

**中联资产评估集团有限公司关于《中国证监会行政许可项目
审查一次反馈意见通知书（213605 号）》资产评估相关问题
回复之核查意见**

中国证券监督管理委员会：

根据贵单位于 2022 年 3 月 14 日印发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（213605 号）》关于盈方微电子股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的反馈意见（以下简称：反馈意见），盈方微电子股份有限公司（以下简称：上市公司）会同相关中介机构就问询函所提出的问题逐项进行了认真核查和落实，对反馈意见进行了回复，中联资产评估集团有限公司作为上市公司发行股份购买资产项目的评估机构，就上市公司对贵单位所提问题的回复进行了认真核查，现针对上市公司《反馈意见回复》之核查意见附后，请予审核：

如无特别说明，本问询函回复核查意见所适用的简称或名词释义与《盈方微电子股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金报告书（草案）》中的释义相同。

问题一（原问题 24）

24. 申请文件显示，1）2019 年以来，标的资产历经多次评估，均以收益法作为最终评估结果。评估值及增值率差异较大。2）补充评估结果显示，以 2021 年 12 月 31 日为补充评估基准日，华信科和 World Style 评估值高于以 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估值。3）本次收益法评估以华信科和 World Style 模拟合并口径预测未来现金流。请你公司：1）结合标的资产经营变动情况、收益法评估中收入预测、毛利率、费用率、折现率等主要评估参数差异以及 2019 年以来历次收益法评估中预测数据与实际数据对比等，补充披露标的资产 2019 年以来股权转让收益法中相关评估值差异原因及合理性，是否符合《重组办法》第十一条第一款（三）项有关规定。2）补充披露收益法中华信科和 World Style 采用模拟口径合并评估而未单独评估的依据及合规性。3）对照《26 号准则》要求，补充披露 2022 年补充评估的基本情况。4）结合标的资产本次补充评估期间营业收入、净利润等经营业绩同比下降的前提，补充披露补充评估估值仍高于以 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估值的合理性与公允性，沿用原有评估报告结论是否有效，是否符合资产评估准则相关规定。5）补充披露此次评估标的资产承诺净利润与收益法预测净利润的差异及原因。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的答复

(一) 结合标的公司经营变动情况、收益法评估中收入预测、毛利率、费用率、折现率等主要评估参数差异以及 2019 年以来历次收益法评估中预测数据与实际数据对比等, 补充披露标的公司 2019 年以来股权转让收益法中相关评估值差异原因及合理性, 是否符合《重组办法》第十一条第一款(三)项有关规定。

1、标的公司经营的变动情况

(1) 2019 年至 2021 年收入、毛利率、费用率、销售净利率纵向对比

标的公司 2019 年至 2021 年主要经营数据对比情况如下:

金额单位: 万元

项目\年份	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	405,370.04	340,278.88	288,421.44
毛利率	4.30%	6.77%	7.28%
[注 1]费用率	1.60%	2.42%	1.93%
净利润	6,507.39	10,935.74	[注 2] 11,485.80
净利率	1.61%	3.21%	3.98%

[注 1]该数据为税金、销售费用、管理费用之和占营业收入的比例。

[注 2]该数据剔除募投项目归集的研发费用影响。

(2) 变动的主要原因分析

从上表可以看出, 虽然标的公司历年收入规模下降, 但销售毛利率和净利率同步提高, 净利润稳步提升, 盈利能力增强。2021 年, 变动的主要原因如下:

1) 产品线调整、收入结构变化

标的公司通过对市场的准确分析和判断, 在 2020 年对经营策略进行了一定的调整, 大力开拓毛利率较高的产品线, 如射频芯片、被动元件等的市场销售, 推动标的公司盈利能力的提升。

2) 股东出资到位

截至 2020 年 10 月 30 日，华信科的股东上海盈方微、虞芯投资、上海瑞嗔完成 9,000 万元注册资本实缴，标的公司经营资本更加充裕。

综上，虽然标的公司 2019 年至 2021 年期间收入规模下降，但标的公司大力开拓毛利率较高的产品线，主动对收入结构进行调整，并通过股东出资到位充裕经营资本。因此，标的公司销售毛利率和净利率同步提高，净利润稳步提升，盈利能力增强。

2、2019 年以来历次收益法评估中预测数据与实际数据的对比情况与差异原因

2019 年以来历次收益法评估的预测数据与实际数据的对比情况如下：

项目	年份	实际数据	预测数据(基准日)	
			2019/12/31	2020/12/31
营业收入(万元)	2020 年	340,278.88	420,225.68	--
	2021 年	288,421.44	440,532.77	338,075.30
毛利率	2020 年	6.77%	5.08%	--
	2021 年	7.28%	5.43%	7.00%
[注 1]费用率	2020 年	2.42%	1.66%	--
	2021 年	1.93%	1.66%	2.17%
净利润(万元)	2020 年	10,935.74	8,918.43	--
	2021 年	[注 2]11,485.80	10,623.85	11,352.41

[注 1]该数据为税金、销售费用、管理费用之和占营业收入的比例。

[注 2]该数据剔除募投项目归集的研发费用影响。

从上表可以看出，营业收入的实际数据均低于两次收益法预测的收入规模；但实际经营的毛利率水平高于收益法的预测数；费用率总体占比较小，实际数据由 2020 年的 2.42%下降至 2021 年的 1.93%，主要系变动费用（如业务招待费等）受疫情影响及标的公司费用审批控制等原因呈下降趋势；同时新增加产品线并未对当期费用率形成重大影响，新产品线的开发是长期的市场摸索与沉淀的过程，其开发

产生的相关费用不会集中在当期体现，故虽然实际数据费用率存在一定的波动，但总体占比变化并不大，本次预测延续了实际数据的比例及规模，预测期费用率维持 2.03%至 2.29%的规模区间，预测费用率与实际数据总体变化不大；净利润实际数据均高于预测数据。差异主要体现在收入规模和毛利率上。

导致上述差异的主要原因系标的公司对产品线调整，导致收入结构变化，高毛利率的射频芯片、被动元件比例提升，拉动整体毛利率提升。

历次收益法评估是结合企业当前的经营情况、市场环境、经营预期做出的预测，以业务构成稳定、经营策略保持为假设前提，虽然标的公司的收入规模受业务调整的影响出现一定下滑，但整体盈利能力稳中有升，净利润实现情况均超过预测数据。

3、2019 年以来历次收益法评估中收入预测、毛利率、费用率、折现率等主要评估参数差异，差异原因及合理性

2019 年以来历次收益法评估中主要评估参数与结果比对如下：

项目	年份	预测数据(基准日)		
		2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
营业收入(万元)	2020 年	420,225.68	--	--
	2021 年	440,532.77	338,075.30	--
	2022 年	460,448.50	377,075.30	328,550.50
	2023 年	477,119.51	409,375.30	359,800.50
	2024 年	487,181.51	428,180.30	380,545.50
	2025 年	--	436,969.85	393,115.00
	2026 年	--	--	400,028.23
毛利率	2020 年	5.08%	--	--
	2021 年	5.43%	7.00%	--
	2022 年	5.70%	7.28%	7.24%
	2023 年	5.93%	7.29%	7.46%
	2024 年	6.02%	7.04%	7.65%
	2025 年	--	7.04%	7.93%
	2026 年	--	--	8.08%
[注]费用率	2020 年	1.66%	--	--



	2021 年	1.66%	2.17%	--
	2022 年	1.67%	2.10%	2.00%
	2023 年	1.66%	2.29%	2.11%
	2024 年	1.66%	2.03%	1.99%
	2025 年	--	2.03%	2.00%
	2026 年	--	--	2.00%
净利润(万元)	2020 年	8,918.43	--	--
	2021 年	10,623.85	11,352.41	--
	2022 年	12,128.23	13,304.99	12,267.23
	2023 年	13,516.16	13,868.24	13,400.60
	2024 年	14,158.76	14,545.92	15,121.96
	2025 年	--	14,850.55	16,462.23
	2026 年	--	--	17,243.00
折现率		10.27%	10.52%	11.05%
评估结论(万元)		117,522.00	128,949.22	129,520.00

[注]该数据为税金、销售费用、管理费用之和占营业收入的比例。

从上表可以看出，历次收益法预测的收入规模整体呈现下降态势，而毛利率呈现上升态势，费用率整体未出现较大变化，净利润规模提升。

盈利预测的差异主要系不同时点标的公司经营情况不同所致，2019 年至 2021 年间，标的公司通过对产品线进行调整，逐步降低毛利率低的产品比例，不断提升高毛利率产品的销售，虽然收入规模有所下降，但盈利能力稳中有升。三次收益法评估中，评估师结合各基准日标的公司的业务构成、经营策略等因素对未来收益进行预测，而三个时点标的公司的经营情况存在一定的差异，故而导致预测的收入规模和毛利率水平存在差异。

从折现率来看，三次收益法评估所选用的折现率均高于 10%，并处于同行业并购案例的范围内，折现率小幅提升主要系近年来市场整体的收益率水平提升所致。

从评估结论来看，2020 年末估值较 2019 年末增加 9.72%；2021 年末估值较 2020 年末增加 0.44%。2020 年末估值的增加，主要系股

东 9,000 万元注册资本实缴所致，剔除该影响后，三次估值的水平整体不存在重大差异。

综上所述，2019 年以来，标的公司以股权转让为目的的评估共三次，评估基准日分别为 2019 年 12 月 31 日、2020 年 12 月 31 日、2021 年 12 月 31 日，均以收益法作为评估结论，评估值分别为 117,522.00 万元、128,949.22 万元、129,520.00 万元。其中，第一次评估是前次重大资产购买的定价依据，第二次评估为本次交易的定价依据，第三次评估为本次交易的补充评估。结合标的公司经营变动情况、收益法评估中收入预测、毛利率、费用率、折现率等主要评估参数差异以及 2019 年以来历次收益法评估中预测数据与实际数据对比等情况分析，可以看出 2019 年以来股权转让收益法中相关评估值具备合理性，符合《重组办法》第十一条第一款（三）项有关规定。

