行业特点及未来发展前景

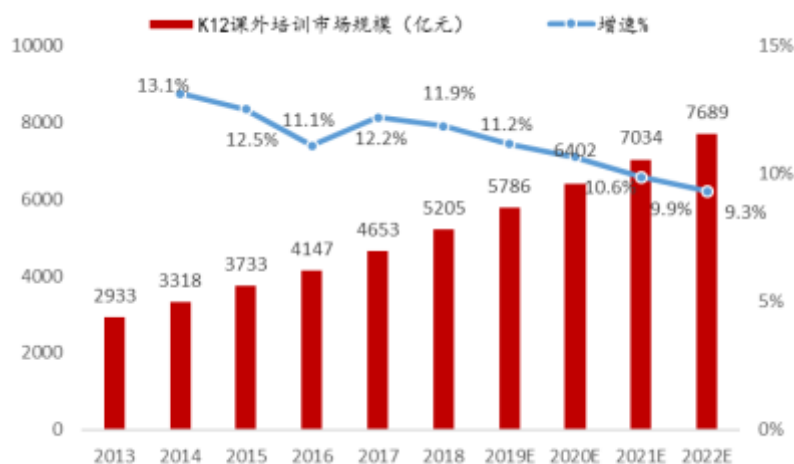
龙门教育主要业务为全封闭中、高考补习培训和 K12 课外培训服务,并由其子公司深圳跃龙门负责教学辅助软件研发与销售,主要业务属于中小學生辅导行业(即 K12 课外辅导培训行业)。K12 指从小学到高中的 12 年,中小學生教育阶段是指从小学至高中这一年龄阶段的基础教育。由于我国优质教育资源有限,升学竞争激烈的局面长期存在。龙门教育聚焦中高考教育培训,以全封闭补习、课外培训的模式,辅以配套教学软件产品,为初、高中學生提供服务。

(1) 行业整体状况及发展趋势

1) 整体市场规模仍保持高速增长

随着人口结构调整、二胎政策及大范围消费升级,教育支出在中国家庭消费支出中,占比逐年加大,教育市场整体发展态势依然强劲。德勤《中国教育行业发展报告 2018》指出,中国教育产业持续受到来自政策、消费者及资本层面的高度重视,无论从整体行业规模还是市场活跃度来看,皆处于不断扩张阶段;预计至 2020 年,民办教育总体规模达到 3.36 万亿元,至 2025 年,这一数字将接近 5 万亿元,预计实现 10.8%的年均复合增长率。此外,基于优质教育资源相对稀缺和现行招生考试制度的要求,學生和家长仍然高度重视升学结果。作为学校教育的有效补充,K12 课外培训是教育领域中需求最强劲的细分领域之一,据 Frost&Sullivan 报告,预计到 2020 年市场规模超过 6,000 亿元,未来三年复合增长率预计达 10.56%。

我国 K12 课外培训市场（亿元）



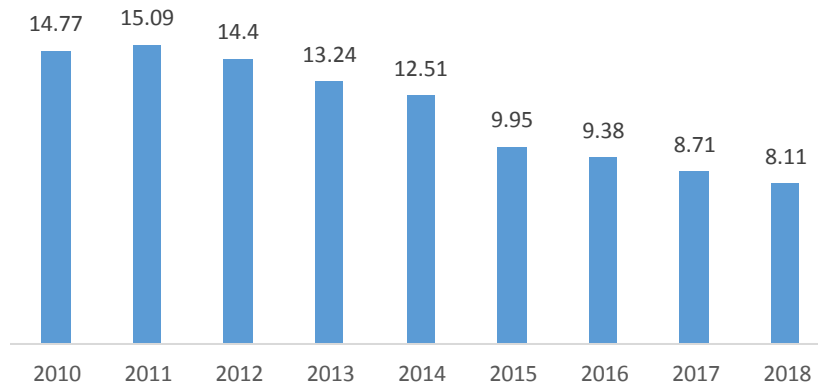
来源：Frost & Sullivan

2) 市场集中度较低，竞争格局依然高度分散

不同区域的教育特色、师资水平和教材的差异，使得 K12 校外培训市场的竞争格局高度分散，行业巨头总计占有市场份额约为 6%。按营收指标看，目前 K12 校外培训机构分为三大梯队，第一梯队为新东方、好未来双巨头；第二梯队为学大教育、精锐教育等全国性品牌；第三梯队为区域龙头企业，如卓越教育、龙门教育、高思教育等。但整体来看，三四线城市领头羊及收入在百万元以下的小微机构占有大部分市场份额，数量庞大、分布广泛。从竞争态势看，竞争格局趋于稳定，知名教育品牌的校区扩张趋势减缓，大型机构通过课程和产品推广、双师课堂等模式向三四线城市覆盖。

2018 年行业整体监管趋严，尚未形成规模、经营不规范的小微机构将被逐出市场，行业将出现新一轮的大面积整合，市场集中度有望快速提升。

2010—2018 年中国教育培训行业机构数量变化（单位：万家）



3) 行业政策密集出台，“整顿”与“减负”并重

2018 年教育行业重点政策密集出台，从政策导向上看，K12 课外培训行业面临严格的监管与调整。一系列政策文件，从办学资质、办学场所、收费管理、师资条件、课程内容、培训时间等方面首次设立明确标准，构建了培训机构的准入机制和综合治理的长效机制，并颁发了中小学生学习减负的具体措施。

4) 新技术广泛应用，持续渗透教育行业

新技术不断研发并应用于教育行业，目前的技术应用基本分为两大类：一类是“功能型”，即利用数据技术和智能软件，优化学习流程或学习空间，间接辅助学生的学习成绩、学习效率的提升，包括自适应学习、在线教育以及各类学习软件、工具等；第二类则是“平台型”，通过标准化产品来规范学校管理、提升教师教学效率，包括校务管理、云平台、智慧校园等。整体来说，目前“功能型”在校外培训领域的应用度最高，学生和家长付费意愿也较高。“平台型”产品应用体现出校园信息化向智慧校园升级的趋势。

(2) K12 课外辅导培训行业概况

鉴于中国教育体制对学习成绩的重视，留给课后辅导的市场空间依然很大。K12 课外辅导是教育领域中需求最强劲的细分领域之一，市场空间巨大。2017 年中国城市学生每周平均花费 10.6 小时进行课外辅导，而升学压力的增长以及对优秀学业成绩的期望增加，越来越多的家长为孩子选择课后辅导。特别是随着求学阶段临近高考，中国学生的 K12 课外辅导参与程度逐级提高，在高中阶段

有超过一半的学生参与 K12 课外辅导。2017 年大约有 12.7% 的幼儿园儿童、21.9% 的小学生、36.8% 的初中生、以及 57.8% 的高中生，参加了 K12 课后培训课程，大量持续而稳定的生源将推动中国课后辅导市场保持稳中增长。

(3) 标的公司所在行业特点、经营模式、周期性、区域性和季节性等特征

1) 行业特点

① 教研体系的建立健全

随着我国中小学教育改革的全面深入，当前辅导课程产品的时效性、针对性越发受到关注。不同地区、不同年级，不同学科的教育大纲任何一次调整，都可能使得考试侧重点有所不同；同样，不同地区、不同级别学科的竞争内容也不断发生着变化。这都要求专业辅导服务机构的课程内容要能够覆盖上述情况所带来的教学内容的调整及变化。

为了满足各种不同年级课程产品的不断更新，主流辅导服务机构均采用了建立独立教学研究体系的方式。通过教研课题组的长期跟踪积累与调研分析，辅导机构才能设计出符合应试变化趋势的课程产品。部分辅导服务机构还基于自身的教研成果，出版了一些应试书籍，以扩大自身教研水平的市场影响力。

② 辅导服务方式的多样化

中小學生都是未成年人，普遍自制力较弱；通常在学习过程中，难以保持较长时间的专注度，同时学习的主动性受情绪影响较大，易波动。基于此，中小学辅导服务机构针对性推出了多种辅导方式，包括大班授课、小班授课和一对 N 模式（N 通常不超过 5 人）。比较各种方式的不同之处，如下表：

项目	特点
大班	适合标准化课程；最为常见的授课方式，对于授课场地、课程满座率、讲师综合素质有着较高要求，若某一环节出现状况，均会造成不良影响；授课方式依然采用填鸭式，无法有效互动；收费较其他两种方式，较为便宜。
小班	适合标准化或小群体特色课程；由于人数规模较为适中，开办率通常较好；授课讲师可以与学生进行部分互动；收费水平居中。
1 对 N	课程设置针对性强，满足学生及家长的个性化教育需求；讲师与学生可以

