

北京中同华资产评估有限公司
关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书
（191422 号）》之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据已收悉的贵会下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》[191422 号]（以下简称“《反馈意见》”），北京中同华资产评估有限公司（以下简称“中同华”或“评估机构”）作为万魔声学科技有限公司本次资产重组的评估机构，现根据问询函的要求，就相关评估问题进行核查并回复如下：

问题 8.申请文件显示，2018 年 11 月 13 日，凤翔金控与万魔声学签订了协议，拟对万魔声学现金增资 0.25 亿元。2018 年 11 月 12 日，嘉为投资与万魔声学签订了协议，拟对万魔声学现金增资 3.96 亿元。本次交易的首次董事会为 2018 年 11 月 14 日。请你公司：1) 补充披露现金增资的实缴完成时间、变更工商登记时间，及上市公司首次董事会审议的交易方案是否包括本次增资情况。2) 计算并补充披露增资部分对应新发股份数量，是否超过上市公司本次交易前已发行总股本的 20%，是否符合《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》的规定。3) 结合上述增资款具体用途、使用明细和余款情况等，补充披露万魔声学实施上述增资的必要性及合理性、上述增资对万魔声学评估值的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合上述增资款具体用途、使用明细和余款情况等，补充披露万魔声学实施上述增资的必要性及合理性、上述增资对万魔声学评估值的影响

1、现金增资的基本情况

2018年11月13日，凤翔金控与万魔声学签订了协议，拟对万魔声学现金增资0.25亿元，2018年11月14日，凤翔金控2500万元增资款实缴到位；2018年11月12日，嘉为投资与万魔声学签订了协议，拟对万魔声学现金增资3.96亿元，2019年5月23日，嘉为投资3.96亿元增资款实缴到位。2019年5月17日，上述增资的工商登记完成。

2、上述增资款具体用途、使用明细和余款情况

（1）凤翔金控2,500万元增资

凤翔金控2,500万元增资款于2018年11月14日汇入万魔声学在平安银行开立的银行账户（11014571835003），该账户为万魔声学日常经营结算用账户，主要用途是收付货款、支付费用、工资等，同时也会与万魔声学其他账户、子公司账户产生往来。

凤翔金控2,500万元增资款于2018年11月14日到位后，万魔声学平安银行账户资金余额为25,690,173.01元，该账户在增资款到位后短期内100万元以上的大额支出如下所示：

交易日期	支出金额（元）	对方名称	用途
2018/11/16	5,000,000.00（注1）	加一万摩声学科技（深圳）有限公司	往来款
2018/11/16	10,000,000.00（注2）	耳一号声学科技（深圳）有限公司	往来款
2018/11/16	5,000,000.00（注3）	万魔声学科技有限公司	往来款
2018/11/27	1,816,045.53		工资
2018/12/04	30,360,000.00（注4）	加一万摩声学科技（深圳）有限公司	往来款

注1：该5,000,000.00元于2018年11月16日汇入加一万摩银行账户（73010122001400685），加一万摩银行账户（73010122001400685）收到5,000,000.00元后的账户余额为5,826,951.48元。截止2018年12月29日，累计支出超过5,000,000.00元汇入当日的银行账户余额5,826,951.48元，主要用途是支付货款、费用报销、运费、仓储费等，其中，100万元以上支出明细如下：

交易日期	支出金额（元）	对方名称	用途
2018/12/20	1,110,299.00	湖南国声声学科技股份有限公司	货款
2018/12/25	1,293,235.00	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
2018/12/25	2,467,311.83	惠州联韵声学科技股份有限公司	货款
2018/12/25	2,388,690.18	湖南国声声学科技股份有限公司	货款
2018/12/25	1,486,028.23	惠州联韵声学科技股份有限公司	货款

注2：该10,000,000.00元于2018年11月16日汇入深圳耳一号银行账户（73010122001420521），深圳耳一号银行账户（73010122001420521）收到10,000,000.00元后的账户余额为10,240,287.35元。截止2018年12月29日，累计支出超过10,000,000.00

元汇入当日的银行账户余额 10,240,287.35 元，主要用途是支付货款、费用报销等，其中，100 万元以上支出明细如下：

交易日期	支出金额（元）	对方名称	用途
2018/11/21	4,909,333.60	重庆市紫建电子有限公司	货款
2018/11/21	3,397,453.60	小米通讯技术有限公司	货款
2018/11/27	13,721,537.58	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款

注 3：该 5,000,000.00 元于 2018 年 11 月 16 日汇入万魔声学银行账户（73010122001400894），万魔声学银行账户（73010122001400894）收到 5,000,000.00 元后的账户余额为 7,642,537.64 元。截止 2018 年 12 月 29 日，累计支出超过 5,000,000.00 元汇入当日的银行账户余额 7,642,537.64 元，主要用途是支付货款、费用报销、投资款以及子公司往来款等，其中，100 万元以上支出明细如下：

交易日期	支出金额（元）	对方名称	用途
2018/11/27	4,000,000.00	耳一号声学科技（深圳）有限公司	转账支出
2018/12/25	4,100,000.00	深圳魔耳智能声学科技有限公司	投资款

而深圳耳一号银行账户（73010122001420521）收到 4,000,000.00 元后的账户余额为 50,599,001.16 元。截止 2018 年 12 月 29 日，累计支出超过 4,000,000.00 元汇入当日的银行账户余额 50,599,001.16 元，主要用途是支付货款等，其中，100 万元以上支出明细如下：

交易日期	支出金额（元）	对方名称	用途
20181127	13,721,537.58	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款
20181127	3,106,202.15	惠州联韵声学科技股份有限公司	货款
20181127	1,255,822.05	佳禾智能科技股份有限公司	货款
20181127	1,262,908.46	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款
20181127	1,247,856.69	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
20181127	3,217,841.40	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
20181127	2,031,602.79	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
20181127	2,910,429.37	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款
20181127	6,304,483.20	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
20181127	1,004,384.16	惠州联韵声学科技股份有限公司	货款
20181127	8,588,311.84	惠州联韵声学科技股份有限公司	货款
20181127	3,678,085.10	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
20181212	3,945,627.80	常州阿木奇声学科技有限公司	货款

注 4：该 30,360,000.00 元于 2018 年 12 月 4 日汇入加一万摩银行账户（73010122001510310），加一万摩银行账户（73010122001510310）收到 30,360,000.00 元后，账户余额为 30,374,456.19 元，2018 年 12 月 6 日，偿还利息 37,666.67 元，本金 30,000,000.00 元。

综上，万魔声学在平安银行开立银行账户（11014571835003）收到凤翔金控 2,500 万元增资款后，银行账户余额 25,690,173.01 元。截止 2018 年 12 月

29日，该账户余额为6,590,067.77元，但累计支出金额超过2,500万元汇入当日的银行账户余额25,690,173.01元。因此，截止2018年12月29日，凤翔金控对万魔声学的2,500万元增资款已经使用完毕。

（2）嘉为投资3.96亿元增资

嘉为投资3.96亿元增资款，其中227,700,000.00元于2019年5月23日汇入万魔声学在平安银行开立的账户（银行账户11014571835003，与接收凤翔金控增资资金账户为同一账户），168,300,000.00元于2019年5月23日汇入万魔声学在农业银行开立的账户（银行账户41023900040046801）。

嘉为投资增资款中的227,700,000.00元于2019年5月23日转入万魔声学在平安银行开立的账户（银行账户11014571835003）后，账户余额为263,186,596.70元。截止2019年6月30日，累计支出超过227,700,000.00元汇入当日的银行账户余额263,186,596.70元，主要用于支付货款、税款、工资、减资款，部分转入子公司爱声声学，其中，100万元以上支出明细如下：

交易日期	支出金额（元）	对方名称	用途
2019/05/28	17,496,596.52	惠州联韵声学科技有限公司	货款
2019/05/28	15,525,983.46	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
2019/05/28	1,320,890.34	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款
2019/05/28	1,180,920.00	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款
2019/05/28	3,256,573.72	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
2019/05/28	42,780,000.00	宁波永欣贰期股权投资合伙企业（有限合伙）	退投资款
2019/06/11	10,109,864.00	惠州联韵声学科技有限公司	货款
2019/06/11	8,328,823.03	惠州联韵声学科技有限公司	货款
2019/06/11	3,470,290.40	小米通讯技术有限公司	货款
2019/06/11	16,975,242.10	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款
2019/06/11	1,488,711.16	深圳市丰禾原电子科技有限公司	货款
2019/06/11	4,775,900.06	共达电声股份有限公司	货款
2019/06/11	1,236,989.94	重庆市紫建电子有限公司	货款
2019/06/11	2,134,495.30	常州阿木奇声学科技有限公司	货款
2019/06/11	18,785,277.29	东莞美隆电声器材有限公司	货款
2019/06/11	2,895,643.75	抚州华冠电子科技有限公司	货款
2019/06/11	3,815,584.05		工资
2019/06/14	2,957,631.95	国家金库深圳市南山支库	税款

2019/06/26	1,153,060.80	广东朝阳电子科技股份有限公司	货款
2019/06/27	150,000,000.00	潍坊爱声声学科技有限公司	往来款
2019/06/28	155,000,000.00	潍坊爱声声学科技有限公司	往来款

上述支出中，于2019年6月28日向爱声声学银行账户（802030201421005680）支出3.05亿元，爱声声学银行账户（802030201421005680）收到3.05亿元后，已于2019年6月28日向潍坊高科支付3.05亿元，用于支付最后一期收购款。

截止2019年6月30日，万魔声学在平安银行开立的账户（11014571835003）余额为9,437,797.00元，因此，截止2019年6月30日，227,700,000.00元已经使用完毕。

嘉为投资增资款中的168,300,000.00元于2019年5月23日转入万魔声学在农业银行开立的账户（41023900040046801）后，账户余额为168,300,000.00元。该账户主要用于支付货款，其中100万元以上大额支出如下所示：

交易日期	支出金额（元）	对方账户名称	用途
20190524	9,185,342.86	湖南国声声学科技股份有限公司	货款.
20190528	19,868,991.28	湖南国声声学科技股份有限公司	货款.
20190528	16,652,403.26	湖南国声声学科技股份有限公司	货款.
20190528	19,296,674.61	湖南国声声学科技股份有限公司	货款.
20190528	14,237,585.84	湖南国声声学科技股份有限公司	货款.
20190626	11,229,207.88	湖南国声声学科技股份有限公司	货款.
20190626	10,925,421.55	湖南国声声学科技股份有限公司	货款.

截止2019年6月30日，万魔声学在农业银行开立的账户（41023900040046801）余额为64,613,804.03元，尚未使用完毕。

综上所述，截止2019年6月30日，嘉为投资对万魔声学的3.96亿元增资款主要用于支付货款、费用、工资及收购款等，尚余64,613,804.03元。

3、万魔声学实施上述增资的必要性及合理性

（1）凤翔金控2,500万元增资

根据万魔声学、坊子区国资局分别出具的书面确认，鉴于此前万魔声学拟将智能声学业务注入爱声声学，坊子区国资局的全资子公司凤翔金控已按照万魔声学估值22.57亿元对爱声声学增资2,500万元，取得了爱声声学1.10%的股权。由于万魔声学整体上市方案发生调整，经双方协商一致，万魔声学先以2,500万元受让凤翔金控持有的爱声声学全部股权，凤翔金控再按前述估值对万魔声学进

行增资后成为万魔声学股东并参与共达电声本次重大资产重组，以实现上市之目的。

因此，凤翔金控对万魔声学增资主要是便于本次吸收合并方案的实施，具有合理性。

（2）嘉为投资 3.96 亿元增资

2017 年 12 月 28 日，万魔声学子公司爱声声学与潍坊高科签署《股份收购协议》，以总价 9.95 亿元人民币收购潍坊高科持有的共达电声 54,980,000 股股份（占共达电声股本总额的 15.27%）。股份收购价款分四期支付，截止本次交易预案披露日，已支付前三期股份收购款，合计 6.90 亿元；最后一期价款人民币 3.05 亿元应于 2019 年 7 月 1 日前支付。

因此，为了筹集最后一期价款，并用于补充流动资金，万魔声学引入嘉为投资，对万魔声学进行增资，具有合理性。

4、上述增资对万魔声学评估值的影响

万魔声学收益法评估的基准日为 2018 年 12 月 31 日，测算方式为：企业自由现金流折现的经营性资产价值，减去企业负息负债，加上基准日资产负债表中非经营净资产价值，从而得到万魔声学股东全部权益价值。由于凤翔金控 2,500 万元增资资金到位时间为 2018 年 12 月 31 日之前，嘉为投资 3.96 亿元增资资金到位时间为 2018 年 12 月 31 日之后，故收益法评估测算中考虑了凤翔金控增资的影响，但没有考虑嘉为投资增资的影响。

而在确定本次吸收合并中万魔声学 100%股权价格时，在万魔声学收益法估值基础上考虑了嘉为投资增资的影响，提高了交易价格。

三、评估机构的意见

评估机构认为：凤翔金控对万魔声学增资事项已在万魔声学评估值中考虑，嘉为投资对万魔声学增资事项未对万魔声学评估值的产生影响。

问题 10.申请文件显示，1)2018 年 11 月 14 日,上市公司董事会首次审议并通过本次交易方案。2019 年 5 月 12 日，上市公司董事会再次审议并通过修改后的交易方案。2)2019 年 5 月 12 日，永欣贰期与万魔声学签署减资协议，永欣贰期从万魔声学中退股。请你公司：

1) 列表对比 2019 年 5 月 12 日上市公司董事会审议通过的方案与首次审议通过的方案的差异，相关调整是否构成对方案的重大调整，及作出调整的原因。2) 补充披露万魔声学减资事项的支付情况、办理进度、预计办毕时间。3) 补充披露评估基准日后减资的原因及作价合理性，并结合标的资产现金流量状况和偿债能力现状，进一步补充披露支付减资款项对后续生产经营的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

一、补充披露评估基准日后减资的原因及作价合理性

1、评估基准日后减资的原因

根据 2019 年 5 月 12 日永欣贰期与万魔声学签署的减资协议，由于永欣贰期既定的投资策略及业务发展规划，需要提前退出对万魔声学的投资。因此，经过双方协商，最终采用万魔声学向永欣贰期定向减去永欣贰期实缴的全部注册资本的方式实现永欣贰期的退出。

2、作价合理性

根据万魔声学说明，永欣贰期本次投资成本合计 1,998.14 万元，本次退出的价格考虑了 2018 年 11 月 GGV(1more) Limited、Chance Accord Limited 的退出价格最终协商确定为 4,278 万元，相较永欣贰期的投资成本及投资时间（2017 年 12 月至 2019 年 5 月），永欣贰期收益率已超过 100%，其退出价格合理且不会造成万魔声学较大的资金压力，其退出价格具有合理性。

二、评估机构的意见

评估师认为：宁波永欣贰期的退出价格是在减资情况下交易双方协商的结果，因此其退出价格具有合理性。

问题 15.申请文件显示，万魔声学 2017 年以来发生过 5 次股权转让事项。请你公司补充披露：2017 年以来历次股权转让对应全部股权总体作价情况，并与本次交易作价进行对比，重点分析作价差异的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、2017年以来历次股权转让对应全部股权总体作价情况

序号	股权变动事项	（拟）转出方	（拟）受让方	转让金额	转让获得的股权比例	推算投前估值（万元 RMB）	备注
1	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	HKmore Holdings Limited	817.969 万元 RMB	4.67%	17,515.40	本次股权转让为拆红筹行为，2017年7月，万魔声学终止境外上市计划，并拆除相关架构。
2	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	深圳万魔顺天科技企业（有限合伙）	382.8837 万元 RMB	2.19%	17,483.27	
3	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	深圳万魔应人科技企业（有限合伙）	382.8837 万元 RMB	2.19%	17,483.27	
4	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	深圳万魔人聚科技企业（有限合伙）	319.0697 万元 RMB	1.82%	17,531.30	
5	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	深圳万魔冠兴科技企业（有限合伙）	510.5117 万元 RMB	2.92%	17,483.28	
6	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	深圳万魔恒青科技企业（有限合伙）	42.5425 万元 RMB	0.24%	17,726.04	
7	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	People Better Limited	5814.0733 万元 RMB	33.22%	17,501.73	
8	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	Shunwei TMT(Hong Kong) Limited	3678.2472 万元 RMB	21.02%	17,498.80	
9	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	GGV (1MORE) Limited	957.25 万元 RMB	5.47%	17,500.00	
10	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	Chance Accord Limited	638.1411 万元 RMB	3.65%	17,483.32	
11	2017年6月，股权转让	加一香港有限公司	Tropical Excellence (Hong Kong) Limited	638.1411 万元 RMB	3.65%	17,483.32	
12	2017年12月，股权转让	People Better Limited	上海驰泰资产管理有限公司	11,332.16 万元 RMB	15.31%	74,018.05	2016年开始商谈，同时投资，估值相同
13	2017年12月，股权转让	Shunwei TMT(Hong Kong) Limited	上海驰泰资产管理有限公司	5,277.49 万元 RMB	7.13%	74,018.05	

