

上海新南洋昂立教育科技股份有限公司 关于对上海证券交易所《关于资产收购事项问询函》回复 的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

重要内容提示：

● 上海新南洋昂立教育科技股份有限公司（以下简称“公司”）拟收购上海乐游誉途国际旅行社有限公司（以下简称“上海乐游”）100%股权。本次收购存在以下风险，敬请广大投资者注意投资风险：

①上海乐游正处于业务快速扩张期，目前尚未盈利且净资产为负，其扭亏为盈的进度及最终影响均存在不确定性；

②上海乐游主要从事旅游业务，经营存在客观不确定性。本次收购完成后，公司与上海乐游需在多方面进行深度融合，若整合效果不及预期，则难以实现预期的协同效应。

③本次收购预计形成约 4,700 万元商誉。若外部环境发生重大不利变化，导致上海乐游实际经营业绩未达预期，则存在商誉减值的风险，进而对公司当期损益产生不利影响。

● 公司拟于 2025 年 11 月 26 日（周三）下午 15：00-16：00 在价值在线（www.ir-online.cn）以网络互动方式召开 2025 年第三季度业绩暨乐游项目收购说明会，就本次交易的相关情况与投资者沟通交流。

2025 年 10 月 30 日，公司收到上海证券交易所下发的《关于资产收购事项问询函》【上证公函[2025]3809 号】（以下简称“《问询函》”），公司组织各方就《问询函》所提出的问题进行了认真回复，现公告如下：

2025 年 10 月 30 日晚间，公司公告拟收购上海湘宏文化旅游发展集团有限公司

（以下简称上海湘宏）持有的上海乐游誉途国际旅行社有限公司（以下简称上海乐游或标的公司）100%股权。标的公司净资产账面价值-912.95万元，交易作价3,800.00万元，溢价率516.23%。4名董事对本议案投出弃权票。根据本所《股票上市规则》第13.1.1条的相关规定，现请你公司核实并披露以下事项。

1. 关于资产评估。公告显示，公司同时采用资产基础法、收益法对标的公司进行评估。其中，按照资产基础法评估值-912.54万元，增值率0.04%，按照收益法评估值为3,850.00万元，增值率为521.71%。本次交易最终采用收益法结果定价，经协商交易价款最终为3,800.00万元，预计产生商誉约4,700万元。

请公司：（1）结合收益法评估涉及的主要参数预测依据及测算过程，包括但不限于营业收入、营业成本、期间费用、现金流、折现率等，说明标的公司评估增值率较高的原因，并结合同行业可比交易案例说明交易作价的合理性；（2）说明选取收益法而非资产基础法进行评估作价的原因及合理性。请独立董事发表意见。

答：（1）收益法评估涉及的主要参数预测依据及测算过程

本次收益法评估选用企业实体现金流模型，即企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的税后现金流量。

本次评估以采用企业未来若干年度内的全部现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出企业整体价值，加上溢余资产价值、非经营性资产价值，减去非经营性负债，然后扣除付息债务的价值，得出股东全部权益价值。计算公式：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E：标的公司的股东全部权益价值

B：标的公司的企业价值

D：评估对象的付息债务价值

$$B = P + \sum C_i \quad (2)$$

式中：

P：标的公司的经营性资产价值

$\sum C_i$ ：标的公司基准日存在的其他非经营性或溢余性资产的价值

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

R_i：标的公司未来第 i 年的预期收益（自由现金流量）

r：折现率

n：评估对象的未来预测期。

①营业收入

上海乐游核心业务涵盖平台业务、自营业务两大板块。平台业务系供应商于上海乐游的分销平台上架旅游产品并由上海乐游旗下各门店销售，可细分为拼团与包团业务。拼团业务为通过平台代理销售其他供应商的旅游产品，由多名消费者拼单购买的团购活动，通常不可定制化安排旅游路线，上海乐游以净额法确认收入；包团业务为根据市场需求事先设计好旅游产品或为客户提供定制化服务（包括前端设计路线、会议方案等），并将旅游服务转包给上游单一供应商，由上游供应商向客户打包提供旅游服务，上海乐游以全额法确认收入，对应确认支付给供应商的成本；自营业务系上海乐游根据市场需求，独立采购旅游交通、景点、酒店、餐厅等上游资源，事先设计好旅游产品或为客户提供的定制化服务（包括前端设计路线、会议方案等），通过提供重大服务将机票、酒店、地接以及目的地资源等整合为合同约定的某组合产出转让给客户，主要包括直接销售的定制旅游产品与邮轮业务产品，上海乐游以全额法确认收入，对应确认支付给供应商的成本。其他业务主要涵盖供应商系统使用费及门店管理费收入、门店保险费收入等。

历史年度各业务收入明细如下：

单位：人民币万元

营业收入	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
门店收入-拼团收入	697.47	1,350.88	468.26
门店收入-包团收入	3,168.95	3,186.68	2,697.04
自营产品收入	553.57	1,852.76	643.27
单项业务（代理业务）	2.98	10.76	
其他业务收入	82.35	191.17	55.57
营业收入合计	4,505.32	6,592.25	3,864.14

公共卫生事件结束后，报复性旅游需求的释放叠加国家政策扶持，旅游行业近年处于扭亏为盈的关键恢复阶段。管理层基于市场头部的数据以及考虑市场竞争，结合近几年平台业务的增长及自营业务的在手订单情况（在手订单均为自营业务，即定制旅游产品与邮轮业务产品，其客户主要以散客为主。自营业务 2025 年下半年度预测收入为 488.81 万元，评估机构预测时自营业务下半年度在手订单收入占其预测收入逾 80%，截至目前，自营业务下半年度收入约 900 万元），预计未来年度收入。上海

乐游目前为上海市 3A 级旅行社，2025 年已提交 4A 级旅行社申请并通过初审，达到 4A 评分标准，目前在市旅游行业协会最终审核阶段。2018 年底，上海共有 A 级旅行社 332 家，其中 5A 级 15 家，4A 级 79 家，3A 级 238 家。A 级旅行社有效期 3 年，每 3 年复核一次，因公共卫生事件未启动此项工作，2025 年对所有 A 级旅行社进行复评工作。

上海乐游目前已被纳入部分企事业单位合格供应商白名单，但未与任何企事业单位签订长期合作协议，其所有与企事业单位间的业务均须按次履行公开招标程序。4A 级旅行社评定通过后，将加强上海乐游的市场竞争能力，增加其进入企事业单位合格供应商白名单的入围能力，为门店业务和自营定制业务带来增量。截至评估基准日，已签约在交易的活跃供应商逾 140 家、门店 60 家，未来年度将主要致力于自营产品的发力及门店和供应商的扩张，预计 2026 年起恢复盈利。

上海乐游历史年度上半年及下半年分期收入明细如下：

单位：人民币万元

	2023 年 1-6 月	2023 年 7-12 月	2023 年 7-12 月占全年比重	2024 年 1-6 月	2024 年 7-12 月	2024 年 7-12 月占全年比重	2025 年 1-6 月
门店收入-拼团收入	243.97	453.50	65.02%	545.79	805.10	59.60%	468.26
门店收入-包团收入	1,085.14	2,083.81	65.76%	1,415.69	1,770.99	55.57%	2,697.04
自营产品收入	113.07	440.50	79.57%	768.01	1,084.75	58.55%	643.27
单项业务（代理业务）	1.07	1.91	64.09%	8.40	2.36	21.93%	
其他业务收入	24.83	57.52	69.85%	101.38	89.79	46.97%	55.57
营业收入合计	1468.08	3037.24	67.41%	2839.27	3752.99	56.93%	3864.14
营业收入同比增长率				93.40%	23.57%		36.10%

经查询，同行业上市公司 2023 年度及 2024 年度上下半年收入占比如下：

单位：人民币万元

证券代码	证券名称	营业收入 2023 年 1-6 月（万 元）	营业收入 2023 年 7-12 月（万 元）	2023 年 7-12 月收入占全年比 重
600138.SH	中青旅	417,834.41	545,649.55	56.63%
000524.SZ	岭南控股	125,055.15	215,330.44	63.26%
000796.SZ	凯撒旅业	22,794.72	35,412.35	60.84%
002707.SZ	众信旅游	79,243.59	250,605.15	75.98%

证券代码	证券名称	营业收入 2024 年 1-6 月（万 元）	营业收入 2024 年 7-12 月（万 元）	2024 年 7-12 月收入占全年比 重
600138.SH	中青旅	435,066.05	560,615.79	56.30%
000524.SZ	岭南控股	192,563.30	238,339.93	55.31%
000796.SZ	凯撒旅业	32,091.98	33,243.00	50.88%
002707.SZ	众信旅游	261,700.60	383,810.78	59.46%