项目	特点
	充分互动，确保辅导效果；场地要求较低；收费水平最高。
在线	随着互联网技术革新迅速发展的教育培训模式，优点是培训时间、地点灵活，相对价格较低，课程选择灵活。缺点是缺乏线下互动可能会降低教学效率。

2) 经营模式

随着我国培训服务行业的快速发展，连锁经营模式已成为各培训服务机构扩大经营规模的首要选择。通过连锁化经营，不仅可以增加培训网点，覆盖不同区域的潜在客户群体，有利于扩大营业收入；更能实现内部管理的集约化，有效降低课程设计、设备采购、讲师培训等成本。

3) 弱周期性

我国历来有重视教育的优良传统，特别是目前现行的应试教育制度，很大一部分家庭会选择让孩子参加校外辅导机构的课外学习辅助，各级政府和社会对教育也给予高度的重视。因此，无论宏观经济发展形势如何，行业整体用户规模保持稳定，行业周期性特征不明显。

4) 区域性

K12 教育培训行业中，教育培训机构通过固定场地开设课外辅导班或学校，以方便学生集中学习。由于交通、区域内学校数量、学生数量等方面的限制，学生在综合交通成本、时间成本等方面的因素，一般采用就近报名入学。因此，不同位置的场地可覆盖区域相对有限，不同交汇点和开班地点主要招收该区域内的生源。

5) 季节性

K12 教育培训行业主要服务人群是正在完成小学、初高中教育的在校学生，因此，由于在校学生课程安排和假期安排的不同，行业经营存在一定的季节性。在我国，一般在春季、秋季学生集中入学完成在校学习，因此，在此期间教育培训行业公司收费会比较集中；夏季和冬季学校将会放假，面授培训业务的收入也

会随之产生波动。

3、标的公司同区域主要竞争对手情况及行业地位

(1) 同区域主要竞争对手情况

1) 全封闭中、高考补习培训业务

龙门教育全封闭中、高考补习培训的业务范围主要在陕西省，在办学方式、办学规模上与其相近，在业务上可能构成竞争的机构如下：

①西安西补补习培训中心

西安西补文化培训中心（原名：西工大文化补习学校）是一所创建于 1988 年的民办高考文化补习学校，主要进行高中课程全日制补习、艺考生文化补习和同步补习。学校地处西安市，有碑林和高新 2 个校区，占地约 100 亩，是一所教学设备、生活设施齐全的住宿制学校。该校采用大班教学模式，学生每班人数 80-100 人，每班配备专职班主任，讲师。

②西安方正补习培训中心

西安方正补习学校创建于 1987 年，学校地处西安市，分文科、理科 2 个校区，文科校区设 6 个班，理科校区设 12 个班。该校采用大班教学模式，学生每班人数 80-100 人，每班配备专职班主任，讲师。

③西安大唐补习文化培训中心

西安大唐补习学校是一所经上级教育行政部门批准的全日制、封闭式中、高考补习学校，学校经过多年发展现已成为拥有教职员工 200 余名，学生 5000 余人，四个独立校区的补习学校。该校实行全封闭准军事化、专业班主任跟进式管理。

④西安正大补习学校

西安正大文化补习培训中心成立于 2000 年，是经西安市教育局批准的一所

标准化、专业化补习培训学校。历经 14 年跨越式发展，现已成为一所集中高考文化课补习、中高考试题研究、艺术类培训、个性化课外辅导于一身的多元办学机构。

2) K12 课外培训业务

就 K12 课外辅导培训行业而言，三大龙头好未来、新东方和学大教育各自摸索了适合自己的成长模式，发展迅速。

代表企业	起步模式	重点发力模式	主要授课模式	竞争优势
好未来	奥数班	培养一支教学研发团队，打造具有核心竞争力、系统化的教材题库体系，以此形成壁垒	小班模式	竞争培优模式（学生分层动态调整）
新东方	英语培训	沿袭新东方教育一贯模式，打造名师；大平台下大班保障教师收入；强调细分领域专精，降低老师单干风险	大班模式	先发品牌优势，平台影响力强
学大教育	家教中介	弱化名师影响，重点培育教学顾问，由教学顾问进行学生、教师的一对一匹配	一对一模式	先发优势较显著

①好未来（原学而思）

学而思成立于 2003 年，主要依托奥数教学起家，该机构凭借精英教育的理念、过硬的教学质量和优异的办学成绩在北京赢得了不错的口碑。目前，好未来重点发展另一主打产品智康 1 对 1，该产品定位是为国内中小學生提供 1 对 1 教育服务的高端品牌。近年来，好未来除了精耕北京，也正在向全国快速扩张。

②新东方

新东方创办于 1993 年，专注教育培训，累积学员超过 2000 万，从早教到成人，拥有满天星幼儿园、泡泡少儿教育、优能中学教育、基础英语培训、大学英语及考研培训、出国考试培训、多语种培训等多个培训体系，业务涵盖基础教育、职业教育、教育研发、出国咨询、文化产业等，旨在为学员提供一站式终身学习服务。

③学大教育

学大教育创立于 2001 年，主要面向中小學生，以个性化 1 对 1 智能辅导为主业，包括个性化 1 对 1、个性化小组课、国际教育等产品。2007 年以后在全国各地迅猛扩张。目前是这个市场上在全国范围内营业网点最多、覆盖城市最广的辅导机构之一。

（2）标的公司行业地位

龙门教育处于 K12 教育培训行业，聚焦中高考升学培训细分市场，是以“高效学习能力提升”为核心，以“学科素养、人文素养、职业素养提升”为辅助的综合型教育服务机构。

龙门教育在国内教育培训行业拥有较高的知名度和良好的口碑，在 2007 年-2018 年期间，先后获得“最具影响力的教育品牌”、“改革开放 30 年中国十大品牌高考复读教育机构”、“最具公信力的教育品牌”、“品牌实力教育集团”、“品牌影响力教育集团”、“用户信赖教育品牌”、“科技领先教育品牌”、“综合实力突出教育集团”等多项荣誉。教学成绩方面：中考部中考上线率连年上升，学生净增分不断提高；高考部历年高考成绩名列同类学校前列，不同层次的学生都得到了提升，考上了自己满意的学校。

龙门教育长期聚焦中高考升学培训赛道，成功打造出细分市场龙头企业的品牌影响力，在市场规模、市场占有率、招生人数等多个维度均有体现。品牌力量带来的高口碑，有助于吸引更多生源和优质师资，较大程度上降低了招生成本，也为龙门教育异地复制和 K12 中心扩张提供基础的品牌积淀。

4、标的公司的竞争优势

（1）教学模式的优势

龙门教育的教学模式强调“教、管、学”一体化，并根据中高考全封闭培训、中高考课外培训和软件服务的特点，在教、管、学三个环节，设定不同的“变量”，形成差异化的产品和服务。其中，公司主营业务“全封闭中、高考补习培训”，教学模式的核心是“5+教学”，不仅限于知识的传授吸收，在科学的时间管理之

下，也能保证学生对知识接收的效率效果和速度，教学效果明显优于一般的培训业态。

（2）商业模式的优势

全封闭培训是盈利能力最强的培训业态，龙门教育线下业务采取“全封闭校区+课外学习中心”联动发展模式，在陆续扩张城市中，以学习中心为原点，采取定制化学生辅导，素质教育为驱动力，利用大数据技术作为“杠杆”，提升运营效率和教学效率；共享共创的“教育合伙人”模式探索，为整合区域教育资源、降低异地招生成本提供机制创新。

（3）技术研发优势

深圳跃龙门已研发成型多款智能教学产品。公司软件产品主要面向已有生源销售以配合线下教学。深圳跃龙门还将继续深入研发教务管理系统，开发英语语法、阅读、作文等教育产品，推动跃龙门交互式教学系统在教学中的应用。深圳跃龙门研发成型的软件服务及产品如下表所示：

软件服务及产品	产品用途
跃龙门交互式教学系统 V2.0	为培训机构、学校日常教学提供可靠的教研体系和教学技术支持，为学生提供自主学习平台。
龙门单词突击集训赢 V1.0	适用于大学、中小学学生进行快速单词记忆。
跃龙门阅读宝系统 V1.0	阅读集训项目配套系统，根据学员单词量智能推送相应难度文章，实现真正的自适应阅读。