序号	股权变动事项	（拟）转出方	（拟）受让方	转让金额	转让获得的股权比例	推算投前估值（万元 RMB）	备注
14	2017年12月，股权转让	Shunwei TMT (Hong Kong) Limited	宁波永欣贰期股权投资合伙企业（有限合伙）	1,894.86 万元 RMB	2.56%	74,018.05	
15	2018年4月，股权转让	People Better Limited	深圳鼎天风华科技企业	2,013,290 元 RMB	0.34%	59,214.41	为上一轮投资的八折
16	2018年11月，股权转让	GGV（1MORE）Limited	Walden CEL More (Hong Kong) Limited	1,299.07 万美元	3.81%	223,021.80	同时投资，估值基本相同
17	2018年11月，股权转让	Chance Accord Limited	Walden CEL More (Hong Kong) Limited	716.05 万美元	2.11%	225,895.31	
18	2018年11月，股权转让	Chance Accord Limited	Value More Hong Kong Limited	150 万美元	0.43%	236,189.30	
19	2018年11月，股权转让	上海驰泰资产管理有限公司	平潭盈科盛达创业投资合伙企业（有限合伙）	3,461.73 万元 RMB	3.49%	99,189.98	同一管理人管理的主体之间的股权转让行为
20	2018年11月，股权转让	上海驰泰资产管理有限公司	平潭盈科盛隆创业投资合伙企业（有限合伙）	1,880.87 万元 RMB	1.75%	107,478.01	
21	2018年11月，股权转让	上海驰泰资产管理有限公司	平潭盈科盛通创业投资合伙企业（有限合伙）	3,461.73 万元 RMB	3.49%	99,189.98	
22	2018年11月，股权转让	上海驰泰资产管理有限公司	平潭王狮盈科创业投资合伙企业（有限合伙）	2,351.08 万元 RMB	2.18%	107,847.78	
23	2018年11月，股权转让	上海驰泰资产管理有限公司	平潭弘润盈科新材料创业投资合伙企业(有限合伙)	940.43 万元 RMB	0.87%	108,095.70	
24	2018年11月，股权转让	上海驰泰资产管理有限公司	宁波梅山保税港区盈科鸿运创业投资中心（有限合伙）	2,915.34 万元 RMB	2.71%	107,577.16	
25	2018年11月，股权转让	上海驰泰资产管理有限公司	宁波盈科恒通创业投资中心（有限合伙）	883.23 万元 RMB	0.82%	107,711.57	
26	2018年11月	上海驰泰资产管理有限公司	青岛盈科天成创业投资	2,257.13 万元 RMB	1.00%	225,712.51	

序号	股权变动事项	（拟）转出方	（拟）受让方	转让金额	转让获得的股权比例	推算投前估值 （万元 RMB）	备注
	月，股权转让	司	合伙企业（有限合伙）				
27	2018年11月，股权转让	平潭弘润盈科新材料创业投资合伙企业(有限合伙)	青岛盈科天成创业投资合伙企业（有限合伙）	1,161.8043 万元 RMB	0.51%	227,804.76	同一管理人管理的主体之间的股权转让行为
28	2018年11月，股权转让	宁波梅山保税港区盈科鸿运创业投资中心（有限合伙）	青岛盈科天成创业投资合伙企业（有限合伙）	4,199.6193 万元 RMB	1.86%	225,785.98	

注：投前估值=转让对价/持股比例

二、上述股权变动与本次交易作价差异的原因及合理性

1、2017年6月股权转让

2017年6月14日，加一香港与 People Better 等 11 名受让方签署《股权转让协议》，约定了加一香港将持有的万魔声学 81.04% 的股权转让给受让方 People Better、Shunwei、GGV、IDG、Tropical。

加一香港与 HKmore、万魔冠兴、万魔应人、万魔人聚、万魔顺天及万魔恒青于 2018 年 11 月 8 日签署的《股权转让协议的补充协议》，加一香港同意对之前签署《股权转让协议》中约定的转让价格进行相应修改，即将其持有的万魔声学股权分别无偿转让给 HKmore Holdings、万魔顺天、万魔应人、万魔人聚、万魔冠兴和万魔恒青。经加一开曼、万魔声学书面确认，根据股权架构重组方案，People Better、Shunwei、GGV、IDG、Tropical 和/或其指定的关联方应向加一香港支付的股权转让款与加一开曼应向相关股东支付的股份回购款相应抵消，因此前述股权转让价款均未实际支付。

本次股权转让为拆红筹行为，万魔声学的实际控制人谢冠宏在境外搭建红筹架构，通过加一开曼控股境内运营实体，并拟在境外上市。2017 年 7 月，因市场变化及投资策略调整等原因，万魔声学终止境外上市计划，并拆除相关架构。其中 HKmore Holdings、万魔顺天、万魔应人、万魔人聚、万魔冠兴和万魔恒青为承接万魔声学的员工持股平台，可比性不强；People Better、Shunwei、GGV、IDG、Tropical 为原先通过加一开曼投资万魔声学的投资者，这些投资者对万魔声学的投资时间基本在 2013 年至 2015 年，是万魔声学早期的投资者，可比性不强。

2、2017年12月股权转让

2017 年 12 月 15 日，People Better Limited、Shunwei TMT(Hong Kong) Limited 与上海驰泰资产管理有限公司签订了股权转让协议，People Better Limited、Shunwei TMT(Hong Kong) Limited 分别将其持有的万魔声学 15.31% 股权（对应公司注册资本人民币 7,655,000 元）、7.13% 股权（对应公司注册资本人民币 3,565,000 元）以人民币 113,321,635 元等值美元、人民币 52,774,870 元等值美元的对价转让给上海驰泰资产管理有限公司。

2017 年 12 月 15 日，Shunwei TMT (Hong Kong) Limited 与宁波永欣贰期

股权投资合伙企业（有限合伙）签订了股权转让协议，Shunwei TMT(Hong Kong) Limited 将其持有的万魔声学 2.56%股权（对应公司注册资本人民币 1,280,000 元），以 2,752,000 美元的等值人民币 18,948,621 元的对价转让给宁波永欣贰期股权投资合伙企业（有限合伙）。

以上股权转让事项的谈判时间在 2016 年，推算投前定价约为 7.40 亿元。股权转让金额为交易各方商务谈判结果。以上股权转让事项各方出于自身投资情况考虑以及主要是外部投资者对万魔声学有较好的期望达成的交易。以上股权转让事项与本次评估的时点不同，万魔声学处于快速发展的阶段，故以上股权转让事项的投前估值低于本次评估值。

3、2018 年 4 月股权转让

2018 年 2 月 6 日，People Better 与鼎天风华签署《股权转让协议》，People Better 将其持有万魔声学 0.34%股权即 17 万元出资以 2,013,290 元的对价转让给鼎天风华。

鼎天风华为万魔声学前员工傅建井 100%控制的企业（傅建井目前已离职），本次股权转让投前估值为上一轮估值（2017 年 12 月股权转让）的八折，主要是对员工的股权激励，可比性不强。

4、2018 年 11 月股权转让

（1）股权转让

2018 年 5 月 30 日，GGV (1MORE) Limited（简称“GGV”）与 Walden CEL More (Hong Kong) Limited（简称“Walden”）签署《股权转让协议》，GGV 同意将其所持有合资公司的注册资本 273.4890 万元以 12,990,727.24 美元的价格转让给 Walden。

2018 年 7 月 25 日 Chance Accord Limited（简称“IDG”）与 Walden、Value More Hong Kong Limited（以下简称“Value”）签署《股权转让协议》，IDG 同意将其所持有合资公司的注册资本 182.3260 万元转让给 Walden 和 Value，其中 IDG 将其所持有的合资公司的注册资本 150.7470 万元以 7,160,484.83 美元价格转让给 Walden，注册资本 31.579 万元以 1,500,000 美元的价格转让给 Value。

以上股权转让事项的谈判时间在 2017 年底，推算投前定价约为 22.3 亿元至 23.6 亿元。股权转让金额为交易各方商务谈判结果。以上股权转让事项各方

出于自身投资情况考虑以及主要是外部投资者对万魔声学有较好的期望达成的交易。以上股权转让事项与本次评估的时点不同，万魔声学处于快速发展的阶段，故以上股权转让事项的投前估值低于本次评估值。

（2）实际控制人持有的主体之间的股权转让行为

根据上海驰泰资产管理有限公司（简称“上海驰泰”）签署的《股权转让协议》，上海驰泰同意将其所持有合资公司的注册资本 250.3378 万元转让给平潭盈科盛达创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“盈科盛达”），同意将其所持有合资公司的注册资本 125.1690 万元转让给平潭盈科盛隆创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“盈科盛隆”），同意将其所持有合资公司的注册资本 250.3379 万元转让给平潭盈科盛通创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“盈科盛通”），同意将其所持有合资公司的注册资本 156.4612 万元转让给平潭王狮盈科创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“王狮盈科”），同意将其所持有合资公司的注册资本 62.5845 万元转让给平潭弘润盈科新材料创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“盈科新材”），同意将其所持有合资公司的注册资本 194.0119 万元转让给宁波梅山保税港区盈科鸿运创业投资中心（有限合伙）（简称“盈科鸿运”），同意将其所持有合资公司的注册资本 58.7781 万元转让给宁波盈科恒通创业投资中心（有限合伙）（简称“盈科恒通”），同意将其所持有的合资公司的注册资本 71.6880 万元转让给青岛盈科天成创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“盈科天成”），从而与现有股东共同投资经营合资公司。

上述股权转让为同一实际控制人持有的主体之间的股权转让行为，可比性不强。

5、2018 年底股权转让

根据盈科新材已与盈科天成签订《股权转让协议》，将盈科新材持有万魔声学的注册资本人民币 36.8998 万元（占公司股权 0.51%）转让给盈科天成；盈科鸿运与盈科天成签订《股权转让协议》，将盈科鸿运持有万魔声学的注册资本人民币 133.3832 万元（占公司股权 1.86%）转让给盈科天成。

上述股权转让为同一实际控制人持有的主体之间的股权转让行为，可比性不强。

近几年，万魔声学处于快速发展阶段，2016 年、2017 年、2018 年收入增

长率分别约为 33%、44%和 51%。万魔声学所处的电声行业正处于蓬勃发展阶段，与其产品密切相关的手机行业因 5G 的来临即将迎来新一轮爆发，同时智能耳机可以作为智能生活方式的入口，分享人工智能和智能家居潜力释放的红利。万魔声学凭借其在声学领域丰厚的技术积累、优秀的研发团队、科学的研发管理与完善的研发-量产流程，形成了丰富完整的产品线，并可以根据市场动态进行快速的产品迭代；其品牌知名度也随着万魔声学在声学领域的深耕细作逐渐加强，将为公司未来的市场扩张与业务拓展提供源源不断的动力。

每次股权转让或增资的价格是交易双方协商确定的，公司也处于不同的发展阶段，因此每次交易价格不同。例如 2018 年 11 月 12 日，嘉为投资与万魔声学签订了协议，拟对万魔声学现金增资 3.96 亿元。以上增资事项推算投前定价约为 37.62 亿元。增资金额为交易各方商务谈判结果。该增资事项主要目的是引进外部投资者进行融资，确定的投前定价中包含了拟引入的外部投资者对万魔声学未来发展的良好期望，故高于本次评估值。

综上，本独立财顾问认为，万魔声学 2017 年以来历次股权转让对应全部股权总体作价与本次交易作价进行对比具有合理性。

三、评估机构核查意见

综上，评估师认为，万魔声学 2017 年以来历次股权转让对应全部股权总体作价与本次交易作价进行对比具有合理性。

问题 26.申请文件显示，1)小米集团为标的资产第一大客户，报告期内销售占比分别为 59.45%、64.24%、60.12%，且为标的资产关联方。2)报告期内前五大客户销售占比合计分别为 86.01%、83.17%、83.54%,集中度较高。3)前五大客户中，万魔声学与东莞耳一号存在关联关系，万魔声学 with 1BayBerry Limited 存在投资约定。请你公司：1) 结合万魔声学与小米集团相关合作协议条款、双方合作时间、合同续签情况、授权期限、相关排他性条款等，补充披露万魔声学与小米集团合作的稳定性、到期后是否存在续签风险，是否对标的资产生产经营稳定性产生重大不利影响以及应对措施。2) 结合

一、结合万魔声学小米集团相关合作协议条款、双方合作时间、合同续签情况、授权期限、相关排他性条款等，补充披露万魔声学小米集团合作的稳定性、到期后是否存在续签风险，是否对标的资产生产经营稳定性产生重大不利影响以及应对措施

万魔声学自成立以来即与小米集团开展了业务合作，报告期内双方于 2015 年 8 月 5 日签署了《业务合作分成协议》、于 2016 年 1 月 1 日签署了《<业务合作分成协议>主体变更补充协议》（小米集团的合同主体由“小米科技有限责任公司”变更为“小米通讯科技有限公司”），随后分别于 2017 年 1 月 1 日、2018 年 2 月 6 日、2019 年 1 月 1 日续签了《业务合作协议》。双方签署的《业务合作协议》未设置排他性条款，主要内容如下：

(1) 万魔声学负责小米定制产品的整体开发、生产和供货，并按照小米通讯的订单生产、交货；万魔声学按成本价格（包含原材料成本、代工费、模具摊销费、物流费、万魔已缴纳的第三方知识产权许可费等）将小米定制产品销售给小米通讯，小米定制产品产生的利润由双方按照约定比例分成；万魔声学有义务

保证小米通讯直接联系供应商进行成本审核的权利，若对成本存在分歧，小米通讯有权直接向供应商采购或要求万魔声学向小米通讯提供的渠道采购；小米通讯每月第5个工作日完成上个月小米定制产品的出货量分成款对账单，万魔声学确认后开具发票，小米通讯在收到万魔声学发票后10个工作日内付款。

（2）该协议项下小米通讯定制产品设计、开发、生产和销售过程中产生的ID（工业设计）所包含的或与其有关的权利、利益及知识产权归小米通讯所有；产生的其他技术成果及相关知识产权归小米通讯和万魔声学共同所有；双方均有权自行实施使用共有知识产权，无需向另一方通报及分享收益。

（3）《业务合作协议》期满后，如双方均未提出书面异议的，《业务合作协议》以相同条件自动续展一年，以后以此类推。如任何一方不愿意续展的，可于届满前30日提出异议。

目前，万魔声学与小米集团仍在合作期内（合同有效期自2019年1月1日至2019年12月31日），双方合作关系稳定，自2015年8月5日签署《业务合作协议》以来，双方在每次协议到期后均及时予以续签，小米集团作为万魔声学的关联方，通过与万魔声学长期稳定的业务合作实现共赢，因此不能续签的风险较小，不会对标的资产生产经营稳定性产生重大不利影响。

二、补充披露标的资产客户集中度高的原因，与同行业公司相比是否处于合理水平，是否存在大客户业务依赖，对标的资产议价能力是否存在影响

1、客户集中度高的原因

（1）下游行业的高集中度在一定程度上导致公司对部分单一客户的收入占比较高

根据IDC发布的手机市场跟踪报告，2018年中国智能手机市场前5名厂商的合计市场份额为87.4%，其中小米公司占比13.9%；2019年1-6月中国智能手机市场前5名厂商的合计市场份额为92.9%，其中小米公司占比11.9%。公司下游行业集中度较高，ODM业务的核心客户小米占有较高份额，小米近年来发展迅速，双方多年合作形成稳定业务关系，公司前期的核心研发力量和上游产能一般均优先满足小米公司的购货需求。公司受小米的市场成长性、市场占有率及下游行业集中度等因素影响，报告期内不可避免的形成了客户集中度较高的现状。

（2）分工合作业务模式在电子消费品行业普遍存在

公司 ODM 业务的分工合作模式属于电子消费品行业的主要特征之一，小米主要产品的核心供应商对其销售收入占比普遍较高。下游客户对供应商的选择非常严格，其合格供应商必须具备较强的研发能力和品质保障能力。公司在声学设备领域的技术积累和研发优势，保证了与品牌厂商合作的稳定性和可持续性。

（3）公司拥有核心技术，产品受到客户高度认可

公司以技术为驱动，通过在声学、外观、机构、软件、电子、算法等方面持续的研发投入，已在 ANC 主动降噪技术、ENC 通话降噪技术、多单元调音技术、音频虚拟环绕扩展技术、多种材料喇叭技术（如动铁单元喇叭以及钛、石墨烯、类钻碳等振膜喇叭）、天线技术、真无线蓝牙系统整合技术、MIC 阵列智能音箱唤醒技术、智能音箱系统整合技术等声学科技关键领域取得了一系列研发成果，并运用完善的供应链管理能力和精益求精的品质管控能力，为客户提供“端到端”的整体声学产品解决方案。报告期内，公司为小米等主要客户量身定制了多款耳机产品，市场销量较好，产品品质受到客户及终端消费者的高度认可，小米港股 IPO 招股书中也将万魔声学列为“主要生态链供应企业”，公司与小米的合作既能够充分发挥公司的技术优势，又能够充分利用小米公司的渠道优势，双方各有所长、共同成长，从而形成了稳定的合作关系。

综上所述，公司报告期内客户集中度高的现状，主要是在下游客户市场占有率等因素的影响下自然形成。公司在声学设备领域的技术领先优势决定了与下游客户的合作关系并非单方面依赖。同时，随着公司陆续开发与其他品牌厂商的业务合作，以及自牌业务的进一步发展，预计未来对少数大客户的收入占比将逐步下降。

2、客户集中度与同行业公司相比是否处于合理水平

与歌尔股份、漫步者、国光股份等同行业公司相比，万魔声学的前五大客户占比情况对比如下：

公司名称	2018 年	2017 年	2016 年
歌尔股份	66.45%	65.86%	56.28%
漫步者	44.05%	49.67%	40.97%
国光电器	79.30%	85.00%	76.90%
万魔声学	83.54%	83.17%	86.01%