（二）补充披露收益法中华信科和 World Style 采用模拟口径合并评估而未单独评估的依据及合规性。

华信科和 World Style 的股东及经营业务相同，两家公司之间存在关联交易，难以分别预测各标的公司的未来收益，当前华信科和 World Style 的业务模式已逐步趋于稳定，在延续现有的业务内容和范围的情况下，两家公司未来模拟合并口径收益能够合理预测，与未来模拟合并口径收益的风险程度也能合理估算，故本次评估适宜采用收益法以模拟合并口径对其进行评估。

如上所述，华信科和 World Style 是不可分割的完整业务体系，本次发行股份购买标的资产将华信科与 World Style 视为同一资产组，收益法以华信科和 World Style 模拟口径进行合并评估，不属于违反评估准则的情形。此外，根据雷科防务（002413）2019 年发行股份、

可转换债券及支付现金收购西安恒达微波技术开发有限公司及江苏恒达微波技术开发有限公司 100%股权的案例，该案例的评估对象即为西安恒达微波技术开发有限公司及江苏恒达微波技术开发有限公司模拟合并后的股东全部权益，收益法也未进行单独评估。

综上，华信科和 World Style 的股东及经营业务相同，是不可分割的完整业务体系，收益法采用模拟合并口径评估能恰当体现标的资产的价值；市场也存在如雷科防务（002413）重大资产重组收益法采用模拟口径合并评估未单独评估的案例。因此，收益法中华信科和 World Style 采用模拟口径合并评估而未单独评估合理、合规。

（三）对照《26 号准则》要求，补充披露 2022 年补充评估的基本情况。

1、评估方法的选择

依据《资产评估执业准则—企业价值》（中评协[2018]38 号）和《资产评估执业准则—资产评估方法》（中评协[2019]35 号）的规定，执行企业价值评估业务，应当根据评估目的、评估对象、价值类型、评估方法的适用条件、评估方法应用所依据数据的质量和数量等情况，分析收益法、市场法和资产基础法三种基本方法的适用性，选择评估方法。

企业价值评估中的资产基础法是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，合理评估企业表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。由于标的公司各项资产、负债能够根据会计政策、企业经营等情况合理识别，评估中有条件针对各项资产、负债的特点选择适当、具体的评估方法，故本次补充评估适宜采用资产基础法。

企业价值评估中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定评估对象价值的评估方法。资产评估专业人员应当结合企业性质、资产规模、历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性，恰当考虑收益法的适用性。标的公司的股东及经营业务相同，两家公司之间存在关联交易，难以分别预测各被评估单位的未来收益，当前标的公司的业务模式已逐步趋于稳定，在延续现有的业务内容和范围的情况下，两家公司未来模拟合并口径收益能够合理预测，与未来模拟合并口径收益的风险程度也能合理估算，故本次补充评估适宜采用收益法对其进行评估。

综上，本次补充评估确定采用资产基础法和收益法进行评估。

2、评估结果

基于标的公司及企业管理层对未来发展趋势的判断及经营规划，根据有关法律法规和资产评估准则，采用资产基础法和收益法，按照必要的评估程序，对华信科及 World Style 股东全部权益在补充评估基准日的价值进行了评估。

(1) 资产基础法评估结果

经资产基础法评估，华信科资产账面价值 51,100.35 万元，评估值 51,645.73 万元，评估增值 545.39 万元，增值率 1.07%。负债账面价值 33,944.39 万元，评估值 33,944.39 万元，无增减值。净资产账面价值 17,155.95 万元，评估值 17,701.34 万元，评估增值 545.39 万元，增值率 3.18%。

World Style 资产账面价值 6,400.06 万元，评估值 32,653.53 万元，评估增值 26,253.47 万元，增值率 410.21 %。负债账面价值 6,317.35 万元，评估值 6,317.35 万元，无增减值。净资产账面价值 82.71 万元，

评估值 26,336.18 万元, 评估增值 26,253.47 万元, 增值率 31,741.59 %。

(2) 收益法评估结果

经收益法评估, 华信科和 World Style 在补充评估基准日 2021 年 12 月 31 日的股东全部权益账面值为 42,836.17 万元, 评估值 129,520.00 万元, 评估增值 86,683.83 万元, 增值率 202.36%。

3、资产基础法与收益法的评估结果比较及最终评估结果

(1) 评估结果的差异分析

本次补充评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 129,520.00 万元, 比资产基础法测算得出的股东全部权益价值 44,037.52 万元, 高 85,482.48 万元, 高 194.11%。两种评估方法差异的原因主要包括:

1) 资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准, 反映的是资产投入(购建成本)所耗费的社会必要劳动, 这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化;

2) 收益法评估是以资产的预期收益为价值标准, 反映的是资产的经营能力(获利能力)的大小, 这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响。

(2) 评估结果的选取

资产基础法为从资产重置的角度间接地评价资产的公平市场价值, 是企业价值评估的一种基本评估方法, 是以资产负债表为基础, 从资产投入的角度出发, 以各单项资产及负债的重置价值替代其历史成本, 然后对各单项资产的评估结果进行加和, 是一种静态的评估方法, 受主观判断因素的影响相对较小。收益法则是从决定资产现行公平市场价值的基本依据——资产的预期获利能力的角度评价资产, 符合市场经济条件下的价值观念, 企业未来期间经营收益的实现一般受各种因

素的影响。

华信科及 World Style 属于电子元器件分销行业，拥有众多优质、稳定的客户及供应商，其主营业务收入来源于被动元件、射频芯片、指纹芯片、电源芯片、综合类产品及服务的销售，其中：随着 5G 网络建设和终端应用的需求增加，物联网、人工智能、汽车电子等新领域的拓展，5G 渗透率逐步提升；中美贸易战背景下，国内终端厂商开始将供应链向国内转移，国内厂商亦将受益于国产替代趋势，未来年度将维持较高的收入水平。相对而言，收益法更能反映企业股东全部权益的市场价值。

通过以上分析，本次补充评估选用收益法评估结果作为华信科和 World Style 股东全部权益价值的参考。由此得到华信科和 World Style 股东全部权益在补充评估基准日时点的价值为 129,520.00 万元。

（四）结合标的公司本次补充评估期间营业收入、净利润等经营业绩同比下降的前提，补充披露补充评估估值仍高于以 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估值的合理性与公允性，沿用原有评估报告结论是否有效，是否符合资产评估准则相关规定。

1、标的公司 2021 年实际的营业收入虽有下降，但净利润超过预测数

标的公司 2021 年净利润为 10,733.19 万元，剔除募投项目研发费用的影响后，标的公司 2021 年度实现净利润 11,485.80 万元，2021 年实际数与 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估预测数据比对如下：

金额单位：万元

项目	实际数	预测数	差异率
营业收入	288,421.44	338,075.30	-14.69%
毛利率	7.28%	7.00%	4.00%
净利润	[注] 11,485.80	11,352.41	1.17%
净利率	3.98%	3.36%	18.45%

[注]该数据剔除募投项目归集的研发费用影响。

从上表可以看出，虽然 2021 年营业收入实际数较预测数下降了 14.69%，但整体净利率提升 18.45%，净利率实现超过预期，盈利能力稳中有升。

标的公司 2021 年营业收入较 2020 年出现下降，主要系其主动元件中的指纹芯片业务量下降所致，指纹芯片的下游终端客户系华为，因中美贸易摩擦华为受到美方制裁，华为手机出货量大幅下降导致标的公司指纹芯片业务未达预期。

指纹芯片业务历年收入规模虽大但毛利率较低，标的公司通过对产品线进行调整，不断提升高毛利率产品的销售，弥补了指纹芯片收入下滑对利润的影响，使得其 2021 年度实际综合毛利率有所提升，净利润超过评估预测数据。2、以 2021 年 12 月 31 日为基准日的估值高于以 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估值的合理性与公允性

（1）标的公司为一家电子元器件分销企业，2021 年收入规模和毛利率的变化系标的公司对产品线的调整所致，这种调整符合分销企业的商业模式和逻辑。从净利润实现情况来看，标的公司的盈利能力未出现重大不利变化。

（2）2021 年，标的公司剔除募投项目归集的研发费用影响后，实现净利润 11,485.80 万元，未进行利润分配。

在标的公司盈利能力未有重大变化且 2021 年实现净利润未进行分配的情况下，以 2021 年 12 月 31 日为基准日的估值略高于以 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估值，具备合理性和公允性。

3、沿用原有评估报告结论是否有效，是否符合资产评估准则相关规定

鉴于中联资产评估集团有限公司出具的：中联评报字[2021]第1102号资产评估报告于2021年12月30日已过有效期，中联评估以2021年12月31日为基准日对标的公司进行了补充评估，出具了中联评报字[2022]第207号的补充评估报告，在补充报告的评估值高于原评估值的情况下，交易双方未对原交易价格进行调整。两份评估报告均只作为本次交易的价值参考，符合资产评估准则相关规定。

综上，尽管标的公司2021年收入下降，但按照预测净利润的口径（剔除募投项目的损益），标的公司的净利润同比上升，标的公司的盈利能力实际有所提升，补充评估值仍高于以2020年12月31日为基准日的评估值具有合理性。此外，鉴于原有评估报告已过有效期，中联评估对标的公司进行了补充评估，标的资产价值未发生不利变化。补充评估的评估值高于原评估值具有合理性，沿用原有评估报告结论有效，符合资产评估准则相关规定。

（五）补充披露此次评估标的公司承诺净利润与收益法预测净利润的差异及原因。

本次交易中，根据调整后的交易方案，交易对手方承诺标的公司2022年、2023年实现净利润分别不低于13,300万元和13,880万元，与本次评估收益法预测的净利润比较情况如下：

金额单位：万元

项目	2022 年	2023 年
承诺净利润	13,300.00	13,880.00
预测净利润	13,304.99	13,868.24
差异率	-0.04%	0.08%