（4）管理团队优势

以龙门教育创始人马良铭先生为代表的教学和教研团队，在中高考培训方面有 20 多年的实践经验。以总经理黄森磊先生为代表的运营管理团队，有多家全国规模教育类上市企业的管理经验。董兵先生负责的封闭式培训业务模块，在中高考培训中实践“5+”以及分层次滚动式教学 10 余年，逐步成为封闭式培训的行业先驱，在业界具有良好的口碑，为学生提供了多元化和优质的教学服务。

5、标的公司未来发展规划

(1) 顺应新时代人才培养新要求，构建“新五加”教学服务体系

报告期内，龙门教育品牌理念已打破“中高考”单一维度的价值，以“能力”和“素养”双引擎驱动，构建“高效学习力+学科素养+综合素质+职业启蒙+升学服务”于一体的“新五加”教育服务体系。

(2) 贯彻全面减负指导思想，加大素质教育投入

响应国家关于中小学生全面减负方针的落实，继续贯彻“效率减负”战略的执行。缩短 K12 课外培训周期，延长课后服务周期，兼顾效率和效果。

(3) 坚持聚焦新高考，完善升学辅导服务

提前进行新高考教研层面应对，关注“学考”的“选考”双版本教学内容，针对不同学生进行不同内容、不同学习节奏的智能匹配。龙门教育将升学服务由复习备考，向考前、考后上下端延伸，由升学辅导专家向升学顾问的角色转变，完善学生的学习过程体验。

(4) 关注新技术研发，由服务型企业向内容供应商型企业过渡

龙门教育旗下跃龙门育才科技将重点关注新技术与教育的融合，关注 5G 时代教育内容呈现形态与形式的升级。基于全封闭培训业务的数据收集，和学习中心的市场化敏感度，研发可有效辅助线下教学管理的应用软件。报告期内，龙门教育目前享有 18 项软件著作权，未来还将进一步扩大研发范围，帮助龙门教育完成由纯教育服务型企业向内容供应商型企业的升级。

2018 年，《中华人民共和国民办教育促进法(2018 年修订)》、《中华人民共和国民办教育促进法实施条例(修订草案)(送审稿)》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要》、《教育部关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》等一系列行业法规及产业政策相继出台，从企业各校区的经营场所、经营资质等方面作了严格规定。龙门教育着手对现有校区进行整改，积极办理经营资质。在此背景下，龙门教育未来拟在现有校区基础上深耕细作，实现经营业绩的进一步增长。

6、本次交易承诺净利润可实现性分析

(1) 2019 年 1-6 月业绩实现情况

截至 2019 年 6 月 30 日，龙门教育归属于母公司所有者的净利润完成情况如下：

项目	归母净利润（万元）	当年承诺净利润（万元）	占比
2017 年 1-6 月	4,295.95	10,000.00	42.96%
2018 年 1-6 月	5,763.06	13,000.00	44.33%
2019 年 1-6 月	7,154.22	16,000.00	44.71%

注：2019 年 1-6 月数据未经审计。

由上表，截至 2019 年 6 月 30 日，归母净利润实际完成情况达承诺业绩的 44.71%，较历史同期，其归母净利润占比稳步上涨。考虑到龙门教育经营存在季节性，一般来说下半年实现净利润较高，结合 2018 年下半年净利润完成情况，龙门教育 2019 年承诺净利润具备可实现性。

(2) 2019 年 1-8 月业绩实现情况

2019 年 1-8 月，龙门教育未经审计的营业收入和净利润情况如下：

项目	2019 年 1-8 月
归母净利润（万元）	11,735.46
归母净利润/当年承诺净利润（万元）	73.35%

由上表，截至 2019 年 8 月 31 日，龙门教育净利润总体实现情况良好。龙门教育 2019 年业绩承诺具备可实现性。

(二) 核查意见

经核查，评估师认为：

未来教育行业整体市场规模仍保持高速增长。受外部因素影响，2018 年教育行业多数上市公司出现亏损，龙门教育净利润率高于行业水平，且仍保持稳步

增长。结合龙门教育净利润历史同期比较情况，截至 2019 年 8 月 31 日，龙门教育净利润总体实现情况良好。龙门教育 2019 年业绩承诺具备较高可实现性。

十五、请你公司根据《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》等规范要求，补充披露本次交易评估报告中，是否充分考虑盈利性民办学校应从年度净收益中，按不低于年度净资产增加额或者净收益的 25%提取发展基金及民办学校应从学费收入中提取不少于 5%的资金，用于奖励和资助学生等的相关规定的规定的影响，如未予考虑，补充披露上述规定对本次评估作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）根据《国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见》等规范要求，补充披露本次交易评估报告中，是否充分考虑盈利性民办学校应从年度净收益中，按不低于年度净资产增加额或者净收益的 25%提取发展基金及民办学校应从学费收入中提取不少于 5%的资金，用于奖励和资助学生等的相关规定的规定的影响，如未予考虑，补充披露上述规定对本次评估作价的影响

1、龙门教育历史年度未提取教育发展基金，但其历年在企业发展方面支出均超过了教育发展基金的提取标准

中介机构通过走访西安市雁塔区、碑林区教育局，了解到教育局对当地盈利性民办学校提取教育发展基金的检查是按照实质重于形式的标准进行的，即民办学校在未来发展方面的支出能够达到每年净资产增加额或净收益的 25%。教育局将企业未来发展方面支出的范围界定为企业自身对办学条件、教学质量、人员发展等各方面的支出，如固定资产更新改造支出、教学研究费用支出、员工发展培训支出等，当地多数民办学校的相关支出和投入均能达到该标准。历史年度龙门教育上述支出已超过历年净利润的 25%，符合当地教育局标准，故对本次评估作价影响较小。

2、关于民办学校应从学费收入中提取不少于 5% 的资金，用于奖励和资助学生的规定

中介机构通过西安市雁塔区、碑林区教育局走访了解到，民办学校应从学费收入中提取不少于 5% 的资金，用于奖励和资助学生的规定，属鼓励性要求，不具备强制性。同时，根据《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见（国办发〔2018〕80 号）》中严禁校外培训机构组织举办中小学生学习类等级考试、竞赛及进行排名，龙门教育不对学生成绩进行评优符合规定要求。在日常经营过程中，龙门教育也对贫困学生实行了学费减免政策，故对本次评估作价影响较小。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

“中介机构通过教育局访谈了解，教育局对当地盈利性民办学校提取教育发展基金的检查是按照实质重于形式的标准进行的，龙门教育历史年度未提取教育发展基金，但其历年在企业发展方面支出均超过了教育发展基金的提取标准，符合当地教育局标准，故对本次评估作价影响较小。同时中介机构通过教育局访谈了解到，从学费收入中提取不少于 5% 的资金，用于奖励和资助学生的规定不是硬性要求，但龙门教育也在实际经营过程中对贫困学生学费进行了减免，故对本次评估作价影响较小。”

十九、申请文件显示，1) 收益法评估时预测龙门教育 2019-2023 年营业收入分别为 56,351.40 万元、61,629.13 万元、67,097.07 万元、69,962.82 万元和 72,593.13 万元。2) 全封闭中、高考补习培训业务预测期单价每年在上一年度单价基础上递增 2%-5%；K12 课外培训预测期单价每年在上一年度单价基础上递增 3%-5%。请你公司：1) 分业务类别补充披露预测期各年度单价的具体金额选取，并分析预测依据及合理性。2) 分业务类别补充披露预测期各年度报名人数的预测依据及合理性。3) 结合上述情形、行业发展情况、竞争对手情况等，分各业务序列补充披露龙门教育预测营业收入的依据以及合理性，是否符合谨慎性要求。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 分业务类别补充披露预测期各年度单价的具体金额选取，并分析预测依据及合理性

预测期内，龙门教育各业务类别平均单价情况如下：

单位：元

平均单价	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
封闭式业务	13,217.20	13,853.82	14,251.80	14,408.24	14,564.68
增长率	5.01%	4.82%	2.87%	1.10%	1.09%
K12 业务	199.91	207.22	214.68	222.42	230.37
增长率	3.92%	3.66%	3.60%	3.61%	3.57%
软件销售	2,182.43	2,174.68	2,170.42	2,168.01	2,165.59
增长率	0.52%	-0.36%	-0.20%	-0.11%	-0.11%