与歌尔股份相比，万魔声学在业务范围上更加专注于声学领域，报告期内产

品主要是耳机、音箱等智能声学设备，未拓展虚拟现实、光学等业务领域，业务范围更加集中，因而公司的客户集中度较高；与漫步者相比，万魔声学在业务模式上同时以 ODM 和自有品牌方式开展业务经营，且目前 ODM 业务收入占比较大，而 ODM 业务具有规模经济效应，只有当产品销售达到一定规模时才能形成领先的竞争优势，因而公司的客户集中度较高；与国光电器相比，万魔声学的音箱收入占比较小，耳机收入占比较大，耳机产品由于内部空间结构有限，对技术的精密程度要求更高，能达到同类技术水平的企业相对更少，两家公司均主要以 ODM 方式开展业务经营，客户集中度均较高。

综上所述，与同行业公司相比，万魔声学的客户集中度较高，主要是因为报告期内万魔声学的业务范围集中在耳机产品领域，并主要以 ODM 方式开展业务经营，而 ODM 业务具有规模经济效应，万魔声学的客户集中度较高的情况具有合理性。

3、是否存在大客户业务依赖

2016 年、2017 年、2018 年和 2019 年 1-6 月，公司对前五大客户的销售收入占比分别为 86.01%、83.17%、83.54%和 91.47%，占比较高，其中小米集团、东莞耳一号声学科技有限公司（华为公司的供应商）、华硕电脑股份有限公司等排名靠前的均为 ODM 业务客户。报告期内，公司客户集中度较高，但公司业务对小米等少数客户不存在重大依赖，具体分析如下：报告期内，公司客户集中度高的现状，主要是在下游客户市场占有率等因素的影响下自然形成；公司在声学设备领域的技术领先优势决定了与下游客户的合作关系并非单方面依赖，公司的 ODM 业务模式既能够充分发挥公司的技术优势，又能够充分利用下游客户的渠道优势，双方各有所长、共同成长，从而形成了稳定的合作关系；同时，随着公司陆续开发与其他品牌厂商的业务合作，以及自牌业务的进一步发展，预计未来对少数大客户的收入占比将逐步下降。

4、对标的资产议价能力的影响

在议价能力方面，公司的 ODM 业务模式与传统的 OEM 模式的主要区别在于公司自主掌握产品设计的核心技术。在产品开发过程中，公司单独或者与客户共同进行产品定义，公司掌握了声学、外观、机构、软件、电子、算法等方面的关键技术，并拥有完善的供应链管理系统，因而在产品开发过程中较大的自主权，

公司客户集中度较大的情况未对公司的议价能力构成重大不利影响。

三、补充披露标的资产与东莞耳一号合作的稳定性；交易价格同市场价格相比是否处于合理水平，对标的资产未来经营稳定性和持续盈利能力的影响

1、标的资产与东莞耳一号合作的稳定性

万魔声学全资子公司深圳耳一号于2017年4月1日与东莞耳一号签订了销售合同，有效期至2022年3月31日，合作期限较长。从万魔声学与东莞耳一号的业务合作模式来看，万魔声学向东莞耳一号销售的产品为真无线蓝牙耳机模组（PCBA板与电池），经东莞耳一号采机构件、喇叭等其他零组件组装形成整机、测试并包装后，再直接由东莞耳一号销售给华为公司；且万魔声学销售给东莞耳一号的真无线蓝牙耳机模组为TWS耳机产品的核心物料，其中的PCBA板集成了声学、射频、天线、电池驱动等模块，并支持2C快充功能，公司掌握了产品设计、研发、生产及供应链管理中的核心技术，在上述业务中处于主导地位，双方的业务合作具有稳定性。此外，根据对东莞耳一号的走访记录，东莞耳一号业务负责人表示将与万魔声学继续保持长期合作。因此，万魔声学与东莞耳一号的合作具有稳定性。

2、交易价格同市场价格相比是否处于合理水平，对标的资产未来经营稳定性和持续盈利能力的影响

（1）交易价格同市场价格相比是否处于合理水平

公司与东莞耳一号的交易模式为，公司向东莞耳一号提供PCBA板、电池等关键零部件的解决方案。公司通过设计集成在PCBA板上的各类模块，并委托加工厂制作完成，公司将收回的PCBA板销售给东莞耳一号；同时公司从电池厂商集中采购电池销售给东莞耳一号。公司从供应商采购PCBA板和电池时系按照市场价格收回，并加上前期研发费用、方案设计费用、采购费用等成本和一定的利润销售给东莞耳一号。公司在销售声学零部件业务中，与各方的交易价格均基于市场价格。

1) EW001

万魔声学是华为的首个智能真无线产品的间接ODM合作商，EW001组装后的成品也是万魔声学的第一款智能真无线产品，报告期内公司向东莞耳一号销售的EW001与市场价格（由于当时并无可比的同类产品，市场价格取自万魔声

学后续产品价格，并将其零部件价格设定为比较基准）比较情况如下：

项目	东莞耳一号	市场价格
	EW001	万魔声学 TWS 产品 A
整机零售价	799.00	现售价 599.00，原售价 999.00
PCBA 主板	102.30%*	100.00%
PCBA 副板	127.73%	100.00%
充电盒 PCBA 板	96.83%	100.00%
耳机电池	117.80%	100.00%
充电盒电池	113.29%	100.00%

*注：该比例是由东莞耳一号相应零部件价格/市场价格计算得出；由于 EW001 的上述零部件价格为公司直接销售给东莞耳一号的销售价格，TWS 产品 A 的零部件价格后续经组转后在整机销售时还会有一定的毛利，考虑上述因素后两者价格差异会更小。

2) EW002

EW002 作为智能真无线耳机的升级款，万魔声学在技术的应用上更加成熟，并通过对方案的重新定位，使得产品零售价格由 799 元降低到 399 元，目前 EW001 已停产。报告期内公司向东莞耳一号销售的 EW002 与市场价格（市场价格系参考公司类似价位的耳机中供应商的零件报价，由于不同产品的设计方案、零件性能差异较大，并无一款产品能够完全与东莞耳一号最终产品对标，因此分别选用类似价位耳机中的部分零件对比，将其平均价格设定为比较基准）的比较情况如下：

项目	东莞耳一号	市场价格			
	EW002	平均价格	万魔声学 TWS 产品 B	万魔声学 TWS 产品 C	万魔声学 TWS 产品 D
整机零售价	399.00		399.00	399.00	499.00
PCBA 主板	100.65%*	100.00%			100.00%
PCBA 板价格合计(主板*2+副板*2+充电盒板*1)	103.85%	100.00%		100.00%	
耳机电池	96.47%	100.00%	98.69%		101.31%
充电盒电池	82.94%	100.00%	98.66%		101.34%

*注：该比例是由东莞耳一号相应零部件价格/市场平均价格计算得出。

由上可见，公司向东莞耳一号销售的产品价格，与公司同类产品供应商报价差异较小。

（2）对标的资产未来经营稳定性和持续盈利能力的影响

报告期内，公司对东莞耳一号的销售情况如下：

项目	2019 年 1-6 月		2018 年度
	金额（元）/比率	增长情况	金额（元）/比率
销售收入	248,625,712.29	104.04%	121,851,148.31
销售成本	203,964,201.93	82.9%	111,476,547.85
毛利率	17.96%	9.15%	8.51%

由上可见，报告期内公司对东莞耳一号销售逐渐增长，主要系公司与其合作密切，向最终客户华为销售增长所致。随着未来公司继续为东莞耳一号开发新型号产品的零部件，公司预期销售毛利率将有所增长。双方交易对公司未来经营稳定性和持续盈利能力产生有利影响。

四、补充披露标的资产对客户集中度高的应对措施和可行性

针对报告期内公司客户集中度较高的情况，万魔声学拟采取如下措施：

1、加大研发投入，巩固核心竞争力

公司 ODM 业务模式的主要特点在于公司掌握产品设计的核心技术，公司将继续加大研发投入，深耕智能声学领域，在声学、降噪、麦克风、材料、AI 等重点领域持续开发，通过技术预研小组针对未来两年行业的技术发展方向进行预研，从各零组件开始进行新技术预研、路演（新技术在实际产品上导入）、新材料导入、跨行业技术演变和导入，同时也结合行业主要零组件（包括芯片）主要供应商，进行从用户需求反推的新型技术演变模式，即从用户痛点、用户需求出发，寻找或者针对性研发相关新技术和创新。未来 1-2 年，公司将结合蓝牙、Wifi、5G 等连接技术的发展趋势，进一步加强在智能可穿戴音频产品上的布局；公司的有线耳机产品、蓝牙耳机产品将积极拓展印度等发展中国家市场；公司的 TWS 耳机产品将遵循全球化布局，进一步开发在商务降噪、运动生活等多元化场景的应用，进一步加强智能语音、健康监测等多样化功能；公司的音箱产品也将进一步发展智能便携音箱、带屏音箱、5G 带屏音箱等。公司将通过加大研发投入，保持公司技术的先进性，以技术来赢得市场，维持现有客户稳定性并以此拓展新的客户。

2、加大业务拓展力度，积极拓展其他 ODM 客户

近年来，消费者对于电声产品的关注点更多集中在音质、外观、便携性和舒

适性等方面，高保真、数字化、智能化、多功能的产品已成为行业未来的发展方向。同时，智能手机、平板电脑、汽车多媒体、虚拟现实设备等产业的持续繁荣也将推动智能声学市场的进一步发展，万魔声学面临巨大的市场发展机遇。报告期内，公司除向小米公司销售以外，还成功开发了华为公司（间接客户），并直接供货给亚马逊、华硕、网易、咕咚、酷我、京东等知名客户以及国内其他主流手机品牌客户。目前，公司已正式获得 **OPPO** 的合作项目，其中一个项目已在试产；公司已取得阿里供应商资质，其中 1 款智能真无线耳机正在与阿里巴巴人工智能实验室进行开发试制；公司与努比亚已订立了合作协议，并有联名产品开始量产；公司也已与乐心医疗（300562.SZ）进行合作，目前已有一款智能健康穿戴产品正在联合开发试制。未来，公司在继续维持好现有产品线的基础上，还将进一步开发小米、华为、**OPPO**、努比亚、亚马逊等现有客户的更多样化的产品线，以及进一步扩展 **Cisco/思科**、**Jabra/捷波朗**、**沃尔玛**、**摩托罗拉**、**谷歌** 等业内知名客户，公司的客户多元化程度将进一步提高。

3、坚持做好品牌策略，大力发展自有品牌业务

根据中关村在线发布的《2019 上半年耳机 ZDC 报告》：2019 年上半年 TWS 真无线耳机的全面开花，传统耳机也都开始向着蓝牙、无线化的方向发展；在品牌的关注度层面，在最近的两三年一直持续上升的 **1MORE** 品牌终于登顶，超越了 **Sony** 成为了 2019 年上半年关注度最高的品牌。报告期内，公司通过持续的研发投入、营销投入和品牌运营，自主品牌 **1MORE** 已逐渐形成较大的市场知名度；2019 年 7 月，公司全新推出自牌业务的子品牌 **omthing**，全称为 **One More Thing**，定位为中低价位的智能声学产品及周边配件产品，与 **1MORE** 中高端智能声学品牌形成产品互补，进一步扩大了对市场的覆盖面。公司将坚持做好品牌策略，大力发展自有品牌业务，随着公司自有品牌影响力的扩大，公司的自有品牌业务也将对公司的收入结构起到重要的补充作用。

综上，公司将通过对技术的持续投入来巩固公司的核心竞争力，维持公司与现有客户合作的稳定性；通过对关键技术的掌控，公司在继续维持好现有客户的基础上，也将进一步拓展新的 **ODM** 客户；同时，随着公司自有品牌影响力的扩大，公司的自有品牌业务也将对公司的收入结构起到重要的补充作用；上述措施有助于降低公司客户集中度，具有可行性。

五、结合标的资产未来年度营业收入预测、主要客户构成及客户集中度、销售价格预测情况等，补充披露关联交易对本次交易业绩承诺和估值定价的影响，是否存在利用关联交易操纵利润的情形

1、未来年度营业收入预测、主要客户构成及客户集中度

万魔声学 2019 年至 2023 年的营业收入预测分别为 171,523.63 万元、245,186.19 万元、309,629.09 万元、381,072.73 万元、416,565.14 万元。其中，小米客户、东莞耳一号（华为公司供应商）为公司关联方，公司未来收入预测及主要客户的具体情况如下：

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
小米客户收入	81,549.00	89,811.56	89,231.20	99,058.62	103,031.68
占总收入的比例	47.54%	36.63%	28.82%	25.99%	24.73%
华为（间接客户）收入	44,800.00	53,650.00	56,715.90	56,715.90	56,715.90
占总收入的比例	26.12%	21.88%	18.32%	14.88%	13.62%
非关联方客户收入	45,174.63	101,724.63	163,681.99	225,298.21	256,817.56
占总收入的比例	26.34%	41.49%	52.86%	59.12%	61.65%

由上表可知，万魔声学的 2019 年关联方小米客户和华为（间接客户）的占收入的比例较高，但预期未来年度小米客户和华为（间接客户）收入的占比将逐步下降。

2、销售价格预测情况

万魔声学对每个客户都是定制开发产品，所以不同客户不同产品，甚至是不同客户同一类产品，因为每个产品的产品定位不同，研发投入和技术应用都是不同的，销售价格的预测是按不同产品的成本价、技术水平等综合确定的，所以不同产品的销售价格不具备可比性。在销售价格预测时，万魔声学对关联方和非关联方遵循一致的定价原则，未进行区分对待。

3、关联交易对本次交易业绩承诺和估值定价的影响，是否存在利用关联交易操纵利润的情形

预测期内，随着万魔声学的新客户的扩展和业务的发展，公司的关联交易比重将逐步下降；在销售价格预测时，万魔声学对关联方和非关联方遵循一致的定价原则，未进行区分对待，关联交易对本次交易业绩承诺和估值定价未产生不利影响。公司关联交易定价模式均参照市场模式，具体定价均为市场价格。公司关联交易均具有真实交易背景，且已真实、完整的在财务报告中反映。公司不存在

利用关联交易操纵利润的情形。

六、评估机构核查意见

评估师认为：万魔声学与小米集团合作关系稳定，小米集团作为万魔声学的关联方，通过与万魔声学长期稳定的业务合作实现共赢，不能续签的风险较小，不会对标的资产生产经营稳定性产生重大不利影响。报告期内，公司客户集中度较高，主要是在下游客户市场占有率等因素的影响下自然形成，公司在声学设备领域的技术领先优势决定了与下游客户的合作关系并非单方面依赖。与同行业公司相比，万魔声学的业务范围集中在耳机产品领域，并主要以 ODM 方式开展业务经营，而 ODM 业务具有规模经济效应，万魔声学的客户集中度较高的情况具有合理性。随着公司陆续开发与其他品牌厂商的业务合作，以及自牌业务的进一步发展，预计未来对少数大客户的收入占比将逐步下降，公司业务对小米等少数客户不存在重大依赖。由于公司自主掌握了产品设计的核心技术，并拥有完善的供应链管理系统，在产品过程中较大的自主权，客户集中度较大的情况对公司的议价能力未构成重大不利影响。公司与东莞耳一号合作期限较长，在合作中掌握了产品设计、研发、生产及供应链管理中的核心技术，在上述业务中处于主导地位，双方的业务合作具有稳定性。针对报告期内公司客户集中度较高的情况，万魔声学拟加大研发投入、巩固核心竞争力，加大业务拓展力度、积极拓展其他 ODM 客户，坚持做好品牌策略、大力发展自有品牌业务，上述措施有助于降低公司客户集中度，具有可行性。预测期内，随着万魔声学的新客户的扩展和业务的发展，公司的关联交易比重将逐步下降；在销售价格预测时，万魔声学对关联方和非关联方遵循一致的定价原则，未进行区分对待，关联交易对本次交易业绩承诺和估值定价未产生不利影响；公司关联交易定价模式均参照市场模式，具体定价均为市场价格，公司不存在利用关联交易操纵利润的情形。

问题 41.申请文件显示，1)以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日，采用市场法和收益法对万魔声学 100%股权进行了评估，本次交易标的资产母公司口径经审计的净资产账面价值为 102,945.75 万元，收益法评估结果为 300,660.00 万元，增值率为 192.06%。2)根据被合并方合并财务报表，标的资产 2018 年末，归母净资产为 95,915.34

万元，其中，收购上市公司股权产生的长期股权投资金额为**100,830.93**万元。请你公司：**1)**结合标的资产行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、广告投放效果及与竞争对手的比较情况、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露标的资产评估增值率的合理性。**2)**补充披露标的资产经营性资产评估增值情况，并分析评估增值率公允性和合理性。**3)**补充披露标的资产**2018**年末归母净资产小于长期股权投资（收购上市公司部分股权产生）金额的原因及合理性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

答复：

一、结合标的资产行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、广告投放效果及与竞争对手的比较情况、同行业公司市盈率情况以及可比收购案例等，补充披露标的资产评估增值率的合理性