如上表所示，本次交易承诺净利润与预测净利润不存在重大差异。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司结合标的公司经营变动情况、收益法评估中主要评估参数差异，对比了 2019 年以来历次收益法评估中预测数据与实际数据的情况，补充披露了标的公司 2019 年以来股权转让收益法中相关评估值差异原因及合理性；上市公司补充披露了收益法中华信科和 World Style 采用模拟口径合并评估而未单独评估的依据及合规性；上市公司补充披露了 2022 年补充评估的基本情况；上市公司结合标的公司补充评估期间营业收入、净利润等经营业绩同比下降的原因，补充披露了补充评估估值仍高于以 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估值的合理性与公允性；上市公司补充披露了此次评估标的公司承诺净利润与收益法预测净利润不存在重大差异。相关披露和分析具备合理性。

问题二（原问题 25）

25. 申请文件显示，1）本次评估选取收益法评估结果作为最终评估结果，评估增值率为 291.36%。2）资产基础法下，华信科净资产评估增值率 3.08%，World Style 净资产增值率 22,569.46%。请你公司：1）补充披露资产基础法和收益法评估差异较大的原因，本次交易采取收益法评估结果作为定价依据的原因及合理性，是否有利于保护中小投资者利益。2）补充披露 World Style 资产基础法评估增值率较高的原因及合理性，针对存货、长期股权投资等增值科目，进一步披露具体原因，以及本次评估是否充分考虑境外资产经营风险。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的答复

（一）补充披露资产基础法和收益法评估差异较大的原因，本次交易采取收益法评估结果作为定价依据的原因及合理性，是否有利于保护中小投资者利益。

1、资产基础法和收益法评估差异较大的原因

本次评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 128,949.22 万元，比资产基础法测算得出的股东全部权益价值 52,181.07 万元，高 76,768.15 万元，高 147.12%。差异原因如下：

（1）资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准，反映的是资产投入（购建成本）所耗费的社会必要劳动，这种购建成本通常将随着国民经济的变化而变化；

（2）收益法评估是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响；

(3) 标的公司属于“轻资产”企业，资产基础法仅能对可识别的资产进行评估，无法妥当考虑客户关系、供应商资源优势、管理运营能力、品牌影响力、市场开拓能力、社会商誉等重要无形资产的贡献。

(4) 各项资产的协同价值在资产基础法中无法有效衡量。

故而导致资产基础法和收益法的结果存在差异。

2、本次交易采取收益法评估结果作为定价依据的原因及合理性

资产基础法为从资产重置的角度间接地评价资产的公平市场价值，是企业价值评估的一种基本评估方法，是以资产负债表为基础，从资产投入的角度出发，以各单项资产及负债的重置价值替代其历史成本，然后对各单项资产的评估结果进行加和，是一种静态的评估方法，受主观判断因素的影响相对较小。收益法则是从决定资产现行公平市场价值的基本依据—资产的预期获利能力的角度评价资产，符合市场经济条件下的价值观念，企业未来期间经营收益的实现一般受各种因素的影响，华信科及 World Style 属于电子元器件分销行业，主营业务收入来源于被动元件、射频芯片、指纹芯片、电源芯片、综合类产品及服务的销售，随着 5G 换机高峰潮的来临，分销产品利润上涨，并已在 2020 年逐步显现，未来年度将维持较高的利润水平。相对而言，收益法更能从收益角度反映了企业净资产的市场价值。

收益法以企业整体收益能力为评估核心，价值内涵包括了企业不可确认的无形资产，更能反应标的公司的整体价值。此外，2020 年上市公司收购标的公司 51% 股权时亦采用收益法定价，本次交易以收益法定价具备逻辑一致性。

综上，标的公司属于“轻资产”企业，资产基础法仅能对可识别的资产进行评估，无法妥当考虑客户关系、供应商资源优势、管理运

营能力、品牌影响力等因素，各项资产的协同价值在资产基础法中无法有效衡量，故资产基础法和收益法评估差异较大；收益法以企业整体收益能力为评估核心，价值内涵包括了企业不可确认的无形资产，更能反应标的公司的整体价值。

（二）补充披露 World Style 资产基础法评估增值率较高的原因及合理性，针对存货、长期股权投资等增值科目，进一步披露具体原因，以及本次评估是否充分考虑境外资产经营风险。

截至评估基准日 2020 年 12 月 31 日，World Style 资产账面价值 6,400.07 万元，评估值 25,184.63 万元，评估增值 18,784.56 万元，增值率 293.51 %；负债账面价值 6,316.84 万元，评估值 6,316.84 万元，无增减值；净资产账面价值 83.23 万元，评估值 18,867.79 万元，评估增值 18,784.56 万元，增值率 22,569.46%。World Style 资产基础法评估汇总情况详见下表：

资产评估结果汇总表

评估基准日：2020 年 12 月 31 日

标的公司：WORLD STYLE TECHNOLOGY HOLDINGS LIMITED

金额单位：人民币万

元

项 目	账面价值	评估价值	增减值	增值率 %
	A	B	C=B-A	D=C/A×100%
1 流动资产	6,400.07	6,400.07		
2 非流动资产		18,784.56	18,784.56	
3 其中：长期股权投资		18,784.56	18,784.56	
4 资产总计	6,400.07	25,184.63	18,784.56	293.51
5 流动负债	6,316.84	6,316.84		
6 非流动负债				
7 负债总计	6,316.84	6,316.84		
8 所有者权益	83.23	18,867.79	18,784.56	22,569.46

长期股权投资评估增值的主要原因为：World Style 对下属全资子公司采用成本法进行核算，子公司的盈利未反应至母公司报表层面，



且对被投资的子公司长期股权投资账面价值为 0，故导致长期股权投资增值较大。具体而言，World Style 的长期股权投资评估增值 18,784.56 万元，系对联合无线香港的长期股权投资账面价值为 0，而联合无线香港的评估值为 18,784.56 万元。联合无线香港的评估值为 18,784.56 万元，账面价值为 6,225.62 万元，评估增值 12,558.94 万元。联合无线香港的评估增值 12,558.94 万元，主要系联合无线香港对春兴无线香港和联合无线深圳的长期股权投资的评估增值。联合无线香港对春兴无线香港和联合无线深圳的长期股权投资账面价值为 0，评估值合计为 12,397.11 万元。春兴无线香港和联合无线深圳的账面价值合计为 11,874.61 万元，评估增值 522.50 万元，主要系存货的增值。

World Style 下属子公司存货评估增值的主要原因为：依据调查情况和企业提供的产品销售定价政策等资料分析，考虑了适当的利润。

World Style 为依据英属维尔京群岛法律设立的公司，是一家投资控股型公司，通过下属子公司开展实际业务。World Style 开展境外业务的子公司为在香港注册的子公司联合无线香港、春兴无线香港，其主要的客户和供应商大多是总部在大陆的境内公司，因其业务需要在境外（香港）交货。本次评估根据资产的不同情况对其评估方法如下：

对应收类账款的评估，按照相应标准确定评估风险损失，以应收类账款合计减去评估风险损失后的金额确定评估值。对于存货中的样品、测试品评估为零。对长期股权投资，对其评估基准日的整体资产进行了评估，然后将被投资单位评估基准日的净资产评估值乘以其占股比例计算确定评估值。

本次评估资产基础法中，已对各项资产充分考虑了相应的减值准备，在收益法中，相关风险也在折现率中综合考虑，故而本次评估已

充分考虑了境外资产的经营风险。

综上，World Style 资产基础法评估增值率较高的原因主要是长期股权投资、存货的增值，增值原因合理；本次评估已充分考虑境外资产经营风险。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司补充披露了资产基础法和收益法评估差异较大的原因，以及本次交易采取收益法评估结果作为定价依据的原因，并论证了其合理性；上市公司分析了 World Style 资产基础法评估增值率较高的原因及合理性，补充披露了本次评估境外资产经营风险的考虑方法。相关披露和分析具备合理性。

问题三（原问题 26）

26.申请文件显示,1)标的资产业绩预测期为 2021 年至 2025 年,预测收入增长率分别为 11.54%、8.57%、4.59%和 2.05%,呈下降趋势。2)2018 年至 2020 年,标的资产收入增长率分别为 317.25%、-16.06%,其中 2019 年收入大幅增长系主动元件销售增长较快所致。但 2020 年收入下降且 2021 年预测收入同比下降。请你公司:1)结合报告期内标的资产财务数据、已获取的电子元件代理权、在手订单、行业竞争、上游原厂及下游客户的维护与开拓、同行业上市公司同类业务历史收入增长率对比情况等,补充披露收益法评估中收入预测的依据和数据基础。2)结合公司已有经营计划、原厂及客户资源,补充披露收入预测中能够明确客户的收入金额及未对应客户的收入金额、预测依据及合理性。3)结合行业竞争趋势,标的资产的定价模式及产品历史单价,补充披露主要类型产品预测单价及销量的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见

一、关于反馈问题的答复

(一)结合报告期内标的公司财务数据、已获取的电子元件代理权、在手订单、行业竞争、上游原厂及下游客户的维护与开拓、同行业上市公司同类业务历史收入增长率对比情况等,补充披露收益法评估中收入预测的依据和数据基础

1、报告期内标的公司财务数据

(1) 财务状况

标的公司 2019 年至 2021 年经审计的模拟合并口径的财务状况情况见下表:

单位:万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
流动资产合计	102,430.78	98,037.07	84,544.92

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
非流动资产合计	932.82	431.62	268.40
资产总计	103,363.60	98,468.69	84,813.32
流动负债合计	60,142.66	64,833.35	63,694.04
非流动负债合计	384.77	686.49	-
负债合计	60,527.43	65,519.84	63,694.04
所有者权益合计	42,836.17	32,948.85	21,119.28
资产负债率	58.56%	66.54%	75.10%

标的公司基准日前两年所有者权益增加，资产负债率下降，资产负债状况在期后 2021 年进一步良性发展，有利于提高未来稳健经营与盈利的能力。

（2）经营业绩情况

标的公司 2019 年至 2021 年经审计的模拟合并口径的经营业绩情况见下表：

单位：万元

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	288,421.44	340,278.88	405,370.04
营业利润	[注]14,637.50	14,063.03	8,204.70
利润总额	[注]14,620.85	14,072.62	8,358.18
净利润	[注]11,485.80	10,935.74	6,507.39

