证券代码:605289 证券简称:罗曼股份 公告编号:2025-041

上海罗曼科技股份有限公司关于上海证券交易所对公司资产收购及股权转让相关事项的监管工作函的回复公告

重要风险提示:

一、收购整合风险

标的公司主要从事AIDC算力基础设施集成服务业务,公司主营业务与标的公司主营业务属于不同的行业,本次交易前上市公司无相关行业的管理经验,公司的运营管理能力、协调整合能力等将面临一定的考验。本次交易存在收购整合风险。

二、标的公司成立时间较短,业务规模相对较小,存在未来实际收益不达预期风险

标的公司成立于2023年12月,成立时间较短。目前,标的公司业务规模相对较小,市场份额较低,仍处于持续快速发展阶段。若未来发生宏观经济波动、产业政策变化、市场竞争环境改变等不利情况,标的公司可能要面对未来实际收益不达预期风险。

三、业绩承诺不达标风险

标的公司2025年度、2026年度、2027年度累计扣除非经常性损益后的净利润应不低于40,000万元,公司与交易相关方就业绩承诺约定了业绩补偿条款。以上业绩承诺目标,是基于标的公司当前经营情况和未来发展规划,并结合其所在行业的前景趋势等因素制定,但由于标的公司业绩承诺的实现情况会受到国家和行业政策、宏观经济、行业市场、经营管理以及市场不达预期等风险,经营业绩存在不确定性风险,从而对公司的经营成果造成影响。

四、增值率较高及商誉减值的风险

标的公司收益法评估值为51,308.00万元,短期增值率较高,本次收购完成后将在公司的合并资产负债表中形成一定金额的商誉。根据《企业会计准则》的相关规定,本次收购形成的商誉将在每年进行减值测试,若标的公司未来经营活动出现不利变化,则商誉将存在减值风险。

一、关联交易概述

(一)本次交易的基本情况

1、本次交易概况

(1)交易概况

2025年8月5日,公司与武桐科技、武桐高新、公司控股股东、实际控制人孙建鸣先生及其一致行动人罗景投资、上海八荒签订了《关于上海武桐树高新技术有限公司之控股权收购框架协议》,公司拟使用自有或自筹资金收购武桐科技持有的标的公司39.2308%股权,同时公司控股股东、实际控制人孙建鸣先生及其一致行动人罗景投资与上海八荒签订了《关于上海罗曼科技股份有限公司之股份转让协议》(以下简称"《股份转让协议》"),约定孙建鸣、罗景投资拟通过协议转让方式向上海八荒合计转让公司无限售流通股份5,500,000股,占公司总股本的5.0455%。其中,孙建鸣拟转让数量为4,155,000股,占公司总股本的3.8117%,罗景投资拟转让数量为1,345,000股,占公司总股本的1.2339%。上海八荒拟受让公司股份5,500,000股,占公司总股本的5.0455%,协议转让交易完成后,上海八荒将成为公司持股5%以上股东。具体内容详见公司于2025年8月6日在上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)及指定媒体上披露的《关于签署股权收购框架协议暨关联交易的公告》(公告编号:2025-033)《关于公司股东协议转让公司部分股份的提示性公告》(公告编号:2025-034)。

截至目前,对标的公司的审计工作已经完成,公司与标的公司及交易各方签署了《股权转让协议》等一揽子合同,拟以现金19,615.40万元收购武桐科技持有的标的公司39.2308%的股权。本次交易完成后,公司将成为标的公司第一大股东,公司委派董事由提标的公司董事会席位五分之三,标的公司财务负责人将由公司推荐的人员担任,并由标的公司董事会聘任,对其经营、人事、财务等事项拥有决策权,标的公司将纳入公司合并报表范围,成为公司控股子公司。

(2)本次交易的目的和原因

本次交易有助于公司拓展新市场领域。交易完成后,通过罗曼股份与武桐高新在技术研发环节深化合作、在市场资源方面加强协同,推动双方实现技术、渠道等资源的高效共享与合作价值共创,进而进一步提升客户合作稳定性与粘性,为公司拓展多元化收入来源、获取更多利润增长空间奠定基础。