经查询，同行业上市公司近三年收入同比增长率如下：

证券代码	证券名称	营业收入（同比增长率）	营业收入（同比增长率）	营业收入（同比增长率）
		[报告期] 2023 年报	[报告期] 2024 年报	[报告期] 2025 中报
		[单位]%	[单位]%	[单位]%
600138.SH	中青旅	50.1492	3.3418	11.8389
000524.SZ	岭南控股	229.0166	25.4289	8.5151
000796.SZ	凯撒旅业	89.9019	12.2458	-1.2013
002707.SZ	众信旅游	558.9568	95.6992	9.8462
	平均值	232.0061	34.1789	7.2497

注：众信旅游的旅游零售业务板块与上海乐游业态相似，其 2023 年营业收入为 4.665 亿，2024 年营业收入为 7.456 亿，增长率约 60%。

基于上述数据分析及旅游行业旺季特征（下半年含暑期、中秋及国庆假期，收入通常占全年收入的 60%左右），并根据上海乐游 2025 年 1-6 月各业务板块实际收入情况，同时结合近两年上海乐游各业务板块收入增长情况及同行业上市公司近两年收入增长情况，分业务板块综合预计未来年度营业收入，具体如下：

单位：人民币万元

营业收入	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
主营业务收入						
门店收入-拼团收入	605.84	1,218.50	1,244.43	1,381.67	1,381.67	1,381.67
门店收入-拼团收入增长率		13.44%	2.13%	11.03%	0.00%	0.00%
门店收入-包团收入	4,355.73	8,013.51	8,814.86	9,696.34	9,696.34	9,696.34
门店收入-包团收入增长率		13.62%	10.00%	10.00%	0.00%	0.00%
自营产品收入	488.81	1,603.77	2,358.49	3,301.89	3,301.89	3,301.89
自营产品收入增长率		41.67%	47.06%	40.00%	0.00%	0.00%
主营业务收入小计	5,450.38	10,835.78	12,417.78	14,379.90	14,379.90	14,379.90
其他业务收入小计	86.46	248.72	335.87	404.94	404.94	404.94
营业收入合计	5,536.84	11,084.50	12,753.65	14,784.84	14,784.84	14,784.84
营业收入增长率		17.91%	15.06%	15.93%	0.00%	0.00%

注 1：拼团业务全额收入也是按 10%增长预测，但由于拼团业务的核算模式是净额法，考虑市场竞争加剧，毛利率会略有下降，因此按净额法确认的收入增长率下降。

注 2：上海乐游营业收入增长率高于同行业上市公司，主要系上海乐游业务规模较小，此外，评估机构预测上海乐游 2025 年下半年门店收入-拼团收入为 605.84 万元、门店收入-包团收入为 4,355.73 万元、自营产品收入为 488.81 万元，截至目前，上海乐游门店收入-拼团收入约 825 万元、门店收入-包团收入约 4,050 万元、自营产品收入为 900 万元，符合预测。

②营业成本

上海乐游历史年度各业务成本明细如下：

单位：人民币万元

营业成本	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
门店成本-拼团成本			
门店成本-包团成本	2,671.13	2,895.08	2,325.49
自营产品成本	539.08	1,790.33	645.85
单项业务（代理业务）	25.43	2.33	
其他业务成本	9.95	16.90	2.55
营业成本合计	3,245.59	4,704.64	2,973.89

本次评估，延续上海乐游核算方式和会计政策，将拼团业务以净额法确认收入，包团业务与自营业务均以总额法确认收入，同步确认支付给供应商的成本；其他业务成本主要为其他业务收入对应的代购保险费成本等，根据往年情况并考虑市场竞争情况后谨慎预估。

经上述计算分析，营业成本预测如下：

单位：人民币万元

营业成本	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
主营业务成本						
门店收入-拼团成本	-	-	-	-	-	-
门店收入-包团成本	3,751.59	6,981.37	7,671.75	8,426.12	8,426.12	8,426.12
自营产品成本	455.76	1,506.60	2,162.74	2,967.92	2,967.92	2,967.92
主营业务成本小计	4,207.35	8,487.97	9,834.48	11,394.05	11,394.05	11,394.05
其他业务成本小计	12.26	26.42	33.02	33.96	33.96	33.96
营业成本合计	4,219.61	8,514.39	9,867.50	11,428.01	11,428.01	11,428.01
毛利率	23.79%	23.19%	22.63%	22.70%	22.70%	22.70%

③税金及附加

上海乐游适用增值税率 6%，城建税率 5%，教育费附加费率 3%，地方教育费附加率 2%。根据《关于进一步支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策的公告》（财政部税务总局公告 2023 年第 12 号），自 2023 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日，对小型微利企业减半征收资源税（不含水资源税）、城市维护建设税、房产税、城镇土地使用税、印花税（不含证券交易印花税）、耕地占用税和教育费附加、地方教育附加。税金及附加的计算按照该条例的规定计算。2028 年以后按一般纳税人口径预测。

故税金及附加预测如下：

单位：人民币万元

	税率	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
营业收入	6%	5,536.84	11,084.50	12,753.65	14,784.84	14,784.84	14,784.84
增值税——销项税额		332.21	665.07	765.22	887.09	887.09	887.09
营业成本	6%	4,219.61	8,514.39	9,867.50	11,428.01	11,428.01	11,428.01
增值税——进项税额		253.18	510.87	592.05	685.68	685.68	685.68

	税率	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
应交增值税		79.03	154.20	173.17	201.41	201.41	201.41
城建税	5%	3.95	7.71	8.66	10.07	10.07	10.07
教育费附加	3%	2.37	4.63	5.20	6.04	6.04	6.04
地方教育费附加	2%	1.58	3.08	3.46	4.03	4.03	4.03
税金及附加		3.95	7.71	8.66	20.14	20.14	20.14

④销售费用

上海乐游历史年度销售费用明细如下：

单位：人民币万元

	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
广告费和业务宣传费		0.55	1.51
门店奖励	32.08	31.74	12.54
市场推广费	1,185.13	1,679.00	835.14
合计	1,217.21	1,711.29	849.19
销售费用率	27.02%	25.96%	21.98%

上海乐游销售费用主要为广告费和业务宣传费、市场推广费和门店奖励等；管理层预计随着收入的增长，各类费用每年均有一定幅度上涨，预测如下：

单位：人民币万元

销售费用	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
广告费和业务宣传费	2.00	3.00	4.00	5.00	5.00	5.00
门店奖励	25.53	49.36	54.30	59.73	59.73	59.73
市场推广费	1,208.66	2,242.51	2,356.55	2,599.52	2,599.52	2,599.52
合计	1,236.19	2,294.87	2,414.85	2,664.25	2,664.25	2,664.25
销售费用率	22.33%	20.70%	18.93%	18.02%	18.02%	18.02%

⑤管理费用

上海乐游历史年度管理费用明细如下：

单位：人民币万元

	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
职工薪酬费用	95.76	185.44	87.74
办公费	1.47	9.94	2.15
业务招待费	2.75	6.13	1.00
差旅交通费	3.24	4.11	0.67
折旧摊销	0.16	9.68	10.53
房租物业费		0.85	1.32
平台使用费			
其他	1.97	6.79	3.85
合计	105.34	222.93	107.25

上海乐游管理费用主要为职工薪酬、办公费、房租物业费等，职工薪酬根据目前管理人员人数和平均薪酬考虑未来年度人数增加和平均薪酬 5%年增长率，具体预测如下：

单位：人民币万元

	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
总经理	1	1	1	1	1	1
副总经理	1	1	1	1	1	1
渠道部	2	2	2	3	3	3
运营部	1	1	1	1	1	1
产品部	4	5	6	6	6	6
职能	2	2	2	2	2	2
人数合计	11	12	13	14	14	14
平均薪酬	16.00	16.80	17.64	18.52	18.52	18.52
管理费用-职工薪酬	176.00	201.60	229.32	259.31	259.31	259.31

