

关于上海证券交易所

《关于广东梅雁吉祥水电股份有限公司购买资产的问询函》 之回复

上海证券交易所：

贵所于 2025 年 8 月 18 日出具的《关于广东梅雁吉祥水电股份有限公司购买资产的问询函》（上证公函【2025】1253 号）（以下简称“《问询函》”）已收悉。根据《问询函》的相关要求，深圳市国誉资产评估房地产土地估价顾问有限公司（以下简称“评估机构”）对有关问题进行了积极认真的核查、分析和研究，现就《问询函》相关内容作如下回复说明。

问题二、关于交易作价及商誉。

公告显示，本次收购采取市场法、收益法评估，评估基准日为 2025 年 5 月 31 日，标的公司净资产为 4459.41 万元，评估价值分别为 17,332.41 万元、16,322.87 万元，估值溢价率分别为 288.67%、266.03%。公司最终选取收益法，交易预计产生商誉约 7,600 万元。关注到，标的公司最近一次股权变更为 2021 年 1 月，股东商志骏将其持有标的公司 35%股权作价 394 万元转让给吴海燕。请公司补充披露：

（1）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，说明预测期营业收入及毛利率高于历史期的原因及合理性；（2）市场法及收益法下可比公司选择不一致的原因及合理性，并按照相同可比公司测算两种方法下的估值情况；（3）结合标的公司历史财务数据、前次股权转让及对应估值情况，说明本次评估值较前次大幅增长的原因及合理性，并充分提示本次交易产生的大额商誉减值风险；（4）结合同行业可比相关交易案例、可比公司估值情况等，说明本次评估采取收益法作为最终评估结论的原因，本次估值是否合理、公允，交易双方是否存在其

他应披露未披露的利益安排。请评估机构发表意见。

公司回复：

一、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，说明预测期营业收入及毛利率高于历史期的原因及合理性；

（一）主要参数预测依据及测算过程

1、营业收入预测

2025 年至 2030 年营业收入预测如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
营业收入	20,447.70	21,350.16	23,234.71	24,674.71	25,430.71	26,186.71
增长率	-	4.41%	8.83%	6.20%	3.06%	2.97%

营业收入的预测主要是基于现有合同，其中 2025 年的营业收入全部按照在手合同预测，2026 年-2030 年是在现有客户的基础上，适当考虑现有客户业务增长所带来的业务增量。

（1）2025 年的收入预测

2025 年较 2024 年增加收入 3,392.6 万元，主要来源于 3C 类项目、新增项目及其他存量客户的自然增长；

1) 3C 类项目 2024 年收入 3,102.44 万元，2025 年预估收入 4,966.95 万元，新增业务渠道增加收入 1,865.51 万元。

2) 2025 年新增项目增加收入 1,228.23 万元，其中主要项目增加收入如下：汽车售后项目约 350 万，互联网平台项目约 230 万，养车项目约 200 万，智能安控项目约 130 万，家电行业项目约 100 万，运营商项目约 100 万，剩余新增收入由其他新增项目贡献。

3) 其他存量客户的业务发展带来新增收入近 300 万。

（2）2026 年-2030 年的收入预测

在 2025 年基础上，2026 年的收入预测主要考虑以下客户的业务增长，具体

包括 3C 类项目、家电行业项目、养车项目、运营商项目，每个客户收入预测如下：

单位：万元

项目名称	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
3C 类项目	4,900	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
家电项目	150	720	1,440	2,880	2,880	2,880
养车项目	200	1,134	2,268	2,268	3,024	3,780
运营商项目	110	270	270	270	270	270

1) 3C 类项目预估收入增加：因 2025 年年中新增的项目在当年未按全年计算，2026 年起将按全年计算，较 2025 年增加约 100 万，后续预测保持不变。

2) 家电项目预估收入增加：家电项目 2025 年 4 月在新积域上线，参照已有同品类项目席位增速，预测家电项目增长如下：2025 年预测新增席位 28 席，2026 年 100 席，2027 年 200 席，2028 年 400 席，后续预测席位保持不变；按照上述席位测算，2026 年-2030 年预测收入如上表。

3) 养车项目预估收入增加：养车项目是 2025 年 8 月在新积域上线，通过与对方深入沟通，预测该项目新增席位如下：2025 年 60 席，2026 年 150 席，2027 年-2028 年 300 席，2029 年 400 席，2030 年 500 席；按照上述席位测算，2026 年-2030 年预测收入如上表。

4) 运营商项目预估收入增加：目前签定的三年期合同总额是 650 万元，分别对应收入：2025 年约 110 万，2026 年约 270 万，2027 年约 270 万，到期后无特殊情况将自动续签。

(2) 营业成本预测

2025 年至 2030 年营业成本预测如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
劳务费-劳务公司	15,265.85	15,852.94	17,433.89	18,565.14	19,119.46	19,658.27
劳务费-直接人工	1,157.87	1,157.87	1,157.87	1,215.76	1,215.76	1,215.76
电信服务	584.23	584.23	613.44	644.12	676.32	710.14

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
租赁费	536.24	536.24	536.24	536.24	536.24	536.24
物资采购	357.97	357.97	375.87	394.67	414.40	426.83
咨询服务费	58.24	58.24	61.15	64.21	67.42	70.79
水电费	25.58	26.86	28.20	29.61	31.10	32.65
差旅费	95.02	95.02	99.77	104.76	109.99	115.49
其他	67.63	67.63	71.01	74.56	78.29	82.20
摊销	1.02	0.72	0.42	0.00	0.00	0.00
合计	18,149.65	18,737.72	20,377.87	21,629.06	22,248.98	22,848.37

主营成本包括人工费、电信服务费、租赁费等，其中人工费按照占比营业收入 80%测算；电信服务和咨询服务费前两年保持不变，2027 年至 2030 年每年保持 5%的增速；租赁费考虑到空余坐席、使用客户方职场、未来租金下行的趋势以及政府免租政策等综合因素，租赁费预测保持不变；物资采购前两年保持不变，2027 年至 2029 年按每年 5%增速，2030 年按照 3%的增速测算。

（3）税金及附加预测

税金及附加主要有城建税、教育费附加、地方教育费附加等。

对于增值税的附加税，因企业经营进入稳定期，按目前模式下税金及附加占收入的比例预测今后的税金及附加。

（4）销售费用预测

销售费用主要包括业务职工薪酬、业务招待费、差旅费等。

对于销售费用的预测，根据不同的费用项目采用不同的方法进行预测。对业务有关的业务费、差旅费等费用的预测，以历史年度为基础考虑一定的涨幅进行预测。对于职工薪酬等，结合被评估单位未来人力资源配置计划以及目前的工资水平，同时考虑未来工资水平按一定比例增长进行测算。