[注]该数据剔除募投项目归集的研发费用影响。

标的公司基准日前两年实现的营业收入有所降低，但营业利润、利润总额、净利润均有所增长，期后亦延续了这一趋势，表明标的公司经营效率及经营业绩进一步良性发展。

2、已获取的电子元件代理权

截至本核查意见出具日，标的公司已获得主要上游原厂授权情况如下：

序号	原厂名称	合作历史	代理协议主要内容	合作期限（合同期限）	代理模式（是否买断）
1	汇顶科技	2013 年至今	(1)代理产品：电容触控、电容指纹、屏下光学指纹产品； (2)代理区域：未限制； (3)客户范围：由汇顶科技建议，并	2022.01.01 至 2022.12.31，双方若无异议期满自动续一年	是



序号	原厂名称	合作历史	代理协议主要内容	合作期限（合同期限）	代理模式(是否买断)
			由双方协商一致后确定； (4)分销商采购价格及销售价格：1)标的公司经销汇顶科技产品的采购价格由汇顶科技决定。根据市场竞争等实际情况，汇顶科技有权适当调整标的公司经销产品的采购价格，并提前通知标的公司。2)标的公司应当按照汇顶科技建议的价格销售产品； (5)分销商采购数量：由共同确认的订单确定； (6)运费承担方式：标的公司负责办理货物运输并承担全部运费及保险费； (7)退换货方式：1)汇顶科技产品质量保证责任自标的公司交付客户后1年或汇顶科技交付标的公司起18个月，以先到期者为准；2)在上述期限内，若因汇顶科技产品质量产生的问题，汇顶科技可予以换货或退货处理，由此产生的相关费用由汇顶科技承担。		
2	唯捷创芯(天津)电子技术股份有限公司 (以下简称唯捷创芯)	2016年至今	(1)代理产品：唯捷创芯全部产品线产品； (2)代理区域：中国； (3)客户范围：经销商不得将产品销售给黑名单客户； (4)分销商采购价格及销售价格：1)采购价格，以采购订单最终确定；2)销售价格，唯捷创芯提供标准价格表作为经销商销售给终端客户的建议零售价格，该建议零售价格系经双方协商确定。如经销商销售价格不在建议零售价格范围内的，应当提前与唯捷创芯确认； (5)分销商采购数量：以采购订单最终确定； (6)运费承担方式：1)国内销售，经销商承担货到指定地点的运输费用和保险费用；2)出口销售，唯捷创芯应当承担运到香港港口的运输费用和保险费用；	2021.10.10至2022.10.09，双方若无异议期满自动续一年	是



序号	原厂名称	合作历史	代理协议主要内容	合作期限（合同期限）	代理模式(是否买断)
			(7)退换货方式：货物接收后，非因货物质量问题，唯捷创芯不接受经销商退货。		
3	三星电机	2014 年至今	(1)代理产品：电容、电感、电阻、晶体； (2)代理区域：中国； (3)客户范围：未约定； (4)分销商采购价格及销售价格：1) 采购价格，由三星电机书面通知；2)销售价格，未约定； (5)分销商采购数量：以订单为准； (6)运费承担方式：三星电机应当承担运到香港港口的运输费用和保险费用； (7)退换货方式：三星电机收到具有合理理由的退货，自行选择维修或更换此类产品。	2018.01.01 至 2018.12.31，双方若无异议期满自动续期一年，以此类推	是
4	供应商 A	2020 年至今	(1)代理产品：供应商 A 全线产品； (2)代理区域：中国； (3)客户范围：未约定； (4)分销商采购价格及销售价格：1) 采购价格由供应商 A 制定；2)销售价格由标的公司与供应商 A 商讨后共同决定备案； (5)分销商采购数量：标的公司应按至少未来六个月参照客户所提出的需求数量及交期，提前 30 天向供应商 A 提出销售预估计划，以便供应商 A 做好供货计划； (6)运费承担方式：单次订货金额应不低于人民币 5,000 元，标的公司无需另行支付物流费，运费由供应商 A 承担，如交货地为香港且超过送货次数或低于最小送货数的，标的公司需按照供应商 A 规定自提或支付物流费用委托供应商 A 送货； (7)退换货方式：双方确认销售订单发货后，不接受标的公司非质量问题的退货。	2022.07.13 至 2023.07.12	是
5	微容电子	2018 年至今	(1)代理产品：微容品牌 MLCC 产品； (2)代理区域：标的公司向新客户销售前，需要报备；	与联合无线香港：2021.10.19 至 2022.12.31，双方若无异议期满自动续期一年，以此类推	是



序号	原厂名称	合作历史	代理协议主要内容	合作期限（合同期限）	代理模式（是否买断）
			(3)客户范围：标的公司为微容电子开发新客户时需要提前告知微容电子，在获得微容电子同意后，方可向此客户销售产品； (4)分销商采购价格及销售价格：1) 采购价格，由双方商定产品及服务价格，最终以订单价格为准；2) 销售价格，未约定； (5)分销商采购数量：根据采购订单确认； (6)运费承担方式：未约定； (7)退换货方式：未约定。	与联合无线深圳：2021.10.08 至 2022.12.31，双方若无异议期满自动续期一年，以此类推	
6	松下电器香港有限公司及其关联方（以下简称松下电器）	2014 年至今	(1)代理产品：电子元器件； (2)代理区域：中国； (3)客户范围：未约定； (4)分销商采购价格及销售价格：1) 采购价格，应参考市场上同等产品的价格，并经双方友好协商后，最终由松下电器决定；2) 销售价格，未约定； (5)分销商采购数量：在买卖合同中另行约定； (6)运费承担方式：在买卖合同中另行约定； (7)退换货方式：“产品”在松下电器书面承诺的质量保证期内，如发现存在归责于松下电器责任的隐蔽瑕疵时，由双方协商一致后选择采取无偿修理、更换合格品、或退货等适当的处理措施。	2022.04.01 至 2023.03.31	是
7	无锡市好达电子股份有限公司（以下简称好达电子）	2021 年至今	(1)代理产品：好达电子的滤波器、双工器等其他产品； (2)代理区域：好达电子授权代理区域； (3)客户范围：标的公司只能将产品在经销区域内向允许的客户销售； (4)分销商采购价格及销售价格：未约定； (5)分销商采购数量：未约定； (6)运费承担方式：未约定； (7)退换货方式：如客户使用经销产品发生可归责于好达电子之质量不	与联合无线香港：2022.01.01 至 2022.12.31 与联合无线深圳：2022.01.01 至 2022.12.31 与华信科：2022.04.01 至 2022.12.31	是



序号	原厂名称	合作历史	代理协议主要内容	合作期限（合同期限）	代理模式(是否买断)
			良而要求换货或赔偿，因质量不良所致之直接损害时，好达电子应妥善积极处理，但标的公司需与好达电子共同解决客户投诉问题。		
8	思特威（上海）电子科技股份有限公司（以下简称思特威）	2022 年至今	(1)代理产品：手机产品； (2)代理区域：思特威指定区域； (3)客户范围：未约定； (4)分销商采购价格及销售价格：标的公司应遵循和服从思特威不时变化的所有的定价和销售政策以及日常设立的其他运营政策，标的公司在指定区域内须按照思特威拟定的价格体系规定销售产品，不得窜货或低价倾销； (5)分销商采购数量：以标的公司发出的订货单为准； (6)运费承担方式：未约定； (7)退换货方式：标的公司若对货物质量有异议，标的公司应以书面形式提出，双方协商后视具体情况可采取更换、退货、减少价款等补救措施。	2022.01.10 至 2025.01.10，期满自动续期一年	是
9	北京集创北方科技股份有限公司(以下简称集创北方)	2022 年 6 月至今	(1)代理产品：集创北方指定的产品； (2)代理区域：中国； (3)客户范围：未约定； (4)分销商采购价格及销售价格：1) 采购价格，标的公司以订单形式向原厂订购产品，订单须写明产品、数量、价格、付款时间、交货日期、交货地点；2)销售价格，未约定； (5)分销商采购数量：同上； (6)运费承担方式：除非另有声明，产品的运费、运输保险费由标的公司承担； (7)退换货方式：非北方集创产品品质原因，一律不予退换货；标的公司不得随意取消已下的订单或更改交期，如需取消或更改订单，必须向集创北方提出申请，得到书面批准后，才能取消或修改订单。	2022.06.27 至 2023.06.26 双方若无异议期满自动续期一年	是
10	Nexperia B.V (以下简称安世半导体)	2022 年 8 月至今	(1)代理产品：安世半导体提供给标的公司的所有产品；	协议长期有效，任何一方可以提前 3 个月发出书面通知以终	是



序号	原厂名称	合作历史	代理协议主要内容	合作期限（合同期限）	代理模式（是否买断）
			(2)代理区域：中国大陆； (3)客户范围：小米； (4)分销商采购价格及销售价格：1) 采购价格，由双方另行确定，价格应基于约定的交货期限和付款期限；2)销售价格，未约定； (5)分销商采购数量：标的公司应每月向安世半导体提交产品发货情况，安世半导体有权将发货报告与标的公司库存核对；如发现不符，除非标的公司有正当理由且安世半导体能够接受，否则将认为标的公司违约，标的公司应向安世半导体支付违约金； (6)运费承担方式：除非买卖双方另有书面约定，产品在发货国的机场或安世半导体指定的其他场地可免费进行交付。安世半导体不承担标的公司指定承运人就产品运输和接收产生的任何费用或成本，所有此类费用将由标的公司支付； (7)退换货方式：标的公司的退货只有在符合安世半导体现行的退货政策并附有安世半导体要求完整填写的退货表格后，才能将退货产品运送到安世半导体指定的场地。在保修时，相关费用由安世半导体支付。如未发现产品有缺陷或不合格的情况下，标的公司应支付与之相关的运费、测试费和处理费。	止协议	