1、万魔声学行业地位

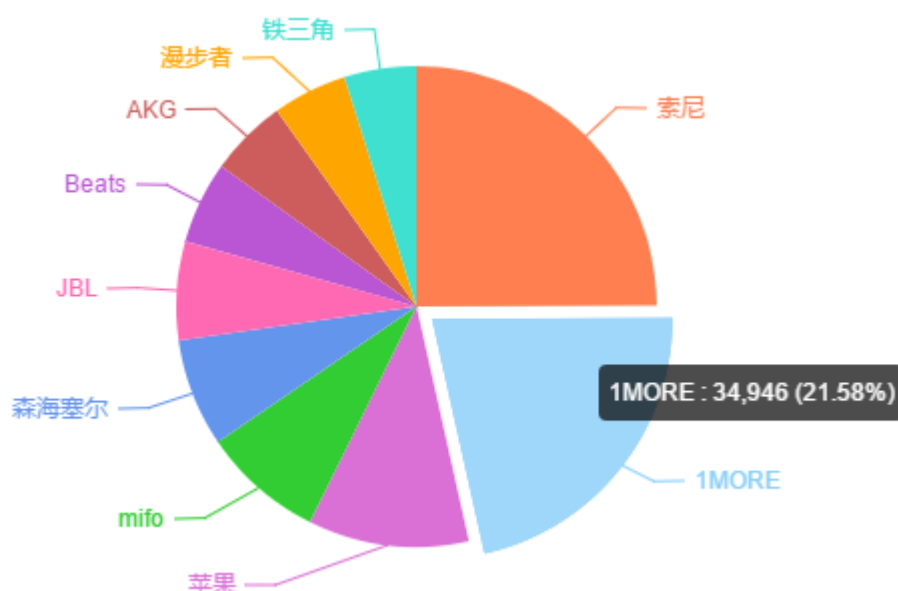
自2014年以来，随着亚马逊智能音箱的推出，接着2016年苹果Airpod真无线产品推出，以及未来5G的普遍应用和IOT产业的国家布局，未来的声学产品、家居产品、汽车等将以万物有声的智能形态存在千家万户及呈现于每个消费者的生活工作中。

万魔声学现在所有的产品定位、技术研发、技术创新正是围绕着以上行业发展趋势而布局。例如，万魔声学是华为的首个智能真无线产品的间接ODM合作商，万魔声学拥有此类产品中关键技术的自主知识产权；并且2019年上半年万魔声学自主品牌已推出智能真无线耳机。同时，万魔声学一直十分重视声学领域技术的研发，拥有多项领先的核心技术。

万魔声学为全方位打造的中国原创声学品牌，其产品已经获得包括德国iF设计奖、德国红点设计奖、美国IDA时尚设计奖、日本VGP、美国CES创新设计奖等在内的多项国际设计奖以及全球权威媒体奖项与推荐，美国知名权威媒体《消费者报告》将其列在全球耳机类186个名牌竞品中的第一名、第二名向消费者重点推荐，2017年获得中国电子音响行业协会颁发的“中国十大耳机品牌第一名”，2018年继续获得中国电子音响行业协会颁发的“中国十大耳机品牌”（当

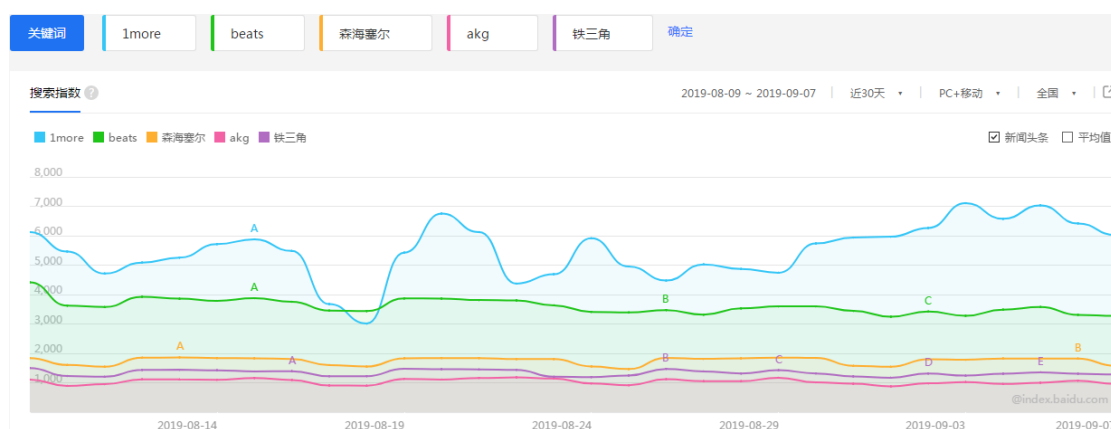
年未进行排名）。

根据 ZOL 中关村互联网消费中心提供的耳机品牌占有率情况（更新至 2019 年 9 月 7 日），1MORE 品牌排名第二，在国产品牌中位列第一，占据耳机市场的主流地位。



资料来源：中关村互联网消费调研中心，耳机品牌周关注比例，更新至 2019.9.7

根据百度指数数据，与 Beats、森海塞尔、AKG、铁三角等业内知名音频品牌相比，2018 年至今 1MORE 的百度搜索指数较为稳定地排名第一，具有显著的品牌优势：



资料来源：百度指数，更新至 2019.9.7

2、万魔声学核心竞争力

万魔声学汇聚了优秀的声学领域研发人员，专注于声学研发设计与智能软、硬件开发，致力于打造全球最酷的音频品牌，并秉承以技术赢得市场的原则，在

声学关键领域中进行持续的研发投入。万魔声学依靠自身品牌和研发优势，形成了丰富完整的产品线，凭借其线下、线上、国内、海外完善的营销渠道将产品推向全球。万魔声学的研发优势与品牌优势是其不断输出优质产品，并在销售推广的过程中收到市场正向反馈的基本前提，并在此过程中形成了一批优质的客户，从而形成了公司的核心竞争力。公司以轻资产方式运营，核心竞争力主要体现在技术及研发优势、人才及团队优势、品牌优势、营销渠道优势、多元化产品优势等无形资源上，因此评估值较账面价值增值率较高。

3、市场竞争格局

万魔声学主要从事耳机、音箱等智能声学类产品以及声学关键组件的研发设计、制造和销售，其所属细分行业为电声行业。万魔声学生产的智能声学类产品可以作为智能化生活方式的重要入口，以小型智能终端介入智能家居行业。具体行业分析如下：

我国电声产品的发展，经历了从消费者仅为满足基本听音需求（即普遍使用播放设备赠品耳机），到消费者开始追求耳机的音质并重视品牌和外观的观念转变过程。目前，消费者在注重音质与舒适的同时，开始对不同场景下电声设备的使用有了更为个性化的要求，例如：在运动场景下，需要佩戴轻便、牢靠、防水等级高的设备；在商旅场景中，需要便携、降噪性能好并具有良好的收音功能以便于接打电话的蓝牙耳机；在家中，需要能够提供沉浸式音乐体验的高音质电声设备。因消费者需求产生的新的电声设备细分领域，为电声行业提供了大量的增量市场。万魔声学在多个声学产品领域拥有优质产品，其产品线包括有线耳机、无线耳机、无线 AI 智能耳机、智能 AI 音箱、智能声学组件等，其丰富的产品线可以满足不同细分市场、不同客户的需求偏好。

中高端耳机主要集中在无线耳机、智能耳机等领域，高保真、数字化、无线化、智能化、多功能已逐渐成为电声产品的发展方向。智能耳机在无线连接、智能降噪、语音交互和生物监测等领域发挥重要作用，不仅逐渐成为智能手机的标配，更是在智能化趋势下，有望成为人机交互助手的重要入口。根据 Futuresource's Headphone Report 研究显示，至 2022 年全球 TWS 智能终端需求量将达到 10,300 万台，市场规模有望达到 130 亿美金。万魔声学掌握了软件腔体测算、振膜动态监测、音质数据分析、动铁单元或动铁扬声器和智能语音识

别算法等核心技术，2018 年研发成功并量产上市 TWS 智能耳机产品。

万魔声学为小米、华为（间接客户）等多家公司设计、研发和生产 TWS 智能耳机，目前，公司已正式获得 OPPO 的合作项目，其中一个项目已在试产；已取得阿里供应商资质，并有项目正在评估。未来，公司在继续维持好现有产品线的基础上，还将进一步开发小米、华为、网易、京东、亚马逊等现有客户的更多样化的产品线，以及进一步扩展谷歌、沃尔玛、Cisco/思科、Jabra/捷波朗等业内知名客户。作为国内较早布局 TWS 智能耳机的公司，万魔声学具有充分的技术储备与产品开发、量产经验，在可穿戴智能终端（AI TWS）市场中，具有较强的优势。小米、华为（间接客户）等手机厂商领军企业为万魔声学的重要客户，其市场份额提升对万魔声学发展具有积极的推进作用。

4、万魔声学广告投放效果

2019 年 1-6 月万魔声学进行的主要销售活动如下：

发布会时间	主题	发布会对应产品
3 月 14 日	京东影音节（线上及线下-上海）	电商促销
4 月 23 日	天猫耳机品类日（线上）	新品上架及代言人官宣
6 月 18 日	京东年中大促（线上）	京东 618 及吴青峰 TVC 投放

2019 年 2 月-7 月万魔自牌的销售数据如下：

单位：万元

月份	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
销售收入（万元）	438.00	1,402.71	874.95	2,121.57	1,541.77	2,197.65

由上表可以看出，2019 年上半年，万魔声学的广告投放时间与行业消费高峰较为契合，广告投放对万魔声学的产品销售具有明显的促进作用。目前，周杰伦、吴青峰已成为公司的品牌代言人，强化了自牌产品年轻、时尚的品牌定位，公司已形成了明显的品牌优势。

5、万魔声学竞争对手的比较情况

（1）歌尔股份有限公司（002241.SZ）

歌尔股份有限公司（以下简称“歌尔股份”）于 2008 年 5 月在深交所上市，证券代码为 002241.SZ。根据歌尔股份 2018 年年度报告，歌尔股份的主营业务为精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务。其中，精密零组件业务主要产品为微型麦克风、微型扬声器、扬声器模组、天线模组、MEMS 传感器及其他电子元器件等；智能声学整机业务主要产品为有线耳机、无线耳机、智能

无线耳机、智能音响产品等；智能硬件业务主要为智能家用电子游戏机配件产品、智能可穿戴电子产品、虚拟现实/增强现实产品、工业自动化产品等。

与歌尔股份相比，万魔声学在业务范围上更加专注于声学领域，未拓展虚拟现实、光学等业务领域；在业务模式上万魔声学同时以 ODM 和自有品牌方式开展业务经营，自牌产品已取得较高的市场认可度，公司秉承以技术赢得市场的理念，在生产环节采用柔性化的委外生产方式；在产品形态上万魔声学主要是以提供消费类电声整机产品为主，电声零部件则是上市公司共达电声的主要业务。

（2）深圳市漫步者科技股份有限公司（002351.SZ）

深圳市漫步者科技股份有限公司（以下简称“漫步者”）于 2010 年 2 月在深交所上市，证券代码为 002351.SZ。根据漫步者 2018 年年度报告，漫步者拥有从产品创意到工业设计、产品研发、规模化生产、自主营销的专业团队，产品涵盖多媒体音箱、、耳机、汽车音响、专业音响等四大品类上百种型号。漫步者旗下的“EDIFIER 漫步者”品牌的多款产品屡次荣获“红点设计奖”（Red Dot Design Awards）、“iF 产品设计奖”（iF Design Award）、“CES 产品设计与创新奖”（CES Design and Engineering Award）。

与漫步者相比，万魔声学在业务模式上同时以 ODM 和自有品牌方式开展业务经营，且目前 ODM 业务收入占比更高；在产品形态上万魔声学的音箱业务规模占比相对较小，但自 2018 年底小爱 HD 智能音箱量产以后，万魔声学的智能音箱业务的重要性将逐步提高。

（3）国光电器股份有限公司（002045.SZ）

国光电器股份有限公司（以下简称“国光电器”）于 2010 年 5 月在深交所上市，证券代码为 002045.SZ。根据国光电器 2018 年年度报告，国光电器的主营业务主要是音响电声类业务，包括多媒体类音响产品、消费类音响产品、专业类音响产品、通讯类音响产品、汽车扬声器以及扬声器配件的设计、生产和销售。

与国光电器相比，万魔声学虽然也有智能音箱产品，但目前主要以耳机类产品为主，未来万魔声学将继续深耕智能声学领域，推动声学科技的关键研发成果在智能音频配件、智能家居/办公、智能无线穿戴等领域的应用。

除此之外，与万魔声学构成竞争关系的公司或品牌还包括通力电子(港股)、哈曼国际、Sony、Beats、Bose、Audio Technica（铁三角）、Sennheiser（森

海塞尔）等。

与同行业竞争对手相比，万魔声学同时以 ODM 和自有品牌方式开展业务经营，目前 ODM 业务收入占比更高，自牌产品也已取得较高的市场认可度。报告期内，万魔声学以技术为驱动，通过在声学、外观、精密结构、软件、电子、算法等方面持续的研发投入，已在 ANC 主动降噪技术、ENC 通话降噪技术、多单元调音技术、音频虚拟环绕扩展技术、多种材料喇叭技术（如动铁单元喇叭以及钛、石墨烯、类钻碳等振膜喇叭）、天线技术、真无线蓝牙系统整合技术、MIC 阵列智能音箱唤醒技术、智能音箱系统整合技术等声学科科技关键领域取得了一系列研发成果，具有较强的市场竞争力。

6、可比收购案例情况以及同行业公司市盈率情况

（1）近期上市公司可比交易案例情况

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	标的公司主营业务情况
1	传艺科技	东莞美泰	2018.03.31	键盘、鼠标等计算机外设产品及其零部件的研发、生产与销售，主要从事 ODM 业务
2	领益智造	领益科技	2017.03.31	消费电子产品精密功能器件供应商，专注于智能消费电子高精密功能器件的研发、生产和销售
3	世嘉科技	波发特	2017.05.31	从事射频器件和天线产品的研发、生产及销售服务，是通信领域的射频器件及天线产品的专业供应商
4	经纬辉开	新辉开	2016.07.31	主营为液晶显示模组及电容式触摸屏产品，生产、加工、销售电线、电缆、有色金属材料、绝缘材料、矽钢片、电抗器
5	奋达科技	富诚达	2016.12.31	手机通讯等消费电子类精密金属结构件的研发、生产和销售
6	共达电声	万魔声学	2018.10.31	耳机、音箱、智能声学类产品以及关键声学零部件的研发设计、制造和销售

上述交易案例主要指标与市盈率情况如下表所示：

上市公司	标的公司	增值率 (%)	毛利率 (%)	预测期 PE				预测期前 3 年净利润复合 增长率 (%)	取得 专利 项数
				第 1 年	第 2 年	第 3 年	三年 平均		
传艺科技	东莞美泰	102.9	9.1	8.1	7.0	6.3	7.1	13.2	1
领益智造	领益科技	660.1	31.3	13.9	11.1	9.2	11.1	25.1	141
世嘉科技	波发特	471.8	16.5	18.8	13.9	9.8	13.2	32.0	34
经纬辉开	新辉开	283.2	9.0	11.0	9.1	8.1	9.2	27.3	3
奋达科技	富诚达	1059.4	33.6	14.4	11.1	8.2	10.7	34.2	19

平均值		515.5	19.9	13.2	10.4	8.3	10.2	26.4	40
共达电声	万魔声学	192.06	27.88	20.8	13.7	10.6	13.9	39.8	266

附注：①数据来源：根据各上市公司收购标的重组报告书整理取得；②增值率=(评估值-评估基准日母公司净资产)/评估基准日母公司净资产；③毛利率为距评估基准日最近一个完整历史年度的毛利率。

万魔声学评估值相对评估基准日母公司净资产的增值率低于可比交易案例的平均水平，预测期前三年市盈率略高于可比交易案例。但万魔声学取得专利项数远高于可比交易案例，且其历史毛利率水平和预测期前三年净利润复合增长率高于可比交易案例平均水平。

（2）同行业上市公司市盈率

在证监会行业分类-制造业-计算机、通讯和其他电子设备制造业中选取同行业上市公司，测算近一年（自2018年9月19日至2019年9月20日）每日市盈率（LYR）平均值数据如下表所示：

序号	证券代码	证券简称	市盈率	序号	证券代码	证券简称	市盈率
1	000050.SZ	深天马 A	30.96	45	300088.SZ	长信科技	20.72
2	000063.SZ	中兴通讯	0.55	46	300128.SZ	锦富技术	42.40
3	000066.SZ	中国长城	31.86	47	300134.SZ	大富科技	186.85
4	000068.SZ	华控赛格	64.31	48	300136.SZ	信维通信	27.81
5	000561.SZ	烽火电子	53.10	49	300155.SZ	安居宝	159.29
6	000727.SZ	华东科技	355.48	50	300220.SZ	金运激光	295.23
7	000823.SZ	超声电子	22.15	51	300227.SZ	光韵达	38.62
8	002045.SZ	国光电器	3.60	52	300282.SZ	三盛教育	94.85
9	002049.SZ	紫光国微	78.08	53	300322.SZ	硕贝德	89.61
10	002134.SZ	天津普林	47.50	54	300323.SZ	华灿光电	22.40
11	002138.SZ	顺络电子	33.77	55	300327.SZ	中颖电子	35.51
12	002179.SZ	中航光电	37.60	56	300373.SZ	扬杰科技	34.57
13	002189.SZ	中光学	101.76	57	300408.SZ	三环集团	28.55
14	002217.SZ	合力泰	14.54	58	300458.SZ	全志科技	234.03
15	002222.SZ	福晶科技	34.28	59	300460.SZ	惠伦晶体	10.31
16	002231.SZ	奥维通信	142.56	60	300474.SZ	景嘉微	93.17
17	002241.SZ	歌尔股份	23.97	61	300476.SZ	胜宏科技	30.48
18	002273.SZ	水晶光电	25.79	62	300514.SZ	友讯达	42.93
19	002351.SZ	漫步者	43.73	63	300543.SZ	朗科智能	39.11
20	002387.SZ	维信诺	770.26	64	300602.SZ	飞荣达	61.03
21	002388.SZ	新亚制程	71.14	65	300615.SZ	欣天科技	165.97
22	002436.SZ	兴森科技	41.36	66	300657.SZ	弘信电子	42.30