（5）管理费用预测

管理费用主要由职工薪酬、办公费、折旧费、研发费用等组成。

对于管理费用的预测，在对历史年度费用分析的基础上，根据不同的费用项

目采用不同的估算方法进行估算。职工薪酬根据企业未来年度收入并结合企业用人计划及工资薪酬水平预测；折旧摊销根据评估基准日已有固定资产，结合未来资本性支出计划按企业的折旧、摊销政策进行预测；对于办公费等其他费用支出，与公司收入的关系相对不大，本次预测时对历史金额进行分析，同时考虑物价上涨、消费水平上升等因素，综合确定未来各项费用的金额。

研发费用主要包括参与研发人员的职工薪酬，预计未来年度研发人员数量保持不变，薪酬考虑一定的涨幅。

（6）财务费用预测

历史年度财务费用主要为利息支出、利息收入、银行手续费等。本次评估根据评估基准日企业利息确定，并且保持借款额度不变。未来年度银行手续费以历史年度手续费为基础考虑一定的增量预测。

（7）营运资金预测

A. 企业历史年度有关资金营运指标：

基准日营运资金=调整后流动资产—调整后流动负债。

流动资产和流动负债的主要调整事项如下：

扣除非经营性往来款：非经营性往来款是指往来款中与正常经营无关的往来款项。

评估基准日后期间及未来年度的营运资金，通过测算流动资产和流动负债科目历史的周转次数，来预测未来的流动资产和流动负债，从而测算未来的营运资金。

营运资金追加额=当期所需营运资金-期初营运资金

B. 营运资金增加额计算

永续期企业的经营规模已经达到了稳定的水平，不需要再追加营运资金，故永续期净营运资金变动预测额为零。

（8）折旧及摊销预测

对于企业未来的折旧及摊销，本次评估是以企业基准日经营管理所需的资产为基础，根据资产的类别、原值、折旧及摊销方法确定折旧率及年摊销额，同时考虑资本性支出对资产原值的影响进行测算。

评估人员以基准日企业的资产账面原值为计提资产折旧及摊销的基数，并考虑维持企业预测的营业能力所必需的更新投资支出及新增资产支出综合计算出预测期内的折旧及摊销额。

（9）资本性支出预测

企业的资本性支出主要由两部分组成：存量资产的正常更新支出（重置支出）、增量资产的资本性支出（扩大性支出）。

存量资产的正常更新支出：企业主要使用的营业场所、设备均为租赁，自有的设备为融资租赁的车辆，本次评估仅考虑自有设备的更新支出。

增量资产的资本性支出：评估基准日，企业存在尚未完成的装修，已支付金额 14,100.00 元，尚余 9,400.00 元未付，未付金额列入追加资本支出，按总金额计算摊销。

（10）折现率

A. 无风险利率 R_f 的估计

据同花顺查询的中国固定国债收益率曲线显示，于评估基准日，10 年期以上的国债到期收益率为 1.90%，故确定 1.90% 为无风险报酬率 R_f 。

B. 市场风险溢价的估计

市场风险溢价反映的是投资者因投资于风险相对较高的资本市场与投资于风险相对较低（或无风险）的债券市场所得到的风险补偿。它的基本计算方法是市场在一段时间内的平均收益水平和无风险报酬率之差额。

以沪深 300 指数 (CSI300) 作为估算中国市场风险资产收益率的基础。本次市场风险溢价水平为 6.31%。

C. 权益的系统风险系数的估计

β 系数是指投资者投资某公司所获报酬率的变动情况与股票市场平均报酬率的变动情况的相关系数。 β 系数的具体计算过程是：A) 计算股票市场的收益率和个别收益率。估算时股票市场的收益率以上证综合指数一个期间的变化来计算。个别收益率以单个公司某期间股票收盘价的变化来计算；B) 得出上述各期期间的收益率后，在某期期间段以股票市场的收益率为 x 轴，以单个公司个别收益率为 y 轴，得出一系列散点；C) 对上述散点进行回归拟合得出一元线性回归方程，该回归方程的斜率即为该单个公司的 β 系数。

由于新积域是非上市公司，且其所处行业较为特殊，目前上市公司中基本不存在可对比的同业公司，故采用行业平均 β 值经过一系列换算最终得出新积域的 β 系数。

通过查询同花顺 iFind 软件可知行业无财务杠杆的 β_u 值，然后取无财务杠杆的 β_u 的平均值按可比公司的资本结构计算得出新积域的 β 值。计算公式如下：

$$\beta = \beta_u (\text{平均}) \times [1 + D/E \times (1 - T)]$$

T 为新积域所得税率。2023 年 12 月 12 日，新积域获得上海市科学技术委员会、上海市财政局和国家税务总局上海市税务局颁发的 GR202331006891 号高新技术企业证书，有效期三年。本次评估对 2025 年 6-12 月及 2026 年的所得税率采用 15% 优惠税率计算，其后为谨慎起见，假设高新企业证书未能续期，按 25% 普通企业税率计算。

β_u 则选取同花顺行业分类中“同花顺-通信-通信服务-通信应用增值服务”行业平均无财务杠杆的 β 值 1.0000。评估基准日新积域付息债务为短期借款，账面金额为 2,000.00 万元，本次评估按企业自身资本结构考虑。

2025 年至 2026 年所得税率为 15%， β 系数为 1.1255，其后为 1.1107。

D. 个别风险调整系数或特定风险调整系数的估计

新积域是非上市公司，我们通过计算已上市的参照行业的平均风险在消除了资本结构的差异后来衡量新积域的风险，这还需分析新积域所具有的特有风险以确定企业特有风险补偿率。

综合考虑企业所处经营阶段、历史经营情况、企业的财务风险、企业业务市

场的连续性、企业经营业务、服务和地区的分布、企业内部管理及控制机制、管理人员的经验和资历和对主要客户及供应商的依赖等因素确定，本次评估特定风险调整系数取 2.81%。