2、本次交易的交易要素

交易事项(可多选)	√购买 □置换□其他,具体为:
交易标的类型(可多选)	√股权资产 □非股权资产
交易标的名称	上海武桐树高新技术有限公司39.2308%的股权
是否涉及跨境交易	□是 √否
是否属于产业整合	□是 √否
交易价格	√已确定,具体金额(万元): 19,615.40 □尚未确定
资金来源	√自有资金 □募集资金 √银行贷款[注1]□其他:_____
支付安排	□全额一次付清,约定付款时点: √分期付款,约定分期条款;详见本公告"五、交易协议的主要内容及履约安排"之"(一)《股权转让协议》"之"3、支付方式"的有关内容
是否设置业绩对赌条款	√是 □否详见本公告"五、关联交易合同或协议的主要内容和履约安排"之"(一)《股权转让协议》"之"5)业绩承诺"以及本公告"五、关联交易合同或协议的主要内容和履约安排"之"(二)《业绩补偿协议》"的有关内容。

注1:公司于2025年9月3日召开了第四届董事会第三十三次会议,第四届监事会第二十六次会议,审议通过了《关于向银行申请并购贷款的议案》,公司本次支付收购标的公司股权价款拟采用分期支付方式,计划通过自有资金及并购贷款资金支付本次收购价款。其中向银行申请并购贷款人民币1.5亿元,最终贷款额度与期限等具体事项以双方签订的合同为准。具体内容详见公司同日在上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)及指定媒体上披露的《关于向银行申请并购贷款的公告》(公告编号:2025-045)。

(二)公司董事会审议本次交易相关议案的表决情况

公司于2025年9月3日召开了第四届董事会第三十三次会议,第四届监事会第二十六次会议,审议通过了《关于收购上海武桐树高新技术有限公司控股权暨关联交易的议案》,关联董事进行了回避表决,同意公司以现金方式收购武桐科技持有的武桐高新39.2308%的股权,并与标的公司及交易各方签署《股权转让协议》等一揽子合同。在提交公司董事会审议前,全体独立董事已召开第四届董事会独立董事专门会议2025年第三次会议对本次关联交易事项进行了事前审核,全体独立董事审议通过上述议案,并一致同意提交董事会审议。

(三)交易生效尚需履行的审批及其他程序

本次关联交易预计交易金额达到公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上,且达到3,000万元以上,尚需提交公司股东大会审议。

(四)截至本公告披露日,公司过去12个月未发生与同一关联人进行的交易以及与不同关联人进行的交易类别相关的交易。

二、交易对方(含关联人)情况介绍

(一)交易卖方简要情况

序号	交易卖方名称	交易标的及股权比例或份额	对应交易金额(万元)
1	上海武桐树科技发展有限公司	上海武桐树高新技术有限公司39.2308%的股权	19,615.40

(二)交易对方的基本情况

1、交易对方(关联方)

关联法人/组织名称	上海武桐树科技发展有限公司
统一社会信用代码	√91310115MAD4Q97PXT□不适用
成立日期	2023/11/09
注册地址	上海市杨浦区国权北路1688弄68号501A室
法定代表人	周恩伟
注册资本	人民币500万元整
经营范围	一般项目:技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广;创业空间服务;企业管理;数字广告制作;广告设计、代理;会议及展览服务;组织文化艺术交流活动;文艺创作;集成电路设计;工业设计服务;信息咨询服务(不含许可类信息咨询服务);物联网应用服务;信息系统集成服务;数字创意产品展览展示服务;信息系统运行维护服务;人工智能应用软件开发;工业自动控制系统装置销售;物联网设备销售;物联网应用服务;集成电路制造;集成电路销售;集成电路芯片设计及服务;物联网技术服务;信息技术咨询服务;电子产品销售。(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)
所属行业	165软件和信息技术服务业

注3:本次交易完成后,公司将成为标的公司第一大股东,公司委派董事由提标的公司董事会席位五分之三,标的公司财务负责人将由公司推荐的人员担任,并由标的公司董事会聘任,对其经营、人事、财务等事项拥有决策权,标的公司将纳入公司合并报表范围,成为公司控股子公司。

2)股权结构

本次交易前股权结构:

序号	股东名称	注册资本(万元)	持股比例
1	上海武桐树科技发展有限公司	255	39.2308%
2	上海桐程智能科技合伙(有限合伙)	97.5	15.0000%
3	上海畅苡智能科技合伙(有限合伙)	77.5	11.9231%
4	哈航工业科技发展(江苏)有限公司	75	11.5385%
5	苏州上大知新科技合伙企业(有限合伙)	75	11.5385%
6	上海整个鲸企业管理中心(有限合伙)	70	10.7692%
合计		650	100%

本次交易后股权结构:

序号	股东名称	注册资本(万元)	持股比例
1	上海罗曼科技股份有限公司	255	39.2308%
2	上海桐程智能科技合伙(有限合伙)	97.5	15.0000%
3	上海畅苡智能科技合伙(有限合伙)	77.5	11.9231%
4	哈航工业科技发展(江苏)有限公司	75	11.5385%
5	苏州上大知新科技合伙企业(有限合伙)	75	11.5385%
6	上海整个鲸企业管理中心(有限合伙)	70	10.7692%
	合计	650	100%

3)其他信息

①截至本公告披露日,标的公司的其他享有优先受让权的股东已放弃相关优先受让权。

②标的公司不存在被列为失信被执行人的情况。

(二)交易标的主要财务信息

1、标的资产

单位:万元

标的资产名称	上海武桐树高新技术有限公司	
标的资产类型	股权资产	
本次交易股权比例(%)	39.2308%	
是否经过审计	√是 □否	
审计机构名称	众华会计师事务所(特殊普通合伙)	
是否为符合规定条件的审计机构	√是 □否	
项目	2025年6月30日	2024年12月31日
资产总额	6,549.76	3,063.72
负债总额	3,744.30	2,252.92
净资产	2,805.45	810.81
营业收入	13,149.40	3,294.10
净利润	1,994.65	-108.57
扣除非经常性损益后的净利润	2,084.59	-108.62

2、最近12个月内的资产评估、增资、减资或改制的基本情况

除本次交易外,标的公司最近12个月内完成以下增资,基本情况如下:

2024年10月10日,苏州上达知新科技合伙企业(有限合伙)认缴标的公司注册资本75万元,哈航工业科技发展(江苏)有限公司认缴注册资本75万元,增资完成后,标的公司注册资本由500万元增至650万元。

截至本公告披露日,标的公司现有股东出资额均已实缴完毕。

四、交易标的评估、定价情况

(一)定价情况及依据

1、本次交易的定价方法和结果

根据江苏富华资产评估有限公司出具的《资产评估报告》苏富评报字〔2025〕第053号,经综合分析,本次评估最终采用收益法评估结果作为武桐高新股东全部权益的评估值,武桐高新股东全部权益的评估价值为51,308.00万元,增值48,437.50万元,增值率1,687.42%。

在参考前述评估结果基础上经交易双方友好协商,确认武桐高新100%股权的价格为50,000.00万元,即购买武桐高新39.2308%的股权交易价格为19,615.40万元。

2、标的资产的具体评估、定价情况

标的资产名称	上海武桐树高新技术有限公司
定价方法	√ 协商定价□ 以评估或估值结果为依据定价□ 公开挂牌方式确定□ 其他:
交易价格	√已确定,具体金额(万元): 19,615.40 □ 尚未确定
评估/估值基准日	2025/06/30
采用评估/估值结果(单选)	□资产基础法 √收益法 □市场法 □其他,具体为:
最终评估/估值结论	评估/估值价值:51,308.00 (万元) 评估/估值增值率:_1,687.42___%
评估/估值机构名称	江苏富华资产评估有限公司

3、评估假设

(1)基本假设

交易假设:是资产评估得以进行的一个最基本的前提假设,它是假定评估对象已经处在交易过程中,评估师根据待评估对象的交易条件等模拟市场进行估价。

公开市场假设:假设被评估资产拟进入的市场条件是公开市场。公开市场是指充分发达与完善的市场条件,指一个有自愿的买者和卖者的竞争性市场,在这个市场上,买者和卖者的地位是平等的,彼此都有获取足够市场信息的机会和时间,买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的,而非强制或不受限制的条件下进行的。

持续经营假设:企业持续经营假设是假定被评估单位的经营业务合法,并不会出现不可预见的因素导致其无法持续经营,被评估资产现有用途不变并原地持续使用。

持续使用假设:是对资产拟进入市场的条件以及资产在这样的市场条件下的资产状态的一种假定。首先被评估资产正处于使用状态,其次假定处于使用状态的资产还将继续使用下去。在持续使用假设条件下,没有考虑资产用途转换或者最佳利用条件,其评估结果的使用范围受到限制。