房租物业费按照在手合同并考虑市场租金增长预测；其余各项费用随收入增长按 3%年增长率预测；折旧摊销单独预测（详见⑨折旧摊销）。

经上述分析，管理费用预测如下：

单位：人民币万元

管理费用	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
职工薪酬费用	88.26	201.60	229.32	259.31	259.31	259.31
折旧	0.46	1.08	1.24	1.40	1.40	1.40
摊销	2.59	-	-	-	-	-
业务招待费	2.00	5.00	5.15	5.30	5.30	5.30
办公费	3.00	6.00	6.18	6.37	6.37	6.37
差旅交通费	2.00	3.00	3.09	3.18	3.18	3.18
房租物业费	13.11	26.23	26.23	27.54	27.54	27.54
平台使用费	-	-	-	-	-	12.00
其他	3.00	8.00	8.24	8.49	8.49	8.49
合计	114.43	250.91	279.45	311.59	311.59	323.59
管理费用率	2.07%	2.26%	2.19%	2.11%	2.11%	2.19%

⑥营业外收入

根据上海乐游与上海贺海创业孵化器管理有限公司已签订的《扶持企业发展资金协议书》，上海乐游满足条件可按其实际经济贡献度情况享受相应的产业扶持资金。结合上述预测，预计营业外收入如下：

单位：人民币万元

营业外收入	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
扶持资金		15.00	15.00			

营业外收入	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
合计		15.00	15.00			

⑦所得税

上海乐游系小型微利企业，适用小型微利企业税收优惠政策。根据《财政部税务总局关于小微企业和个体工商户所得税优惠政策的公告》（财税[2023]6号）有关规定，2023年1月1日至2024年12月31日对小型微利企业年应纳税所得额不超过100万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税。根据《关于进一步支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策的公告》（财政部 税务总局公告2023年第12号），对小型微利企业减按25%计入应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税政策，延续执行至2027年12月31日。2028年及以后年度按25%所得税率预测。

根据目前的所得税征收管理条例，业务招待费60%的部分，营业收入的0.5%以内的部分准予税前抵扣，40%的部分和超过0.5%的要在税前列支。所得税的计算按照该条例的规定计算。

综上，所得税费用预测如下：

单位：人民币万元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
利润总额	-37.34	31.62	198.19	360.85	360.85	348.85
业务招待费	2.00	5.00	5.15	5.30	5.30	5.30
业务招待费 60%	1.20	3.00	3.09	3.18	3.18	3.18
营业收入 0.5%	27.68	55.42	63.77	73.92	73.92	73.92
业务招待费纳税调整	0.80	2.00	2.06	2.12	2.12	2.12
应纳税所得额	-36.54	33.62	200.25	362.97	362.97	350.97
补亏后应纳税所得额	-	-	-	26.65	362.97	350.97
所得税 25%	-	-	-	6.66	90.74	87.74

注：评估基准日可弥补亏损已在预测年度考虑。

⑧预测利润表

经上述分析，预测利润表编制如下：

单位：人民币万元

项目名称	未来预测						
	2025 年 7-12 月	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度	2030 年度	永续年度
一、营业总收入	5,536.84	11,084.50	12,753.65	14,784.84	14,784.84	14,784.84	14,784.84
减：营业成本	4,219.61	8,514.39	9,867.50	11,428.01	11,428.01	11,428.01	11,428.01

项目名称	未来预测						
	2025 年 7-12 月	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度	2030 年度	永续年度
税金及附加	3.95	7.71	8.66	20.14	20.14	20.14	20.14
销售费用	1,236.19	2,294.87	2,414.85	2,664.25	2,664.25	2,664.25	2,664.25
管理费用	114.43	250.91	279.45	311.59	311.59	323.59	323.59
研发费用	-	-	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	-	-
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	-37.34	16.62	183.19	360.85	360.85	348.85	348.85
加：营业外收入	-	15.00	15.00	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-37.34	31.62	198.19	360.85	360.85	348.85	348.85
减：所得税费用	-	-	-	6.66	90.74	87.74	87.74
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	-37.34	31.62	198.19	354.19	270.11	261.11	261.11

⑨折旧摊销

本次折旧根据企业会计政策对各类资产计算折旧摊销。

评估基准日固定资产为电子设备，残值率 5%，按 3 年计提折旧。对于基准日已有资产的折旧摊销，沿用企业的折旧政策和摊销政策，同时考虑新增设备并结合评估基准日企业账面留存的固定资产，独立预测未来年度的折旧和摊销金额如下：

单位：人民币万元

	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
折旧						
电子设备	0.46	0.92	0.92	0.92	0.92	0.92
新增设备	-	0.16	0.32	0.48	0.48	0.48
折旧小计	0.46	1.08	1.24	1.40	1.40	1.40
摊销						
其他流动资产摊销	2.59	-	-	-	-	-
摊销小计	2.59	-	-	-	-	-
折旧摊销合计	3.05	1.08	1.24	1.40	1.40	1.40

注：本次评估将折旧摊销 100%计入管理费用。

⑩资本性支出

i. 预测期内的资本性支出

按照上海乐游的固定资产投资计划，未来年度与固定资产相关的资本性支出如下：

单位：人民币万元

资本性支出	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
-------	---------------	--------	--------	--------	--------	--------

资本性支出	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
原有设备更新	0.46	1.08	1.24	1.40	1.40	1.40
新增设备	0.50	0.50	0.50	-	-	-
合计	0.96	1.58	1.74	1.40	1.40	1.40

注 1：设备更新资本性支出主要考虑原有电子设备的更新；

注 2：资本性支出均为不含税金额；

注 3：假设新增设备在当期末转固，下一期开始计提折旧。

ii. 预测期届满后的资本性支出

预测期届满后永续年间资本性支出按预测期最后一年 2030 年折旧摊销金额确定为 1.40 万元。

⑤ 营运资金

上海乐游的旅游业务一般均于出团前 7-14 天预收客户团费，确认合同负债，并于回团后再和供应商结算团费。本次评估各项周转率按上海乐游历史年度平均值取值，经相关测算后，营运资金变动预测如下：

单位：人民币万元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
付现成本	5,650.16	11,221.00	12,742.39	14,630.66	14,714.74	14,723.74
流动资产：						
最低现金保有量	313.90	311.69	353.96	406.41	408.74	408.99
应收款项	-1,811.36	-2,135.74	-2,457.35	-2,848.72	-2,848.72	-2,848.72
其他应收款（经营性）	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69	11.69
流动资产合计	-1,485.77	-1,812.36	-2,091.70	-2,430.62	-2,428.29	-2,428.04
流动负债：	-	-	-	-	-	-
应付款项	-261.53	-309.56	-358.75	-415.49	-415.49	-415.49
应付职工薪酬	14.71	16.80	19.11	21.61	21.61	21.61
应交税费	13.83	13.49	15.15	20.13	41.15	40.40
其他应付款（经营性）	443.03	488.03	513.03	538.03	538.03	538.03
流动负债合计	210.04	208.76	188.54	164.28	185.30	184.55
营运资本	-1,695.81	-2,021.12	-2,280.24	-2,594.90	-2,613.59	-2,612.59
营运资本增加额	658.48	-325.31	-259.12	-314.65	-18.69	1.00

注：①应收款项=应收账款-合同负债及其他流动负债-其他应付款中代收代付款

②应付款项=应付账款-预付账款和合同资产

③付现成本=营业成本+营业税金及附加+管理费用+销售费用+财务费用+所得税-折旧摊销。

⑥ 折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是将资产的未来预期收益折算成现值的比率，是基于贴现现金流法确定评估价值的重要参数。本次评估选取与上海乐游类似的上市公司，按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

$$WACC = \frac{E}{D+E} \times K_e + \frac{D}{D+E} \times (1-t) \times K_d$$

其中：WACC：加权平均资本成本

E：权益的市场价值

D：债务的市场价值

K_e：权益资本成本

K_d：债务资本成本

t：所得税率

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + ERP \times \beta_L + R_c$$

其中：R_f：无风险收益率；

ERP：市场风险溢价；

β_L：权益的系统风险系数；

R_c：企业特定风险调整系数；

i. 无风险收益率 R_f

取中债信息网 10 年期中债收益率确定无风险报酬率为 1.6469%。

ii. 确定 Beta 值

Beta 系数是衡量标的公司相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于上海乐游目前为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与上海乐游在业务类型和业务规模上具有一定的可比性的 4 家上市公司（4 家对比公司证券简称分别为：中青旅、岭南控股、凯撒旅业、众信旅游）作为样本，计算出按总市值加权的剔除财务杠杆的 Beta 值，再按选取的样本上市公司的付息负债除以总市值指标的平均值作为计算行业平均资本结构的参照依据，重新加载杠杆 Beta。

本次评估根据标的公司的主营业务等选取了与上海乐游相似的上市公司，通过同花顺 iFinD 系统分别计算其近三年去除杠杆的 Beta 值，通过上述计算，确定去除杠杆 Beta 值为 0.8503。