序号	项目	因素权重 %(Ki)	评分					取值 (%)
			评分 (Pi)	很好	一般	较差	很差	
1	企业所处经营阶段	10	50	1-60	61-80	81-90	91-100	0.25
2	历史经营情况	10	50	1-60	61-80	81-90	91-100	0.25
3	企业的财务风险	10	60	1-60	61-80	81-90	91-100	0.30
4	企业业务市场的连续性	15	40	1-60	61-80	81-90	91-100	0.30
5	企业经营业务、服务和地区的分布	15	50	1-60	61-80	81-90	91-100	0.38
6	企业内部管理及控制机制	15	70	1-60	61-80	81-90	91-100	0.53
7	管理人员的经验和资历	15	60	1-60	61-80	81-90	91-100	0.45
8	对主要客户及供应商的依赖	10	70	1-60	61-80	81-90	91-100	0.35
合计		100						2.81

E. 权益资本成本的计算

分别计算不同所得税率情况下的权益资本成本：

$$r_e = r_f + MRP \times \beta_e + r_c = 1.90\% + 6.31\% \times 1.1255 + 2.81\% = 11.81\%$$

$$r_e = r_f + MRP \times \beta_e + r_c = 1.90\% + 6.31\% \times 1.1107 + 2.81\% = 11.72\%$$

F. 企业所得税税率 T 的取值

2023 年 12 月 12 日，新积域获得上海市科学技术委员会、上海市财政局和国家税务总局上海市税务局颁发的 GR202331006891 号高新技术企业证书，有效期三年。本次评估对 2025 年 6-12 月及 2026 年的所得税率采用 15% 优惠税率计算，其后为谨慎起见，假设高新企业证书未能续期，按 25% 普通企业税率计算。

G. 资本结构估计

采用迭代方法计算新积域 D/E 为 14.77%。

H. 折现率的计算

分别计算出不同所得税率情况下的折现率分别为 10.61%、10.49%。计算公

式如下：

$$r = r_e \times \frac{V_E}{V_E + V_{IBD}} + r_d \times \frac{V_{IBD}}{V_E + V_{IBD}} \times (1 - T)$$

I. 企业经营性资产价值

单位：万元

项目	2025 年 6-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续期
一、营业收入	13,771.96	21,350.16	23,234.71	24,674.71	25,430.71	26,186.71	
减：营业成本	12,247.45	18,737.72	20,377.87	21,629.06	22,248.98	22,848.37	
税金及附加	52.23	80.97	88.11	93.57	96.44	99.31	
销售费用	152.75	270.20	278.96	292.91	302.57	312.71	
管理费用	264.28	343.85	349.07	366.17	370.77	396.24	
财务费用	47.15	80.83	80.98	81.13	81.29	81.45	
二、营业利润	1,008.11	1,836.60	2,059.71	2,211.87	2,330.67	2,448.64	
三、利润总额	1,008.11	1,836.60	2,059.71	2,211.87	2,330.67	2,448.64	
减：所得税费用	151.22	275.49	514.93	552.97	582.67	612.16	
四、净利润	856.90	1,561.11	1,544.79	1,658.90	1,748.00	1,836.48	
加：折旧摊销	1.01	0.72	0.72	0.42	-	20.67	15.18
税后利息支出	38.80	66.52	58.70	58.70	58.70	58.70	
五、经营现金流	896.71	1,628.35	1,604.20	1,718.02	1,806.70	1,915.85	1,914.47
减：资本性支出	0.86	-	-	-	-	130.24	9.00
其中：更新资本支出	-	-	-	-	-	130.24	8.69
追加资本支出	0.86	-	-	-	-	-	0.32
减：营运资金追加额	-	1,387.08	722.22	529.98	277.11	275.75	-
六、企业自由现金流	895.85	241.27	881.98	1,188.04	1,529.59	1,509.86	1,905.47
七、折现率	10.61%	10.61%	10.49%	10.49%	10.49%	10.49%	10.49%
距离基准日年限(期中折现)	0.29	1.08	2.08	3.08	4.08	5.08	
八、折现系数	0.9712	0.8968	0.8126	0.7355	0.6656	0.6024	5.7423
九、各年折现值	870.03	216.37	716.71	873.74	1,018.13	909.57	10,941.79
十、企业经营性资产价值	15,546.34						

J. 非经营性资产、溢余资产分析

非经营性资产及溢余资产的账面值及评估值如下表所示：

单位：万元

资产项目	金额	负债项目	金额
交易性金融资产	2,909.91	应付职工薪酬	80.34
预付款项	1.41	应交税费	306.92
其他应收款	119.16	其他应付款	23.13
其他流动资产	16.98	一年内到期的非流动负债	243.99
使用权资产	685.18	其他流动负债	0.17
递延所得税资产	251.16	租赁负债	497.73
其他非流动资产	105.21	递延所得税负债	171.29
非经营性资产、溢余资产合计		2,765.45	

K. 付息债务的价值估算

评估基准日，新积域付息债务账面金额为 2,000.00 万元。

L. 被评估单位股东全部权益价值

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产价值-付息债务价值=15,546.34+2,765.45-2,000.00

=16,311.79(万元)

(二) 预测期营业收入及毛利率高于历史期的原因及合理性

1、历史期及预测期财务数据

(1) 标的公司历史年度相关财务数据

单位：万元

类别	2025 年 1-5 月	2024 年	2023 年 (未经审计)	2022 年 (未经审计)
营业收入	6,675.74	17,055.10	16,020.29	12,219.33
营业收入增速	-	6.46%	31.11%	-
营业成本	5,901.91	15,555.52	14,469.67	11,337.59
毛利率	11.59%	8.79%	9.68%	7.22%
利润总额	553.22	819.59	700.89	630.21
净利润	492.21	743.57	703.72	623.89

(2) 标的公司预测期财务数据

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
营业收入	20,447.71	21,350.16	23,234.71	24,674.71	25,430.71	26,186.71
增长率	19.89%	4.41%	8.83%	6.20%	3.06%	2.97%
营业成本	18,149.35	18,737.72	20,377.87	21,629.06	22,248.98	22,848.37
毛利率	11.24%	12.24%	12.30%	12.34%	12.51%	12.75%
利润总额	1,561.33	1,836.60	2,059.71	2,211.87	2,330.67	2,448.64
净利润	1,349.11	1,561.11	1,544.79	1,658.90	1,748.00	1,836.48

标的公司营业收入主要是为客户提供在线客服收入，由客户根据自身需求要求企业配置相应的座席数量，按此数量结合在线时长予以支付报酬。自 2025 年除存量项目外，标的公司新增了 3C 项目、家电项目、养车项目和运营商项目，收入增速较快，预测期其他年度收入仅考虑了现有客户业务的自然增长，未考虑客户流失及新增因素（按照标的公司历史情况，新增客户大于流失客户），增速相对平稳。