注：上述平均单价计算中未包含封闭式及 K12 课外培训的其他业务、软件销售业务的咨询服务费收入。

由上表，龙门教育各业务类别预测期平均单价涨幅随着业务规模的扩大呈逐年放缓趋势。各业务具体情况如下：

1、全封闭中高考补习培训业务

教育产业的特殊性决定了学生家长总体而言对学费价格的敏感性较低，由于优质教育资源的稀缺及升学竞争的激烈，学生家长在选择子女接受教育服务上的试错成本较高，往往更加重视教育服务的品质而非价格。本次全封闭中高考补习培训业务评估中，未来预测以现有班型布局，结合历史年度各业务类型单价涨幅情况，预测期每年在上一年度单价基础上递增 2%-5%。历史年度各业务类型单价情况如下表所示：

项目	报名收入/招生人次=实际单价（元）			增长率	
	2016 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
中补	10,110.22	11,674.48	13,277.01	15.47%	13.73%
高补	9,911.78	10,435.47	11,667.28	5.28%	11.80%

由上表，全封闭式培训业务历史年度中补、高补单价增速较快，本次平均单价预测涨幅显著低于历史单价涨幅，较为谨慎合理。

2、K12 课外补习培训业务

K12 课外培训行业发展初期，以精品作坊或家教为主，随着市场需求的不断增加，专业的培训机构不断涌现并蓬勃发展。多数培训机构在发展过程中崭露头角，逐渐培育出口碑和品牌优势，在之后的区域扩张过程中，其品牌溢价能力不断增加，进一步提升产品的定价权。如好未来教育集团（原学而思教育集团），从 2011 年到 2016 年，几个重点城市均实现不同程度的提价。以 K12 课外培训行业的卓越教育集团为例，其 2018 年 K12 课外培训业务(个性化辅导)课程单价较 2017 年上涨 6.6%。龙门教育 K12 课外培训各地区近年课程单价也有一定增长，以武汉、长沙地区为例，K12 课外培训业务相同课程单价、近三年复合增长率如下表所示：

单位：元

年度	高三课程单价		初三课程单价	
	武汉	长沙	武汉	长沙
2017 年	250	275	220	230
2018 年	265	275	235	245
2019 年	280	290	245	260

年度	高三课程单价		初三课程单价	
	武汉	长沙	武汉	长沙
三年复合增长率	5.83%	2.69%	5.53%	6.32%

注：武汉龙门 2017 年、2018 年及 2019 年课程单价系 200 小时以上单价；长沙龙门 2017 年、2018 年、2019 年课程单价系 100 小时以上单价。

由上表可知，龙门教育经营较成熟的武汉、长沙地区前三年的单价复合增长率为 3%-6%，较市场同类课外培训机构，处于正常水平。本次预测中，结合 K12 课外培训行业公司单价增长情况，以及龙门教育历史年度单价增长情况，预测期未来年度课程单价根据各地区情况按 3%-5% 考虑增长，具有合理性。

3、教学辅助软件研发与销售业务

报告期及预测期跃龙门软件销售单价情况如下：

单位：元

软件	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
跃龙门交互式教学系统 V1.0	2,300.00	2,300.00	-	-	-	-	-
跃龙门交互式教学系统 V2.0	-	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00	2,300.00
跃龙门阅读宝系统 V1.0	-	1,980.00	1,980.00	1,980.00	1,980.00	1,980.00	1,980.00

考虑到客户群体对单价的敏感度较高，且历史年度软件产品无明显单价上涨，结合企业对产品未来的定价计划，预测期销售单价保持稳定。上述单价预测具备合理性。

综合上述分析，本次对龙门教育各业务类别单价的预测具有合理性。

（二）分业务类别补充披露预测期各年度报名人数的预测依据及合理性

预测期内，龙门教育各业务类别报名人次/报名课时数/销售数量情况如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
封闭式业务（报名人次）	25,110.00	25,940.00	26,770.00	26,770.00	26,770.00

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
增长率	5.04%	3.31%	3.20%	0.00%	0.00%
K12业务（报名课时数）	1,057,120.00	1,207,504.00	1,312,008.00	1,367,039.00	1,425,028.00
增长率	17.47%	14.23%	8.65%	4.19%	4.24%
软件销售（销售套数）	32,900.00	35,148.00	37,022.00	37,486.00	37,968.00
增长率	2.00%	6.83%	5.33%	1.25%	1.29%

1、全封闭中高考补习培训业务

本次预测结合企业经营计划，在考虑场地容量等因素的情况下，对于中补、高补业务，2019年在2018年下半年（即学年第一学期）招生人次的基础上预测，由于2018年下半年招生人次在上半年基础上有所增加，故预测2019年整年招生人次较2018年有所增加；2020年较2019年招生人次略有增长，以后年度维持稳定。

预测期各年末在读学生人数如下：

单位：人

班型	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
中补	6,347	6,953	6,953	6,953	6,953
高补	6,208	6,432	6,432	6,432	6,432
合计	12,555	13,385	13,385	13,385	13,385

各全封闭式校区容量情况如下：

校区名称	可用教室数	可用宿舍数	教室最大可容纳学生数	宿舍最大可容纳学生数
长安南路校区	50	292	3,465	2,528
咸宁东路校区	53	385	2,915	3,080
东仪路校区	13	94	675	752
东关校区	5	35	225	280
华美校区	140	902	7,700	7,216
小计	261	1,708	14,980	13,856

根据历年国民经济和社会发展统计公报，2016年，普通高中招生802.9万人，在校生2,366.6万人。初中招生1,487.2万人，在校生4,329.4万人。2017年，普通高中招生800.1万人，在校生2,374.5万人。初中招生1,547.2万人，在校生4,442.1万人。2018年，普通高中招生792.7万人，在校生2,375.4万人。初中招生1,602.6万人，在校生4,652.6万人。普通高中及初中在校生呈历年增长趋势。

综上，2019、2020、2021年招生人次分别增长5.04%、3.31%、3.20%，以后年度由于校区接近饱和，基于谨慎性原则，未来以现有校区规模测算，未考虑新增校区，故不再预测人次增加，预测较为谨慎合理。

2、K12 课外补习培训业务

1) 预测期各年度报名课时数增长率具有合理性：

2018年，《中华人民共和国民办教育促进法（2018年修订）》、《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要》、《教育部关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进20民办教育健康发展的实施意见》等一系列行业法规及产业政策的相继出台，从企业各校区的经营场所、经营资质等方面作出了严格规定。在外部监管的压力下，龙门教育K12课外培训业务中2018年当期报名总课时数仍较2017年当期报名课时数保持一定增长，增长率为22.94%。

本次评估预测中，评估人员对正常经营的校区实际招生授课情况、各个教学点座位数进行了统计分析，结合未来年度培训人次预测，计算得出预测数占理论饱和课时数比例及预测课时数增长比率情况如下所示：

项目	预测数占饱和课时数比例	预测课时数增长率
2019年预测销售课时数	21.60%	17.47%
2020年预测销售课时数	24.68%	14.23%
2021年预测销售课时数	26.81%	8.65%
2022年预测销售课时数	27.94%	4.19%
2023年预测销售课时数	29.12%	4.24%

注：饱和课时数系以目前正常经营各校区已有的座位数为基础，测算其理论上一年最大的上课课时量。其中，周一至周五，每天按 2 个课时计算，周末每天 8 个课时计算，另外，寒假按 30 天、暑假按 60 天计算，每天 8 个课时计算。

由上表可看出，预测期龙门教育 K12 课外培训业务预测销售课时数增长率逐年放缓，未超过理论饱和课时数。龙门教育面向中高考学生，提供具有针对性较强的培训服务。随着行业法规及产业政策深入，中小微机构在办学硬件指标、管理效率、内容研发上的劣势将充分暴露，而合法合规办学、教学质量扎实、体系健全、管理机制清晰的大型企业或区域龙头企业或将迎来新一轮的发展机遇，行业在整顿之后会有大面积整合，加快从完全分散的市场向规范集中市场的转变进程，龙门教育有获取更多的 K12 课外培训市场份额机会。未来年度预测中，考虑到 2018 年相关政策出台，受规范办学影响，业绩未及预期，随着政策落实，未来业绩得到释放，故 2019 年课时销售数量增长较快，之后增速逐年放缓，但其增长比率均低于历史增长比率，故预测期各年度报名课时数预测具备合理性。