同样，我们通过同花顺 iFinD 系统，获取样本公司评估基准日相关财务数据，并通过计算，得出对比公司的资本结构如下：

单位：人民币万元

股票代码	上市公司股票名称	日期	股权公允价值	付息负债	D/(E+D)	E/(E+D)
600138.SH	中青旅	2025-06-30	930,458.21	596,159.98	39.05%	60.95%
000524.SZ	岭南控股	2025-06-30	790,037.09	-	0.00%	100.00%
000796.SZ	凯撒旅业	2025-06-30	547,046.58	16,995.36	3.01%	96.99%
002707.SZ	众信旅游	2025-06-30	640,156.53	16,058.40	2.45%	97.55%
平均值					11.13%	88.87%

注：上表由同花顺 iFinD 系统查询获得。

本次选用上市公司平均资本结构来调整标的公司 Beta 系数，即平均 D/E=11.13%/88.87%=12.52%，则加载财务杠杆后的 Beta 系数计算如下：

$$\begin{aligned}\beta_e &= \beta_t \times (1 + (1-t) \times \frac{D}{E}) \\ &= 0.8503 \times (1 + (1-25\%) \times 12.52\%) = 0.9301\end{aligned}$$

iii. 估算 ERP

市场风险溢价，英文表述为 Market Risk Premium (MRP、市场风险溢价) 或 Equity Risk Premium (ERP、股票市场风险溢价)，是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。评估师在计算折现率时，通常需要采用市场数据进行分析，相对应的市场特指股票市场，因此，采用 Equity Risk Premium (ERP、股票市场风险溢价) 表述市场风险溢价，是指在股票市场上拥有一个充分风险分散的投资组合，投资者所要求的回报率高于无风险利率的部分。

银信资产评估有限公司以中国证券市场的特征指数沪深 300 为基本指数，对 ERP 进行测算，具体测算规则如下：

a. 选取自沪深 300 有数据日，目前可查询的数据为 2002 年，作为基础起始年，测算各年沪深 300 的几何收益率；

b. 设置测算样本池，测算池样本数量暂定为 50，不足 50 时，按实际样本数作为测算基础；

c. 将自 2010 年起的年度几何收益率划入测算样本池,有效样本数据自 2010 年起,原因是早期市场成熟度不足,指数波动过大,特别是 2007 年至 2008 年的股权全流通分置改革,造成股价过度波动;

d. 将测算样本池的数据算术平均,每年 1231 按实际收盘指数进行调整,确定当年市场几何收益率;

e. 将当年市场几何收益率减去当年的无风险报酬率,作为下一年的 ERP 参数。

经过以上步骤测算,银信资产评估有限公司 2025 年评估项目的 ERP 统一选定为 6.67%。

iv. 特定风险

经分析,企业特定风险调整系数为上海乐游与所选择的可比上市公司在企业规模、经营风险、管理能力、财务风险等方面所形成的优劣势方面的差异,各风险说明如下:

上海乐游规模为小型企业,资产规模和营业收入与可比上市公司相比较小,考虑规模风险 1%;上海乐游属于旅游行业,市场竞争较为激烈,故考虑经营风险 1%;上海乐游目前管理团队的从业经验和资历较高,考虑管理风险 0.75%;目前上海乐游财务风险较小,考虑财务风险 0.75%。

综合以上因素,上海乐游特定风险 ϵ 的确定为 3.5%。

v. 计算权益资本成本

按照上述数据,计算股权收益率如下:

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \beta \times ERP + R_c \\ &= 1.6469\% + 0.9301 \times 6.67\% + 3.5\% \\ &= 11.35\% \end{aligned}$$

vi. 债务资本成本

上海乐游目前全部借款均为 1 年期,实际借款平均利率为 3.7%,参照为一年期 LPR+60BP。根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》,出于客观公允考虑,债务资本成本按基准日当月贷款市场报价利率五年期以上 LPR 确定为 3.50%。

则税后债务资本成本 $K_{dt} = 3.50\% \times (1 - 25\%) = 2.625\%$ 。

公司收购上海乐游后,其原股东将偿还对上海乐游的资金占款,上海乐游也将偿还其银行借款,偿还后上海乐游将不存在借款。

vii. 计算加权资本成本

本次以可比上市公司资本结构的平均值作为计算基础。

按照上述数据计算 WACC 如下：

项目	资本成本率	权重	WACC
权益	11.35%	88.87%	10.38%
带息债务	2.625%	11.13%	

经上述计算，则折现率取 10.38%。

②非经营性资产/负债

经分析上海乐游评估基准日账面资产负债表，上海乐游其他应收款及其他应付款中的往来款项按非经营性资产/负债确认。

经上述分析，非经营性资产/负债为 2,742.30 万元。

③实体净现金流量折现值的计算

根据以上分析计算，上海乐游自由现金流计算如下：

单位：人民币万元

项目	2025 年 7-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续年
净利润	-37.34	31.62	198.19	354.19	270.11	261.11	261.11
加：折旧和摊销	3.05	1.08	1.24	1.40	1.40	1.40	1.40
减：营运资金增减变动	658.48	-325.31	-259.12	-314.65	-18.69	1.00	-
减：资本性支出	0.96	1.58	1.74	1.40	1.40	1.40	1.40
企业自由净现金流量	-693.73	356.43	456.81	668.85	288.80	260.11	261.11
折现率	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%
折现期	0.2500	1.0000	2.0000	3.0000	4.0000	5.0000	-
折现系数	0.9756	0.9060	0.8208	0.7436	0.6737	0.6103	5.8796
折现值	-676.80	322.92	374.95	497.35	194.57	158.75	1,535.23
折现值合计	2,406.97						
加：非经营性资产/负债	2,742.30						
企业整体价值	5,149.27						
减：付息负债	1,300.00						
股东全部权益价值	3,850.00						

④股东全部权益价值的计算

股东全部权益价值等于企业整体价值扣减付息负债的价值，其价值计算如下：

企业股东全部权益价值 $E=B-D$

上海乐游付息负债账面值 1,300.00 万元。

故上海乐游股东全部权益价值 = $5,149.27 - 1,300.00 = 3,850.00$ 万元（取整至十万元）。

⑨收益法评估结果

在评估报告所有限制与假设条件成立时，在预测的收益可以实现的情况下，上海乐游股东全部权益价值评估值为 3,850.00 万元。

(2) 预测的合理性分析

上海乐游历史年度各项财务指标如下：

	2023 年	2024 年	2025 年 1-6 月
毛利率	27.96%	28.63%	23.04%
销售费用率	27.02%	25.96%	21.98%
管理费用率	2.34%	3.38%	2.78%
净利率	-0.58%	-0.66%	-1.47%
销售收入增长率		46.32%	

上海乐游预测年度各项财务指标如下：

	2025 年 7-12 月	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度	2030 年度
毛利率	23.79%	23.19%	22.63%	22.70%	22.70%	22.70%
销售费用率	22.33%	20.70%	18.93%	18.02%	18.02%	18.02%
管理费用率	2.07%	2.26%	2.19%	2.11%	2.11%	2.19%
净利率	-0.67%	0.29%	1.55%	2.40%	1.83%	1.77%
销售收入增长率	42.61%	17.91%	15.06%	15.93%	0.00%	0.00%

经查询，同行业上市公司近三年各项财务指标如下：

证券代码	证券名称	销售毛利率 [报告期] 2023 年报 [单位]%	销售毛利率 [报告期] 2024 年报 [单位]%	销售毛利率 [报告期] 2025 三季 [单位]%	销售净利率 [报告期] 2023 年报 [单位]%	销售净利率 [报告期] 2024 年报 [单位]%	销售净利率 [报告期] 2025 三季 [单位]%
600138.SH	中青旅	24.4532	23.0855	20.5599	3.1630	2.6031	2.3117
000524.SZ	岭南控股	20.8684	19.1001	17.6960	2.3943	3.7588	2.0528
000796.SZ	凯撒旅业	21.0435	22.7127	22.5673	79.4023	-15.4384	-3.1431
002707.SZ	众信旅游	11.5669	13.0009	11.4227	1.0284	1.9420	1.4371