2、毛利率变化合理性说明

历史期及预测期营业成本构成如下表所示：

单位：万元、%

项目	2024 年		2025 年		2026 年		2027 年		2028 年		2029 年		2030 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
人工费	13,939.68	89.61	16,423.72	90.49	17,010.80	90.78	18,591.76	91.24	19,780.90	91.46	20,335.22	91.40	20,874.02	91.36
电信服务	580.44	3.73	584.23	3.22	584.23	3.12	613.44	3.01	644.12	2.98	676.32	3.04	710.14	3.11
租赁费	434.56	2.79	536.24	2.95	536.24	2.86	536.24	2.63	536.24	2.48	536.24	2.41	536.24	2.35
物资采购	392.58	2.52	357.97	1.97	357.97	1.91	375.87	1.84	394.67	1.82	414.40	1.86	426.83	1.87
咨询服务费	47.78	0.31	58.24	0.32	58.24	0.31	61.15	0.30	64.21	0.30	67.42	0.30	70.79	0.31
水电费	23.52	0.15	25.58	0.14	26.86	0.14	8.20	0.14	29.61	0.14	31.10	0.14	32.65	0.14
差旅费	69.32	0.45	95.02	0.52	95.02	0.51	99.77	0.49	104.76	0.48	109.99	0.49	115.49	0.51
其他	66.72	0.43	67.63	0.37	67.63	0.36	71.01	0.35	74.56	0.34	78.29	0.35	82.20	0.36
摊销	0.90	0.01	1.02	0.01	0.72	0.00	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	15,555.52	100.00	18,149.65	100.00	18,737.72	100.00	20,377.87	100.00	21,629.06	100.00	22,248.98	100.00	22,848.37	100.00

注：因 2022 年和 2023 年财务报表未经审计，营业成本未按统一口径调整，故未列示。

营业成本中人工费约占营业成本的 90%左右，不同项目略微有差异，同一项目的人工费会随着营业收入的增加同比例增加。人工费与职场所在地的人均工资水平存在正向匹配关系，对毛利率的影响相对稳定。

电信服务费约占营业成本的 3%左右。标的公司的电信服务费主要包括线路费及通讯费，其中通讯费按照通话时间计算费用，线路费按照带宽大小每月固定缴纳月租费用。因此电信服务费增加幅度与营业收入存在正向匹配关系，但与营业收入不能线性匹配。

租赁费约占营业成本的 2.5%左右。租赁费为标的公司租赁房屋发生的租金费用，其变动主要受租金金额、租金增长率、租赁面积及地方租金减免政策影响。目前标的公司仍有部分职场存在空余席位供新增业务使用。

物资采购主要包括办公用品和运维类设备采购，物资采购费用会随业务收入增加而有所增加，但与营业收入并非线性匹配关系，主要与职场数量相关，不增设新职场物资采购费增加有限，因预测期职场新设有限，且新设职场中该部分费用政府会承担，因此对毛利率影响较小。

综上所述，营业成本中人工费、电信服务和租赁费的变动是影响毛利率的主要因素。人工费会随着营业收入的增长同步增加。电信服务费、咨询费、物资采购费用的增加幅度与营业收入存在正向匹配关系，但与营业收入并非线性匹配关系。租赁费与营业收入变动无明显关系。随着业务不断增长，规模效应的影响使预测期毛利率相较历史期毛利率有所增加。

二、市场法及收益法下可比公司选择不一致的原因及合理性，并按照相同可比公司测算两种方法下的估值情况；

（一）市场法及收益法下可比公司选择不一致的原因及合理性

收益法下在对比毛利率时选择的可比公司主要关注了业务相关性，市场法选取样本时更不仅注重行业相关性，同时还要考虑市场流动性、历史盈利状况等因素。收益法选择的可比公司中因不满足市场法选择的标准要求，在市场法估值时没有选取，具体原因如下：财安金融、普瑾特和皇嘉财务因属于新三板挂牌公司，不属于沪深交易所上市公司，市场流动性较差，市场法估值时予以剔除；国安股

份因 2023 年及 2024 年亏损，无法作为市场法的参照上市公司，因此予以剔除；世纪恒通因上市未满三年，不满足作为市场法估值需要上市满三年的要求，因此予以剔除；京北方 2024 年业务重分类，重分类后在行业分类中属于“计算机-软件开发-垂直应用软件”，业务以软件及 IT 解决方案业务为主，不再符合行业相关性要求，调整后的市场法估值也未再选择作为可比公司。

本次市场法估值可比公司要求选取 A 股上市公司作为可比公司，因国内 BPO 企业泰盈科技集团股份有限公司、万声通讯实业有限公司、杭州春客网络科技有限公司、大连金慧融智科技股份有限公司等均为非 A 股上市公司，前述公司均无法作为市场法估值可比公司。

调整后的市场法估值与收益法估值选取了相同行业，即：通信-通信服务-通信应用增值服务行业，收益法选取该行业的 β 值作为计算折现率参数，市场法选取该行业内上市公司作为估值可比公司。该行业上市公司主要包括顺网科技、吴通控股、润泽科技、国安股份和世纪恒通等，因国安股份和世纪恒通不符合市场法可比公司选取要求，最终选择顺网科技、吴通控股和润泽科技作为市场法估值可比公司，与收益法行业 β 值取值保持一致。

（二）按照相同可比公司测算两种方法下的估值情况

1、收益法估值情况

标的公司按照收益法计算结果是 16,311.79 万元，收益法的计算过程请见问题二的一、（一）“主要参数预测依据及测算过程”。

2、市场法估值情况

（1）评估方法选择

市场法是通过将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值的一种方法。在市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指通过对资本市场上与被评估企业处于同一或类似行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率或经济指标，在与

被评估企业比较分析的基础上，得出评估对象价值的方法；而交易案例比较法是指通过分析并评估企业处于同一或类似行业的公司的买卖、收购及合并案例，获取并分析这些交易案例的数据资料，计算适当的价值比率或经济指标，得出评估对象价值的方法。

考虑到交易案例比较法由于受数据信息收集的限制而无法充分考虑评估对象与交易案例的差异因素对股权价值的影响，另一方面与证券市场上存在一定数量的与被评估企业类似的上市公司，且交易活跃，交易及财务数据公开，信息充分，故本次市场法评估采用上市公司比较法。