(2)一般假设

(下转B80版)

证券代码:605289 证券简称:罗曼股份 公告编号:2025-041

业收入提供基础支撑。预测期收入缺口可通过新增订单填补。

2)武桐高新受益于智算行业政策红利与智算市场需求爆发

2025年国常会审议通过《关于深入实施"人工智能+"行动的意见》,发改委要求推动"人工智能+"行动走深走实,直接刺激AIDC(人工智能数据中心)算力需求激增。武桐高新作为AIDC算力基础设施集成服务提供商,受益于政策驱动的行业扩容。国际芯片管制背景下,国产算力服务器需求爆发,武桐高新聚焦国产化解决方案(如液冷技术),契合运营商和企业的国产替代需求。武桐高新所在行业需求旺盛及地方政策的发布为其业务发展奠定了市场基础。

3)武桐高新具备自研组网技术和液冷技术优势

武桐高新具备的自研组网技术和液冷技术优势详见本回复"问题1"第一问的回复"(二)结合同行业可比公司情况,分析说明标的公司所处的行业地位和相较于主要竞争对手的经营优劣势"之"3、标的公司的经营优势"。

结合上述分析,在市场需求旺盛、国家政策支持、产品技术领先的多重优势加持下,2025—2027年超大规模数据中心建设热潮(如"东数西算"工程)推动服务器需求激增,公司2025-2027年收入实现合理增长是符合行业发展规律和公司自身发展态势的结果,而2028年以后,行业面临市场饱和、政策扶持可能逐步退出,行业增速放缓,市场从增量竞争转向存量博弈,本次基于谨慎性考虑2028年以后收入呈小幅下滑趋势,至2030年保持稳定。

(2)营业成本

武桐高新未来年度营业成本预测详见下表:

单位:万元

序号	产品明细项	未来数据预测					
		2025年7-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
1	算力基础设施研发集成服务直接材料成本	39,787.20	59,104.80	63,835.20	64,298.60	63,011.00	63,011.00
2	算力基础设施研发集成服务人工成本	123.25	450.00	660.00	780.00	900.00	900.00
3	其他	1,280.00	1,900.00	2,050.00	2,010.00	1,970.00	1,970.00
合计		41,190.45	61,454.80	66,545.20	67,088.60	65,881.00	65,881.00

武桐高新未来年度成本预测分析:

1)直接材料成本的预测

算力基础设施研发集成服务直接材料成本主要为购买的服务器、板卡、桥接片等的成本。

根据历史数据看,直接材料成本占收入的比重由2024年的88%降到2025年1-6月的72%,武桐高新通过集中采购和长期供应商协议降低了单位材料成本。故本次评估根据2025年该成本占收入的比例乘以未来每年该收入来测算2025年-2027年的物料成本。2027年以后政策红利消退,受行业周期与竞争格局驱动,直接材料成本占收入的比重小幅上升。

2)人工成本的预测

本次考虑公司业务规模结合社会平均工资水平的增长进行预测。

3)其他成本的预测

其他成本主要为服务费等,如委托外部公司远程对算力设备与链路的故障检修、故障修复,故本次评估根据历史年该成本占收入的比例乘以未来每年该收入来测算其他成本。

(3)毛利率合理性分析

武桐高新自2024年7月正式开始为客户提供产品与服务,2024年营业收入约3,294.10万元,毛利率约为9.69%,净利润-108.57万元。2025年1-6月,武桐高新营业收入约1.31亿元,毛利率为25.17%,净利润约2000万元。

本次预测期毛利率如下:

	2025年7-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
毛利率	25.46%	25.14%	24.94%	22.79%	22.63%	22.63%

前两年毛利率水平与2025年1-6月基本一致,2028年及以后行业面临市场饱和、政策扶持可能逐步退出,市场竞争加剧,且标的公司需要对其产品提供5年的质保期,后续毛利空间应适当压缩,本次基于谨慎性考虑以后年度毛利率小幅下滑。