证券代码	证券名称	销售费用 / 营 业总收入 [报告期] 2023 年报 [单位]%	销售费用 / 营 业总收入 [报告期] 2024 年报 [单位]%	销售费用 / 营 业总收入 [报告期] 2025 三季 [单位]%	管理费用 / 营 业总收入 [报告期] 2023 年报 [单位]%	管理费用 / 营 业总收入 [报告期] 2024 年报 [单位]%	管理费用 / 营 业总收入 [报告期] 2025 三季 [单位]%
600138.SH	中青旅	9.2711	9.2845	7.0446	7.8696	7.2003	5.9527
000524.SZ	岭南控股	7.6837	7.2789	6.9583	9.5743	8.1485	7.5237
000796.SZ	凯撒旅业	11.3677	9.8743	12.0562	26.5966	17.8748	14.9422
002707.SZ	众信旅游	8.1664	8.4830	7.6886	3.2175	1.9631	2.0411

证券代码	证券名称	营业收入（同比增长率） [报告期] 2023 年报 [单位]%	营业收入（同比增长率） [报告期] 2024 年报 [单位]%	营业收入（同比增长率） [报告期] 2025 三季 [单位]%
------	------	---------------------------------------	---------------------------------------	---------------------------------------

600138.SH	中青旅	50.1492	3.3418	13.8932
000524.SZ	岭南控股	229.0166	25.4289	4.3960
000796.SZ	凯撒旅业	89.9019	12.2458	6.5238
002707.SZ	众信旅游	558.9568	95.6992	10.9634

上海乐游 2023 年、2024 年、2025 年 1-6 月销售费用率分别为 27.02%、25.96% 和 21.98%，随着其销售规模的进一步扩大，预测年度的销售费用率预计会逐步下降至 18%左右，对比同行业上市公司略高，主要系同行业上市公司销售规模远大于上海乐游，具有规模效应，此外，上海乐游业务发展较快，相应的销售费用也较高。

上海乐游管理费用率较同行业上市公司低，主要由于上海乐游管理架构精简，管理人员薪酬水平较低，管理成本控制严格，此外，上海乐游与众信旅游运营模式相似，均采用轻资产运营模式，管理费用率也基本相同。

经以上数据分析，上海乐游预测期毛利率、净利率、销售收入增长率等参数属于符合行业近几年合理水平内。故基于上述测算过程及参数得到的上海乐游股东全部权益价值的估值是合理的。较账面净资产评估增值率较高的原因是由于收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了上海乐游各项资产的综合获利能力，如上海乐游拥有的稳定客户资源和销售网络、科学的经营管理水平等对获利能力产生重大影响的因素。

（3）同行业可比交易案例

根据凯撒同盛发展股份有限公司（证券代码：000796）《关于全资子公司拟收购中国国旅（福建）国际旅行社有限公司 51%股权的公告》（公告编号：2025-034），具体如下：

凯撒同盛发展股份有限公司于 2025 年 7 月 17 日召开第十一届董事会第十七次会议，审议通过《关于全资子公司拟收购中国国旅（福建）国际旅行社有限公司 51%股权的议案》，其全资子公司以自有资金收购国旅环球（北京）国际旅行社有限公司所持中国国旅（福建）国际旅行社有限公司（以下简称“国旅福建”）51%股权，本次交易对价合计 1,683 万元。

国旅福建主要财务情况如下：

单位：元

项目	2024年12月31日 (经审计)	2025年5月31日 (未审计)
资产总额	27,987,799.30	15,820,839.16
负债总额	39,178,882.29	15,589,578.52

应收款项总额	6,064,538.65	2,085,347.10
所有者权益合计	-11,191,082.99	231,260.64
	2024年度	2025年1-5月
营业收入	97,365,387.11	35,470,830.69
利润总额	4,631,179.33	8,364,345.11
净利润	4,629,594.57	8,359,005.96（注1）

注：净利润 835.90 万元，主要系处置三家子公司取得的投资收益 865.81 万元，剔除后经营性净利润为-29.91 万元。

根据北京亚超资产评估有限公司出具的《评估报告》（北京亚超评报字[2025]第 A173 号），本次评估基准日为 2025 年 5 月 31 日，采用资产基础法和收益法进行了评估，经综合分析最终选取收益法评估结果作为最终评估结论，国旅福建基于备考审阅报表的所有者权益账面价值 63.22 万元，评估价值为 4,791.29 万元，评估增值 4,728.07 万元，增值率 7478.76%。国旅福建的 51.00%股权评估价值，即 $4,791.29 \times 51.00\% = 2,443.56$ 万元。经双方协商，国旅福建 51%股权交易对价为 1,683 万元。

经分析，本次评估基准日与上述案例仅差一个月，且上海乐游主营业务模式、业务类型、资产规模、销售收入规模等均与上述案例中标的国旅福建接近；本次采用的评估方法、选取作为评估结论的评估方法均与上述案例一致，评估增值金额及增值幅度也与上述案例接近；综上，本此交易作价基本合理。

（4）评估方法选择的原因及合理性

本次标的公司经采用两种方法评估，收益法结果高于资产基础法结果，资产基础法的评估值为-912.54 万元，收益法的评估值为 3,850.00 万元，相差 4,762.54 万元。

两种方法评估结果差异的主要原因是：①两种评估方法考虑的角度不同，资产基础法是从资产的再取得途径考虑的，反映的是企业现有资产的重置价值。收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力。②收益法在评估过程中不仅考虑了标的公司申报的账内账外资产，同时也考虑了如企业拥有的稳定客户资源和销售网络、科学的生产经营管理水平等对获利能力产生重大影响的因素，而这些因素未能在资产基础法中予以体现，因此收益法的评估结果高于资产基础法的评估结果。

由于上海乐游拥有优秀管理团队，强大的客户资源；上述资源都将为企业带来持续的竞争力和丰厚的投资回报，故收益法能够更加充分、全面地反映标的公司股东全

部权益价值。

综上，收益法评估结果可以更好地服务于本次评估目的，本次评估最终选取收益法作为评估结论，上海乐游股东全部权益价值为 3,850.00 万元。

（5）独立董事意见

独立董事：作为公司独立董事，我们根据《上市公司独立董事管理办法》、《股票上市规则》的有关规定，基于审慎原则和客观立场，结合公司提供的评估资料及论证材料，现就本次收购的评估发表如下意见：

独立董事毛振华：本人在公司第十二届董事会第一次会议上对本事项弃权，认为：①目前还看不出此项收购对主营业务的支持；②收购的标的物规模较小不能判断未来的发展前途；③若有业务协同或合作，建议先开展合作，视情况再行收购。与本次收购的评估无关，本人发表意见如下：

本人审阅了公司提供的评估过程、评估方法选择的合理性说明、交易作价合理性的说明，认为评估机构的评估方法选择合理、评估过程及评估结论能真实反映标的公司价值，估值具有商业合理性。因此，经审慎研究，本人同意公司的回复内容。

独立董事高峰：本人在公司第十二届董事会第一次会议上对本事项弃权，认为项目具体经营情况不够清晰。本人对本次收购的评估不存在疑问，发表意见如下：

本人审阅了评估相关问题的回复，包括评估方法的选择、收益法评估的具体测算过程及参数预测依据等，本人认为本次交易评估方法的选择及评估过程合理，评估结论能够充分全面反映标的价值，估值结果具有商业合理性。因此，经审慎研究，同意公司的回复内容。

独立董事邹荣：本人对公司的回复内容进行了审阅，基于公司提供的评估资料（包括评估过程、方法选择及交易作价合理性说明）的审慎研究，认为评估机构采用的评估方法适当、评估测算过程及参数预测合理，估值能够真实反应标的公司价值，具备商业合理性。基于此，本人同意公司的回复。

独立董事金字超：本人审阅了公司对评估方法、评估过程、评估结论的相关说明，认为本次评估的过程及估值较为合理，整体假设审慎、未见不合理的激进增长估计，估值具备商业合理性。因此，经审慎研究，本人同意公司的回复内容。

2. 关于标的公司经营。公告显示，标的公司主要从事旅游业务，公司本次收购标的公司主要基于公司战略规划及银发业务发展需要。标的公司 2024 年及 2025 年上半年实现营业收入分别为 6,592.25 万元及 3,864.14 万元，实现净利润分别为

-43.58 万元及-56.72 万元。相关方承诺标的公司 2025 年至 2028 年经审计营业收入合计不低于 4.8 亿元，且经审计净利润合计不低于 500 万元。

请公司：（1）补充披露近三年标的公司的财务数据，并结合旅游行业发展趋势、竞争格局、同行业可比公司经营情况等，说明本次交易业绩承诺确定的合理性；（2）结合标的公司的具体业务模式，说明本次交易的主要考虑，与上市公司自身业务如何实现协同；（3）结合上市公司主营业务情况与发展战略，说明本次收购未盈利标的公司的主要考虑与商业合理性，是否对公司持续经营能力存在不利影响，是否会损害中小投资者利益。请独立董事发表意见。