（2）可比上市公司选择

1）可比上市公司选择原则

可比上市公司的选择原则

根据《资产评估准则-企业价值》的要求，市场法评估应当选择与被评估企业有可比性的公司或者案例。本次评估确定的可比上市公司选择原则如下：

- ①可比公司从事的行业或其主营业务与被评估企业相关；
- ②企业业务结构和经营模式类似；
- ③可比公司企业规模、经营能力、财务风险、盈利能力及成长能力主要的财务指标尽可能与评估对象接近；
- ④可比公司必须有至少三年以上的上市历史。

2）可比上市公司选择结果

根据上述原则，评估人员选取到了顺网科技（300113.SZ）、吴通控股（300292.SZ）及润泽科技（300442.SZ）三家公司作为可比公司。

（3）比率乘数的选择

就服务行业而言，价值比率通常选择市盈率（PE）、市净率（PB）、企业价值与折旧息税前利润比率（EV/EBITA）、企业价值与税后经营收益比率（EV/NOIAT）等。在上述四个指标中，企业价值与折旧息税前利润比率（EV/EBITA）、企业价值与税后经营收益比率（EV/NOIAT）侧重企业整体价值的判断；而市盈率（PE）、市净率（PB）侧重股东权益价值的判断，以合理确定评估对象的价值为目的。

上海新积域属于人力密集型、轻资产类型企业，固定资产较少，所使用的办公设备及经营场地均为租赁，盈利相对稳定、波动较小，适用于采用市盈率（PE），不适宜市净率（PB）。经过综合分析，本次价值比率选用采用市盈率（PE）。

评估公式为：

目标公司股权价值=目标公司净利润×目标公司 P/E

其中：目标公司 P/E=修正后可比公司 P/E 的加权平均值=可比公司 P/E×可比公司 P/E 修正系数×权重

可比公司 P/E 修正系数=∏影响因素 A_i 的调整系数

影响因素 A_i 的调整系数=目标公司系数/可比公司系数

被评估单位股东全部权益价值=被评估单位经营性净利润账面值×PE×（1-缺乏流动性折扣）+非经营性资产及溢余资产评估值-有息负债

（4）评估过程

1）上海新积域财务报表

截至评估基准日 2025 年 5 月 31 日，上海新积域经审计的财务情况见下表：

金额单位：人民币万元

财务状况	2024 年度		2025 年 1-5 月	
	合并报表数	母公司	合并报表数	母公司
总资产	7,366.93	6,333.10	9,789.65	8,535.24
总负债	3,399.73	3,302.81	5,330.24	5,249.29
净资产	3,967.20	3,030.29	4,459.41	3,285.96
归属于母公司股东的所有者权益	3,967.20	---	4,459.41	---
营业收入	17,055.10	16,898.49	6,675.74	6,430.62
利润总额	819.59	675.59	553.22	304.22
净利润	743.57	606.77	492.21	255.66
归属于母公司股东的净利润	743.57	---	492.21	---

2）可比公司选择

根据上述上海新积域的资产规模、收益能力，通过查询分析并比较，最终选取了从资产规模、资本规模、收入规模、归属于母公司的净资产等财务指标具有较高的可比性的顺网科技、吴通控股、润泽科技 3 家上市公司作为此次评估的可比公司。可比公司财务信息如下表：

单位：元

证券简称	顺网科技	吴通控股	润泽科技
总资产	2,797,195,815.03	2,502,154,582.32	31,308,886,649.72
净资产	2,283,231,326.30	1,388,167,334.58	11,550,106,958.33
归属于母公司股东所有者权益	2,228,774,683.59	1,379,566,001.20	9,965,729,329.71
营业收入	1,839,548,542.96	4,355,260,873.85	4,364,829,477.47
净利润	282,584,699.36	99,243,074.00	1,818,699,408.41
归属于母公司所有者的净利润	251,883,374.80	92,299,534.84	1,790,336,174.26

注：表中数据来源：同花顺；数据口径为合并报表。

3) 上海新积域与可比公司比较分析

参经常用的公司核心竞争力评价指标体系，本次对比因素共分为五项：企业规模、经营能力、风险管理能力、盈利能力和成长能力。

因被评估单位作为比较基准和调整目标，因此将被评估单位各指标系数均设为 100，可比上市公司各指标系数与被评估单位比较后确定，低于被评估单位指标系数的则调整系数小于 100，高于则大于 100。

①修正因素及财务比率的确定

本次评估从企业规模、经营能力、风险管理能力、盈利能力和成长能力五个方面来评价企业。

通过同花顺 iFinD 查询得到可比公司的各项指标数据。修正因素及财务比率如下：

可比公司及被评估企业情况表

项目\公司名称				待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
				上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
					300113.SZ	300292.SZ	300442.SZ
市 值	1	股本	万股		69,428.72	134,176.50	154,121.93
	2	基准日前 30 日交易均价	元/股		15.90	5.34	41.39
	3	市值	万元		1,104,068.06	717,123.74	6,379,763.06
	4	调整后股权价值	万元		1,047,549.83	749,095.81	7,665,305.02
企 业 规 模	5	总资产	万元	7,366.93	279,719.58	250,215.46	3,130,888.66
	6	净资产	万元	3,967.20	228,323.13	138,816.73	1,155,010.70
	7	付息债务	万元	500.00	0.00	41,457.61	1,060,055.60

项目\公司名称			单位	待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
				上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
					300113.SZ	300292.SZ	300442.SZ
	8	营业收入	万元	17,055.10	183,954.85	435,526.09	436,482.95
	9	利润总额	万元	819.59	32,309.19	11,517.06	182,926.95
	10	财务费用	万元	83.06	(1,097.92)	922.70	24,741.79
	11	息税前利润 EBIT	万元	902.65	31,211.26	12,439.76	207,668.74
	12	净利润	万元	696.58	28,258.47	9,924.31	181,869.94
经营能力	13	应收账款周转率	次	4.57	20.02	14.53	4.04
	14	流动资产周转率	次	2.91	1.31	2.05	0.63
	15	总资产周转率	次	2.69	0.70	1.75	0.16
财务风险	16	流动比率		2.40	2.95	1.94	1.49
	17	资产负债率	%	46.15	18.37	44.52	63.11
盈利能力	18	销售毛利率	%	8.79	41.13	10.47	48.93
	19	销售净利率	%	4.36	15.36	2.28	41.67
	20	成本费用利润率	%	5.03	20.78	2.75	64.48
	21	净资产收益率	%	18.74	11.86	6.92	19.37
成长能力 (三年)	22	营业收入复合增长率	%	12.48	17.22	0.96	84.80
	23	净利润复合增长率	%	11.25	51.06	21.86	421.50
	24	总资产复合增长率	%	21.34	(2.12)	(1.71)	188.66