算力基础设施研发集成服务的毛利率水平因业务类型、技术含量、成本结构差异较大,其涵盖系统集成、交付实施、驻场运维、售后维保等环节,不同环节的毛利率差距显著,且标的公司业务处在国家大环境要求国产替代化进程中,其产品具备高性能高容量的绝对优势,经访谈了解到国产产品细分领域竞争对手较少,目前上市公司也在响应政策号召积极推进该类业务,但其业务占比在上市公司整体业务收入中较低,本次通过分析细分领域所处较大行业的上市公司毛利率来分析,具体如下:

通过分析同行业上市公司毛利率情况,具体毛利率情况见下表:

代码	名称	2023年报(%)	2024年报(%)	2025一季度报(%)	2025中报(%)
300454.SZ	深信服	65.13	61.47	60.38	62.09
300383.SZ	光环新网	16.04	16.55	15.14	-
301165.SZ	锐捷网络	38.94	38.62	37.49	33.19
603881.SH	数据港	28.98	31.00	29.19	28.99
600845.SZ	奥飞数据	27.23	26.40	31.58	-
600845.SH	宝信软件	36.92	34.77	34.79	34.99
002335.SZ	科华数据	27.34	25.20	30.14	-
平均毛利率		34.37	33.43	34.10	39.82

综上分析,该行业毛利率水平均高于标的公司,其中光环新网毛利率较低的主要原因是其存在较高占比的IDC托管业务,该业务需投入较高的硬件成本,而深信服因其规模大、议价强且高毛利服务占比高的原因导致其毛利率水平较高,而标的公司处于业务发展初期,知名度低于上市公司,规模效应暂未显现,从业务发展阶段看,尚处于快速发展期,毛利率25%左右符合行业水平。

综上分析,认为预测期毛利率具有合理性。

(4)期间费用

单位:万元

项目	2025年7-12月		2026年		2027年		2028年		2029年		2030年	
	金额	占收入比	金额	占收入比	金额	占收入比	金额	占收入比	金额	占收入比	金额	占收入比
销售费用	189.94	0.34%	427.80	0.52%	621.72	0.70%	737.26	0.85%	809.14	0.95%	809.69	0.95%
管理费用	388.95	0.70%	659.91	0.80%	695.61	0.78%	793.91	0.91%	838.51	0.98%	838.51	0.98%
研发费用	469.28	0.85%	750.37	0.91%	1,411.08	1.59%	2,194.95	2.53%	2,896.79	3.40%	2,895.96	3.40%
财务费用	6.25	0.01%	12.50	0.02%	12.50	0.01%	12.50	0.01%	12.50	0.01%	12.50	0.01%
合计	1,054.41	1.91%	1,850.58	2.25%	2,740.90	3.09%	3,738.61	4.30%	4,556.95	5.35%	4,556.67	5.35%

武桐高新2025年-2027年期间的销售费用、管理费用、研发费用和财务费用合计占当期营业收入的比例约为2%,2026年度至2030年度,相关费用率呈上升趋势,主要原因是标的公司为技术密集型产业,需要高精尖人才及技术研发的持续投入,且标的公司处于快速发展期,目前的人员规模难以匹配其未来的高收入,公司的持续发展需要相应费用的大额投入。

综上,期间费用预测具有合理性。

(5)追加资本估算

追加资本系指企业在不改变当前经营业务条件下,所需增加的营运资金和超过一年期的长期资本性投入。如经营规模扩大所需的资本性投资(购置固定资产或其他非流动资产),以及所需的新增营运资金及持续经营所必须的资产更新支出等。即本报告所定义的追加资本为:

追加资本=资本性支出+资产更新+营运资金增加额

资产更新=持续经营需要的周期性资产投入

(6)营运资金增加额估算

营运资金增加是指企业在不改变当前主营业务条件下,为保持企业的持续经营能力所需的营运资金增加额,如维持正常生产经营所需保持的现金量、产品存货购置所需资金量、客户应付而未付的业务款项(应收账款)等所需的资金以及应付的款项等。通过测算基期应收账款周转率、存货周转率和应付账款周转率来预测未来资金的需求情况。经对历史数据的分析和未来经营情况的了解,未来最低现金保有量应基于历史合理平均水平确定。

(7)固定资产折旧与摊销的预测

在企业的各项期间费用中包括了折旧和摊销,这些费用是不影响企业自由现金流的,应该从企业的税后净利润中扣除,因此需要根据企业以前年度的实际发生情况和未来的发展规划,测算出各项折旧和摊销的金额。