答：（1）业绩承诺合理性的说明

上海乐游近两年一期的主要财务数据如下：

单位：人民币万元

项目	2025 年 1-6 月	2024 年度	2023 年度
营业收入	3,864.14	6,592.25	4,505.32
销售费用	849.19	1,711.29	1,217.21
管理费用	107.25	222.93	105.34
财务费用	-9.04	-8.69	-39.77
利润总额	-56.78	-43.55	-25.97
净利润	-56.72	-43.58	-25.97
归属于母公司所有者的净利润	-56.72	-43.58	-25.97
项目	2025 年 6 月 30 日	2024 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
流动资产合计	5,255.32	3,566.97	3,865.13
非流动资产合计	23.62	34.48	0.09
资产总计	5,278.94	3,601.46	3,865.22
流动负债合计	6,190.81	4,404.50	4,583.58
非流动负债合计	1.08	16.74	-
负债合计	6,191.89	4,421.24	4,583.58
负债和所有者权益总计	5,278.94	3,601.46	3,865.22

2023 年以来国家出台一系列政策措施，旨在丰富旅游产品和服务供给、激发旅游消费需求、加强区域旅游协同发展、推动科技创新和智慧旅游、促进入境旅游恢复，推动旅游行业高质量发展。从政策角度观察，2023 年以来国家对于文旅行业支持力度持续加强，文旅日益成为新兴战略性支柱产业。2024 年 5 月 17 日，习近平总书记对加快建设旅游强国、推动旅游业高质量发展作出全面部署、提出明确要求。

区别于携程、美团等 OTA 平台，上海乐游公司系线下旅游公司，布局了较多的线下旅游门店，构建了线下旅游门店网络。银发客群更倾向于线下门店模式，上海乐游为银发客群提供了区别于 OTA 平台的客户体验和价值，使其能获得更全面更可靠的面对面信息咨询及服务，尤其是出境游的护照代办资料交接以及出行准备等事项。

上海乐游凭借其在旅游细分领域的数年深耕，构筑了深厚的资源壁垒、强大的线

下产品研发与服务体系、目的地资源的强大整合与控制能力，为注重省心、品质与可靠性的客户（尤其是中老年及跟团游市场）提供全链条的线下服务。行业平均净利润率约 2%~3%。

上海乐游核心管理层稳定，具备二三十年线下旅游行业经验。根据从公开渠道查询到的门店数据，上海乐游在上海地区有约 60 家门店，门店数仅次于携程及上海新金桥国际旅行社有限公司，在上海地区同业内排名前三。过去两年，上海乐游整体营收规模实现了快速恢复，2023 年营业收入为 4505 万，2024 年营业收入为 6592 万，增速超过 46%。预计 2025 年营业收入约为 9500 万，增速超过 44%。上海乐游业务具有规模效应，在市场规模和市占率逐步提升后，利润会逐步释放。

鉴于相关旅游上市公司业态较多，同行业可比公司仅参考众信旅游中的旅游零售业务板块，2023 年营业收入为 4.665 亿，2024 年营业收入为 7.456 亿，增长率约 60%。

本次交易的业绩承诺，是综合考量了旅游行业的政策利好、市场复苏趋势以及上海乐游的历史业绩，并基于评估机构科学合理的估值模型测算结果，经与上海乐游管理层协商后审慎制定的，旨在更有效地保障公司利益。业绩承诺期内的收入复合增长率约 22%，净利润率逐步提升至 2.6%，均处于行业合理范围内，故本次交易业绩承诺具备合理性。

（2）本次交易的主要考虑——战略与业务协同

①上海乐游的主要业务

上海乐游具体的业务模式主要分为三类：门店业务、自营业务和单项业务。

i. 门店业务

上海乐游通过自研的分销平台向门店实时提供不同线路旅游产品、销售指导价、门店结算价。门店负责向终端消费者提供旅游产品的售前咨询、售中需求变更传达、以及售后客诉处理等。分销平台上线的旅游产品由上海乐游长期合作的签约供应商提供并完成交付。

上海乐游具备完整的供应商考核及管理体系，每年根据市场及游客的反馈，进行更新迭代，稳定合作的供应商均在国内外旅游目的地具备丰富的交通、景点、酒店、餐厅等核心资源，并拥有数年的行业经验和稳定的交付质量保证。

门店分销系统上线的旅游产品可进一步划分为：“拼团”和“包团”。“拼团”，系多人一起拼单，价格更优惠，但需要与其他个人或小组共用车辆、导游等，且不可定制旅游路线；“包团”产品，系单独成团，近年热度不断提升的跟团形式，通常由小团体（朋友、亲人等）定制化旅游线路，配备专属的车辆与导游等，客单价更高

上海乐游通过品牌活动、会销等系列宣传活动提升品牌信赖度，同时协助门店完成对游客的游前、游中以及游后的全链条服务，并收取服务费。

上海乐游与供应商签订年度合作协议时，即收取年度系统使用费，并于每次旅游产品订单结算时收取交易手续费， $\text{交易手续费} = \text{结算金额} \times \text{流量比例} \times \text{流量系数}$ 。

ii. 自营业务

自营业务包括邮轮业务、企事业单位定制旅游业务和家庭定制旅游业务等。上海乐游根据客户需求，采购旅游目的地交通、景点、酒店、餐厅等上游资源，并设计定制化旅游产品，直接销售给客户。

iii. 单项业务

上海乐游代理销售机票、酒店、餐饮等旅游产品，赚取手续费。

②本次交易的主要考虑——战略与业务协同

本次交易的主要考虑是实现战略协同与业务协同。公司主业是教培业务，公司将立足于教培主业的发展，同时因应老龄化趋势，公司将银发经济业务作为公司业务增长的第二曲线。公司于 2024 年下半年开始调研银发经济相关赛道，2025 年初选择银发教育文娱细分赛道，并启动“快乐公社”项目，从 6 月至 10 月底，已陆续开业 4 家“快乐公社”门店，服务各类会员/顾客约 3600 人。

基于公司教培基因，公司将旗下银发业务自营品牌“快乐公社”打造为老年兴趣教育培训的平台，目标客户群体是活力老人。公司教培主业积累了众多接送学生的长辈群体，形成了长辈客户老年流量池，这些老年群体有老年兴趣培训的需求，也有老年旅游的需求。

上海乐游作为上海本土门店数排名前三的旅游公司，有国内国际游的旅游资质，有丰富的旅游资源和线路，有良好的市场口碑。收购上海乐游可以为公司积累的活力老人群体提供个性化的旅游服务，为公司活力老人提供增值服务，更好的促进银发业务的闭环，从而实现老年群体流量变现和经济效益。

同时上海乐游可以反哺公司教培主业，促进教培主业发展。上海乐游数年来积累大量的老年群体客户，线下门店服务的客群超 70%是银发人群，该老年群体亦是公司“快乐公社”的潜在目标客户，可以为“快乐公社”的老年兴趣培训带来客户流量。上海乐游有众多的旅游门店，这些门店大多深入社区，跟周边社区有紧密的联系，这些门店也可以发展为公司教培主业的推介网点，为公司教培主业带来客户流量，从而促进教培主业发展。

公司没有国际旅游牌照，而且办理国际旅游牌照至少需要在国内经营旅游业务 2

年以上，且业务规模达到规定的标准，目前公司 K12 中亲子游、研学游基本委托有国际旅游牌照的供应商予以提供。收购上海乐游之后，公司可以委托上海乐游运营亲子游和研学游等业务。

因此收购上海乐游主要是因应老龄化趋势，因应国家政策，因应活力老人追求美好生活的愿望。该交易基于公司战略考虑，基于业务协同，基于流量的相互加持和变现，基于实现公司更好的经济效益和可持续发展的考量。

（3）收购的目的与商业合理性

随着中国社会老龄化程度的持续加深，“银发经济”已成为最具潜力的消费新蓝海。当下的活力银发群体（50-70 岁）拥有充足的闲暇时间、稳定的可支配收入、强烈的社交与自我提升需求，其消费模式正从“生存型”向“体验型”、“发展型”快速转变。

因应老龄化趋势，公司制定了“立足教培主业，打造银发经济业务第二增长曲线”的发展战略。收购上海乐游，是基于公司战略考虑，实现新业务与传统业务的流量相互加持，打造银发经济业务的闭环，提供公司客户的增值服务，提升公司客户的获得感。