委估对象及比较案例因素条件比较和打分表

项目\公司名称		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
P/E			42.92	50.77	50.51
企业规模	总资产（万元）	7,366.93	279,719.58	250,215.46	3,130,888.66
	归母净资产（万元）	3,967.20	228,323.13	138,816.73	1,155,010.70
	营业收入（万元）	17,055.10	183,954.85	435,526.09	436,482.95
经营能力	应收账款周转率（次）	4.57	20.02	14.53	4.04
	流动资产周转率（次）	2.91	1.31	2.05	0.63
	总资产周转率（次）	2.69	0.70	1.75	0.16
财务风险	流动比率	2.40	2.95	1.94	1.49

项目\公司名称		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
	资产负债率 (%)	46.15	18.37	44.52	63.11
盈利能力	销售毛利率 (%)	8.79	41.13	10.47	48.93
	销售净利率 (%)	4.36	15.36	2.28	41.67
	净资产收益率 (%)	18.74	11.86	6.92	19.37
成长能力 (三年)	营业收入复合增长率 (%)	12.48	17.22	0.96	84.80
	净利润复合增长率 (%)	11.25	51.06	21.86	421.50
	总资产复合增长率 (%)	21.34	-2.12	-1.71	188.66

②修正系数的确定

本次修正系数采用各项财务指标用同花顺系统可查询到的及经测算的上海新积域指标进行对比测算。

A. 企业规模修正

企业规模指标包括总资产、归属于母公司净资产、营业收入。其中总资产占比为 30%，归母净资产占比 30%，营业收入占比 40%，得出各指标计算后企业规模值。详见下表：

比较因素		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
企业规模	总资产	30%	3696.96%	3296.47%	42399.22%
	归母净资产	30%	5655.28%	3399.11%	29014.02%
	营业收入	40%	978.59%	2453.64%	2459.25%
	小计	100%	3197.00%	2990.00%	22408.00%

本次对规模的系数修正按照可比公司与被评估单位的规模差异率进行修正，分数调整具体情况为：修正幅度最大值为 20 个点，具体情况为：5 以内不修正；5-10%以内修正 4 个基点；10-20 内修正 8 个基点；20-50 内修正 12 个基点；50-80 修正 16 个基点；80 以上修正 20 个基点，正数则向上修正，负数则向下修正。

B. 经营能力修正

经营能力修正主要是针对应收账款周转率、流动资产周转率、总资产周转率。其中应收账款周转率占比 30%，流动资产周转率 30%，总资产周转率 40%，得出各指标计算后经营能力值。详见下表：

比较因素		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
经营能力	应收账款周转率	30%	338.10%	217.85%	-11.67%
	流动资产周转率	30%	-54.91%	-29.48%	-78.54%
	总资产周转率	40%	-73.94%	-35.08%	-94.06%
	小计	100%	55.00%	42.00%	-65.00%

本次对经营能力的系数修正按照可比公司与被评估单位的规模差异率进行修正,修正幅度最大值为 20 个点,具体情况为:0-10%以内修正 4 个基点;10%-20%内修正 8 个基点;20%-30%内修正 12 个基点;30%-40%修正 16 个基点;40%-50%修正 20 个基点,正数则向上修正,负数则向下修正。

C. 财务风险修正

财务风险指标包括流动比率和资产负债率。其中流动比率占比 20%,资产负债率 80%,得出各指标计算后风险管理能力值。详见下表:

比较因素		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
财务风险	流动比率	20%	22.97%	-19.11%	-37.97%
	资产负债率	80%	-60.18%	-3.53%	36.75%
	小计	100%	-44.00%	-7.00%	22.00%

本次对风险管理能力的系数修正按照可比公司与被评估单位的规模差异率进行修正,修正幅度最大值为 20 个点,具体情况为:0-10%以内修正 4 个基点;10%-20%内修正 8 个基点;20%-30%内修正 12 个基点;30%-40%修正 16 个基点;40%-50%修正 20 个基点,正数则向上修正,负数则向下修正。

D. 盈利能力修正

盈利能力指标包括销售毛利率、销售净利率、净资产收益率。其中销售毛利率占比 40%,销售净利率占比 30%,净资产收益率 30%,得出各指标计算后盈利能力值。详见下表:

比较因素		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
盈利能力	销售毛利率	40%	367.75%	19.13%	456.49%
	销售净利率	30%	252.34%	-47.73%	855.71%
	净资产收益率	30%	-36.72%	-63.07%	3.33%

比较因素		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
	小计	100%	212.00%	-26.00%	440.00%

本次对盈利能力的系数修正按照可比公司与被评估单位的规模差异率进行修正,修正幅度最大值为 20 个点,具体情况为:0-10%以内修正 4 个基点;10%-20%内修正 8 个基点;20%-30%内修正 12 个基点;30%-40%修正 16 个基点;40%-50%修正 20 个基点,正数则向上修正,负数则向下修正。

E. 成长能力修正

成长能力指标包括营业收入复合增长率、净利润复合增长率、总资产复合增长率、毛利率复合增长率。其中营业收入复合增长率占比 30%,净利润复合增长率占比 30%,总资产复合增长率 20%、毛利率复合增长率 20%,得出各指标计算后成长能力值。详见下表:

比较因素		待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
成长能力	营业收入复合增长率	33%	38.00%	-92.29%	579.38%
	净利润复合增长率	33%	353.95%	94.37%	3,647.10%
	总资产复合增长率	34%	-109.94%	-108.02%	784.10%
	小计	100%	92.00%	-36.00%	1,661.00%

本次对成长能力的系数修正按照可比公司与被评估单位的规模差异率进行修正,修正幅度最大值为 20 个点,具体情况为:0-10%以内修正 4 个基点;10%-20%内修正 8 个基点;20%-30%内修正 12 个基点;30%-40%修正 16 个基点;40%-50%修正 20 个基点,正数则向上修正,负数则向下修正。

③被评估单位、可比上市公司财务数据调整

A. 对非市场因素的调整

所谓非市场因素调整主要是指对被评估单位和可比公司历史数据中由于关联交易或其他因素造成的非市场价格交易数据因素进行分析、确认和调整。由于本次评估的价值形态为持续经营假设前提下的市场价值,因此对于被评估单位和可比公司中可能存在的非市场因素的收入和支出项目进行市场化处理,以确认所有的收入、支出项目全部是市场化基础的数据,剔除非市场化的因素。