3、教学辅助软件研发与销售业务

深圳跃龙门主要产品销售数量情况如下：

单位：套

软件	2017 年	2018 年
跃龙门交互式教学系统 V1.0	20,313.00	6,128.00
跃龙门交互式教学系统 V1.0 (PAD 版)	69.00	-
跃龙门交互式教学系统 V2.0	-	17,079.00
跃龙门阅读宝系统 V1.0	-	8,075.00

由上表可得，2017 年、2018 年随着科学技术的更新换代，跃龙门交互式教学系统 V1.0 已升级为跃龙门交互式教学系统 V2.0，并推出新产品。

单位：套

销售数量	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
对内销售	22,498.00	23,241.00	23,985.00	23,985.00	23,985.00
对外销售	10,402.00	11,907.00	13,037.00	13,501.00	13,983.00

销售数量	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
合计	32,900.00	35,148.00	37,022.00	37,486.00	37,968.00
增长率	2.00%	6.83%	5.33%	1.25%	1.29%

由上表，软件销售主要分为销售给内部公司（全封闭中、高考补习培训业务、K12 课外培训业务）及外部公司两部分。内部未来年度销售收入根据历史年度软件销售对应全封闭及 K12 课外培训业务数量分别占全封闭报名人数及 K12 课外培训报名课时数的比重，乘以预测期各年报名人数及课时数确定，其增长趋势与全封闭中、高考补习培训业务、K12 课外培训业务的增长趋势基本保持一致。外部销售数量考虑一定增长率增长，预测期增长趋势逐年放缓。软件销售数量预测具备合理性。

综合上述分析，本次对龙门教育全封闭中、高考补习培训业务报名人数、K12 课外培训业务报名课时数、教学辅助软件销售数量的预测具有合理性。

（三）结合上述情形、行业发展情况、竞争对手情况等，分各业务序列补充披露龙门教育预测营业收入的依据以及合理性，是否符合谨慎性要求

1、行业发展情况

龙门教育所属行业发展情况请详见本反馈意见回复“问题十/（一）/2、行业发展情况”相关内容。

德勤《中国教育行业发展报告 2018》指出，中国教育产业持续受到来自政策、消费者及资本层面的高度重视，无论从整体行业规模还是市场活跃度来看，皆处于不断扩张阶段；预计至 2020 年，民办教育总体规模达到 3.36 万亿元，至 2025 年，这一数字将接近 5 万亿元，预计实现 10.8% 的年均复合增长率。预测期龙门教育主营业务收入增长情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
营业收入	56,351.40	61,629.13	67,097.07	69,962.82	72,593.13
增长率	13.77%	9.37%	8.87%	4.27%	3.76%

由上表，2018 年受国家相关政策影响，龙门教育 K12 课外培训校区处于整改期，随着政策落实，未来业绩得到释放，故 2019 年收入涨幅较大。2019 年以后年度收入增长率低于行业复合增长率水平，收入预测具备谨慎性。

2、行业可比公司情况

根据龙门教育审定报表及公开信息查询同行业可比上市公司 2017 年-2018 年主营业务收入增长情况如下：

可比公司名称	收入增长比例	
	2017 年	2018 年
东方时尚	1.53%	-10.41%
昂立教育	24.02%	21.58%
好未来	76.73%	57.96%
达内科技	24.02%	13.45%
全通教育	5.52%	-19.17%
拓维信息	8.78%	-6.60%
勤上股份	1116.77%	-6.17%
新东方	36.01%	26.52%
平均	161.67%	9.65%
龙门教育	65.07%	25.74%

由上表，2018 年受国家相关政策影响，部分可比上市公司收入增长受到较大影响，龙门教育 2018 年收入增长水平高于行业平均水平。

1、预测营业收入的依据及合理性

根据龙门教育审定合并报表，企业历史年度收入增长情况如下表所示：

单位：元

项目	主营业务收入			增长率（%）	
	2016 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
全封闭中、高考补习培训	180,054,486.48	219,282,151.34	276,783,479.26	21.79%	26.22%
教学辅助软件研发与销售	35,377,448.23	56,140,738.70	63,022,945.83	58.69%	12.26%

项目	主营业务收入			增长率 (%)	
	2016 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
K12 课外培训	19,313,286.84	115,759,801.88	152,325,332.72	499.38%	31.59%

注：以上 K12 课外培训业务数据为北京龙门教育科技有限公司主营业务收入。

未来收入预测以企业历史年度的实际经营为基础，对比同行业企业的经济指标，并结合企业历史业绩增长情况、管理层发展规划及行业政策影响等因素综合预测未来年度的营业收入。

(1) 全封闭中高考补习培训业务

根据龙门教育提供的资料，全封闭式培训业务 2017 年 1-6 月、2018 年 1-6 月营业收入占当年主营业务收入比，以及 2019 年 1-6 月营业收入占 2019 预测收入比情况如下：

项目	营业收入 (万元)	当年营业收入/全年预测数 (万元)	占比 (%)
2017 年 1-6 月	9,834.34	22,247.35	44.20
2018 年 1-6 月	12,243.46	27,678.35	44.23
2019 年 1-6 月	13,784.00	32,044.90	43.01

注：2019 年 1-6 月数据未经审计。

由上表，截至 2019 年 6 月 30 日，龙门教育全封闭式培训业务营业收入实际完成情况达预测数的 43.01%，略低于历史同期数据。预收学费方面，各年同期情况如下：

项目	预收学费 (万元)
2017 年春季学期	10,129.37
2018 年春季学期	12,618.66
2019 年春季学期	14,209.49
2017 年秋季学期	12,453.45
2018 年秋季学期	15,895.04
2019 年秋季学期 (仅 7-8 月)	19,792.84
2019 年预收学费 (截至 2019.8.31)	34,002.33

2019年3月国务院办公厅下发《关于做好2019年普通中小学招生入学工作的通知》，规定公办中小学校起始年级严格按照国家规定标准班额招生，坚决防止产生新的大班额。在中小学适龄学生人数历年增长，公办学校学位供给紧张的情况下，不少学生转而选择就读民办培训学校。在此背景下，龙门教育封闭式学校2019年下半年招生情况明显好于往年同期。截至2019年8月，2019年预收学费金额为34,002.33万元，根据以往收入确认情况，该部分收入基本可在当年确认为主营业务收入，该金额已超过2019年预测收入。综上，全封闭式培训业务2019年收入预测具备可实现性。

（2）K12 课外补习培训业务

1) K12 课外培训行业监管趋严，但总体仍保持增长

2018年，随着《中华人民共和国民办教育促进法（2018年修订）》、《中华人民共和国民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》、《国家中长期教育改革和发展规划纲要》、《教育部关于鼓励和引导民间资金进入教育领域促进民办教育健康发展的实施意见》、《关于切实减轻中小学生学习负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》、《国务院办公厅关于规范校外培训机构发展的意见》等一系列行业法规及产业政策相继出台，K12 课外培训行业受到国家产业政策的监管趋严。但根据前瞻产业研究院发布的《教育培训行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》显示，截至2018年6月22日，2018年我国教育培训的融资事件高达286笔。根据Frost&Sullivan报告，预计到2020年市场规模超过6,000亿元。相关产业政策出台、完善，对K12 课外培训行业提出更高要求，虽然目前K12 课外培训行业的企业处于阵痛期，但其市场规模总体依然保持上涨。

2) 历史收入增长及可比公司收入增长情况

根据龙门教育审定报表及公开信息查询同行业可比上市公司2017年-2018年收入增长情况如下：

可比公司名称	收入增长比例	
	2017 年	2018 年
东方时尚	1.53%	-10.41%
昂立教育	24.02%	21.58%
好未来	76.73%	57.96%
达内科技	24.02%	13.45%
全通教育	5.52%	-19.17%
拓维信息	8.78%	-6.60%
勤上股份	1116.77%	-6.17%
新东方	36.01%	26.52%
平均	161.67%	9.65%
龙门教育 K12 培训业务	499.41%	31.67%

由上表，2018 年受国家相关政策影响，部分可比上市公司收入增长受到较大影响，龙门教育 K12 课外培训收入增长水平高于行业平均水平。

根据龙门教育提供的资料，龙门教育 K12 课外培训业务 2017 年 1-6 月、2018 年 1-6 月营业收入占当年主营业务收入比，以及 2019 年 1-6 月营业收入占 2019 预测收入比情况如下：