标的公司的前五大供应商，即合作的主要原厂包括汇顶科技、唯捷创芯、三星电机、供应商 A、微容电子、思特威，合作较为稳定。除供应商 A、思特威分别为 2020 年、2022 年新引入的代理渠道外，标的公司与汇顶科技的合作时间为 9 年，与唯捷创芯的合作时间为 6 年，与三星电机的合作时间为 8 年，与微容电子的合作时间为 4 年，合作的时间均较长。合作期间，标的公司与上述主要原厂保持了良好的合作关系，未发生过中断，其代理销售渠道稳定、具有可持续性。

3、在手订单

2020 年及 2021 年各期末，标的公司在手订单情况如下：

金额单位：万元

产 品 \ 在手订单	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
指纹芯片	29,259.11	13,524.90
被动件	8,173.34	3,840.09
射频芯片	7,074.44	4,481.29
电源芯片	1,175.26	397.92
综合类	1.91	37.04
在手订单合计	45,684.06	22,281.24
下年预测收入	[注] 377,075.30	338,075.30
订单占收入比	12.12%	6.59%

[注]2021 年的收入数据采用 2020 年 12 月 31 日为基准日的评估预测值。

经期后验证，2021 年末在手订单覆盖预测收入的比例较 2020 年末的数据有明显提升。考虑到标的公司存货周转率较快，在手订单覆盖预测收入的比例也在提升，故而收入预测具备较强的可实现性。

4、行业竞争

标的公司分销的产品主要应用于手机领域，在 5G 时代的无线通信技术变化背景下，多数电子元器件在移动终端内的用量和单位价值均有明显提升，其中包含了射频芯片、指纹芯片、MLCC 电容等。

标的公司代理的射频前端芯片是移动智能终端产品的核心组成部分之一。随着 5G 渗透率不断提升，下游智能终端产品快速增长有力驱动射频前端芯片市场的发展。为支持在 4G 频段上新增的 5G 频段，5G 手机的各类射频前端芯片数量远超 4G 手机，同时 5G 手机的将继续兼容 4G、3G、2G 标准，因此 5G 手机射频前端工艺更加复杂，这使得包括射频功率放大器在内的相关射频芯片的价值量也将进一步

提高。

指纹芯片方面,2018年起,屏下指纹识别爆发,小米、华为、OPPO、VIVO、魅族、一加等国产品牌手机表现出高搭载率。汇顶科技保持指纹识别产品不断升级,一方面,新一代超薄光学指纹方案,将更具性价比和适配特性,有望进一步渗透高端机型;另一方面,电容指纹芯片方案,在PC端应用出货增长显著,侧边和超窄侧边电容指纹方案的大规模量产,有望带来增量空间。

消费电子领域贡献了MLCC电容约70%的市场空间。随着产品技术应用的持续升级,包括智能手机在内的消费电子产品对于产品性能的要求持续提升,推动元器件微型化的同时,市场规模也在不断增加。5G时代的到来、物联网的集中应用、智能终端的升级换代将合力带动电容需求量的显著增加。

此外,随着半导体产业向中国大陆转移,以及国产化替代趋势的加强,中国半导体行业有望持续增长,国内本土电子元器件分销的市场空间也将有明显提升。在国产替代趋势下,标的公司的上游供应商唯捷创芯、微容电子、好达电子等在内的本土优秀电子元器件厂商陆续涌现,标的公司也伴随着本土原厂的发展壮大而不断发展。

综上,电子元器件行业景气度较高且标的公司下游行业发展向好。

5、上游原厂及下游客户的维护与开拓

(1) 上游原厂及下游客户的维护

报告期内,标的公司的前五大供应商,即合作的主要原厂包括汇顶科技、唯捷创芯、三星电机、供应商A、微容电子、思特威,报告期内合作较为稳定。上述合作的主要原厂中,除供应商A、思特威分别为2020年、2022年新引入的代理渠道外,标的公司与其他主要原

厂的合作时间均在 4 年以上。合作期间，标的公司与上述主要原厂保持了良好的合作关系，未发生过中断，其代理销售渠道稳定、具有可持续性。

标的公司服务于包括小米、闻泰科技、丘钛科技、欧菲光、华勤技术等优质客户。标的公司与主要客户保持了长期的合作关系，且为主要客户的重要合作伙伴。

（2）上游原厂及下游客户的开拓

① 新客户情况

2020 年及 2021 年，标的公司销售收入规模在 10 万元以上的新增客户数量及新增客户当年产生的销售收入情况如下：

项 目	新增客户数量(家)	新增客户当年产生的收入（万元）
2020 年度	54	5,136.79
2021 年度	34	13,101.25

标的公司通过专业销售网络持续拓展新客户，最终实现新客户的订单转化，不断持续提升自身盈利能力。除完全新增的客户外，由于标的公司代理产品线和产品类型较多，对于同一客户，标的公司也持续为其推荐新的产品，增加合作规模。例如，2021 年标的公司与龙旗电子的合作，通过新增好达电子相关产品线，实现了 4,249.09 万元销售收入。此外，标的公司于 2022 年 2 月与全球智能手机 ODM、IDH 龙头企业华勤技术签订《原材料采购框架协议》，并于 2022 年 6 月产生销售收入。截至本反馈意见回复出具日，标的公司合作客户已覆盖全球智能手机 ODM、IDH 前三大厂商。

② 新供应商情况

2020 年及 2021 年，标的公司新开发的主要供应商情况如下：

序号	原厂名称	原厂业务规模	开始合作时间	采购金额（万元）	
				2021 年度	2020 年度

1	供应商 A	2021 年营业收入约 23 亿元	2020 年	14,689.73	9,287.75
2	移远通信 (603236.SH)	2021 年营业收入 112.62 亿元	2020 年	4,815.70	315.54
3	好达电子 (科创板在审企业)	2021 年 1-6 月营业收入 2.93 亿元	2021 年	4,045.02	
4	思特威 (688213.SH)	2021 年营业收入 26.89 亿元	2022 年		

除上述新开发的供应商之外，标的公司分别于 2022 年 6 月、2022 年 8 月获得了集创北方、安世半导体的产品代理权，标的公司新增产品线所属的原厂皆为国内外电子元器件优质厂商，下游应用市场覆盖手机、汽车电子等领域。部分产品线的布局能够迅速为标的公司产生收入，且对公司战略发展具有重要意义。

综上所述，标的公司凭借其核心竞争优势，具备较强的开发新客户、新供应商的能力，报告期内标的公司对新产品线和新客户的拓展也为其后续持续拓展新业务带来诸多机会。

6、同行业上市公司历史收入增长率

境内同行业上市公司最近 5 年的营业收入增长率情况如下：

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
深圳华强(000062.SZ)	172.64%	49.66%	38.08%	21.66%	13.76%
力源信息(300184.SZ)	56.09%	417.24%	31.06%	21.62%	-21.10%
润欣科技(300493.SZ)	34.59%	18.88%	-7.45%	-14.36%	-4.37%
英唐智控(300131.SZ)	138.35%	75.27%	63.71%	-1.35%	-12.82%
商络电子(300975.SZ)			78.58%	-30.88%	50.79%
雅创电子(301099.SZ)			20.20%	0.45%	-1.75%
年平均增长率	100.42%	140.26%	37.36%	-0.48%	4.09%
五年平均增长率	56.33%				

同行业上市公司 2016 年至 2020 年历史营业收入平均增长率为 56.33%，远高于本次收入预测的最高增长率 11.54%。

7、收益法评估中收入预测的依据和数据基础

(1) 主动元件

① 射频芯片

A.本次预测：射频芯片产品收入在预测 2021 年 10 亿元的基础上，预测期保持 6.47%的复合增长率。

B.预测依据：

a. 与小米签订的 2021 年度《供货保障协议》，年度总供应量约 259,762 kpcs，自 2021 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 28 日，标的公司实现对小米的销售出库达 8,709.54 万元，已超 2020 年同期销售额未税金额 2,460.37 万元，在手订单共计 12,229.04 万元。

b. 2020 年零散客户销售收入约 3.03 亿元，2021 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 28 日，标的公司共实现销售出库达 3,080.09 万元，截至 2021 年 3 月 4 日零散客户在手订单金额为 7,961.19 万元。

c. 增长率核查：根据 Yole Development 的预测，2019 年，射频功率放大器模组的市场规模为 53.76 亿美元，2019 年至 2025 年 PA 模组市场规模预计将保持 11%的年均复合增长率。

② 指纹芯片

A.本次预测：指纹芯片产品业务收入未来维持在 15 亿元左右，低于历史年度的水平。

B.预测依据：

a. 对上游汇顶科技进行核查，结果显示汇顶科技指纹芯片地位依旧稳固，其产品采用主流技术，同时搭载汇顶科技指纹芯片新款手机持续推出，显示汇顶科技也在不断寻求突破。

b. 通过查询 Wind 多家研究机构的预测，显示汇顶科技业务将在

2022 年出现拐点，并呈现增长态势，市场普遍看好。

③电源管理芯片

A.本次预测：电源芯片产品业务收入在预测 2021 年 2 亿元的基础上，预测期保持 12.50%的复合增长率。

B.预测依据：

a. 2020 年 8 月，标的公司开始引进电源芯片产品。自 2020 年 8 月至 2021 年 2 月，电源芯片销售额总计 1.06 亿元，在此规模上折合全年收入可达 2.12 亿元，截至 2021 年 3 月 4 日，标的公司电源芯片在手订单共计 2,286.02 万元。

b. 根据华泰证券研究报告，中国电源管理芯片市场的 2021 年至 2025 年复合增长率为 14.69%。

④综合类产品

A.本次预测：综合类产品业务收入在预测 2021 年 8,000 万元的基础上，预测期保持稳定。

B.预测依据：

a.2020 年 7 月，标的公司取得了 QUECTEL 品牌的授权书，开始逐步形成规模销售。

b. 自 2020 年 7 月至 12 月，已实现收入 45.76 万美元，折合人民币 298.59 万元。2021 年 1 月至 2 月销售 313.19 万元，截至 2021 年 3 月 4 日在手订单共计 6,493.87 万元，该产品线在 2021 年开始逐步形成销售规模，未来产品需求量也会逐步增加。