序号	证券代码	证券简称	市盈率	序号	证券代码	证券简称	市盈率
23	002463.SZ	沪电股份	56.69	67	300661.SZ	圣邦股份	81.86
24	002465.SZ	海格通信	60.20	68	300666.SZ	江丰电子	146.61
25	002475.SZ	立讯精密	41.44	69	300679.SZ	电连技术	25.48
26	002484.SZ	江海股份	24.91	70	300689.SZ	澄天伟业	41.94
27	002512.SZ	达华智能	24.70	71	300708.SZ	聚灿光电	91.46
28	002579.SZ	中京电子	106.33	72	300726.SZ	宏达电子	41.10
29	002618.SZ	丹邦科技	319.78	73	300739.SZ	明阳电路	37.87
30	002636.SZ	金安国纪	15.33	74	600707.SH	彩虹股份	305.96
31	002655.SZ	共达电声	73.22	75	603005.SH	晶方科技	53.94
32	002681.SZ	奋达科技	7.55	76	603160.SH	汇顶科技	64.30
33	002782.SZ	可立克	77.30	77	603186.SH	华正新材	40.78
34	002806.SZ	华锋股份	80.87	78	603328.SH	依顿电子	17.44
35	002835.SZ	同为股份	288.31	79	603380.SH	易德龙	25.04
36	002841.SZ	视源股份	54.92	80	603386.SH	广东骏亚	53.01
37	002866.SZ	传艺科技	33.71	81	603595.SH	东尼电子	35.43
38	002869.SZ	金溢科技	114.10	82	603678.SH	火炬电子	32.63
39	002876.SZ	三利谱	68.36	83	603773.SH	沃格光电	20.95
40	002885.SZ	京泉华	41.37	84	603920.SH	世运电路	27.34
41	002888.SZ	惠威科技	80.85	85	603933.SH	睿能科技	22.00
42	002897.SZ	意华股份	42.97	86	603936.SH	博敏电子	45.95
43	002902.SZ	铭普光磁	114.69	87	603989.SH	艾华集团	26.63
44	002913.SZ	奥士康	34.82	平均市盈率			78.44

注：①数据来源：WIND 资讯；②同行业上市公司主要选取标准为：上市时间为 2018 年 8 月以前，只发行 A 股且主营收入源自电子设备、元器件制造业的非 ST 上市公司；③上表中已排除市盈率（LYR）值前 5 与后 5 项；④每日市盈率（LYR）根据每日收盘价*总股数和最近一年归属母公司的净利润数据测算得出。

由上表可见，近一年同行业上市公司平均市盈率（LYR）为 78.44。万魔声学最近一期审计报告中近一年归属母公司的净利润为 7,827.87 万元，故万魔声学市盈率测算为 38.41，低于行业平均市盈率。万魔声学 2019 年-2021 年的承诺利润分别为 14,500 万元、22,000 万元、28,500 万元，测算得万魔声学的市盈率分别为 20.74、13.67、10.55，低于行业平均市盈率。

综上所述，万魔声学评估增值率具有合理性。

二、补充披露标的资产经营性资产评估增值情况，并分析评估增值率公允性和合理性

1、标的资产经营性资产评估增值情况

在本次标的资产评估中，采用收益法评估的万魔声学的股东全部权益价值 $E = (\text{经营性资产价值 } P + \text{非经营性资产负债（含溢余资产）的价值 } \sum Ci) - \text{负息负债的市场价值 } D$ 。其中，非经营资产包括与企业主营业务无关的长期股权投资、其他应收款、其他流动资产和其他非流动资产，经营性资产是指除上述非经营性资产以外的其他资产；非经营性负债包括与企业主营业务无关的其他应付款，经营性负债是指除上述非经营性负债以外的其他负债。

截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，采用收益法对万魔声学的股东全部权益价值的评估值为 300,660.00 万元；其中，非经营性资产评估值为-5,441.63 万元、非经营性负债评估值为 218.84 万元，合计调整净值-5,660.47 万元。本次评估在评估报告所列假设和限定条件下，采用收益法评估的万魔声学经营性资产价值为 313,930.00 万元（取整），考虑到评估基准日的万魔声学审计后净资产为 102,945.76 万元，计算得到经营性资产增值率 $= (313,930.00 - 102,945.76) / 102,945.76 = 204.95\%$ 。

2、标的资产经营性资产评估增值的合理性

近一年同行业上市公司平均市盈率（LYR）为 78.44。万魔声学最近一期审计报告中近一年归属母公司的净利润为 7,827.87 万元，用万魔声学经营性资产价值测算的市盈率为 40.10，低于行业平均市盈率。万魔声学 2019 年-2021 年的承诺利润分别为 14,500 万元、22,000 万元、28,500 万元，用万魔声学经营性资产价值测算的市盈率分别为 21.65、14.27、11.02，低于行业平均市盈率。

综上，万魔声学为全方位打造的中国原创声学品牌，具有领先的市场地位；万魔声学以轻资产模式运营，核心竞争力主要体现在技术及研发优势、人才及团队优势、品牌优势、营销渠道优势、多元化产品优势等无形资源上，因此评估值较账面价值增值率较高；从行业竞争格局来看，公司所处行业具有较大的技术壁垒，万魔声学占有较高的市场地位；万魔声学的广告投放效果较好，周杰伦、吴青峰已成为公司的品牌代言人，强化了自牌产品年轻、时尚的品牌定位，公司已形成了明显的品牌优势；与同行业竞争对手相比，万魔声学同时以 ODM 和自有品牌方式开展业务经营，具备自主技术，具有较强的市场竞争力；按照 2019 年-2021 年的承诺净利润测算，万魔声学的市盈率低于行业平均市盈率；万魔声学评估值相对评估基准日母公司净资产的增值率低于可比交易案例的平均水平，预

测期前三年市盈率略高于可比交易案例，但其历史毛利率水平和预测期前三年净利润复合增长率高于可比交易案例平均水平；因此，万魔声学的评估增值率具有合理性。本次评估在评估报告所列假设和限定条件下，采用收益法评估的万魔声学经营性资产价值为 313,930.00 万元，增值率 204.95%，与近期可比案例和同行业上市公司相比，万魔声学的评估增值率具有公允性和合理性。

三、评估机构核查意见

评估师认为：万魔声学为全方位打造的中国原创声学品牌，具有领先的市场地位；万魔声学以轻资产模式运营，核心竞争力主要体现在技术及研发优势、人才及团队优势、品牌优势、营销渠道优势、多元化产品优势等无形资源上，因此评估值较账面价值增值率较高；从行业竞争格局来看，公司所处行业具有较大的技术壁垒，万魔声学占有较高的市场地位；万魔声学的广告投放效果较好，周杰伦、吴青峰已成为公司的品牌代言人，强化了自牌产品年轻、时尚的品牌定位，公司已形成了明显的品牌优势；与同行业竞争对手相比，万魔声学同时以 ODM 和自有品牌方式开展业务经营，具备自主技术，具有较强的市场竞争力；按照 2019 年-2021 年的承诺净利润测算，万魔声学的市盈率低于行业平均市盈率；万魔声学评估值相对评估基准日母公司净资产的增值率低于可比交易案例的平均水平，预测期前三年市盈率略高于可比交易案例，但其历史毛利率水平和预测期前三年净利润复合增长率高于可比交易案例平均水平；因此，万魔声学的评估增值率具有合理性。本次评估在评估报告所列假设和限定条件下，采用收益法评估的万魔声学经营性资产价值为 313,930.00 万元，增值率 204.95%，与近期可比案例和同行业上市公司相比，万魔声学的评估增值率具有公允性和合理性。

问题 42.申请文件显示，1)预测期 2019—2023 年，万魔声学营业收入预测分别为 171, 523.63 万元、245,186.19 万元、309,629.09 万元、381,072.73 万元、416,565.14 万元，增长率分别为 84.09%、42.95%、26.28%、23.07%、9.31%。2)ODM 业务预测期 2019—2023 年营业收入预测分别为 101, 842.97 万元、157,077.09 万元、211, 307.44 万元、270,724.69 万元、299,994.20 万元，增长率分别为

70.48%、54.23%、34.52%、28.12%、10.81%。请你公司:1) 结合最新经营数据、在手订单、下半年经营计划,补充披露 2019 年预测营业收入的完成程度,并进行差异(如有)原因分析。2) 结合标的资产市场份额、核心竞争优势、产品定位、客户的稳定性与业务拓展情况、资金实力与未来资本性支出,以及主要产品市场需求变化、市场竞争、同行业水平等情况,补充披露 2019 年、2020 年预测营业收入增幅较大的原因及可实现性。3) 补充披露标的资产 ODM 业务预测期客户的拓展计划及投入计划,营收增长的主要依据,对第一大客户小米集团的营业收入预测情况及依据,并重点结合小米集团的业务增长及规划情况,进一步补充披露预测期向小米集团销售产品的业绩增长合理性和可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复:

一、结合最新经营数据、在手订单、下半年经营计划,分析 2019 年预测营业收入的完成程度

1、万魔声学上半年经营数据完成情况较好

2019 年 1-6 月万魔声学合并报表口径营业收入金额 83,946.63 万元,占全年预测收入比例约为 47.93%。

2019 年上半年万魔声学经营数据如下:

年度	业务类型	销售金额(万元)	所占比例
2019 年 1-6 月	ODM 产品	48,965.67	58.95%
	自主品牌产品	7,700.01	9.27%
	声学关键组件	26,395.55	31.78%
	合计	83,061.23	100.00%

2、万魔声学有较充足的在手订单支撑 2019 年收入的预测数据

万魔声学 2019 年 7 月 1 日至 2019 年 8 月 30 日已取得的订单金额约 3.1 亿元(不含税),包括 2019 年下半年已完成的订单金额和已下单尚未交货的订单金额。万魔声学的产品为快销型产品,产品的生产周期预计在 1-2 个月,因此

ODM 业务客户基于 1-2 个月滚动预测数据，提前 1 个月左右给万魔声学下达订单，例如小米客户和华为（间接客户）的订单交货时间基本在 9 月底前；万魔声学自主品牌主要采用以销定产的策略，订单金额基本为截止 2019 年 8 月 30 日的实际销售额。2019 年 7 月 1 日至 2019 年 8 月 30 日在手订单金额加上 2019 年上半年的营业收入 8.39 亿元，合计约 11.49 亿元，占全年预测收入比例达 66%。万魔声学报告期各年度的 1-9 月的收入占全年收入的比重平均为 65%。从在手订单来看，万魔声学 2019 年的收入具有可实现性。

3、万魔声学 2019 年下半年有较多新产品上市

目前，万魔声学有 19 款产品正在研发并将在 2019 年下半年陆续上市，具体情况如下：

序号	业务类别	产品线	客户	专案代码	预计上市时间
1	ODM	蓝牙耳机	小米	EM024	2019 年 8 月 （已上市）
2	ODM	音箱	小米	SM005	2019 年 9 月 （已上市）
3	ODM	音箱	小米	SM007	2019 年 12 月
4	ODM	蓝牙耳机	小米	EM031	2019 年 10 月
5	ODM	有线耳机	小米	EM036	2019 年 10 月
6	ODM	智能真无线	小米	EM030	2019 年 9 月 （预计 9 月底上市）
7	ODM	智能真无线	小米	EM041	2019 年 12 月
8	ODM	智能真无线	小米	EM039	2019 年 12 月
9	ODM	智能真无线	小米	EM038	2019 年 12 月
10	ODM	音箱	小米	SM006	2019 年 11 月
11	ODM	蓝牙耳机	小米	HM013	2019 年 12 月
12	ODM	蓝牙耳机	华为（间接客户）	EW005	2019 年 12 月
13	ODM	智能真无线	OPPO	EP001	2019 年 12 月
14	ODM	智能真无线	阿里	EAL001	2019 年 12 月
15	自主品牌	音箱	自主品牌	S1001BT	2019 年 8 月 （已上市）
16	自主品牌	智能真无线	自主品牌	E1029BT	2019 年 10 月
17	自主品牌	智能真无线	自主品牌	E1022BT	2019 年 11 月
18	自主品牌	蓝牙耳机	自主品牌	ESD6001B	2019 年 12 月
19	自主品牌	蓝牙耳机	自主品牌	EHD9001BA	2019 年 12 月

4、万魔声学下半年的营业收入会优于上半年的营业收入

万魔声学的销售收入受到“双十一”、“双十二”等购物活动的影响，下半年的收入明显高于上半年的收入。报告期内，万魔声学 1-6 月和 7-12 月收入的情况

如下：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	平均数
1-6 月收入占全年比例	44%	42%	38%	41%
7-12 月收入占全年比例	56%	58%	62%	59%

由上表数据可知，万魔声学报告期各年度的 1-6 月的收入占全年收入的比重平均为 41%。2019 年 1-6 月，万魔声学已完成的收入金额占全年预测收入的比例约为 47.93%，略高于历史期的平均数，故万魔声学 2019 年的预测收入具有可实现性。

二、结合标的资产市场份额、核心竞争优势、产品定位、客户的稳定性与业务拓展情况、资金实力与未来资本性支出，以及主要产品市场需求变化、市场竞争、同行业水平等情况,补充披露 2019 年、2020 年预测营业收入增幅较大的原因及可实现性。

1、万魔声学市场份额

根据调研机构 Counterpoint Research 的数据，TWS 耳机全球出货量 2018 年约 6500 万台，2019 年约为 1 亿台，其中第一季度出货量是 1750 万，2020 年约为 1.5 亿台，年复合增速达 51.9%。整个市场正在由一家独大向百家争鸣的局势发展，且上升空间巨大。从图表中（详见下图）可以看出，万魔声学的间接客户华为智能真无线耳机出货量的占比在第 8 位。



信息来源：Counterpoint、KGI 数据



万魔声学从 2018 年第二季度开始才进入 TWS 市场，凭着前期芯片、算法、软硬件等核心技术的积累，厚积薄发，在 2018 年仅两个季度出货 57 万台，占全球出货量 0.8%。2019 年第一季度出货量达到 48 万台，占全球出货比 2.73%，2019 年第二季度出货量 168 万台，2019 年季度复合增长率为 350.6%。并从目前收到客户的确定订单及销售预估，预计 2019 年整年的出货量达 500 万台，占全球份额 5%。

从以上数据来看，整个 TWS 市场正在快速增长，且万魔声学 TWS 增长速度远远超过了整个市场的增长速度，且市占率在成倍提升，因此万魔声学有良好的发展前景。

2、万魔声学核心竞争优势

（1）万魔声学核心技术情况

万魔声学秉承以技术赢得市场的原则，多年来在声学关键领域中均有持续的研发投入，已在关键元器件、无线连接、智能语音算法、声学设计等方面取得较大的成果，相关技术也已陆续投入了量产产品中，保证产品的技术领先性。其中，关键元器件的研发成果有圈铁喇叭单元、DLC（类钻石）喇叭单元、超薄喇叭单元、航太金属复合振膜动圈单元等；无线连接方面的研发成果有 WIFI 天线\蓝牙天线（LDS、陶瓷天线、新型天线等）、增强无线接收抗干扰能力技术、TWS 组网技术、真无线蓝牙系统整合技术；智能语音算法方面的研发成果有单 MIC\双 MIC ENC 通话降噪技术、FF\FB\Hybrid ANC 降噪技术、多麦克风阵列语音唤醒

技术、音频效果增强技术等；声学设计方面的研发成果有耳机音腔仿真、喇叭设计仿真、主观\客观声学调试、Acqua 通话测试等。

（2）万魔声学的产品竞争力

万魔声学依靠自身品牌和研发优势，在多个声学产品领域拥有优质产品，形成了包括有线耳机、蓝牙无线耳机、智能真无线耳机、智能音箱、声学关键组件在内的完整产品线，市场覆盖面广。公司丰富的产品线满足了不同细分市场、不同客户的需求偏好，避免了单一产品、单一客户的市场风险。万魔声学以 ODM 业务为支撑，业务规模得以迅速扩大，同时通过自牌业务发展中高端市场，形成了良好的品牌影响力，提升了产品的可信赖程度和公司的盈利能力。

（3）万魔声学的优质客户

万魔声学始终如一地坚持产品的自主研发设计，让终端用户能享受到更好的音乐体验，通过结合自研的关键声学元件+音频技术等，将更好的声音还原给到终端消费者。在上述核心技术研发的同时，公司投入了较大资源在人体工学设计、人耳道模型研究中，以设计出更适合用户佩戴的产品，特别在 TWS 真无线蓝牙耳机中也做到舒适、稳固；同时公司有 ID、机构设计团队，产品外观、结构协同设计，产品的可实现性更高，且能更好地掌握生产成本。公司投入的声学实验室中，包括了多个人工录音测试设备，可以模拟不同的环境，以用于检测 ENC、ANC 等降噪的效果，且对于该类测试，已形成了公司的标准流程，能给予客户更好的体验。公司与格莱美录音大师合作的录音室，能在主观声学上给耳机、音箱等产品调音，再配合客户声学的参数，具有优质的音质表现。