B. 非经营性资产、负债的确认与调整

a、被评估单位非经营性资产、负债

所谓非经营性资产在这里是指对企业主营业务没有直接“贡献”的资产。企业中不是所有的资产对其主营业务都有直接贡献，有些资产可能对主营业务没有直接“贡献”。

截至评估基准日，非经营性资产负债的评估结果为-161.81 万元。

b、可比上市公司非经营性资产、负债

与被评估单位一样需要对可比上市公司的非市场因素、非经营性资产及负债进行确认和分析调整，目的是增强业务对比基础的一致性和可比性。

调整后净资产=基准日净资产-非经营性资产及负债调整额

非经营性资产及负债调整额=交易性金融资产+衍生金融资产+应收账款+预付款项+其他应收款+合同资产+其他流动资产+递延所得税资产+长期股权投资-合同负债-其他应付款-递延收益-其他流动负债-短期借款-长期借款

④被评估单位市盈率（P/E）的确定

评估基准日可比上市公司 P/E 的确定

A. 可比上市公司 P/E 以上市公司评估基准日前 30 日的加权平均交易价格乘以评估基准日股本计算评估基准日的股权价值；

B. 根据各可比上市公司净利润计算 P/E：

$P/E = (\text{股权价值}) / (\text{净利润} - \text{非经营性损益调整额} - \text{净利润口径})$

其中：股权价值=基准日股本总额×前 30 日交易均价

具体数据如下：

项目\公司名称	单位	可比上市公司 1	可比上市公司 2	可比上市公司 3
		顺网科技	吴通控股	润泽科技
股本	万股	69,428.72	134,176.50	154,121.93
基准日前 30 日交易均价	元/股	15.90	5.34	41.39
市值	万元	1,104,068.06	717,123.74	6,379,763.06
调整后股权价值	万元	1,047,549.83	749,095.81	7,665,305.02
P/E		42.92	50.77	50.51

根据上述分析计算得出的修正系数，计算得出可比上市公司综合修正后的 P/E，按平均值作为被评估单位的 P/E，计算结果如下表：

项目	待估对象	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
	上海新积域	顺网科技	吴通控股	润泽科技
可比上市公司 P/E		42.92	50.77	50.51
企业规模修正系数	100	112	112	120
经营能力修正系数	100	120	116	80
财务风险修正系数	100	84	100	108
盈利能力修正系数	100	120	92	120
成长能力修正系数	100	120	88	120
修正后 P/E		26.40	48.27	33.83
修正后 P/E 均值		36.17		

⑤缺少流通性折扣的估算

因本次选用的可比公司均为上市公司，其股份具有很强的流动性，而评估对象为非上市公司，因此需考虑缺乏流动性折扣。

市场流动性是指在某特定市场迅速地以低廉的交易成本买卖证券而不受阻的能力。

市场流动性折扣(DLOM)是相对于流动性较强的投资，流动性受损程度的量化。一定程度或一定比例的市场流动性折扣应该从该权益价值中扣除，以此反映市场流动性的缺失。

不可流通折扣率的估算借鉴国际上研究缺乏流通性折扣率的有关方法，对于非上市公司股权不可流通折扣率，我们可以从新股发行定价研究这一角度进行估算，所谓新股发行定价就是研究国内上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流通折扣的方式。新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格，它不是一个股票市场的交易价，但是一个公平交易价。我们可以通过研究新股发行价与上市后的交易价之间(可以选择上市后第一个交易日收盘价、上市后 30 个交易日均价、60 个交易日均价以及 90 个交易日的均价)的差异来定量研究缺少流通折扣。当新股上市后这种有效的交易市场机制就形成了，因此我们可以认为在这两种情况下价值的差异就是由于有和没有形成有效市场交易机制的因素造成的。

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较估算缺少流通折扣率计算表(2025)

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		非流动性折扣比率
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
1	采掘业	17	17.55	63	24.26	27.67%
2	电力、热力、煤气、水的生产和供应业	91	21.35	108	26.98	20.87%
3	房地产业	41	30.24	42	40.58	25.49%
4	建筑业	22	23.51	59	29.85	21.24%
5	交通运输、仓储业	39	16.87	95	23.13	27.05%
6	银行业	47	0.50	43	0.58	13.74%
7	证券、期货业	48	29.75	49	37.66	21.01%
8	其他金融业	86	26.47	16	35.41	25.24%
9	社会服务业	477	30.31	162	45.79	33.81%
10	农、林、牧、渔业	9	29.03	21	43.08	32.62%
11	批发和零售贸易	128	30.84	122	43.94	29.82%
12	信息技术服务业	72	43.95	195	63.32	30.59%
13	计算机、通信和电子设备制造业	23	39.96	351	57.72	30.76%
14	机械、设备、仪器仪表制造业	80	32.68	738	43.95	25.65%
15	金属、非金属制造业	31	26.66	221	36.36	26.67%
16	石油、化学、塑胶、塑料制造业	51	29.98	352	40.04	25.12%
17	食品、饮料制造业	16	26.51	137	37.91	30.07%
18	医药、生物制品制造业	10	24.50	210	39.08	37.31%
19	其他制造行业	20	26.09	147	35.97	27.46%
20	合计/平均值	1,308		3,131		26.96%

本次缺少流动性折扣取信息技术服务业的平均值为 30.59%。

4) 计算企业股东全部权益价值

被评估单位股东全部权益价值=被评估单位经营性净利润账面值×PE×（1-缺乏流动性折扣）+非经营性资产及溢余资产评估值-有息负债

根据以上公式计算的结果如下：

项目	待估对象
	上海新积域
修正后 P/E 均值	36.17

项目	待估对象
委估企业基准日调整后净利润（万元）	696.58
修正后股权评估值（万元）	25,193.06
流通性折扣比例	30.59%
扣除流通性折扣的股权评估值（万元）	17,487.24
非经营性资产（万元）	-161.81
股权评估值（万元）	17,325.43

采用市场法评估，评估对象的股东全部权益价值为 17,325.43 万元。

三、结合标的公司历史财务数据、前次股权转让及对应估值情况，说明本次评估值较前次大幅增长的原因及合理性，并充分提示本次交易产生的大额商誉减值风险；

标的公司成立之初，主营业务定位包括 BPO 业务和通讯相关业务两大类业务。2014 年 10 月侯兴刚将所持标的公司 35%的股权作价 3.5 万元转让给商志骏，其中侯兴刚负责拓展标的公司的 BPO 业务，商志骏主要负责拓展标的公司的通讯相关业务，主要包括宽带销售、弱电工程等业务。