(2) 被动元件

①本次预测：被动元件业务收入在预测 2021 年 6 亿元的基础上，预测期保持 12.07%的复合增长率。

②预测依据:

A.华信科 2021 年 1 月与好达电子签订了经销协议书,引进了滤波器等新产品线,且于期后形成了销售。

B.2021 年 1 月至 3 月 4 日被动元件销售出库已实现 10,854.71 万元,较 2020 年同期(未税金额 8,508.06 万元)增长 27.58%。截至 2021 年 3 月 4 日被动元件在手订单共计 10,055.54 万元。

C.根据 Yole 数据,2017 年至 2023 年,全球滤波器市场规模从 80 亿美元增长至 225 亿美元,复合增长率为 19%;根据村田和国盛证券研究所的数据,MLCC2019 年至 2025 年复合增长率约为 10%。

综上所述,尽管标的公司评估基准日前两年的营业收入有所降低,但净利率自 1.61%增长至 3.21%,经营效率及经营业绩进一步良性发展;标的公司与主要原厂保持了良好的合作关系,其代理销售渠道稳定、具有可持续性;标的公司存货周转率较快,在手订单覆盖预测收入的比例也自 6.59%提升至 12.12%;标的公司凭借其核心竞争优势,具备较强的开发新客户、新供应商的能力;此外,电子元器件行业景气度较高且标的公司下游行业发展向好;同行业上市公司同类业务历史发展状况良好,未来营业收入预测增长率均低于同行业上市公司历史收入平均增长率,因此,收益法评估中营业收入预测的依据具有合理性。

8、预测期主要财务数据与历史数据的对比情况

单位:万元

项目/年度	历史期		预测期					
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年及永续年
营业收入	405,370.04	340,278.88	338,075.30	377,075.30	409,375.30	428,180.30	436,969.85	436,969.85
毛利率	4.30%	6.77%	7.00%	7.28%	7.29%	7.04%	7.04%	7.04%
净利率	1.61%	3.21%	3.36%	3.53%	3.39%	3.40%	3.40%	3.40%

由上表可见,虽然标的公司 2020 年实现 340,278.88 万元营业收入较 2019 年营业收入 405,370.04 万元出现下降,但基于标的公司在手订单、代理销售渠道、开发新客户和供应商的相关情况,结合电子元器件行业发展趋势与同行业上市公司历史收入增速等因素,预测标的公司未来五年营业收入保持增长,达到 338,075.30 万元至 436,969.85 万元之间,未来五年复合增长率为 5.13%;标的公司 2019 年、2020 年实际毛利率分别为 4.30%、6.77%,鉴于标的公司 2020 年对经营策略的调整,大力开拓毛利率较高的产品线,主动对收入结构进行调整,因此预测标的公司未来毛利率有所提高,达到 7%至 7.29%之间;标的公司 2019 年、2020 年实际净利率分别为 1.61%、3.21%,基于标的公司未来销售毛利率较历史数据有所提升,同时预测未来相关费用率维持相对稳定,因此预测标的公司未来净利率在 3.36%至 3.53%之间。整体而言,基于历史期的情况,标的公司预测期主要财务数据具有合理性。

(二) 结合公司已有经营计划、原厂及客户资源,补充披露收入预测中能够明确客户的收入金额及未对应客户的收入金额、预测依据及合理性。

1、公司已有经营计划

标的公司在现有客户和供应商资源的基础上,努力加强市场拓展,积极扩充产品线资源和客户群,促进分销业务健康、稳健发展。标的公司还可借助上市公司的平台优势,顺应 5G 潮流和国产替代趋势,充分发挥本土分销商在物流、技术、市场理解等方面的优势,逐步向智能家居、新能源汽车等领域渗透,进一步扩大公司分销业务的市场

份额，打造规模化优势。

2、原厂及客户资源

标的公司为电子元器件分销商，不同类别产品的上、下游企业情况统计如下：

产品大类	上游	下游
射频芯片	唯捷创芯	小米、闻泰科技、龙旗电子
指纹芯片	汇顶科技	龙旗电子、丘钛科技、欧菲光、闻泰科技
电源芯片	供应商 A	闻泰科技
被动件	三星电机、微容电子	闻泰科技、龙旗电子
被动件	[注]好达电子	龙旗电子
综合类	上海移远	联宝

[注]期后新增产品线

3、补充披露收入预测中能够明确客户的收入金额及未对应客户的收入金额、预测依据及合理性

华信科在 2020 年 11 月底就部分射频芯片与小米签订的 2021 年度《供货保障协议》，经期后验证，其销售实现比例较高，供货保障协议具有较高的可信度。期后，华信科与小米签订了 2022 年度《供货保障协议》，约定年度总供应量约：585,000 kpcs，根据该批物料的历史销售价格进行了统计计算，预测了其可实现销售收入。

华信科就部分电源芯片签订了 2022 年度《供货保障三方协议》，约定了年度的总供应量，根据该批物料的历史销售价格进行了统计计算，预测了其可实现销售收入。对于未有明确金额的收入部分，根据各收入类型的特点，核查对比同期出入库、在手订单及行业情况等，由此确认其销售规模及增长率（具体详见本题的第一小问的答复）。

综上所述，标的公司已有经营计划明确切实可行，原厂及客户资源较为丰富，收入预测可信度较高且具有合理性。

(三)结合行业竞争趋势,标的公司的定价模式及产品历史单价,补充披露主要类型产品预测单价及销量的依据及合理性。

1、行业竞争趋势

详见本题第一小问的答复。

2、标的公司的定价模式及产品历史单价,补充披露主要类型产品预测单价及销量的依据及合理性

标的公司 2019 年至 2021 年主要产品销售情况如下:

产品类型	2021 年度			2020 年度		
	销售数量 (万个)	平均单价 (元/个)	销售金额 (万元)	销售数量 (万个)	平均单价 (元/个)	销售金额 (万元)
指纹芯片	14,768.00	6.87	101,501.05	21,394.92	10.09	215,944.36
射频芯片	29,506.71	3.51	103,660.45	22,134.02	2.74	60,606.78
被动件	4,755,417.79	0.0131	62,400.96	4,685,503.74	0.0115	53,928.71
电源芯片	33,948.00	0.47	15,850.62	18,755.65	0.50	9,397.24
综合类	13.61	360.86	4,912.59	0.67	436.84	293.38
小计	4,833,654.11	0.06	288,325.67	4,747,789.00	0.07	340,170.47

(续上表)

产品类型	2019 年度		
	销售数量 (万个)	平均单价 (元/个)	销售金额 (万元)
指纹芯片	40,738.17	8.19	333,793.29
射频芯片	11,025.66	2.64	29,118.05
被动件	3,287,405.06	0.0126	41,434.75
电源芯片	521.80	0.30	156.28
综合类	2,936.88	0.19	545.76
小计	3,342,627.56	0.12	405,048.13

从上表可以看出,各类产品历史年度价格波动较大,主要系电子元器件种类繁多、迭代频繁、单价差异大,随着新技术、新产品不断

涌现，单价呈现波动状态。由于标的公司从事电子元器件的分销业务，下游主要为国内知名的手机品牌商、ODM 厂商和模组厂商，手机行业产品迭代速度快，下游厂商对电子元器件的需求变化大，故标的公司各类产品历年的销售量波动亦较大、无连续性。同时标的公司定价策略系根据市场行情，制定产品线毛利基准，在毛利基准上，及时了解、判断市场行情，调整定价。故，标的公司难以采用单价 $\times$ 销量的模型对未来经营情况进行预测。

标的公司主营业务收入来源于被动元件、主动元件的销售，由于主动元件金额较大，品类较多，我们又对其拆分为射频芯片、指纹芯片、电源芯片和综合类产品四类。其中：随着 5G 换机高峰潮的来临，被动元件、射频芯片、电源芯片用量迅速增长，且其上涨趋势在 2020 年已逐步显现，未来年度将维持一定的上涨；指纹芯片受中美贸易战的影响，在 2021 年维持下跌的基础上自 2022 年维持稳定；综合类产品得益于 2020 年确定的新产线的合作，2021 年大幅增长，未来年度将维持 2021 年收入水平；服务收入作为其他业务收入，与主营业务中指纹芯片的收入关联性较大，未来年度按照其与指纹芯片收入的比率进行预测。

本次按照标的公司基准日的《供货保障协议》、新增产品线订单、在手订单等，在核查其期后实际出库情况的基础上，预测了其 2021 年的收入水平，并结合行业情况，对以后年度的收入采用行业复合增长率的数据进行核查验证，由此确认收入的规模及合理性。

综上所述，标的公司所代理的电子元器件产品种类繁多、迭代频繁、单价差异较大，故本次未采用单价 $\times$ 销量的模型对收入进行预测。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司结合标的公司财务数据、已获取的电子元件代理权、在手订单、行业竞争、上游原厂及下游客户的维护与开拓、同行业上市公司同类业务历史收入增长率对比情况，补充披露了收益法评估中收入预测的依据和数据基础；上市公司结合公司已有经营计划、原厂及客户资源，补充披露了收入预测中能够明确客户的收入金额及未对应客户的收入金额、预测依据及合理性；上市公司结合行业竞争趋势、标的公司的定价模式及产品历史单价，补充披露了未采用单价×销量对收入进行预测的原因及合理性。相关披露和分析具备合理性。

问题四（原问题 27）

申请文件显示，1）被动元件在 2018 年至 2020 年毛利率分别为 42.34 %、13.49 % 和 27.28%，毛利率大幅波动，此次评估选取 25%作为未来毛利率预测基础。2）主动元件中，分类产品毛利率变动幅度较大，不同类型产品毛利率预测选取依据存在差异。请你公司：1）补充披露标的资产预测期内成本预测的具体过程和方法，预测期相关数据与 2018 年至 2020 年标的资产历史数据、行业数据是否存在重大差异。2）结合行业发展、市场供需变化等，补充披露被动元件毛利率预测是否符合行业长期发展趋势，预测值是否谨慎合理。3）补充披露本次评估中不同产品毛利率选取方法依据，与 2022 年补充评估中毛利率选取方法依据及预测数值是否存在重大差异，并就毛利率变化对估值影响进行敏感性分析。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的答复