万魔声学 ODM 产品的主要客户包括小米、华为（间接客户）、华硕、亚马逊、网易、京东、酷我、咕咚等，目前已在 OPPO、阿里等客户开拓上取得重要进展，未来还将进一步扩展谷歌、沃尔玛、Cisco/思科、Jabra/捷波朗等业内知名客户。

3、万魔声学产品定位

万魔声学的自牌产品的客户主要定位于 18-45 岁的年轻消费群体，其中 1MORE 定位为中高端智能声学产品，Omthing 定位为中低价位的智能声学产品及周边配件产品，目前，周杰伦、吴青峰已成为公司的品牌代言人，强化了自牌产品年轻、时尚的品牌定位，形成了明显的品牌优势。

公司ODM业务采用大客户战略，目标客户主要为世界级的智能手机制造商、音频制造商以及互联网公司，主要客户包括小米、华为（间接客户）、华硕、亚马逊、网易、京东、酷我、咕咚等，目前已在OPPO、阿里等客户开拓上取得重要进展，未来还将进一步扩展谷歌、沃尔玛、Cisco/思科、Jabra/捷波朗等业内知名客户。

4、万魔声学客户的稳定性与业务拓展情况

对于小米客户：万魔声学在声学设备领域具有深厚的技术积累和研发优势，自主掌握了产品设计的关键技术，产品品质受到客户及终端消费者的高度认可，小米港股IPO招股书中也将万魔声学列为“主要生态链供应企业”；公司与小米的合作既能够充分发挥公司的技术优势，又能够充分利用小米公司的渠道优势，双方各有所长、共同成长，从而形成了稳定的合作关系。万魔声学自2013年起为小米提供音频类产品，在过去的几年里为小米规划了小米活塞耳机系列、小米圈铁耳机系列等热卖耳机。2018年，智能真无线耳机、智能音箱成为市场主流产品，万魔声学成功为小米开发了智能真无线类耳机及智能音箱类产品。未来，万魔声学仍将继续为小米提供包括智能真无线产品、普通蓝牙产品、有线产品、音箱产品等，为小米提供高、中、低不同价位的产品设计，丰富小米产品线，把最新的ANC、声学算法、喇叭设计等技术运用到小米的产品上，继续为小米提供具有高性价比的产品。

对于华为（间接客户）：万魔声学与华为（间接客户）在2018年合作了两个TWS真无线耳机产品并成功上市，取得了良好的市场效果，目前已有3-4款产品正在预研试制；未来，公司将继续与华为（间接客户）进行深入地合作，进一步丰富产品线，争取在蓝牙无线耳机、多场景TWS耳机、音箱等方面打造富有市场竞争力的产品，并进一步在智能可穿戴产品领域进行拓展。

此外，公司目前已正式获得OPPO的合作项目，其中一个项目已在试产；公司已取得阿里供应商资质，其中1款智能真无线耳机正在与阿里巴巴人工智能实验室进行开发试制；公司与努比亚已订立了合作协议，并有联名产品开始量产；公司也已与乐心医疗（300562.SZ）进行合作，目前已有一款智能健康穿戴产品正在联合开发试制。未来，公司在继续维持好现有产品线的基础上，还将进一步开发小米、华为、OPPO、努比亚、亚马逊等现有客户的更多样化的产品线，以

及进一步扩展 Cisco/思科、Jabra/捷波朗、沃尔玛、摩托罗拉、谷歌等业内知名客户。

5、万魔声学资金实力与未来资本性支出

截止 2019 年 6 月 30 日，万魔声学合并口径资产负债表中货币资金为 21,678.01 万元。万魔声学为轻资产企业，历史年度 2016 年-2018 年的采购固定资产和无形资产的资本性支出的金额为 398 万元、235 万元和 302 万元，2019 年 1-6 月资本性支出金额约为 120 万元，占全年资本性支出预测金额 350 万元的 34%。万魔声学的资金可以满足万魔声学的资本性支出需求。

6、万魔声学主要产品市场需求变化

万魔声学的主要产品为有线耳机、蓝牙无线耳机、智能真无线耳机、智能音箱、声学关键组件等。

近年来，随着 Wifi、蓝牙、TWS 等无线传输技术的逐渐成熟，电声产品逐渐由有线连接方式向无线连接方式转变。移动办公、运动健身、即时娱乐的日渐普及，也使得消费者对于无线连接的电声产品需求也不断增长。即使是传统的有线连接产品，其产品接口也逐渐由 3.5 毫米圆形模拟信号接口向 Type-C、Lightning 等标准数字接口转变，以便降低信号传输过程中所遇到的干扰，电声产品逐渐走向数字化。

自苹果公司于 2016 年发布首款 AirPods 后，智能真无线耳机（TWS 耳机）进入消费者视野，基于其微型化、无线连接的便携性以及芯片、传感器、搭配语音助手带来的智能化体验，三星、华为、小米等手机厂商及 BOSE、BEATS、SONY 等音频巨头迅速跟进，根据市场调研机构 GfK 中国的在线市场和线下 30 城市的零售监测数据，2018 年中国真无线耳机市场呈爆发式增长，截至 2018 年 9 月真无线耳机零售额同比增速超 630%。

在智能音箱方面，自亚马逊于 2014 年 11 月推出第一款智能音箱 Echo 并大获成功后，谷歌、微软、苹果等科技公司陆续推出 Google home、Invoke、HomePod 等智能音箱产品，试图迅速占据智能家居的市场入口，国内的阿里、京东、百度、小米等巨头展开了激烈的竞争，价格战持续升级，智能音箱迎来爆炸式增长。根据德勤全球发布的《2019 科技、传媒和电信行业预测》，2019 年全球智能音箱（集成数字助理的联网音箱）行业规模将达到 70 亿美元，凭借 63%

的预期增长率，智能音箱将成为全球销量增长最快的联网设备。

在人工智能技术飞速发展的浪潮之中，具备语音交互功能的智能声学产品已成为智能化生活方式的重要入口。语音是人类最自然、最直接的交流方式，随着机器学习、神经网络、知识图谱等技术被进一步应用在智能声学领域，未来智能声学产品可以进一步提升语音识别和语义理解的准确程度，在人工智能产业中将扮演更加重要的角色。而云计算、物联网、5G、语音识别、声纹识别等技术的发展，为可独立使用的智能声学设备打开了空间，智能声学不仅将改造传统的声学产业，还将在智能家居、智能办公、智能汽车等更多场景中发挥重要的价值。

近年来，耳机、音箱等音频类产品的市场需求逐步由有线类产品向蓝牙无线类产品过渡，并进一步由蓝牙无线类产品向智能无线类产品过渡。目前，万魔声学已为多家知名企业提供智能真无线、智能音箱类产品，公司的产品布局及时响应了市场需求的变化。

7、市场竞争及同行业水平情况

自2014年以来，随着亚马逊智能音箱的推出，接着2016年苹果Airpod真无线产品推出，以及未来5G的普遍应用和IOT产业的国家布局，未来的声学产品、家居产品、汽车等将以万物有声的智能形态存在千家万户及呈现于每个消费者的生活工作中。

万魔声学现在所有的产品定位、技术研发、技术创新正是围绕着以上行业发展趋势而布局。例如，万魔声学是华为的首个智能真无线产品的间接ODM合作商，万魔声学拥有此类产品中关键技术的自主知识产权；2019年上半年万魔声学自主品牌推出智能真无线耳机。同时，万魔声学一直十分重视声学领域技术的研发，公司拥有多项领先的技术，如MIC\双MIC ENC 通话降噪技术、FF\FB\Hybrid ANC 降噪技术、多麦克风阵列语音唤醒技术等。基于以上领先的技术，万魔声学推出万魔单元圈铁蓝牙耳机、万魔主动降噪圈铁蓝牙耳机、万魔时尚真无线耳机等产品。

综上所述，万魔声学是一家拥有核心技术、优势产品、优质客户的高科技公司，拥有持续的创新能力。2018年至2019年上半年，TWS市场处于快速增长期，万魔声学TWS产品的增长速度远超市场的增长速度，市场占有率增幅也较大；万魔声学在技术、产品、客户等方面积累了核心竞争优势；公司的自牌业务

主要面向年轻消费群体，ODM业务采用大客户战略；公司的客户稳定性较好，业务拓展情况符合预期；公司的资本实力较强，可以满足未来的资本性支出需求；公司所处行业的市场需求较大，公司产品布局适应了市场需求变化的趋势；公司具有较强的市场竞争力；因此，2019年、2020年预测营业收入增幅较大具有可实现性。

三、补充披露标的资产 ODM 业务预测期客户的拓展计划及投入计划，营收增长的主要依据，对第一大客户小米集团的营业收入预测情况及依据，并重点结合小米集团的业务增长及规划情况，进一步补充披露预测期向小米集团销售产品的业绩增长合理性和可实现性。

1、万魔声学 ODM 业务情况

万魔声学 2013 年开始进行 ODM 业务，ODM 业务主要是为小米、华为（间接客户）、亚马逊、OPPO、阿里、努比亚、华硕、京东等知名客户进行耳机、音箱等产品的研发、设计、制造、品控和交付，产品系列包括智能真无线耳机、蓝牙耳机、有线耳机、音箱等。

预测期内，公司在维护现有客户和现有产品的同时，还将积极开发新客户和新产品。目前，公司已在 OPPO、阿里等客户开拓上取得重要进展，未来还将进一步扩展谷歌、沃尔玛、Cisco/思科、Jabra/捷波朗等业内知名客户；未来 1-2 年，公司将结合蓝牙、Wifi、5G 等连接技术的发展趋势，进一步加强在智能可穿戴音频产品上的布局；公司的有线耳机产品、蓝牙耳机产品将积极拓展印度等发展中国家市场；公司的 TWS 耳机产品将遵循全球化布局，进一步开发在商务降噪、运动生活等多元化场景的应用，进一步加强智能语音、健康监测等多样化功能；公司的音箱产品也将进一步发展智能便携音箱、带屏音箱、5G 带屏音箱等。

2、对小米客户的营业收入预测情况及依据

预测期万魔声学对小米客户的营业收入情况如下：

单位：万元

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	81,549.00	89,811.56	89,231.20	99,058.62	103,031.68

万魔声学在声学设备领域具有深厚的技术积累和研发优势，自主掌握了产品设计的关键技术，产品品质受到客户及终端消费者的高度认可，小米港股 IPO

招股书中也将万魔声学列为“主要生态链供应企业”；公司与小米的合作既能够充分发挥公司的技术优势，又能够充分利用小米公司的渠道优势，双方各有所长、共同成长，从而形成了稳定的合作关系。万魔声学自 2013 年起为小米提供音频类产品，在过去的几年里为小米规划了小米活塞耳机系列、小米圈铁耳机系列等热卖耳机。2018 年，智能真无线耳机、智能音箱成为市场主流产品，万魔声学成功为小米开发了智能真无线类耳机及智能音箱类产品。未来，万魔声学仍将继续为小米提供包括智能真无线产品、普通蓝牙产品、有线产品、音箱产品等，为小米提供高、中、低不同价位的产品设计，丰富小米产品线，把最新的 ANC、声学算法、喇叭设计等技术运用到小米的产品上，继续为小米提供具有高性价比的产品。

2019 年 1-6 月，万魔声学与小米客户合作的 4 款新产品已经上市；2019 年 7-12 月，万魔声学与小米客户的产品开发计划如下：

序号	业务类别	产品线	客户	专案代码	预计上市时间
1	ODM	蓝牙耳机	小米	EM024	2019 年 8 月 (已上市)
2	ODM	音箱	小米	SM005	2019 年 9 月 (已上市)
3	ODM	音箱	小米	SM007	2019 年 12 月
4	ODM	蓝牙耳机	小米	EM031	2019 年 10 月
5	ODM	有线耳机	小米	EM036	2019 年 10 月
6	ODM	智能真无线	小米	EM030	2019 年 9 月 (预计 2019 年 9 月底上市)
7	ODM	智能真无线	小米	EM041	2019 年 12 月
8	ODM	智能真无线	小米	EM039	2019 年 12 月
9	ODM	智能真无线	小米	EM038	2019 年 12 月
10	ODM	音箱	小米	SM006	2019 年 11 月
11	ODM	蓝牙耳机	小米	HM013	2019 年 12 月

3、小米集团有良好的业绩情况和增长趋势

根据小米集团公告的财务数据，小米集团近三年的收入增长情况如下：

单位：人民币万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
营业收入	6,844,224.40	11,462,474.20	17,498,846.60	9,617,455.20
同比增长率	2.42%	67.48%	52.66%	19.98%

注：数据来源 WIND，合并报表

由上表可知，小米集团近两年的营业收入增长较快，且 2019 年上半年营业

收入的同比增长率也达 19.98%，根据 19 家机构对其一致性的预测，小米集团 2019 年和 2020 年全年的营业收入同比增长率为 26.94 %和 28.07%。由此可见小米集团未来的经营情况良好，仍会保持较高的增长率。

预测期内，万魔声学制定了明确的客户拓展计划及投入计划，能够较好地支撑公司营收的增长，公司与小米客户的合作关系稳定，小米集团未来的经营状况良好，目前公司具有多款为小米定制开发的产品，因此万魔声学预测期向小米集团销售产品的业绩增长具有合理性和可实现性。

四、评估机构核查意见

评估师认为：2019 年 1-6 月，万魔声学已完成的收入金额占全年预测收入的比例约为 47.93%，略高于历史期的平均数。2018 年至 2019 年上半年，TWS 市场处于快速增长期，万魔声学 TWS 产品的增长速度远超市场的增长速度，市场占有率增幅也较大；万魔声学在技术、产品、客户等方面积累了核心竞争优势；万魔声学的自牌业务主要面向年轻消费群体，ODM 业务采用大客户战略，目标客户主要为世界级的智能手机制造商、音频制造商以及互联网公司；公司的客户稳定性较好，业务拓展情况符合预期；万魔声学的资本实力较强，可以满足可以满足未来的资本性支出需求；万魔声学所处行业的市场需求较大，公司的产品布局适应了市场需求变化的趋势；在行业竞争中，万魔声学也具有较强的市场竞争力；因此，2019 年、2020 年预测营业收入具有可实现性。预测期内，万魔声学制定了明确的客户拓展计划及投入计划，能够较好地支撑公司营收的增长，公司与小米客户的合作关系稳定，小米集团未来的经营状况良好，万魔声学预测期向小米集团销售产品的业绩增长具有可实现性。

问题 43.请你公司补充披露：预测期毛利率的详细评估过程和主要考虑，并结合市场竞争状况、同行业可比产品毛利率及可比交易评估预测毛利率水平、标的资产在产业链上下游的议价能力、各类产品销售单价及单位生产成本预测情况，进一步补充披露标的资产未来年度毛利率预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、未来年度毛利率预测依据及合理性

（一）预测期毛利率的评估过程和主要考虑，以及各类产品销售单价及单位生产成本预测情况

1、万魔声学预测期毛利率的评估过程和主要考虑

（1）历史年度毛利率

毛利率（%）	历史数据		
年份	2016 年	2017 年	2018 年
ODM 耳机/音箱	23.89%	26.04%	27.56%
自主品牌耳机/音箱	33.59%	33.88%	38.14%
声学零部件	25.13%	33.16%	16.74%
主营业务总毛利率	25.95%	28.42%	27.12%

注：以上数据为万魔声学四家合并口径数据，下同

（2）未来预测年度毛利率

毛利率（%）	预测数据				
年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
ODM 耳机/音箱	24.05%	22.85%	22.46%	21.90%	21.98%
自主品牌耳机/音箱	33.22%	33.52%	32.84%	32.76%	32.73%
声学零部件	15.97%	15.96%	15.95%	15.94%	15.93%
主营业务总毛利率	23.03%	22.62%	22.60%	22.43%	22.58%

由上表可知：①预测年度“ODM 耳机/音箱”业务的毛利呈略下降趋势，考虑到企业未来将开拓更多客户以及开发现有客户的更多样化的产品线，为了拓展更多客户，以及考虑市场竞争情况，考虑万魔声学会有一部分让利情况，故未来毛利水平考虑略下降。②“自主品牌耳机/音箱”业务的毛利基本与历史年度持平。③“声学零部件”业务的毛利较历史年度有所下降，主要因为华为（间接客户）项目导致。万魔声学历历史年度零部件销售主要为动铁等，2018 年 4 月因华为（间接客户）项目，增加了对东莞耳一号主板、副板、电池盒的零部件销售，华为（间接客户）项目的毛利较历史年度销售动铁的毛利率低。

综上，考虑预测期毛利率较历史年度略下降。

2、各类产品销售单价及单位生产成本预测情况

万魔声学的主要业务有 ODM 耳机/音箱业务、自主品牌耳机/音箱业务、声学零部件业务。

对于 ODM 耳机/音箱业务和声学零部件-华为（间接客户）项目业务，2019

年产品的销售单位和成本单价按当年具体上市产品的单价考虑，考虑到万魔声学
的业务规模的扩大，以及市场竞争的因素，2020-2021 年的销售单价考虑略下降，
2021 年后保持不变；而考虑到在规模扩大之后，产品的固定成本如模具费等
的单位成本下降，以及企业产品设计的优化等，2020-2021 年的成本单价考虑略下
降，2021 年后保持不变。