截至 2021 年，通讯业务的拓展不及预期，且未来发展持续萎缩，商志骏提出转让标的公司股权，经双方协商，按照标的公司成立以来的未分配利润作为作价依据，即将标的公司累计的未分配利润按照持股比例分配给商志骏。根据 2020 年标的公司财务报表，其中 2020 年 12 月 31 日的未分配利润为 1,127.68 万元，按照持股 35%计算为 394.69 万元。以此为作价依据商志骏将所持 35%的股权转让给吴海燕，本次股权转让实质上是原股东商志骏将属于自己的累计分红以股权转让款的形式进行了分配。

前次股权转让主要因素为标的公司业务转型，并非完全市场行为，与上市公司收购股权的经济行为不存在关联性。

本次交易形成的商誉减值风险。本次交易完成后，公司合并资产负债表中将形成约 7,600 万元的商誉。根据《企业会计准则》规定，本次交易形成的商誉不作摊销处理，但需在未来每年年末进行减值测试。如果标的公司未来经营状况恶化，因本次交易完成所形成的相应商誉将面临计提资产减值的风险，从而对公司的损益情况造成重大不利影响，提请投资者注意。

四、结合同行业可比相关交易案例、可比公司估值情况等，说明本次评估采取收益法作为最终评估结论的原因，本次估值是否合理、公允，交易双方是否存在其他应披露未披露的利益安排。请评估机构发表意见。

经查询,与标的公司业务有一定相关性的交易案例如下:

股票简称	股票代码	标的公司	是否控股	年度	静态市盈率 (倍)	动态市盈率 (倍)
恒拓开源	834415.BJ	亿迅信息 40%股权	否	2021	19.75	10.88
亨通光电	600487.SH	电信国脉 41%股权	是	2015	13.66	10.10
		电信国脉 10.9%股权	是	2016	13.66	10.10
外服控股	600662.SH	远茂股份 45.9%股权	是	2022	17.93	10.00
中嘉博创	000889.SZ	嘉华信息 100%股权	是	2017	26.63	10.89
强生控股	600662.SH	上海外服 100%股权	是(借壳)	2021	14.64	15.40
北京城乡	600861.SH	北京外企 100%股权	是	2022	15.56	17.12
科锐国际	300662.SZ	Investigo Limited 的 100%股权	是	2018	11.07	未设置
平均值					17.03	12.40
中位数					15.56	10.89

注 1: 亨通光电收购电信国脉的股权, 前后间隔时间较短, 在计算平均值和中位数时, 按一次并购计算。

注 2: 科锐国际收购 Investigo Limited 时, 未设置业绩承诺, 因此计算动态市盈率时扣除。

静态市盈率计算公式为整体估值除以前一年的净利润, 上述可比交易案例中, 静态市盈率平均为 17.03 倍, 中位数为 15.56 倍。可比交易的静态市盈率区间为 11.07-26.63, 本次收购对应的静态 PE 为 21.94 倍, 在可比交易市盈率区间范围内, 处于合理范围。

动态市盈率计算公式为整体估值除以业绩承诺期平均净利润。本次评估收益法结果的动态 PE 是 10.70 倍。上述可比交易案例中, 动态市盈率平均为 17.03 倍, 中位数为 15.56 倍。可比交易的动态市盈率区间为 10.00-17.12 倍, 中位数为 12.40 倍, 中位数 10.89 倍。标的公司动态市盈率低于平均数和中位数, 在可比交易市盈率区间范围内, 估值合理。

综上所述，本结论相对合理、公允，交易双方不存在其他应披露未披露的利益安排。

【评估机构发表意见】

（一）核查方式及核查程序

就前述事项，评估人员履行了以下核查程序：

1、与公司创始人访谈了解标的公司的业务模式、所处行业的发展状况、主要竞争对手以及标的公司所处行业地位等，了解标的公司业务发展现状及未来拓展空间；

2、获取并核查标的公司业务合同、财务凭证、客户及银行对账单等资料；

3、查阅标的公司评估明细表、收益法预测表等评估资料；

4、查阅标的公司所在行业的相关政策、行业信息、当地政府奖励政策；

5、查阅同行业可比交易上市公司披露文件，分析可比交易的评估方法选择情况；

6、查阅本次交易《股权转让协议》，并与相关法规要求进行比对，分析本次交易业绩承诺的合法合规性。

（二）核查意见

经核查，评估人员认为：

1、收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，是以资产的预期收益为价值标准，反映了企业各项资产的综合获利能力的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府调控以及资产的有效使用等多种条件的影响。市场法从外部市场价格考虑，其结果会受到市场投资环境、投机程度、以及投资者信心等一些因素影响。从评估方法和评估结果来看两种方法均有一定的合理性和适用性。

2、市场法结果可能受到市场情绪以及流动性折扣率数据偏差等影响较大，而收益法结果为内含价值。

收益法能精准反映持续盈利能力，当企业拥有稳定或可预测的未来收益时，

收益法通过折现未来现金流（如 FCFF、FCFE）或经济利润，能直接量化其持续经营价值，尤其适用于轻资产、高成长性 or 依赖无形资产的企业的价值评估。

相较于市场化法，收益法弱化市场波动干扰，市场法依赖可比公司或交易案例的公开数据，但资本市场短期波动、行业周期或可比样本稀缺（如细分领域龙头企业）、参考企业业务收入渠道与标的公司存在差异等可能导致估值失真，收益法则通过内在财务模型规避即时市场噪音适配非标准化资产。

若企业业务独特（如专有技术、垄断性资源）、缺乏真正可比对象，市场法的价值比率难以直接应用，而收益法可基于定制化假设构建估值模型。

收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，是以资产的预期收益为价值标准，反映了企业各项资产的综合获利能力的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府调控以及资产的有效使用等多种条件的影响。市场法从外部市场价格考虑，其结果会受到市场投资环境、投机程度、以及投资者信心等一些因素影响。从上市公司案例来看，与标的企业业务关联性均较小，行业毛利率均高于标的企业行业，可比性较低，故不适合采用市场法结论。

据此，本次评估采用收益法评估结果作为本次评估结论更能反映企业价值。

3、本次收益法评估定价公允，不存在其他应披露未披露的利益安排。

（本页无正文，为《关于上海证券交易所〈关于广东梅雁吉祥水电股份有限公司购买资产的问询函〉之回复》之签字页）

深圳市国誉资产评估房地产土地估价顾问有
限公司



二〇二五年八月二十九日

资产评估师：



资产评估师：