（一）补充披露标的公司预测期内成本预测的具体过程和方法，预测期相关数据与 2018 年至 2020 年标的公司历史数据、行业数据是否存在重大差异。

标的公司为电子元器件分销商，无生产加工过程，其成本构成相对简单，主要为采购成本等。标的公司的主要定价策略系根据市场行情，制定产品线毛利基准，在毛利基准上，及时了解、判断市场行情，调整定价。故本次通过确定各类型产品毛利率再确定其成本。

此外，根据宇顺电子（002289）2021 年发行股份及支付现金购买深圳前海首科科技控股有限公司 100%股权的案例，该案例也是通过确定各类型产品毛利率再确定其成本；根据香农芯创（300475）2021

年支付现金的方式购买联合创泰科技有限公司 100%股权的案例，该案例亦是根据联合创泰各产品预估毛利率进行综合测算。

1、被动元件

标的公司 2018 年-2020 年被动元件的毛利率情况如下：

单位：万元

项目名称		2018 年	2019 年	2020 年
被动元件	收入	57,017.29	41,434.75	53,928.71
	成本	32,874.84	35,845.37	39,214.79
	毛利率	42.34%	13.49%	27.28%

上游被动元件生产企业过去十年一期的销售毛利率具体情况如下：

被动元件生产企业前十年一期销售毛利率情况

证券简称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
风华高科 (%)	23.88	20.18	14.78	15.05	16.42	18.27	19.20
三环集团 (%)		42.72	43.76	45.25	46.82	49.11	47.32
TDK (%)	24.91	22.13	20.61	22.44	25.90	27.87	27.35
国巨 (%)	28.28	21.24	21.13	23.44	26.08	23.77	23.60
年平均 (%)	25.69	26.57	25.07	26.55	28.81	29.76	29.37

(续前表)

证券简称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月	十年一期 平均
风华高科 (%)	23.11	40.96	23.17	29.02	22.19
三环集团 (%)	48.05	53.69	48.46	47.47	47.27
TDK (%)	26.83	28.69	29.59	29.66	26.00
国巨 (%)	32.54	63.31	35.78	37.79	30.63
年平均 (%)	32.63	46.66	34.25	35.99	31.52

由上表可见，被动元件生产企业前十年一期平均毛利率呈波动上涨趋势，2018-2019 年由于短期的供需不平衡毛利率出现了大幅波动，被动元件生产企业前十年一期的平均毛利率为 31.52%。

同行业上市公司过去五年一期的被动元件毛利率情况如下：

上市公司	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-6 月	五年一期 平均
润欣科技	10.39%	12.03%	12.78%	16.23%	10.29%	13.56%	12.55%

商络电子			18.14%	27.91%	14.66%	18.33%	19.76%
雅创电子			18.31%	39.15%	20.49%	18.64%	24.15%
年平均	10.39%	12.03%	16.41%	27.76%	15.15%	16.84%	18.82%

由上表可见，同行业可查询到的上市公司被动元件过去五年一期的平均毛利率为 18.82%。

虽然标的公司被动元件在 2018 及 2019 年受市场供需平衡关系的影响波动较大，毛利率分别为 42.34%和 13.49%，2018-2019 年平均毛利率为 27.92%，2020 年毛利率为 27.28%，与 2018-2019 年平均毛利率相近，三年平均毛利率为 27.71%，低于上游制造厂商近十年一期平均 31.52%的毛利率水平，相对较为合理。评估时点被动元件市场火热，供不应求，其毛利率也会维持在较高水平。随着被动元件产能的扩充，生产厂商的逐步扩产，未来供需不平衡的差异将逐步减小，其毛利率水平也将有所回调。本次以 25%作为未来毛利率预测的基础，未来毛利率逐步回调至同行业五年一期平均毛利率 18.82%的水平。

2、主动元件

由于标的公司主动元件销售金额较大，品类较多，我们又对其拆分为射频芯片、指纹芯片、电源芯片、综合类产品四类。2018 年-2020 年标的公司主动元件的毛利率情况如下：

（1）射频芯片

单位：万元

项目名称		2018 年	2019 年	2020 年
射频芯片	收入	10,316.21	29,118.05	60,606.78
	成本	9,857.14	27,073.19	58,437.08
	毛利率	4.45%	7.02%	3.58%

标的公司 2018 年至 2019 年射频芯片平均毛利率为 5.74%，2020 年毛利率为 3.58%，与前两年平均毛利率比较有所下滑。本次选取较低的 2020 年当期毛利率 3.58%作为毛利率预测的基础。

(2) 指纹芯片

单位：万元

项目名称		2018 年	2019 年	2020 年
指纹芯片	收入	20,651.34	333,793.29	215,944.36
	成本	19,259.73	324,203.01	210,381.24
	毛利率	6.74%	2.87%	2.58%

从上表可以看出，指纹芯片历史毛利率有所下滑，但近两年数据差异不大，本次选取较低的 2020 年当期毛利率 2.58% 作为预测基础。

(3) 电源芯片

单位：万元

项目名称		2018 年	2019 年	2020 年
电源芯片	收入	10.87	156.28	9,397.24
	成本	8.45	144.68	8,916.38
	毛利率	22.26%	7.42%	5.12%

标的公司 2018 年至 2019 年电源芯片收入较少，并没有形成规模，毛利率也相对不稳定。2020 年 8 月，标的公司开始开发新产品线，收入由 2019 年全年的 156.28 万增长至 2020 年的 9,397.24 万元，逐步形成销售规模，全年毛利率为 5.12%，毛利率逐步趋于稳定。本次选取 2020 年当期毛利率 5.12% 作为预测基础。

(4) 综合类

单位：万元

项目名称		2018 年	2019 年	2020 年
综合类	收入	8,938.09	545.76	293.38
	成本	8,682.07	524.83	294.22
	毛利率	2.86%	3.83%	-0.29%

标的公司综合类产品主要是存储、LTE 无线通信模块(高速)。2018 年标的公司与江波龙电子(香港)有限公司合作，产品毛利率为 2.86%，2019 年终止了与江波龙电子(香港)有限公司的合作，产品为零星调货，收入出现大幅度下滑，毛利率为 3.83%。2020 年综合类产品毛利率为 -0.29%，主要是由于尚未形成销售规模。2020 年 7 月，标的公

司签订了 QUECTEL 品牌的授权书，开始逐步销售，我们对其主要产品进行了毛利率分析，该产品线毛利率维持在 1%-2%，本次选取 1.45% 作为未来毛利率预测的基础。

3、毛利率

公司历史期毛利率情况

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年
综合毛利率	27.11%	4.30%	6.77%

同行业上市公司近五年一期电子元器件分销毛利率情况

上市公司	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-6 月	平均毛利率
深圳华强 (000062.SZ)	11.41%	12.39%	10.82%	11.91%	7.42%	6.85%	10.13%
英唐智控 (300184.SZ)	8.41%	8.94%	8.26%	7.46%	7.08%	4.87%	7.50%
力源信息 (300493.SZ)			7.03%	7.01%	4.93%	4.98%	5.99%
润欣科技 (300493.SZ)	11.87%	10.66%	10.40%	9.98%	9.36%	10.54%	10.47%
商络电子 (300975.SZ)			17.74%	26.79%	15.42%	17.38%	19.33%
雅创电子 (301099.SZ)			12.37%	14.82%	13.18%	13.32%	13.42%
平均毛利率	10.56%	10.66%	11.10%	13.00%	9.57%	9.66%	11.14%

境外同行业公司前十年一期销售毛利率情况

证券简称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
大联大	5.68%	5.43%	5.02%	4.56%	4.53%	4.16%
艾睿电子	12.90%	13.78%	13.41%	13.07%	13.16%	13.04%
安富利	11.90%	11.71%	11.87%	11.70%	11.73%	11.43%
年平均	10.16%	10.31%	10.10%	9.78%	9.81%	9.54%

(续前表)

证券简称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-6 月	十年一期平均
大联大	4.21%	4.16%	4.33%	4.25%	3.97%	4.57%
艾睿电子	13.20%	12.52%	12.47%	11.41%	11.39%	12.76%
安富利	11.59%	13.59%	13.28%	12.74%	11.67%	12.11%
年平均	9.67%	10.09%	10.03%	9.47%	9.01%	9.81%

标的公司历史期毛利率在 4.30%至 27.11%之间，同行业上市公司电子元器件分销业务前五年一期平均毛利率为 11.14%，境外同行业上市公司前十年一期平均销售毛利率为 9.81%。未来预测期，标的公司的销售毛利率维持在 7%至 7.29%的水平，标的公司预测期毛利率低于同行业可比公司平均水平，且在历史期毛利率范围内，预测期相关数据与 2018 年至 2020 年标的公司历史数据、行业数据不存在重大差异。

综上所述，标的公司作为电子元器件分销商，无生产加工过程，其成本构成相对简单，本次评估按照各类型产品毛利率的形式确定其成本；市场也存在如宇顺电子发行股份购买资产、香农芯创现金购买资产时采用各类型产品毛利率的形式确定其成本的案例。标的公司预测期毛利率在 7%至 7.29%之间，低于同行业可比公司平均水平 9.18%至 11.14%的水平，且在历史期毛利率 4.30%至 27.11%范围内，预测期相关数据与 2018 年至 2020 年标的公司历史数据、行业数据不存在重大差异。

（二）结合行业发展、市场供需变化等，补充披露被动元件毛利率预测是否符合行业长期发展趋势，预测值是否谨慎合理。

被动元件具有标准件特征，价格受供给侧影响较大。被动元件的技术壁垒相比于以集成电路为主的主动元件低，性质类似于标准器件，其价格调整核心是产业转移为背景的供给端结构性变化。细分市场来看，电容因其更接近标准件性质，销售模式通常为经销商代理模式，更容易出现恐慌性囤积与库存积压的情况，终端市场价格波动较大。且由于被动元件的单价很低，故其所谓价格比率的上涨，在单价层面差异并不大，且往往较能为下游所接受。