本次收购未盈利标的除了考虑上述提到的战略和业务协同外，还有如下几方面：

①疫情期间上海乐游几乎关停了所有门店，2022 年年中正式放开后，门店才陆续重新开业，且利润率较高的境外游慢慢复苏，再叠加国内外经济环境影响，为了扶持门店，调动前端的业务积极性，暂免了门店的服务费，多层次原因导致亏损。从今年下半年起新签以及重新签订协议的门店，上海乐游恢复收取基本服务费，同时加收流量费。收取门店服务费是旅游行业普遍的商业模式，通过几年的合作，门店店长高度认可乐游对门店的赋能，以及旅游产品的高质量交付，双方在重新开始收取服务费能够顺利地达成一致。随着旅游行业的复苏，上海乐游营收规模及盈利能力将持续改善，预计从 2026 年开始实现盈利。

②公司收购上海乐游后，将会逐步调整上海乐游的业务结构，增加毛利率较高的自营业务营收占比，提高其盈利能力。

③公司收购上海乐游后，公司将开放客户流量池，向上海乐游导流；公司资源也将与上海乐游共享，包括上市公司品牌加持，市场营销方面的赋能等等。即公司收购上海乐游后，将有效提升其品牌影响力、市场营销能力及资源的获取能力，将有效提升其经营效益。

综上，本次收购完成后，上海乐游的盈利能力将持续改善，不会对公司的持续盈

利能力产生不利影响，亦不会损害中小投资者利益。

（4）独立董事意见

作为公司独立董事，我们根据《上市公司独立董事管理办法》、《股票上市规则》的有关规定，基于审慎原则和客观立场，结合公司提供的标的资料及论证材料，现就本次收购标的发表如下意见：

独立董事毛振华：因对标的公司对公司主业的支持、标的公司未来的发展前景等存在疑问，本人在公司第十二届董事会第一次会议上对本事项弃权。经与公司进一步沟通，并进一步审阅回复函中补充的有关标的公司业务结构、供应商资源、门店客户资源、国际旅行牌照、以往年度财务资料以及标的公司与公司主业相互导流、公司的银发战略等，对收购标的业务协同性和商业合理性有进一步理解。本人发表意见如下：

本人审阅了公司提供的标的公司业务模式及业务协同性的说明、公司收购的目的及合理性说明、交易业绩承诺的合理性说明，认为公司收购标的公司的理由充分、合理，也充分考虑了标的公司业务与公司现有业务的双向协同，交易业绩承诺的设置合理，公司也已在《关于购买上海乐游誉途国际旅行社有限公司 100%股权的公告》中已充分披露业绩承诺无法实现的风险，本次收购不会对公司持续经营能力产生不利影响，不存在损害中小投资者利益的情形。因此，经审慎研究，同意公司的回复内容。

独立董事高峰：因项目不清晰，本人在公司第十二届董事会第一次会议上对本事项弃权。经审阅回复函中补充的相关项目资料包括以往年度的财务资料、更详实的业务结构等，以及回复函中对标的公司与公司主业之间的相互导流、相互促进等翔实的论述，对收购标的业务协同性和商业合理性有进一步理解，项目已经很清晰。本人发表意见如下：

本人审阅了公司提供的关于标的公司业务模式、协同效应、收购目的及业绩承诺等相关材料，认为本次收购理由充分，也考量了标的公司与公司业务间的协同，业绩承诺设置合理。公司已在收购公告中充分披露了业绩承诺无法实现的风险，因此本次收购不会损害公司持续经营能力及中小股东利益。基于此，本人同意公司的回复。

独立董事邹荣：本人对公司的回复内容进行了审阅，基于公司对标的公司经营情况、业务协同、收购目的的说明，认为本次收购具备商业合理性，公司也充分考虑了与标的公司的业务协同，对标的公司设置了合理的业绩要求，且充分提示了交易风险。基于此，本次交易不会损害公司持续经营能力，也不会损害中小股东利益，本人同意公司的回复内容。

独立董事金字超：基于公司的回复内容（包含标的公司业务模式、经营情况、业

务协同、业绩承诺等相关说明），认为本次收购的目的合理，也充分论证了公司与标的公司间的业务协同，所设置的业绩要求及业绩补充措施合理，且相关风险已得到充分揭示。据此判断，本次交易不会损害公司持续经营能力与中小股东权益，本人同意公司回复。

3. 关于交易款项支付。公告显示，本次交易价款分两期支付，在满足特定先决条件或获得上市公司全部或部分书面豁免后的 20 个工作日内，第一期支付股权转让款 3,500 万元，第二期支付股权转让款 300 万元。同时，因上海湘宏资金管理需要，对上海乐游的流动资金进行统筹管理，上海湘宏将在收到第一期股权转让款后偿还其对上海乐游的资金占款。

请公司：（1）结合前期资金占款产生背景、上海湘宏旗下主要资产情况，业务实际开展情况、资信情况等，说明上海湘宏后续偿还资金占款的具体安排，是否存在损害上市公司利益情形；（2）结合公司日常经营所需资金情况，说明本次交易对公司现金流及流动性的潜在影响。

答：（1）上海湘宏偿还资金占款的具体安排

上海湘宏是一家集团化旅游公司，搭建了财务资金池架构，对旗下子公司资金进行统一归集管理，因此上海湘宏对子公司产生资金占用。

本次交易对于关联方资金占用的还款安排有明确要求，交易价款分两期支付，在满足股转协议约定的支付先决条件下支付第一期转让款 3,500 万元，上海湘宏将在收到第一期股权转让款后偿还其对上海乐游的资金占款。

截止 2025 年 10 月 25 日，上海湘宏应付上海乐游资金占款金额约 3291 万，支付第一笔股转款前，公司财务中心会全面管控上海乐游资金及财务等，待上海湘宏清偿对上海乐游的占用资金后，将不存在对上海乐游的资金占用情况，且不存在侵害上市公司利益的情况。

（2）交易对公司现金流及流动性的潜在影响

本次收购资金 3800 万元均来自于公司自有资金，占公司三季度财务报表货币资金余额比例为 7.2%。根据协议安排，上海湘宏应当全额偿还上海乐游资金占用款约 3291 万，上海乐游偿还有息借款后，公司合并层面现金支付金额约 2684 万，占公司三季度财务报表货币资金余额比例约 5%，占公司三季度财务报表归属于上市公司股东的所有者权益比例约 19.95%，故本次交易不会影响公司生产经营活动和现金流的正常运转，也不会对公司的财务状况产生重大影响。

（3）关于支付先决条件中豁免条款的说明

本次交易价款分两期支付，《股权转让协议》中关于支付先决条件的约定“第一期价款的支付先决条件：在下列先决条件全部满足或获得甲方全部或部分书面豁免后的 20 个工作日内，由甲方向乙方以支票的形式支付相当于关联方占款金额的第一期款项人民币 3,500 万元；第二期价款的支付先决条件：在下列先决条件全部满足或获得甲方全部或部分书面豁免后的 20 个工作日内，由甲方向乙方以支票或现金的形式支付第二期款项人民币 300 万元”

《股权转让协议中》中的支付先决条件设有“豁免”条款，是“并购类合同”的常用条款和通常做法，旨在为公司保留交易与支付的主动权。原则上，上海乐游需满足所有先决条件，若出现未满足的情形，公司将评估其成因及影响，若构成重大不利影响，公司将终止交易及支付，如果影响较小，公司将予以豁免。

4. 关于董事会审议情况。公告显示，董事会审议本次资产收购事项时，11 名董事中的 4 名董事弃权，主要原因包括项目不清晰、标的公司业务与公司业务协同存在不确定性等。请公司高度重视董事提出的相关意见，结合前述弃权理由对交易合理性进行论证评估，予以说明，并充分提示风险。请公司其他董事就尽职履责情况逐一发表意见。

答：（1）公司第十二届董事会第一次会议审议《关于收购上海乐游誉途国际旅行社有限公司 100%股权的议案》，其中 4 名董事对本议案弃权。公司高度重视相关董事提出的意见，已就其发表的弃权意见分别充分深入沟通，就其关切的核心问题进行了详细的解释与说明并取得理解。现就董事弃权意见中涉及的相关事项说明如下：

①关于弃权意见中项目不清晰的说明

随着老龄化程度的持续加深、老年群体消费能力的显著提升，以及对现代服务业接受度的提高和需求日趋多元化，银发经济展现出强劲的增长势头与广阔的发展前景。在此背景下，公司前瞻性地布局银发经济领域，拟通过收购上海乐游，进一步拓展银发业务的服务内容与产品矩阵，使教育培训业务流量与银发业务流量互相加持、业务双向协同，以助力公司银发战略的高质量实施与可持续发展。