项目	营业收入(万元)	当年营业收入/全年预测数(万元)	占比(%)
2017 年 1-6 月	5,516.33	11,704.76	47.13
2018 年 1-6 月	7,917.42	15,639.04	50.63
2019 年 1-6 月	9,745.59	17,994.20	54.16

注：2019 年 1-6 月数据未经审计。

由上表，截至 2019 年 6 月 30 日，龙门教育 K12 课外培训业务营业收入实际完成情况达预测数的 54.16%，较历史同期，其营业收入稳步上涨。2019 年 1-8 月龙门教育 K12 课外培训业务营业收入为 13,157.19 万元，营业收入实际完成情况为预测数的 73.12%，2019 年预测收入具备可实现性。

(3) 教学辅助软件研发与销售业务

深圳跃龙门的主营业务是教学辅助软件研发与销售，软件销售系向龙门教育旗下封闭式培训学校学生和其他 K12 培训机构提供课外学习、教学软件，以此获取收益。

根据龙门教育提供的资料，龙门教育教学辅助软件研发与销售业务 2017 年 1-6 月、2018 年 1-6 月营业收入占当年主营业务收入比，以及 2019 年 1-6 月营业收入占 2019 预测收入比情况如下：

项目	营业收入(万元)	当年营业收入/全年预测数(万元)	占比
2017 年 1-6 月	2,807.06	5,614.07	50.00%
2018 年 1-6 月	3,299.27	6,302.29	52.35%
2019 年 1-6 月	1,989.17	6,312.30	31.51%

由上表，截至 2019 年 6 月 30 日，龙门教育教学辅助软件研发与销售业务营业收入实际完成情况为预测数的 31.51%，低于历史同期。主要原因系受去年行业规范化整顿影响，深圳跃龙门外部合作方的采购量有一定下降。同时，2019 年深圳跃龙门产品在更新迭代过程中，故销量减少。预计随着软件新版本的推出，下半年销量将追赶上来。2019 年 1-8 月龙门教育教学辅助软件研发与销售业务营业收入为 4,308.79 万元，营业收入完成情况为预测数的 68.26%。2019 年预测收入具备可实现性。

（四）核查意见

经核查，评估师认为：

“经核查，龙门教育预测的营业收入具备合理性，本次收益法评估过程对收入的预测谨慎。”

二十、申请文件显示，本次评估未披露毛利率预测情况及依据。请你公司：

1) 结合标的资产报告期毛利率变化情况、行业发展状况、主要区域市场需求及竞争对手情况、人员招聘计划及与业务的匹配性、房屋租赁费预测与预测开班规模的匹配性等，分业务类别、班型类别补充披露龙门教育预测主营业务成本的依据、过程以及合理性。2) 结合同行业可比公司毛利率情况、预测单位成本变动情况等，补充披露预测毛利率选取的主要依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

(一) 结合标的资产报告期毛利率变化情况、行业发展状况、主要区域市场需求及竞争对手情况、人员招聘计划及与业务的匹配性、房屋租赁费预测与预测开班规模的匹配性等，分业务类别、班型类别补充披露龙门教育预测主营业务成本的依据、过程以及合理性

本次评估预测主营业务成本是按照其明细项的成本性态，与收入变动相关的按其历史年度占收入比乘以预测期主营业务收入确定；与收入变动不相关的则根据其实际情况分别预测，并非直接选取行业毛利率进行测算。本次评估预测主营业务成本具有合理性，具体如下：

1、标的公司报告期毛利率变化情况

报告期龙门教育毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度
主营业务收入	49,530.93	39,304.54
主营业务成本	23,782.85	17,833.91
毛利率	51.98%	54.63%

其中，按照业务种类列示的毛利率变动情况如下表所示：

项目	2018 年度	2017 年度
----	---------	---------

项目	2018 年度	2017 年度
全封闭中高考补习培训	47.57%	48.73%
K12 课外培训	44.18%	46.51%
教学辅助软件研发与销售	91.30%	97.02%

报告期内，全封闭中高考补习培训的毛利率不存在较大变化。K12 课外培训的毛利率存在小幅下降主要系教师人工成本提升及部分校区为配合办理办学许可证进行教学场地调整产生的相关装修费计入当期营业成本所致。教学辅助软件研发与销售的毛利率较高，主要为龙门教育的其他教学板块提供辅助及软件研发服务，成本构成主要为承担的配套资料费、印刷费和人工成本等，报告期内随着相应成本的增加，毛利率有所下降。由于教学辅助软件研发与销售收入占比较小，其毛利率的变动对龙门教育的经营无重大影响。

2、行业发展情况

龙门教育所属行业发展情况请详见本反馈意见回复“问题十/（一）/2、行业发展情况”相关内容。

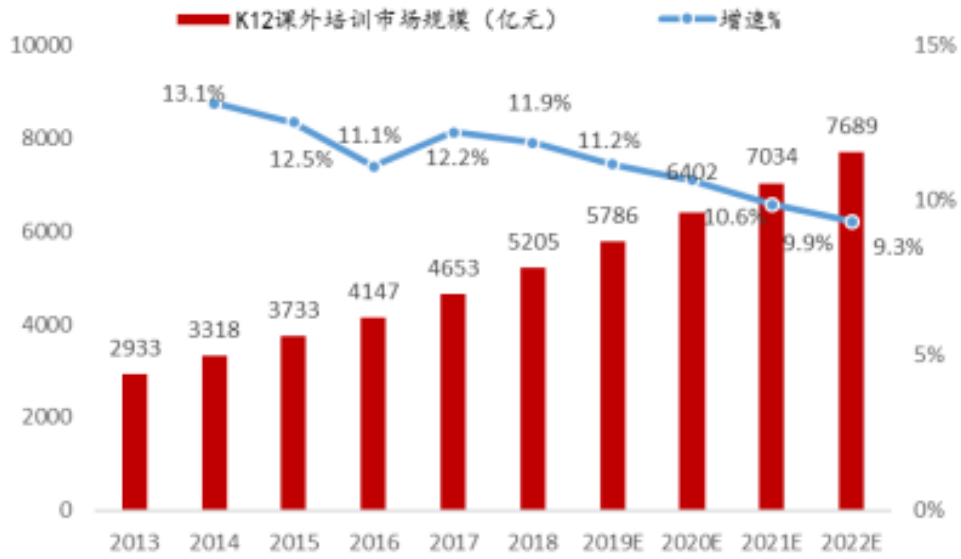
3、主要区域市场需求及竞争对手情况

（1）主要区域市场需求

根据 2018 年陕西省教育事业发展统计公报，2018 年全省共有各级各类民办学校（机构）4,664 所，比上年增加 148 所，在校学生达 1,592,680 人，比上年增加 39,033 人。其中：民办普通中学 177 所，比上年增加 1 所，在校生 214,444 人（其中：初中在校 141,358 人），比上年增加 11,358 人。陕西省民办学校数量继续增加，教育市场需求持续增长。

同时，作为学校教育的有效补充，K12 课外培训是教育领域中需求最强劲的细分领域之一，据 Frost&Sullivan 报告，预计到 2020 年市场规模超过 6,000 亿元，未来三年复合增长率预计达 10.56%。

我国课外辅导市场收入(亿元)



来源：Frost&Sullivan

综上，龙门教育对标区域市场需求持续扩大，仍具有较大发展潜力。

（2）竞争对手情况

龙门教育同区域竞争对手情况请详见“问题十/（一）/3、（1）同区域主要竞争对手情况”。

陕西当地全封闭中高考补习学校，无对外公开数据，无法取得对方毛利率情况。故本次考虑对比教育行业可比公司情况，具体如下：

可比公司名称	毛利率	
	2017年	2018年
东方时尚	53.69%	48.98%
昂立教育	43.39%	41.14%
好未来	48.55%	54.57%
达内科技	69.64%	58.94%
全通教育	30.40%	31.15%
拓维信息	56.98%	49.63%
勤上股份	27.86%	23.00%
新东方	56.45%	55.55%
平均	48.37%	45.37%

可比公司名称	毛利率	
	2017 年	2018 年
中位数	51.12%	49.31%
龙门教育	54.63%	51.98%

受国家相关政策影响，2018 年教育行业上市公司毛利率整体呈下滑趋势，龙门教育毛利率水平及变动趋势基本与行业一致。

4、人员招聘计划及与业务的匹配性

考虑到龙门教育有三个业务板块，各业务板块分支机构规模大小不一，员工能力大小不同。由于教学辅助软件研发与销售业务无须支付教师职工薪酬，本次考虑从龙门教育全封闭中高考补习培训及 K12 课外培训业务为职工支付的职工薪酬方面分析其人员招聘计划与业务的匹配性如下：