1)存续资产的折旧及摊销

纳入本次评估范围的实物资产为设备类资产,本次评估人员以基准日企业在用的资产账面原值为计提资产折旧及摊销的基数,按照资产的折旧年限计提折旧及摊销;同时考虑提完折旧及摊销后相应资产达到经济使用年限后再次购置的情况,综合计算得出预测期内存续资产的折旧额及摊销额。

2)新增资产的折旧及摊销

新增资产的折旧及摊销预测,主要是根据企业对未来发展所需要的资本性支出确定的。评估人员根据企业提供的资本性支出计划,在与相关人员沟通后,考虑未来各年企业对现有资产的更新替换的支出,确定新增资产的情况,并且结合企业的折旧及摊销政策进行预测。

(8)折现率

本次评估,根据评估对象的资本债务结构特点以及所选用的现金流模型等综合因素,采用加权平均资本成本(WACC)确定折现率r。

加权平均资本成本(WACC)的计算公式为:

$$r = r_e \cdot \left(\frac{1}{1+\frac{D}{E}}\right) + r_d \cdot (1-T) \cdot \left(1-\frac{1}{1+\frac{D}{E}}\right)$$

式中:

r:为股权收益率

r_d:为债权收益率

E:为权益资本

D:为债务资本

T:为所得税率

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型进行求取。即:

$$r_e = r_f + \beta \cdot ERP + r_c = r_f + \beta \cdot (r_m - r_{f1}) + r_c$$

式中:

r_f:无风险收益率

r_m:整个市场证券组合的预期收益率

$r_m - r_f$:股权市场超额风险收益率

β:贝塔系数

r_c:企业特有风险调整系数

本次采用加权平均资本成本(WACC)确定的折现率为13.25%

(9)现金流量预测

对企业自由现金流量的预测是以企业历史经营业绩为基础,遵循我国现行的有关法律、法规,根据国家宏观政策、国家及地区的宏观经济状况、相关行业的发展状况和发展规划情况,企业的发展规划和经营计划、优势、劣势、机遇、风险等,尤其是企业所面临的市场环境和未来的发展前景及潜力,经过综合分析编制的,计算公式如下:

企业自由现金流=税后净利润+折旧及摊销+利息费用(扣除税务影响后)-资本性支出-净营运资本变动

本次评估中,被评估企业依法可以永续运营,因此被评估企业采用永续年期作为收益期。但实际操作时分为两个阶段,第一阶段为2025年7月1日至2030年12月31日,预测期为5.5年;第二阶段为2031年1月1日至永续经营期。

根据上述分析,上海武桐树高新技术有限公司未来几年的经营性净现金流量如下表所示:

单位:万元

项目名称	未来预测						
	2025年7-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续年
营业收入	55,260.00	82,090.00	88,660.00	86,890.00	85,150.00	85,150.00	85,150.00
营业成本	41,190.45	61,454.80	66,545.20	67,088.60	65,881.00	65,881.00	65,881.00
营业毛利	14,069.55	20,635.20	22,114.80	19,801.40	19,269.00	19,269.00	19,269.00
税金及附加	174.31	324.54	348.04	314.80	305.25	305.64	305.64
销售费用	189.94	427.80	621.72	737.26	809.14	809.69	811.01
管理费用	388.95	659.91	695.61	793.91	838.51	838.51	842.13
研发费用	469.28	750.37	1,411.08	2,194.95	2,896.79	2,895.96	2,902.30
财务费用	6.25	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50	12.50
营业利润	12,840.83	18,460.08	19,025.85	15,747.99	14,406.80	14,406.70	14,395.42
所得税	3,099.89	4,511.46	4,657.57	3,839.78	3,505.69	3,505.67	3,502.85
净利润	9,740.94	13,948.62	14,368.29	11,908.21	10,901.11	10,901.03	10,892.57
加:税后利息支出	4.69	9.38	9.38	9.38	9.38	9.38	9.38
加:除使用权资产外的折旧/摊销	5.59	29.40	38.91	42.27	29.31	30.79	40.30
毛现金流	9,751.22	13,987.39	14,416.57	11,959.85	10,939.79	10,941.19	10,942.25