对于自主品牌耳机/音箱业务、声学零部件-其他业务，考虑到万魔声学对自
主牌产品的定位，属于公司高端的产品，体现了较多的技术水平，2019 年产品
的销售单位和成本单价按当年具体上市产品的单价考虑，预测期的销售单价和成
本单价考虑基本维持在 2019 年的水平。

（二）市场竞争情况

万魔声学主要从事耳机、音箱等智能声学类产品以及声学关键组件的研发设
计、制造和销售，其所属细分行业为电声行业。万魔声学生产的智能声学类产品
可以作为智能化生活方式的重要入口，以小型智能终端介入智能家居行业。具体
行业分析如下：

我国电声产品的发展，经历了从消费者仅为满足基本听音需求（即普遍使用
播放设备赠品耳机），到消费者开始追求耳机的音质并重视品牌和外观的观念转
变过程。目前，消费者在注重音质与舒适的同时，开始对不同场景下电声设备的
使用有了更为个性化的要求，例如：在运动场景下，需要佩戴轻便、牢靠、防水
等级高的设备；在商旅场景中，需要便携、降噪性能好并具有良好的收音功能以
便于接打电话的蓝牙耳机；在家中，需要能够提供沉浸式音乐体验的高音质电声
设备。因消费者需求产生的新的电声设备细分领域，为电声行业提供了大量的增
量市场。万魔声学在多个声学产品领域拥有优质产品，其产品线包括有线耳机、
无线耳机、无线 AI 智能耳机、智能 AI 音箱、智能声学组件等，其丰富的产品线
可以满足不同细分市场、不同客户的需求偏好。

中高端耳机主要集中在无线耳机、智能耳机等领域，高保真、数字化、无线
化、智能化、多功能已逐渐成为电声产品的发展方向。智能耳机在无线连接、
智能降噪、语音交互和生物监测等领域发挥重要作用，不仅逐渐成为智能手机的
标配，更是在智能化趋势下，有望成为人机交互助手的重要入口。根据
Futuresource's Headphone Report 研究显示，至 2022 年全球 TWS 智能终端需

求量将达到 10,300 万台，市场规模有望达到 130 亿美金。万魔声学掌握了软件腔体测算、振膜动态监测、音质数据分析、动铁单元或动铁扬声器和智能语音识别算法等核心技术，2018 年研发成功并量产上市 TWS 智能耳机产品。

万魔声学为小米、华为（间接客户）等多家公司设计、研发和生产 TWS 智能耳机，目前，公司已正式获得 OPPO 的合作项目，其中一个项目已在试产；已取得阿里供应商资质，并有项目正在评估。未来，公司在继续维持好现有产品线的基础上，还将进一步开发小米、华为、网易、京东、亚马逊等现有客户的更多样化的产品线，以及进一步扩展谷歌、沃尔玛、Cisco/思科、Jabra/捷波朗等业内知名客户。作为国内较早布局 TWS 智能耳机的公司，万魔声学具有充分的技术储备与产品开发、量产经验，在可穿戴智能终端（AI TWS）市场中，具有较强的优势。小米、华为（间接客户）等手机厂商领军企业为万魔声学的重要客户，其市场份额提升对万魔声学发展具有积极的推进作用。

（三）同行业可比产品毛利率及可比交易评估预测毛利率水平

1、万声学的对比公司的业务情况如下：

歌尔股份	主营业务为精密零组件业务、智能声学整机业务和智能硬件业务，其中声学零组件类业务占比约 40%
奋达科技	结构件占比较大，40%以上，结构件为低毛利部分
漫步者	自牌产品为主，毛利在电声类企业中较高
国光电器	主营为音响和扬声器（占比约 90%）

2、对比公司的近五年毛利率如下：

毛利率 (%)	2018-12-31 年报	2017-12-31 年报	2016-12-31 年报	2015-12-31 年报	2014-12-31 年报	平均数
歌尔股份	18.82	22.01	22.39	24.90	27.43	23.11
奋达科技	17.95	27.87	30.88	29.15	23.79	25.93
漫步者	31.35	34.47	33.49	31.56	29.01	31.98
国光电器	12.22	15.67	19.01	19.92	21.90	17.74

3、由上表可推算全部对比公司五年毛利平均值为 24.68%，其中最具可比性的歌尔股份（ODM）和漫步者（自牌）五年毛利平均值为 27.54%；被评估单位预测期（2019-2023）的毛利率为 23.03%、22.62%、22.60%、22.43%、22.58%，均低于歌尔股份（ODM）和漫步者（自牌）五年毛利平均值，且低于对比公司平均毛利率。2019 年上半年，万魔声学的合并报表口径的毛利率为 23.19%。综上，万魔声学预测期毛利率具有合理性。

（四）标的资产在产业链上下游的议价能力

从下游来看，万魔声学在声学领域的技术研发能力和供应链管理能力和其在 ODM 业务中可以和各大客户合作、在自主品牌业务中可以推出富有竞争力的产品的基础，同时也是公司议价能力的基础。万魔声学与大客户合作采用 ODM 的模式，这其中包含了万魔声学的设计、技术等研发部分，所以在对客户的报价中具有较大的议价能力。

从上游来看，万魔声学在产品研发阶段就与关键的材料商进行沟通合作，以达到更佳产品的性能；在与材料商的合作中，万魔也会根据自身对材料的需求参与到材料商对材料的研发中，这种合作关系使得万魔声学能够取得较大的成本优势。同时，万魔声学在业务开展中高度重视自主研发能力和深入供应链研发的能力，公司对产品所需零组件的市场价格、规格参数以及代工厂的生产工艺和工时都具有充分的了解，因此在与代工厂的议价中也具有较大的优势。

因此，万魔声学在在产业链上下游的具有较强的议价能力。

综上所述，标的公司预测期毛利率具有合理性。

二、评估机构核查意见

评估师认为：预测期毛利率预测主要是考虑各项业务的发展情况和竞争情况后得出。万魔声学所处市场未来竞争情况比较激烈，但企业具有较强的竞争力；与同行业公司相比，万魔声学预测期毛利率相对较低；万魔声学依据其技术优势和模式优势，在上下游中有较强议价能力，各类产品的销售单价及生产成本主要依据不同业务的特征，结合市场竞争情况进行预测，未来年度毛利呈略下降趋势，预测期毛利基本稳定；因此，标的资产未来年度毛利率的预测具有合理性。

问题 44.请你公司：1) 补充披露预测期各年度各项期间费用率的详细评估过程和主要考虑因素。2)结合标的资产预测期销售费用中预测业务宣传费、广告费、运输费与当期营业收入的匹配情况，补充披露相关销售费用项目的预测合理性。3) 比对报告期数据、可比公司各项期间费用占收入比例、可比公司研发费用等情况，补充披露对未来年度期间费用的预测是否足够谨慎、研发费用预测合理性及与研发

计划的匹配性、预测研发费用是否足以支撑未来盈利预测。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、预测期各年度各项期间费用率的详细评估过程和主要考虑因素

1、预测期各年度期间费用率情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售费用/营业收入	5.00%	4.75%	4.73%	4.58%	4.55%
管理费用/营业收入	2.94%	2.55%	2.40%	2.31%	2.32%
研发费用/营业收入	4.46%	4.26%	4.28%	4.20%	4.22%
财务费用/营业收入	0.35%	0.25%	0.20%	0.17%	0.16%

2、预测期各年度各项期间费用率的评估过程和主要考虑因素

预测期各年度各项期间费用主要是考虑结合各项费用的特点和企业未来的预测规划进行预测，具体过程如下：

（1）销售费用

销售费用主要为人工费、媒体宣传费、运费、销售渠道费、差旅费、折旧摊销以及其他费用

其中人工费比较固定，人数不会大规模增长，业务的增长也不需要增加大量的人工费；媒体宣传费、运费、销售渠道费等与收入关联性较大的费用按占历史的收入比例考虑；折旧摊销费用按遵循了企业执行的一贯会计政策，按对应的长期资产预测；其他费用为固定成本，按一定比例增长。

（2）管理费用

管理费用主要为人工费、服务费、水电费、办公费、折旧摊销以及其他费用。

管理费用本身基本均为较固定的成本，企业的管理架构稳定，对于人工费未来无大量新增管理人员的需求；折旧摊销费用按遵循了企业执行的一贯会计政策，按对应的长期资产预测；服务费、水电费、办公费、其他费用等固定成本，每年按一定比例增长。

（3）研发费用

研发费用主要包括人工费、委外开发、折旧费用、样品费、测试费、模具费和其他研发费用。

其中企业历史和未来研发费用主要为人工费，未来企业的研发团队将进一步

增加，人工费占收入的比例先有上升后续与历史年度基本持平；委外开发的比例根据企业研发规划，较历史略有下降，更多的研发部分由自身员工担任；折旧摊销费用按遵循了企业执行的一贯会计政策，按对应的长期资产预测；样品费、测试费、模具费等参照历史年度数据按占收入的一定比例预测；其他费用为固定成本按一定比例增长。

（4）财务费用

财务费用中主要是银行存款所带来的利息收入、手续费和利息支出等。由于经营现金的货币时间价值已在评估值中体现，所以不再对利息收入进行预测；手续费与营业收入紧密相关，故评估时以预测年度的营业收入为基础，参考历史年度的手续费支付水平预测未来年度的手续费；利息支出与公司的借款本金和利率密切相关，故评估时以预测年度的借款金额为基础，参考评估基准日被评估单位贷款利率水平预测未来年度的利息支出。

二、结合标的资产预测期销售费用中预测业务宣传费、广告费、运输费与当期营业收入的匹配情况，补充披露相关销售费用项目的预测合理性

1、预测期销售费用中预测业务宣传费、广告费、运输费占营业收入的比例情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
业务宣传费/营业收入	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
广告费/营业收入	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
运输费/营业收入	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%	0.62%

2、相关销售费用项目的预测合理性

（1）历史年度业务宣传费、广告费、运输费占营业收入的比例情况

项目	2018 年
业务宣传费/营业收入	1.37%
广告费/营业收入	0.50%
运输费/营业收入	0.62%

（2）预测期销售费用预测的合理性分析

由上述两张表可知，预测期销售费用中业务宣传费、广告费、运输费占当期营业收入的比例基本与历史年度 2018 年持平。预测期销售费用的预测具有合理性。

三、比对报告期数据、可比公司各项期间费用占收入比例、可比公司研发费用等情况，补充披露对未来年度期间费用的预测是否足够谨慎、研发费用预

测合理性及与研发计划的匹配性、预测研发费用是否足以支撑未来盈利预测。

（一）历史年度和预测期各年度期间费用占营业收入的比例分析

1、历史年度各年度期间费用以及其占营业收入的比例

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销售费用	3,401.71	4,782.32	5,367.80
销售费用/营业收入	7.97%	8.02%	5.86%
管理费用	2,363.52	5,043.56	4,363.37
管理费用/营业收入	5.54%	8.46%	4.77%
研发费用	1,797.24	2,419.78	4,329.73
研发费用/营业收入	4.21%	4.06%	4.73%
财务费用	-409.71	397.95	-272.94
财务费用/营业收入	-0.96%	0.67%	-0.30%

企业 2018 年销售费用和管理费用较 2016 年和 2017 年呈下降趋势，主要是因为企业内部管理逐步完善，更好的控制了费用的支出，并且随着企业规模的上升，期间费用的增长速度低于营业收入的增长速度。

2、预测期各年度期间费用以及其占营业收入的比例及分析

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
销售费用	8,582.56	11,653.27	14,639.68	17,469.54	18,964.76
销售费用/营业收入	5.00%	4.75%	4.73%	4.58%	4.55%
管理费用	5,037.92	6,255.93	7,430.77	8,815.67	9,681.65
管理费用/营业收入	2.94%	2.55%	2.40%	2.31%	2.32%
研发费用	7,647.34	10,438.06	13,266.01	16,013.52	17,567.03
研发费用/营业收入	4.46%	4.26%	4.28%	4.20%	4.22%
财务费用	599.34	613.39	625.68	639.31	646.08
财务费用/营业收入	0.35%	0.25%	0.20%	0.17%	0.16%

预测期销售费用比率较历史年度呈略下降趋势，主要是因为随着企业规模的上升，销售费用的增长速度低于营业收入的增长速度，例如，人工费用、折旧费等固定成本的增长速度低于营业收入的增长速度。

预测期管理费用比率较历史年度呈下降趋势，主要是因为管理费用主要组成成为人工费，随着企业营业收入上升，主要为企业产品的热销，管理费用中的人工费并不会随之有较大的增加，所以管理费用的比率较历史年度有所下降。

预测期研发费用和财务费用基本与历史年度持平。

综上所述，预测期各年度销售费用、管理费用、研发费用、财务费用占收入的比例基本持平。

（二）可比公司各项期间费用占收入比例、可比公司研发费用情况

在证监会行业分类-制造业-计算机、通讯和其他电子设备制造业中选取同行业上市公司，测算近一年（2018 年年报）期间费用占收入的比例情况如下：

证券代码	证券简称	销售费用 /营业收入	管理费用 /营业收入	研发费用 /营业收入	财务费用 /营业收入	期间费用 合计
000066.SZ	中国长城	3.77%	6.06%	6.44%	0.43%	16.69%
000100.SZ	TCL 集团	7.83%	3.79%	4.12%	0.86%	16.60%
000801.SZ	四川九洲	3.80%	4.63%	6.64%	0.98%	16.05%
002045.SZ	国光电器	2.74%	3.04%	5.12%	2.63%	13.53%
002241.SZ	歌尔股份	2.40%	4.38%	5.62%	1.34%	13.73%
002351.SZ	漫步者	10.17%	6.89%	6.99%	0.06%	24.11%
002681.SZ	奋达科技	1.84%	3.96%	5.73%	1.02%	12.55%
600288.SH	大恒科技	9.17%	6.76%	5.48%	0.44%	21.84%
600601.SH	方正科技	6.25%	4.99%	4.14%	3.83%	19.21%
600839.SH	四川长虹	7.08%	1.87%	1.59%	0.62%	11.16%
平均值		5.50%	4.64%	5.19%	1.22%	17.77%

注：①数据来源：WIND 资讯；②同行业上市公司主要选取标准为：上市时间为 2017 年 1 月 1 日以前，只发行 A 股且主营业务类型为电声或者音频业务的非 ST 上市公司；③上表中的数据为 2018 年合并口径年报数据。

万魔声学报告期销售费用高于同行业上市公司的平均值，预测期销售费用略低于同行业上市公司平均值；万魔声学报告期管理费用与同行业上市公司的平均值基本持平，预测期管理费用比例有所下降；万魔声学报告期研发费用略低于同行业上市公司的平均值，万魔声学预测期研发费用比例与报告期基本持平。

（三）未来年度期间费用的预测分析、研发费用预测合理性及与研发计划的匹配性

1、期间费用（包括研发费用）的预测合理性分析

（1）销售费用

万魔声学销售费用主要为人工费、自主品牌的宣传费、其他费用。

销售费用中人工费比较固定，人数不会大规模增长，业务的增长也不需要增加大量的人工费；宣传费主要为自主品牌的宣传费用，未来按占历史的收入比例考虑；其他费用每年略有增长，但增长水平与收入无线性关系。综合考虑，未来万魔声学销售费用比例较 2018 年呈略下降趋势，上述预测较为合理。

（2）管理费用

万魔声学的管理费用本身基本均为较固定的成本，企业的管理架构稳定，未来无大量新增管理人员的需求；企业为轻资产型公司，未来无需大量增加固定资产或外购无形资产，折旧摊销情况较为稳定。故管理费用中各项费用明细每年略有增长，但增长水平与收入无线性关系。管理费用比例逐年略有下降，上述预测较为合理。

（3）研发费用

研发费用主要包括人工费、委外开发、折旧费用和其他研发费用。

企业历史和未来研发费用主要为人工费，未来企业的研发团队将进一步增加，且万魔声学 2017-2018 年投入了大量的研发人员和研发费用进行智能真无线耳机、智能音箱以及其他智能声学基础技术的研发。未来年度企业将持续在研发上投入较大精力，但较 2018 年会略有下降，但基本还是和历史年度持平。综合上述分析，研发费用预测较为合理。

（4）财务费用

财务费用中主要是银行存款所带来的利息收入、手续费和利息支出汇兑损益。

财务费用历史年度主要受到利息收入和汇兑损益影响，财务费用为负。由于经营现金的货币时间价值已在评估值中体现，所以不再对利息收入进行预测。手续费与营业收入紧密相关，故评估时以预测年度的营业收入为基础，参考历史年度的手续费支付水平预测未来年度的手续费；考虑企业资金可以维持企业未来年度的经营业务发展，故未来年度考虑维持 2018 年的借款金额，同时参考评估基准日被评估单位贷款利率水平预测未来年度的利息支出。综上，财务费用的预测具有合理性。

2、研发费用与研发计划的匹配性分析

万魔声学 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年上半年的研发费用如下：

单位：万元

期间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
研发支出	1,797.24	2,419.78	4,329.73	2,542.05

万魔声学 2016 年、2017 年、2018 年、2019 年上半年上市的新产品数量如下：

单位：个

期间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
----	--------	--------	--------	--------------