单位：万元

项目	2017 年	2018 年
主营业务收入	33,504.70	42,910.88
职工薪酬	12,718.74	17,052.13
比例	37.96%	39.74%

注：上述数据为全封闭中高考补习培训、K12 课外培训业务数据

报告期，龙门教育职工薪酬占收入比呈上涨趋势。主要原因为出于提高教学质量，吸引优秀师资的考虑，龙门教育 2018 年提高了教师工资水平，教育行业这一比例为 40%左右，与行业水平接近。

预测期龙门教育为职工支付的薪酬与营业收入如下：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
主营业务收入	50,039.10	54,906.39	60,028.58	62,810.36	65,353.23
职工薪酬	19,842.89	21,773.20	23,804.87	24,908.49	25,917.31
比例	39.65%	39.66%	39.66%	39.66%	39.66%

注：上述数据为全封闭中高考补习培训、K12 课外培训业务数据

具体到各业务类别情况如下：

全封闭中、高考补习培训业务					
项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
主营业务收入	32,044.90	34,697.74	36,877.26	37,443.17	38,017.88
职工薪酬	12,702.43	13,754.01	14,617.96	14,842.28	15,070.09
比例	39.64%	39.64%	39.64%	39.64%	39.64%
K12 课外培训业务					
项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
主营业务收入	17,994.20	20,208.64	23,151.32	25,367.20	27,335.35
职工薪酬	7,140.46	8,019.20	9,186.91	10,066.21	10,847.21
比例	39.68%	39.68%	39.68%	39.68%	39.68%

龙门教育为职工支付的薪酬与业务规模在预测期内的比例基本保持稳定，由于预测期龙门教育维持现有规模经营，不再考虑新增教师数量，故职工薪酬占比略低于报告期。具体到各业务类别，封闭式业务和 K12 课外培训业务预测期占收入比较为稳定。综上，预测期内人员招聘计划与业务相匹配。

5、房屋租赁费预测与开班规模预测的匹配性

房屋租赁费主要为龙门教育租赁教学办公场地所支付的费用。由于龙门教育未来不计划新开校区或办学点，预测期房屋租赁费的测算根据龙门教育签订的房屋租赁合同据实测算，超过合约期的参考行业增长水平测算。报告期房屋租赁费增长情况如下：

单位：万元

项目	2017年	2018年
房屋租赁费	1,452.47	1,892.04
增长率	114.66%	30.26%

报告期，龙门教育房屋租赁费增速较快，主要原因是由于 K12 课外培训业务处于快速发展阶段，故 2017 年房屋租赁费用增长最为明显。2018 年国家陆续出台相关政策，对各校区的经营场所、经营资质作了严格规定，K12 课外培训业务下属部分校区更换经营场所，导致房租费用支出增加，但同时关停了一些不符

合要求的校区，也减少了一部分租赁支出。

预测期房屋租赁费增长情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
房屋租赁费	1,924.40	1,913.15	2,041.16	2,176.77	2,322.26
增长率	1.71%	-0.58%	6.69%	6.64%	6.68%

2018年各地区（如北京、合肥、苏州等地）出台的关于民办教育培训机构办学标准中，对办学场所租赁期均有不少于3年的规定。根据规定，龙门教育2018年新签房屋租赁合同租赁期皆为3年或3年以上。同时，2019-2020年存在校区整改的后续影响，即不符合办学资质校区关停带来的房租费用减少，故预测期前两年房屋租赁费呈下降趋势，预测期后三年保持行业房租增长水平。预测期内房屋租赁费预测具备合理性。

6、预测主营业务成本的依据、过程以及合理性

龙门教育的主要成本及费用为教务教学人员的工资薪金、折旧及摊销、材料印刷费、装修费、房屋租赁费等。

对于变动趋势与主营业务收入相一致的成本及费用，参考历年情况，结合同行业类似企业的经验，并对其合理性和趋势性进行分析，确定该项费用占主营业务收入的比例，将该比例乘以预测的主营业务收入确定。如：工资薪金、材料印刷费等。

对于变动趋势与主营业务收入变动不相关的成本及费用，则按个别情况具体分析预测。如：折旧及摊销、装修费、房屋租赁费等，折旧及摊销费用根据企业一贯执行的会计政策和存续及新增固定资产、无形资产的情况进行预测。装修费为现有校区装修维护发生的历史费用，预测期的装修为各个校区的维护性装修，以后年度的翻新装修参照历史年度装修费用水平确定。房屋租赁费为租赁教学办公场所支付的费用，根据历史年度实际支付情况考虑行业租金增长水平并结合招生规模综合判断是否需要扩大租赁面积等综合确定。

预测期主营业务成本情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
主营业务成本	26,539.34	28,573.40	30,798.14	32,048.41	33,322.83

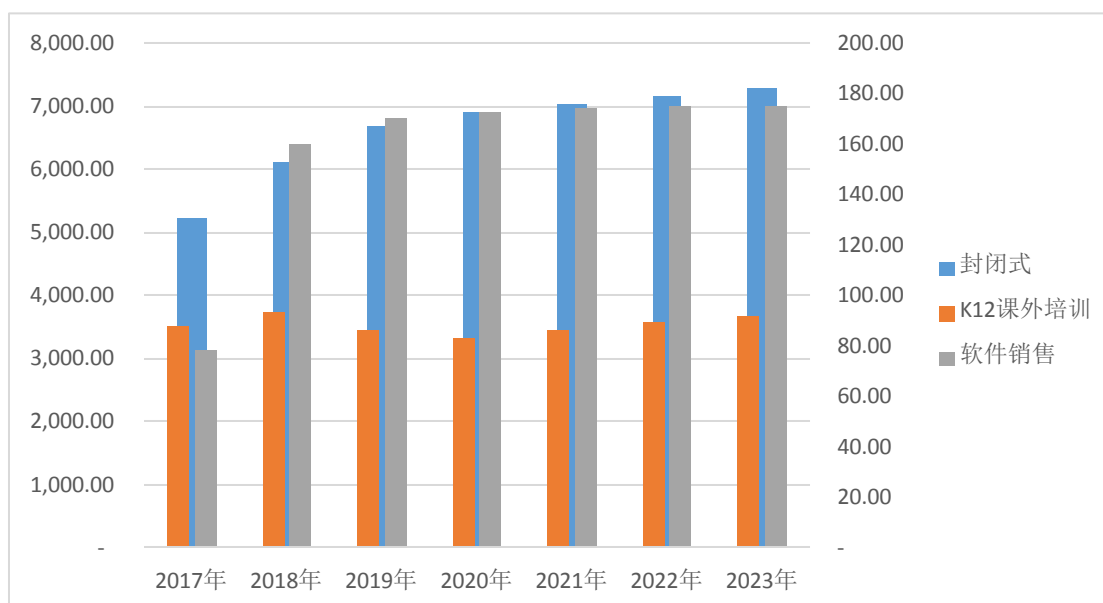
综上，主营业务成本的预测与营业收入的预测相互匹配，营业成本的预测谨慎合理。

（二）结合同行业可比公司毛利率情况、预测单位成本变动情况等，补充披露预测毛利率选取的主要依据及合理性

1、同行业可比公司毛利率情况

同行业可比公司毛利率情况详见“问题二十/（一）/3、（2）竞争对手情况”。

2、单位成本变动情况



注：封闭式培训业务单位成本=该业务板块主营业务成本/报名人次

K12 课外培训业务单位成本=该业务板块主营业务成本/报名课时数

软件销售业务单位成本=该业务板块主营业务成本/销售数量

龙门教育封闭式培训业务、软件销售业务单位成本呈现小幅上涨趋势。主要原因为主营业务成本中教师薪酬、材料印刷费等成本均与培训人次直接相关，但由于每年教师薪酬的上涨，物价水平和消费水平的上升，材料印刷费等成本有所

增加，最终导致单位成本呈现逐年上涨。

K12 课外培训业务预测期单位成本低于报告期，在预测期第二年呈小幅上涨趋势。主要原因为 2018 年受政策影响，部分校区关停整改，相应产生关停损失，且经营业绩情况不及预期，故 2018 年单位成本较高。随着政策落地，K12 课外培训业绩逐步释放，2019 年-2020 年单位成本呈下降趋势。随着每年营业成本的增长，2020 年以后各年单位成本逐年上涨。