综上分析,认为标的公司未来现金流量是合理的。

(10)收益法评估结果

上海武桐树高新技术有限公司采用收益法确定的全部股东权益价值为51,308.00万元。

(三)市场法介绍

企业价值评估中的市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较,确定评估对象价值的评估方法。

市场法常用的两种具体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。

交易案例比较法是指通过分析与被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,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。

由于近期可比企业交易案例难以取得,因此本次不采用交易案例比较法。由于市场上有与被评估单位类似的可比上市公司,本次评估选用上市公司比较法。

(1)市场法的评估方法

市场法的评估方法具体如下:

本次市场法评估采用上市公司比较法,根据评估对象所处行业特点,选用市销率(PS)估值模型与上市公司对应比率进行比较,调整影响指标因素的差异,来得到评估对象的市销率(PS),据此计算目标公司股权价值。公式如下:

目标公司权益价值=目标公司经营性权益价值×(1-缺乏市场流动性折扣)+目标公司非经营性资产和负债价值

其中:目标公司经营性权益价值=目标公司营业收入×目标公司PS

目标公司PS = 修正后可比公司PS的加权平均值

= ∑可比公司PS×可比公司PS修正系数×可比公司所占比重

可比公司PS=可比公司经营性权益价值/营业收入

可比公司经营性权益价值=市值-非经营性资产和负债价值

可比公司PS修正系数=∏影响因素Ai的调整系数

影响因素Ai的调整系数=目标公司系数/可比公司系数

(2)评估过程

(1)可比公司的选取

确定可比公司的原则包括:

1)可比公司发行人民币A股;

2)可比公司所从事的行业或其主营业务和目标公司相同或相似,本次评估选取的可比公司均信息传输、软件和信息技术服务业;

3)可比公司经营规模/市值和目标公司接近或具有可比性。

可比公司是指在企业的主营业务、发展能力、经营效率等方面与目标公司具有较强可比性的公司,通常在同一行业中进行选取。经查询,本次评估选取光环新网、锐捷网络和深信服三家上市公司作为可比公司。

(2)价值比率的确定

1)价值比率的选择和定义

采用上市公司比较法,一般是根据估值对象所处市场的情况,选取某些公共指标如市净率(PB)、市盈率(PE)、市销率(PS)、企业价值比率(EV/EBITDA)等与可比公司进行比较,通过对估值对象和可比公司各指标相关因素的比较,调整影响指标因素的差异,来得到估值对象的市净率(PB)、市盈率(PE)、市销率(PS)、企业价值比率(EV/EBITDA),据此计算目标公司股权价值。

被评估单位为轻资产行业,因此不适宜采用市净率(PB),PB一般适用于以资产为核心的企业;市盈率(PE)模型适用于持续稳定盈利的企业,被评估单位历史年度利润并不稳定,处于快速发展期,不适宜采用市盈率(PE)。根据评估对象所处行业特点,采用市销率(PS)估值模型对被评估单位股权价值进行评估。

上市公司比较法—市销率(PS)估值模型评估公式如下:

目标公司权益价值=目标公司经营性权益价值×(1-缺乏市场流动性折扣)+目标公司非经营性资产和负债价值

本次评估计算市销率时,采用2024年的静态市盈率。

(3)价值比率修正

一般来说,对资产价值影响较大的因素主要有交易时间因素、市场因素、营业规模、盈利能力、发展能力和其他因素等方面指标。

目标公司被评估单位作为比较基础和调整目标,因此将目标公司即被评估单位各指标系数均设为100,可比公司各指标系数与目标公司比较后确定,低于目标公司指标系数的则调整系数小于100,高于目标公司指标系数的则修正系数大于100。

经修正后,目标公司市销率(PS)计算如下:

项目	被评估单位	光环新网	锐捷网络	深信服
可比公司调整后乘数		3.30	4.06	3.78
交易时间因素修正系数	100	100/100	100/100	100/100
市场因素修正系数	100	100/100	100/100	100/100
营业规模修正系数	100	100/112	100/105	100/110
盈利能力修正系数	100	100/89	100/94	100/97
发展能力修正系数	100	100/69	100/69	100/69
其他因素修正系数	100	100/110	100/110	100/110
修正后乘数		4.36	5.42	4.67
权重		1/3	1/3	1/3
加权后修正乘数		4.82		