上海乐游为一家旅游公司，其主要业务详见本回复公告中问题二的第一问回复内容。

②关于弃权意见中业务协同性的说明

详见本回复公告中问题二的第二问回复内容。

③关于弃权意见中交易合理性的说明

关于本次交易商业合理性的论证评估请详见本回复公告中问题二的第三问回复内容；关于交易定价合理性的论证评估请详见本回复公告中问题一的第一问回复内容。

④关于弃权意见中开展业务合作而非收购的说明

本次收购上海乐游，是公司深化银发业务布局的关键举措。本次收购完成后，公司与上海乐游将在流量与业务上形成双向协同，共同助力教育培训板块与银发板块的增长。若仅采取业务合作，公司与上海乐游的资源将难以深度整合，无法形成战略合力，必然会影响业务决策效率和执行效果，最终阻碍公司银发战略的全面落地。而公司选择此时收购，主要是在银发经济展现强劲的增长势头背景下，公司前瞻性的战略布局银发业务，通过收购上海乐游立即获得团队、技术、产品等市场资源和市场份额，迅速切入银发赛道。

⑤关于弃权意见中收购标的规模较小的说明

上海乐游规模适中，公司以 3800 万元交易对价收购其 100%股权，与公司当前财务情况相匹配，不会对公司财务产生重大影响，交易的整体风险可控。此外，上海乐游的股权结构与业务构成简单、清晰，有利于收购后快速整合，使公司可以高效切入银发市场，把握新兴机遇。

(2) 关于本次交易的风险提示

①标的财务风险

上海乐游正处于业务快速扩张期，目前尚未盈利且净资产为负。若其无法尽快实现盈利，公司将需要持续投入资金以支持其业务发展，这会对公司自身的现金流和盈利能力产生影响。此外，上海乐游扭亏为盈的进度及最终影响均存在不确定性。

②收购整合和经营风险

上海乐游主要从事旅游业务，该行业易受宏观经济、公共卫生事件、消费需求变化等因素影响，经营存在客观不确定性。未来，若旅游行业市场竞争加剧或运营成本上升，可能对其盈利能力带来挑战。本次收购完成后，公司与上海乐游需在业务运营、管理模式、资源协同及企业文化等方面进行深度融合，若整合效果不及预期，则难以实现预期的协同效应。

③业绩承诺无法实现及商誉减值风险

本次收购上海乐游采用收益法进行评估，其估值结果基于对上海乐游未来盈利能力的预测。因收购对价高于上海乐游可辨认净资产的公允价值，预计将形成约 4,700 万元商誉。若未来宏观环境、行业政策或市场竞争发生重大不利变化，导致上

海乐游实际经营业绩未达预期，则存在商誉减值的风险，进而对公司当期损益产生不利影响。

基于当前市场条件，上海湘宏及李永生就上海乐游 2025-2028 年营业收入及净利润作出承诺并约定了补偿安排。若因不可抗力或其他无法预见的因素导致业绩承诺未能实现，虽可通过补偿机制在一定程度上减少损失，但仍可能对公司的整体经营计划与盈利能力造成影响。

（3）董事尽职履责说明

董事长周传有：本人作为公司的董事长兼总裁，自项目立项后，与标的公司核心管理人员多次沟通，深入了解标的公司经营情况。2025 年 10 月 24 日，本人收到公司第十二届董事会第一次会议通知及会议资料。本人在会前认真审阅了会议资料，并于 2025 年 10 月 29 日现场出席了董事会。会上本人听取项目汇报，与与会董事进行了讨论。本人基于标的公司的基本情况及个人专业判断，认为本次收购标的规模适中，与公司现有业务能形成双向协同，符合公司战略发展规划，经过对标的公司经营与行业的详尽尽调，项目整体风险可控，因此对收购事项发表了同意的意见。

董事吴竹平：本人作为公司的董事兼联席总裁，自项目立项后，深度参与了项目尽调，多次听取了项目汇报，了解标的公司的产品体系、运营模式和经营情况。2025 年 10 月 24 日，本人收到公司第十二届董事会第一次会议通知及会议资料。本人在会前认真审阅了会议资料，并于 2025 年 10 月 29 日现场出席了董事会。会上本人听取项目汇报，与与会董事进行了讨论。本人基于项目尽调情况及个人专业判断，认为标的公司自身旅游业务所处国内市场增长较快、境外游恢复迅速，具备成长性，同时与公司现有的银发业务和 K12 业务在客户群体、产品供给等方面具有双向协同性，因为对收购事项发表了同意的意见。

董事蒋高明：2025 年 10 月 24 日，本人收到公司第十二届董事会第一次会议通知及会议资料。本人在会前认真审阅了会议资料，并于 2025 年 10 月 29 日现场出席了董事会。会上本人听取项目汇报，向列席高管、相关业务负责人、投资部负责人等就标的公司的核心竞争力、客户资源的独立性、门店的管控程度提出问题，并与与会董事进行了讨论。本人基于会议资料、公司解释说明及个人专业判断，对收购事项发表了同意的意见。

董事柴旻：2025 年 10 月 24 日，本人收到公司第十二届董事会第一次会议通知及会议资料。本人在会前认真审阅了会议资料，并于 2025 年 10 月 29 日现场出席了董事会。会上本人听取项目汇报，向列席高管、相关业务负责人、投资部负责人等提

出问题，并与与会董事进行了讨论。本人基于会议资料、公司解释说明及个人专业判断，对收购事项发表了同意的意见。

董事张云建：2025 年 10 月 24 日，本人收到公司第十二届董事会第一次会议通知及会议资料。本人在会前认真审阅了会议资料，并于 2025 年 10 月 29 日通过腾讯会议视频出席了董事会。会上本人听取项目汇报，向列席高管、相关业务负责人、投资部负责人等就业绩承诺指标设置针对性、强化对赌补偿的保障措施、首期股权付款的监管及关联方资金占用的清偿安排、明确竞业限制范围，以及收购协议中关于履约先决条件条款等提出问题，并与与会董事进行了讨论。本人基于会议资料、公司解释说明及个人专业判断，对收购事项发表了同意的意见。

独立董事邹荣：2025 年 10 月 24 日，本人收到公司第十二届董事会第一次会议通知及会议资料。本人在会前认真审阅了会议资料，并于 2025 年 10 月 29 日通过腾讯会议视频出席了董事会。会上本人听取项目汇报，向列席高管、相关业务负责人、投资部负责人等咨询了关联交易核实的情况，并与与会董事进行了讨论。本人基于会议资料、公司解释说明及个人专业判断，认为本次收购事项的审议程序合规，议案资料充分，对标的资产的业务情况尊重公司管理层判断，因此对收购事项发表了同意的意见。

独立董事金字超：2025 年 10 月 24 日，本人收到公司第十二届董事会第一次会议通知及会议资料。本人在会前认真审阅了会议资料，并于 2025 年 10 月 29 日现场出席了董事会。会上本人听取项目汇报，向列席高管、相关业务负责人、投资部负责人等提出问题，并与与会董事进行了讨论。

本人基于会议资料、公司解释说明及会计的专业判断，认为本次评估的过程及估值较为合理。以标的企业的经营假设为例：2024 年已实现的收入增长率为 46.32%；根据估值文件，2025 年预计收入增长率为 42.61%；2026—2028 年预计收入增长率分别为 17.91%、15.06%、15.93%；2029 年及以后永续增长率设定为 0%。整体假设审慎、未见不合理的激进增长估计。被收购方亦就 2025—2028 年的收入与利润作出业绩承诺。

同时，本人在会议中就项目风险控制和业绩承诺完成口径等两个重点事项提请管理层和项目组高度关注，防范可能出现的风险和分歧。最后本人在综合评估项目情况后，同意公司本次投资。

（4）召开投资者说明会的说明

公司拟于 2025 年 11 月 26 日（周三）下午 15：00-16：00 在价值在线

(www.ir-online.cn) 以网络互动方式召开 2025 年第三季度业绩暨乐游项目收购说明会，就本次交易的相关情况与投资者沟通交流，公司将在说明会后推进收购事项并完成款项支付。说明会具体内容详见公司同日披露的《关于召开 2025 年第三季度业绩暨乐游项目收购说明会的公告》（公告编号：临 2025-047）。

以上事项，特此公告。

上海新南洋昂立教育科技股份有限公司

董事会

2025 年 11 月 20 日