消费电子是被动元件最大的应用领域，占据 70% 以上的市场份额。一支 4G 智能手机平均被动元件使用量约 750 颗到 800 颗，5G 手机的使用量则在 1,000 颗以上，随着 5G 手机需求爆发，被动元件需求量急速扩张。

虽然标的公司被动元件在 2018 及 2019 年受市场供需平衡关系的影响波动较大，毛利率分别为 42.34% 和 13.49%，前两年平均毛利率为 27.92%，2020 年毛利率为 27.28%，与前两年平均毛利率相近，三年平均毛利率为 27.71%，低于上游制造厂商近十年一期平均 31.52% 的毛利率水平，相对较为合理。评估时点被动元件市场火热，供不应求，其毛利率也会维持在较高水平。但随着被动元件产能的扩充，生产厂商的逐步扩产，未来供需不平衡的差异将逐步减小，其毛利率水平也将有所回调。本次以 25% 作为未来毛利率预测的基础，未来毛利率回调逐步至同行业五年一期平均毛利率 18.82% 的水平。

被动元件毛利率预测符合行业长期发展趋势，较为谨慎合理。

（三）补充披露本次评估中不同产品毛利率选取方法依据，与 2022 年补充评估中毛利率选取方法依据及预测数值是否存在重大差异，并就毛利率变化对估值影响进行敏感性分析。

1、补充披露本次评估中不同产品毛利率选取方法依据

本次评估中不同产品毛利率选取方法依据见本题的第一问的答复。

2、2022 年补充评估中毛利率选取方法依据与本次评估不存在重大差异

本次评估与 2022 年补充评估中毛利率预测数值比较如下：

项目	基准日	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
综合毛利率	2020/12/31	27.11%	4.30%	6.77%	7.00%	7.28%	7.29%	7.04%	7.04%	
	2021/12/31				7.28%	7.24%	7.46%	7.65%	7.93%	8.08%
1.0 被动	2020/12/31	42.34%	13.49%	27.28%	25.00%	23.00%	21.00%	19.00%	18.82%	

项目	基准日	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
元件	2021/12/31				20.96%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
2.1 射频芯片	2020/12/31	4.45%	7.02%	3.58%	3.58%	3.58%	3.58%	3.58%	3.58%	
	2021/12/31				3.45%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%
2.2 指纹芯片	2020/12/31	6.74%	2.87%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	2.58%	
	2021/12/31				3.18%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%	2.88%
2.3 电源芯片	2020/12/31	22.26%	7.42%	5.12%	5.12%	5.12%	5.12%	5.12%	5.12%	
	2021/12/31				5.94%	5.53%	5.53%	5.53%	5.53%	5.53%

从上表来看，2021 年实现的综合毛利率略高于上次预测值。主要系低毛利率的指纹芯片销售占比下降所致。

被动元件 2021 年的毛利率实际未实现上次评估预测数，主要系市场波动导致。本次考虑到市场波动因素，调整了被动元件毛利率的测算口径，从毛利率逐渐下降至行业平均水平，调整至以行业多年的平均水平进行预测。其他各产品线毛利率预测不存在重大差异。

2、毛利率的敏感性分析

根据上述的收益法计算数据，毛利率变动与股东全部权益价值变动的相关性分析如下表：

单位：万元

毛利率变动	评估值	变动金额	变动率
10%	151,194.59	22,245.37	17.25%
5%	140,071.95	11,122.73	8.63%
0	128,949.22	-	-
-5%	117,826.57	-11,122.65	-8.63%
-10%	106,703.88	-22,245.34	-17.25%

基于上述敏感性分析假设测算，股东全部权益价值对于毛利率的变动较为敏感。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司补充披露了标的公司成本预测的具体过程和方法，分析



了相关数据与历史数据、行业数据并不存在重大差异；上市公司结合行业发展、市场供需变化等，补充说明了被动元件毛利率预测符合行业长期发展趋势，论证了预测值的谨慎性与合理性；上市公司补充披露了本次评估中不同产品毛利率选取方法依据，分析了 2022 年补充评估中毛利率选取方法依据及预测数值不存在重大差异的原因，并就毛利率变化对估值影响进行敏感性分析。相关披露和分析具备合理性。

问题五（原问题 28）

28. 申请文件显示，1）在确定折现率时未披露可比公司选取情况。2）标的资产在确定折现率时，确定特定风险系数为 5%。请你公司：1）补充披露收益法评估中无风险收益率、市场预期报酬率、 β 值、特定风险系数的选取依据和具体测算过程。2）评估中对可比上市公司的选取与“管理层讨论与分析”中可比公司选取是否存在差异及原因。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的答复

（一）补充披露收益法评估中无风险收益率、市场预期报酬率、 β 值、特定风险系数的选取依据和具体测算过程。

1、无风险收益率 r_f

经查询中国资产评估协会网站，该网站公布的中央国债登记结算公司（CCDC）提供的国债收益率如下表：

中国国债收益率

日期	期限	当日(%)
2020-12-31	3 月	2.28
	6 月	2.43
	1 年	2.47
	2 年	2.72
	3 年	2.82
	5 年	2.95
	7 年	3.17
	10 年	3.14
	30 年	3.73

本次评估以持续经营为假设前提，委估对象的收益期限为无限年期，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》（中评协〔2020〕38号）的要求，可采用剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无风险利率，本次评估采用10年期国债收益率作为无风险利率，即 $r_f = 3.14\%$ 。

2、市场期望报酬率 r_m

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。本次评估中以中国A股市场指数的长期平均收益率作为市场期望报酬率 r_m ，将市场期望报酬率超过无风险利率的部分作为市场风险溢价。

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》（中评协〔2020〕38号）的要求，利用中国的证券市场指数计算市场风险溢价时，通常选择有代表性的指数，例如沪深300指数、上海证券综合指数等，计算指数一段历史时间内的超额收益率，时间跨度可以选择10年以上、数据频率可以选择周数据或者月数据、计算方法可以采取算术平均或者几何平均。

根据中联资产评估集团研究院对于中国A股市场的跟踪研究，并结合上述指引的规定，评估过程中选取有代表性的上证综指作为标的指数，分别以周、月为数据频率采用算术平均值进行计算并年化至年收益率，并分别计算其算术平均值、几何平均值、调和平均值，经综合分析后确定市场期望报酬率，即 $r_m = 10.64\%$ 。

3、资本结构的确定

评估人员通过各可比企业的财务杠杆系数（ D_i/E_i ）的平均值作为被评估企业目标财务杠杆，标的公司与可比上市公司在融资能力、融资成本等方面的差异可以在特定风险报酬率及债权期望报酬率取值

中合理量化。

4、贝塔系数的确定

以 WIND 电子元器件分销行业沪深上市公司股票为基础，考虑被评估企业与可比公司在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等因素的可比性，选择适当的可比公司，以上证综指为标的指数，经查询 WIND 资讯金融终端，以截至评估基准日的市场价格进行测算，计算周期为评估基准日前 250 周，得到可比公司股票预期无财务杠杆风险系数的估计 β_u ，按照目标资本结构进行计算，得到标的公司权益资本的预期市场风险系数 $\beta_e = 0.8680$ 。

5、特定风险系数的确定

在确定折现率时需考虑评估对象与上市公司在公司规模、企业发展阶段、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖、企业融资能力及融资成本、盈利预测的稳健程度等方面的差异，确定特定风险系数。在评估过程中，评估人员对企业与可比上市公司进行了比较分析，得出特定风险系数 $\varepsilon = 5\%$ ，具体过程见下表：

特定风险系数分析表

风险因素	影响因素	系数
企业规模	企业规模低于可比公司平均水平	0.5
企业发展阶段	较可比上市公司成熟度略低	1.0
企业核心竞争力	拥有较为优质的客户及原厂，品类丰富	1.0
企业对上下游的依赖程度	企业客户集中度较高，对客户较为依赖	1.5
企业融资能力及融资成本	企业相对于可比上市公司融资渠道较少，融资能力较差	1.0
盈利预测的稳健程度	盈利预测较为稳健	-
其他因素	所处行业处上升阶段	-
合 计		5.0

6.标的公司所处行业同行业交易案例折现率情况

公司名称	标的名称	基准日	折现率
香农芯创(300475.SZ)	联合创泰	2020年8月31日	11.07% -11.40%
太龙股份(300650.SZ)	博思达	2019年12月31日	9.66%
	全芯科	2019年12月31日	10.48%

	全芯科微	2019 年 12 月 31 日	10.95%
宇顺电子	前海首科	2020 年 12 月 31 日	10.52%
盈方微电子	华信科科技及 World Style	2020 年 12 月 31 日	10.52%

本次交易标的公司折现率取值10.52%处于近期可比交易案例9.66%-11.40%范围内，具有合理性。

（二）评估中对可比上市公司的选取与“管理层讨论与分析”中可比公司选取是否存在差异及原因。

在评估中计算折现率时选择英唐智控、力源信息、深圳华强、润欣科技为可比上市公司；“管理层讨论与分析”中选取英唐智控、力源信息、深圳华强、润欣科技、商络电子和雅创电子作为可比上市公司。因商络电子和雅创电子的首发上市日期分别为 2021 年 4 月 21 日和 2021 年 11 月 22 日，于本次评估基准日 2020 年 12 月 31 日尚未上市，无法取得其 beta 系数，故未作为折现率计算中的可比上市公司。

二、评估师核查意见

经核查，评估师认为：

上市公司补充披露的收益法评估中无风险收益率、市场预期报酬率、 β 值、特定风险系数的选取依据和具体测算过程，具备合理性。评估中对可比上市公司的选取与“管理层讨论与分析”中可比公司选取存在差异，但具备合理的原因。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书（213605号）〉资产评估相关问题回复之核查意见》的盖章页）



2022年10月18日