(4)缺乏市场流动性折扣的确定

流动性(marketability)是指一项资产在公开市场上易手的可行性和便利性。完全不允许流通的资产因与投资性资产的定义相悖,其投资价值近于零。如果资产具有流通方面的限制,其价值会大打折扣。

缺乏市场流动性是指企业非控股股权的所有者缺乏把他的投资在一个合理和可以预见的低成本下很快地转换为现金的能力。

我们通过分析国内国外对非流动性折扣研究的统计数据,同时根据委估企业自身的资产负债、经营状况的特点,得到缺乏市场流动性折扣。

目前国内估算缺少流动性折扣的研究如下:

法人股交易价格研究;

股权分置改革支付对价研究;

新股发行价格研究;

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式。

根据统计分析,2025年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动性折扣率计算结论如下:

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率比较计算非流动性折扣比率表(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	27.7%
2	电力、热力、煤气、水的生产和供应业	91	21.35	108	26.98	20.9%
3	房地产业	41	30.24	42	40.58	25.5%
4	建筑业	22	23.51	59	29.85	21.2%
5	交通运输、仓储业	39	16.87	95	23.13	27.0%
6	银行业	47	0.50	43	0.58	13.7%
7	证券、期货业	48	29.75	49	37.66	21.0%
8	其他金融业	86	26.47	16	35.41	25.2%
9	社会服务业	477	30.31	162	45.79	33.8%
10	农、林、牧、渔业	9	29.03	21	43.08	32.6%
11	批发和零售贸易	128	30.84	122	43.94	29.8%
12	信息技术服务业	72	43.95	195	63.32	30.6%
13	计算机、通信和电子设备制造业	23	39.96	351	57.72	30.8%
14	机械、设备、仪器仪表制造业	80	32.68	738	43.95	25.7%
15	金属、非金属制造业	31	26.66	221	36.36	26.7%
16	石油、化学、塑胶、塑料制造业	51	29.98	352	40.04	25.1%
17	食品、饮料制造业	16	26.51	137	37.91	30.1%
18	医药、生物制品制造业	10	24.50	210	39.08	37.3%
19	其他行业	20	26.09	147	35.97	27.5%
20	合计/平均值	1308		3131		27.0%

本次评估被评估单位缺乏市场流动性折扣的确定因素如下:

被评估单位为信息传输、软件和信息技术服务业,应属于上表中的信息技术服务业,参照上表,缺少流通折扣率为30.6%。

(5)采用上市公司比较法评估,被评估单位股权价值评估结果如下:

评估值=经营性权益价值×(1-缺乏市场流动性折扣)+非经营性资产和负债价值

=目标公司距基准日近12月营业收入×目标公司PS×(1-缺乏市场流动性折扣)+非经营性资产和负债价值

=16,387.06万元×4.82×(1-30.60%)-452.38万元

=54,400.00万元(取整至百万位)

(四)评估结论

本次评估主要采用收益法、市场法的评估方法对其股东全部权益价值进行评估,通过对收益法、市场法两种评估方法结果的分析,我们最终采用收益法的评估结论,在持续经营假设前提下,上海武桐树高新技术有限公司的股东全部权益价值为51,308.00万元(大写:伍亿壹仟叁佰零捌万元整)。

综上分析,对目标公司采用市场法与收益法进行评估,并对两种方法的评估过程、参数选取及结论差异进行审慎分析,最终选取收益法评估结论,评估结果能够公允反映目标公司的内在价值与市场公允价值,具备合理性。

二、结合标的公司成立以来主业发展情况,历次融资和估值情况以及同行业可比交易情况,说明本次交易标的估值较高、短期内大幅增长的原因及合理性,并结合前述问题充分论证本次交易作价的公允性。

标的公司自2023年12月成立以来,主要从事AIDC算力基础设施集成服务业务。两次估值间隔时间较短估值绝对金额大幅增长,主要系标的公司业务快速发展,盈利能力快速提升。

2024年11月,标的公司按股投后估值2,600万元进行了一轮增资,增资对象分别为哈航工业科技发展(江苏)有限公司和苏州上达知新科技合伙企业(有限合伙)。其中,苏州上达知新科技合伙企业(有限合伙)的执行事务合伙人为上海善健信息科技有限公司(委派代表:虞正平),虞正平系标的公司董事长,其持有上海