综合上述分析，考虑龙门教育所在行业的市场容量、未来发展前景、未来发展规划，预测期内毛利率呈小幅上涨趋势，具体如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
毛利率	53.00%	53.72%	54.17%	54.25%	54.14%

预测期，全封闭中、高考补习培训业务、教学辅助软件研发与销售业务毛利率较为平稳，K12 课外培训业务由于 2018 年受政策影响处于整改期，随着政策落实，2019 年实现业绩释放，毛利率较 2018 年高，预测期整体呈小幅上涨趋势。未来随着 K12 课外培训业务的发展，在龙门教育整体业务中占比逐渐增加，带动整体毛利率呈现小幅上涨。同时，由于本次预测基于谨慎，未考虑新增校区，预测期毛利率微涨也是规模效应的体现。

本次评估预测主营业务成本是按照其明细项的成本性态，与收入变动相关的按其历史年度占收入比乘以预测期主营业务收入确定；与收入变动不相关的则根据其实际情况分别预测，并非直接选取行业毛利率进行测算。结合龙门教育报告期毛利率变化情况、行业发展状况、主要区域市场需求及竞争对手情况、人员招聘计划及与业务的匹配性、房屋租赁费预测与预测开班规模的匹配性等情况进行分析，本次评估预测主营业务成本具有合理性。

（三）核查意见

经核查，评估师认为：

“本次评估预测主营业务成本是按照其明细项的成本性态，与收入变动相关的按其历史年度占收入比乘以预测期主营业务收入确定；与收入变动不相关的则根据其实际情况分别预测，并非直接选取行业毛利率进行测算。结合龙门教育报告期毛利率变化情况、行业发展状况、主要区域市场需求及竞争对手情况、人员招聘计划及与业务的匹配性、房屋租赁费预测与预测开班规模的匹配性等情况进行分析，本次评估预测主营业务成本具有合理性。”

二十一、申请文件显示，2017年度、2018年度龙门教育销售费用率分别为14.32%、12.05%。预测期内，预测销售费用率为11%左右。请你公司：结合行业特点、报告期内销售费用率情况、同行业可比公司销售费用率情况，补充披露龙门教育预测销售费用率低于报告期水平的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合行业特点、报告期内销售费用率情况、同行业可比公司销售费用率情况，补充披露龙门教育预测销售费用率低于报告期水平的原因及合理性

1、报告期内销售费用率情况

2017年、2018年龙门教育销售费用率分别为14.32%、12.05%。2018年销售费用率较2017年下降2.27%，主要原因系2018年教育问政出台，各地教育部门对教育培训机构招生宣传方面监管力度加大，龙门教育相应减少了广告宣传费用开支；此外，封闭式培训学校招生办裁撤部分冗余人员，销售人员工资减少。

2、同行业可比公司销售费用率情况

2017-2018年，龙门教育的销售费用率与可比公司的销售费用率对比情况如下：

可比公司名称	销售费用率	
	2017年	2018年

可比公司名称	销售费用率	
	2017 年	2018 年
东方时尚	3.39%	4.68%
昂立教育	24.25%	26.15%
好未来	14.12%	18.88%
达内科技	36.13%	49.50%
全通教育	4.02%	3.20%
拓维信息	15.12%	17.39%
勤上股份	7.91%	10.59%
新东方	13.25%	12.41%
平均	14.77%	17.85%
龙门教育	14.32%	12.05%

数据来源：Wind 金融终端

2017-2018 年，龙门教育的销售费用率低于可比公司平均水平，主要由于龙门教育在教育细分领域、教学模式、运营模式及经营管理方式等方面与上述公司存在不同所致。

3、龙门教育预测销售费用率低于报告期水平的原因及合理性

结合龙门教育历史年度销售费用波动情况及龙门教育的业务情况，本次预测 2019 年的销售费用率为 11.68%，较 2018 年下降 0.36%，主要系 2019 年 K12 业务销售人员薪酬占收入比例较 2018 年有所下降。K12 业务销售人员薪酬由基本工资和销售提成组成，本次预测根据其成本性态，销售人员平均基本工资按照行业复合增长率增长；销售提成按照历史年度占收入比例乘以预测期主营业务收入测算。由于 K12 业务 2019 年收入增长率高于行业工资复合增长率，故 2019 年预测销售费用率略低于 2018 年。预测期出于谨慎性考虑，各项销售费用占营业收入的比例变化较小，以后各年销售费用率与 2019 年水平基本持平。销售费用率预测合理谨慎。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

通过结合行业特点、报告期内销售费用率情况、同行业可比公司销售费用率情况进行分析，龙门教育预测的销售费用率具备合理性。

二十二、申请文件显示，本次交易收益评估采用折现率为 13.25%。请你公司结合近期同行业可比交易，补充披露本次交易折现率选取的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合近期同行业可比交易，补充披露本次交易折现率选取的合理性

1、近期同行业可比交易情况

序号	上市公司	标的公司	标的业务类型	折现率
1	开元股份	恒企教育	职业教育	12.90%
2	亚夏汽车	中公教育	职业教育培训	13.42%
3	三垒股份	美杰姆	早期教育培训	12.76%
平均值				13.03%
	科斯伍德	龙门教育		13.25%

2、本次交易折现率选取的合理性

同行业交易案例中采用的折现率在 12.76%和 13.42%之间，平均值为 13.03%。本次对龙门教育评估时选取的折现率为 13.25%，高于近期同行业交易案例中采用的折现率平均水平，折现率的取值具有合理性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

结合近期同行业可比交易案例使用的折现率情况，本次交易选取的折现率具备合理性。

二十三、申请文件显示，标的资产的溢余资产主要为货币资金减最低现金保有量，最低现金保有量主要考虑标的资产经营所必须的人员工资、扣除折旧摊销后的管理费用、营业费用及财务费用等，经测算溢余资产为人民币 21,976.74 万元。请你公司：结合标的资产最低现金保有量的测算过程、结果及依据，补充披露溢余资产评估值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

（一）结合标的资产最低现金保有量的测算过程、结果及依据，补充披露溢余资产评估值的合理性

1、标的资产最低现金保有量的测算过程、结果及依据

评估基准日最低现金保有量计算过程如下：

单位：万元

科目	2018 年
年付现成本	35,936.37
营业成本	23,915.66
税金及附加	338.38
销售费用	6,024.13
管理费用	4,854.06
研发费用	563.87
财务费用	-187.33
所得税	2,555.70
减：折旧与摊销	2,128.09
月付现成本	2,994.70
周转月数	1.00
付现周转现金保有量	2,994.70
应付票据保证金	0.00
信用证保证金	0.00
现金保有量	2,994.70

评估基准日龙门教育账面无应付票据保证金、信用证保证金等同类款项。经管理层访谈了解、查阅账目，结合龙门教育日常经营中主要成本费用发生情况，周转月数按 1 个月确定较为合理。

评估基准日龙门教育年付现成本=营业成本+税金及附加+销售费用+管理费用+研发费用+财务费用+所得税-折旧与摊销

$$=23,915.66+338.38+6,024.13+4,854.06+563.87-187.33+2,555.70-2,128.09$$

$$=35,936.37 \text{（万元）}$$

$$\text{月付现成本}=\text{年付现成本} \div 12=35,936.38 \div 12=2,994.70 \text{（万元）}$$

$$\text{现金保有量}=\text{月付现成本} \times \text{周转月数}=2,994.70 \times 1=2,994.70 \text{（万元）}$$

$$\text{评估基准日溢余资产}=\text{评估基准日货币资金账面价值}-\text{现金保有量}$$

$$=24,971.44-2,994.70$$

$$=21,976.74 \text{（万元）}$$

2、溢余资产评估值的合理性

溢余资产是指超出企业在日常经营活动必备规模的资产。本次评估溢余资产测算过程中已充分考虑标的公司日常经营所必须支出的付现成本，具备合理性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

经核查，本次溢余资产的评估值具备合理性。

（本页无正文，为《北京中企华资产评估有限责任公司对苏州科斯伍德油墨股份有限公司关于中国证券监督管理委员会<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（192291号）所涉及问题的回复》之签字盖章页）

法定代表人：

权忠光

签字评估师：

简荷叶

胡 政

北京中企华资产评估有限责任公司

年 月 日