新产品数量	21	10	28	6
-------	----	----	----	---

万魔声学的研发周期一般在 6-8 月，也就是上一年的研发支出也有部分体现在下一年的产品中。2017 年是万魔声学产品转型的一年，产品线的重点从有线逐渐转移到无线，故 2017 年上市的产品较少，但 2017 年的研发在 2018 年有逐步释放。综合来看，万魔声学的研发费用随着研发产品数量的增长而增长的，研发费用的增长略早于收入的增长，研发费用占收入的比例基本持平。2019 年 1-6 月万魔声学的研发费用支出为 2,542.05 万元，占 2019 年全年研发费用预期数据的 33%。2019 年预计全年上市的新产品数量为 27 个，2019 年 1-6 月已上市新产品数量为 6 个，占比 22%。综上分析，研发费用的增长略早于收入的增长，故万魔声学研发费用与研发计划具有匹配性。

综上所述，预测期各年度各项期间费用率的评估，主要考虑各项为变动成本还是固定成本，按不同性质不同方式预测。上述分析标的资产预测期销售费用中预测业务宣传费、广告费、运输费与当期营业收入的匹配情况，相关销售费用项目的预测具有合理性。通过比对报告期数据、可比公司各项期间费用占收入比例、可比公司研发费用等情况综合分析，未来年度期间费用的预测具有谨慎性，研发费用的预测具有合理性及与研发计划的具有匹配性、预测研发费用可以支撑未来盈利预测。

四、评估机构核查意见

评估师认为：预测期各年度各项期间费用率的详细评估过程和主要考虑因素，主要考虑各项为变动成本还是固定成本，按不同性质不同方式预测。分析标的资产预测期销售费用中预测业务宣传费、广告费、运输费与当期营业收入的匹配情况，评估人员认为相关销售费用项目的预测具有合理性。通过比对报告期数据、可比公司各项期间费用占收入比例、可比公司研发费用等情况综合分析，评估人员认为未来年度期间费用的预测具有谨慎性，研发费用的预测具有合理性及与研发计划的具有匹配性、预测研发费用可以支撑未来盈利预测。

问题 45.申请文件显示，本次评估采用 **Gordon** 增长模型进行预测，评估机构假定企业的经营在 **2023** 年后每年的经营情况趋于稳定，由于通胀因素存在还会保持一定的增长，本次评估采用 **2.4%** 作为稳

定期永续增长率。请你公司：结合近期可比交易案例情况，补充披露本次评估采用 2.4%作为稳定期永续增长率的原因及合理性，是否符合收益法评估惯例，折现率是否已考虑通货膨胀因素，并就永续增长率继续敏感性分析，进一步补充披露对评估作价的影响程度。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、对于本次评估采用 2.4%作为稳定期永续增长率的原因及合理性，是否符合收益法评估惯例，折现率是否已考虑通货膨胀因素的分析如下：

1、采用 2.4%作为稳定期永续增长率的原因及合理性

自改革开放以来，中国经济经历了一个较长期的稳定发展，在过去的 10 年内中国已经成为世界第 2 大经济体，GDP 呈现稳定的增长态势，增长率平均达到 7.89%左右。

中国国内生产总值(GDP，亿元/年)

时间（年）	GDP(亿元，现价)	同比增长率(%)
2009	345,629.20	9.20
2010	408,903.00	10.40
2011	484,123.50	9.30
2012	534,123.00	7.80
2013	588,018.80	7.70
2014	635,910.00	7.40
2015	676,700.00	6.90
2016	743,585.50	6.70
2017	827,122.00	6.90
2018	900,309.00	6.60
平均值		7.89

注：数据来源国家统计局

2019 年 7 月 15 日，国家统计局发布的国家统计局新闻发言人就 2019 年上半年国民经济运行情况答记者问中提到：2019 年第一季度中国经济增长 6.4%，2019 年上半年中国经济增长 6.3%。

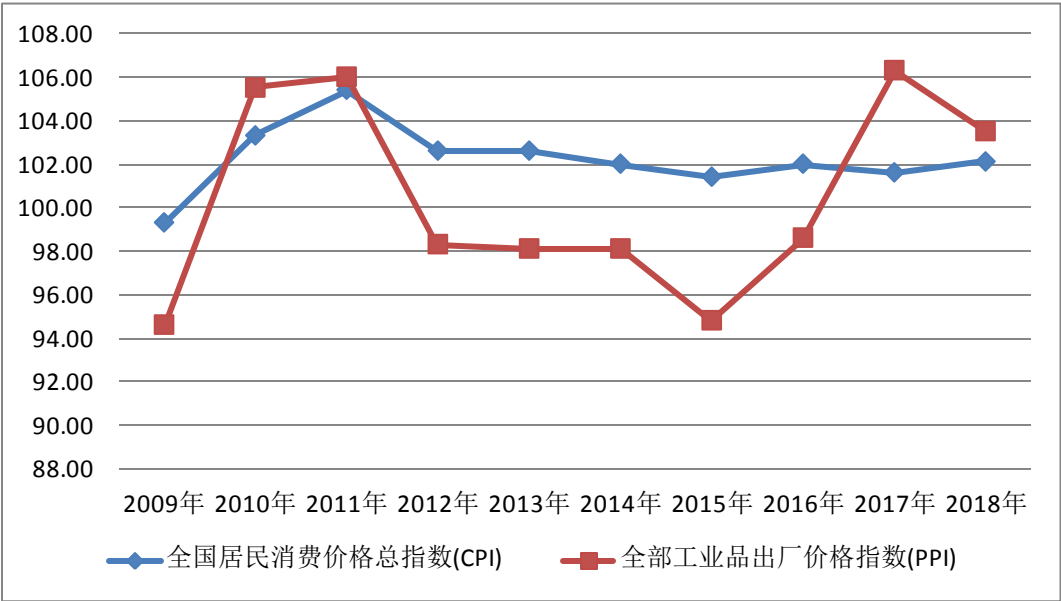
在通货膨胀因素方面，过去的 10 年中国通货膨胀呈现出一个波动的趋势。

CPI/PPI 数据

时间	全国居民消费价格总指数(CPI)	全部工业品出厂价格指数(PPI)
2009 年	99.30	94.60

时间	全国居民消费价格总指数(CPI)	全部工业品出厂价格指数(PPI)
2010 年	103.30	105.50
2011 年	105.40	106.00
2012 年	102.60	98.30
2013 年	102.60	98.10
2014 年	102.00	98.10
2015 年	101.40	94.80
2016 年	102.00	98.60
2017 年	101.60	106.3
2018 年	102.10	103.5
平均值(几何)	102.22	100.29

注：数据来源 Wind 资讯



从上表数据中可以看出通货膨胀在 10 年内经历了一个波动周期，在整个波动周期内平均年通胀率 CPI 约为 3%，PPI 大约为 2%。

世界各大经济研究机构对中国未来的年通货膨胀率进行了预测分析，经搜集 2018 年底各机构预测结果如下，其中国内机构预测中国 2019 年至 2022 年的年通货膨胀率的平均值为 2.23%，IMF 预测中国 2019 年至 2023 年的年通货膨胀率的平均值为 2.75%。

国内机构预测 CPI 数据

年份	2019	2020	2021	2022	平均数
预测数 (%)	2.20	2.20	1.90	2.60	2.23
预测机构数	13	15	2	1	

注：当年的预测数为各家机构预测数据的平均数

IMF 预测的 CPI

年份	2019	2020	2021	2022	2023	平均数
----	------	------	------	------	------	-----

年份	2019	2020	2021	2022	2023	平均数
预测数（%）	2.38	2.65	2.80	2.90	3.00	2.75

国际上一些发达国家实行通货膨胀率目标制。通常以 2% 的通货膨胀目标为合理的目标，该通货膨胀率被认为是温和的通货膨胀，有利于经济的发展。2% 水平左右作为通胀率目标范围的中间值在世界各国几乎达成了共识。英国、美国、欧元区、加拿大、瑞典、芬兰等国家设定为 2%，澳大利亚设定为 2.5%，而西班牙则规定不能高于 3%。

我国前十几年经历了经济的高速增长，前十年通货膨胀率约为 2.22%。国内机构预测中国 2019 年至 2022 年的年通货膨胀率的平均值为 2.23%。IMF 预测中国 2019 年至 2023 年的年通货膨胀率的平均值为 2.75%。本次评估采用上述三者的平均数 2.40% 为稳定期的永续增长率。

本次评估方法选用的是收益法，选择的计量货币是人民币。但是由于存在通胀因素，标的企业未来经营年度中每年的货币币值存在差异。所以，在未来增长中有必要考虑通胀因素的影响。

综上，万魔声学在稳定期后收入仍保持年均 2.4% 的增长具有合理性。

2、永续期存在永续增长率，符合收益法评估惯例

上市公司重大资产重组事项中，标的公司选取收益法为最终评估方法，且永续期存在永续增长率的有如下案例：

序号	收购方	标的公司	评估方法	基准日	永续增长率	项目进度
1	华铭智能 (300462.SZ)	北京聚利科技股份有限公司	收益法	2018 年 12 月 31 日	2.40%	已过会
2	光环新网 (300383.SZ)	北京科信盛彩云计算有限公司	收益法	2017 年 12 月 31 日	2.50%	已过会
3	中源协和 (600645.SH)	上海傲源医疗用品有限公司	收益法	2017 年 8 月 31 日	2.25%	已过会

由上表可知，永续期存在永续增长率，符合收益法评估惯例。

3、万魔声学 12.42% 的折现率中：无风险利率采用 10 期年以上国债收益率，债权收益率采用一年期贷款利率基础上上浮 40%，国债收益率和贷款利率中已包含通货膨胀率。故折现率中已考虑通货膨胀因素的影响。

二、关于永续增长率敏感性分析

为量化分析 2.4% 增长率对评估价值的影响，在原增长模型的基础上做了以下修改：

（1）万魔声学预测期（2019-2023年）及永续期的现金流中不再考虑2.4%的增长率

（2）折现率计算时：无风险收益率（Rf）和债权收益率（Rd）不再考虑2.4%的增长率；万魔声学折现率（含2.4%）为12.42%，折现率（剔除2.4%）为10.14%

剔除2.4%增长率影响后的评估价值与原含2.4%增长率的评估价值对比见下表：

金额单位：万元

原评估值	去掉永续增长率后评估值	差异额	差异率
300,660.00	292,030.00	8,630.00	2.87%

由上表可见，剔除2.4%增长率影响后，万魔声学评估值为292,030.00万元，差额8,630.00万元，差异率为2.87%，是否考虑永续增长率对估值的影响较小。

综上，本次评估采用2.4%作为稳定期永续增长率具有合理性，并符合收益法评估惯例；本次评估折现率中已考虑通货膨胀率，并就永续增长率继续敏感性分析后可知，通货膨胀因素对评估作价的影响程度较小。

三、评估机构核查意见

评估师认为：本次评估采用2.4%作为稳定期永续增长率具有合理性，主要是考虑到在可预见的未来，中国经济依然可以保持中高速增长，在经济增长当中仍然有温和通胀的因素存在。根据近期过会案例的分析，稳定期采用永续增长率是否符合收益法评估惯例，折现率中已考虑通货膨胀因素，从敏感性分析结果来看，通货膨胀因素对评估作价的影响程度较小。

问题 46.申请文件显示，非经营性资产评估中长期股权投资账面值22,494.27万元，评估值为-47,805.76万元。请你公司：补充披露长期股权投资的具体内容及详细预测过程。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

答复：

一、非经营性资产评估中长期股权投资的具体内容

非经营性资产评估中长期股权投资的具体内容如下：

单位：万元

序号	公司名称	持股比例	账面值	非经营性资产评估值	评估增减值率
1	深圳魔听文化科技有限公司	50%	270.00	77.83	-71.17%
2	潍坊爱声声学科技有限公司	100%	17,500.00	-54,190.83	-409.66%
3	北京声加科技有限公司	6.25%	472.93	67.64	-85.70%
4	深圳魔耳智能声学科技有限公司	28.00%	560.00	5,941.60	961.00%
5	湖南国声声学科技股份有限公司	16%	298.00	298.00	0.00%
6	Jmore Limited	100%	3,953.34	0.00	-100.00%
	合计		22,494.27	-47,805.76	

二、非经营性资产评估中长期股权投资详细测算过程

非经营性资产评估中长期股权投资涉及的各个公司的详细测算过程如下：

1、深圳魔听文化科技有限公司（以下简称“魔听文化”）

（1）评估思路

魔听文化成立于 2018 年 11 月 20 日，公司经营业务为音乐内容，目前尚未盈利，管理层对未来经营战略尚不明确，未来盈利情况无法确定，故采用资产基础法进行评估，再乘以万魔声学对其持股比例确认评估值。

（2）评估过程

经评估，截止评估基准日 2018 年 12 月 31 日，魔听文化采用资产法评估的股东全部权益价值为 155.67 万元，评估增值 0.55 万元，增值率 0.35%。

万魔声学对魔听文化的持股比例为 28%，按持股比例乘以魔听文化股东全部权益价值得出，对于被评估单位非经营资产长期股权投资-魔听文化的评估值为 77.83 万元。

2、潍坊爱声声学科技有限公司（以下简称“爱声声学”）

（1）评估思路

爱声声学是万魔声学为收购上市公司共达电声成立的持股平台，公司无经营业务，未来盈利情况无法确定，故采用资产基础法进行评估，再乘以万魔声学对其持股比例确认评估值。

（2）评估过程

经评估，截止评估基准日 2018 年 12 月 31 日，爱声声学采用资产基础法评估的股东全部权益价值为-54,190.83 万元，评估减值 71,020.36.00 万元，减值率 422.00%。

减值原因主要是爱声声学的长期股权投资评估减值，长期股权投资为持有共达电声股份有限公司 15.27%的股权，2017 年收购时的价格为 18.10 元/股，但对于本次吸收合并涉及的上市公司股权，按照本次发行价格计算价值。

万魔声学对爱声声学持股比例为 100%，按持股比例乘以爱声声学股东全部权益价值得出对于被评估单位非经营资产长期股权投资-爱声声学的评估值为 -54,190.83 万元。

3、北京声加科技有限公司（以下简称“北京声加”）

（1）评估思路

北京声加是成立于 2018 年 01 月 09 日，主要研究声学算法的公司，万魔声学对北京声加的持股比例为 6.25%（2019 年 6 月万魔声学持股比例变更为 10%，但属于评估基准日后，因此未考虑持股比例变动）。由于万魔声学持股比例较低，故按评估基准日资产负债表中净资产金额乘以万魔声学对其持股比例确认评估值。

（2）评估过程

评估基准日北京声加净资产金额为 1,082.27 万元。万魔声学对北京声加持股 6.25%，按持股比例乘以北京声加净资产得出，对于被评估单位非经营资产长期股权投资-北京声加的评估值为 67.64 万元。

4、深圳魔耳智能声学科技有限公司（以下简称“魔耳智能”）

（1）评估思路

截至 2018 年 12 月 31 日（评估基准日），万魔声学对魔耳智能的持股比例为 28%。魔耳智能主要从事智能音箱类产品以及关键声学零部件的研发设计、制造和销售，主营业务具体为：（1）ODM 模式的音箱类的研发、设计、品控和交付；（2）关键声学零部件的研发、生产与销售。主营产品有：小钢炮 PCBA、酷狗智能音响、小米小爱智能音箱等。

鉴于被评估单位未来收益期和收益额可以预测并可以用货币衡量，获得预期收益所承担的风险也可以量化；被评估单位评估基准日资产负债表内各项资产、负债可以被识别，并可以用适当的方法单独进行评估。故本次评估采用收益法和资产基础法进行评估。

考虑到魔耳智能是轻资产企业，资产基础法仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面、合理的体现企业的整体价值，而收益法评估结果更能充分体现被评

估单位的获利能力，可以全面、合理地反映了被评估单位的所有者权益价值。

本次选用收益法结果作为最终评估结论。

综上对魔耳智能采用收益法进行评估，再乘以万魔声学对其持股比例确认评估值。

（2）评估过程

1）收益预测数据

截至评估基准日的情况，小米智能音箱 2019 年第一季度上市，研发支出为 226 万元；小钢炮处于研发阶段，研发支出为 197 万元，计划在 2019 年第三季度上市；酷狗智能音箱处于 DVT 阶段，研发支出为预计 200 万元，计划在第三季度量产。魔耳智能拥有 9 项专利权，其中，6 项发明，2 项实用新型，1 项外观设计。魔耳智能的主要客户包括：小米、酷狗、努比亚、腾讯。企业利润表预测数据如下：

金额单位：万元

项目		未来预测数据				
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
一、营业收入		22,350.60	26,598.34	30,888.59	33,978.00	35,676.34
减：营业成本		18,862.18	22,505.06	25,212.66	27,734.38	29,120.64
税金及附加		53.55	57.27	83.08	89.51	95.95
销售费用		545.06	684.89	831.15	1,035.67	1,176.32
管理费用		216.67	295.63	399.92	491.14	572.86
研发费用		692.00	980.36	1,167.21	1,285.14	1,391.42
财务费用		0.04	0.05	0.06	0.06	0.06
二、营业利润		1,981.10	2,075.08	3,194.51	3,342.10	3,319.08
三、利润总额		1,981.10	2,075.08	3,194.51	3,342.10	3,319.08
减：所得税费用	15%	247.13	311.26	798.63	835.52	829.77
四、净利润		1,733.96	1,763.82	2,395.88	2,506.57	2,489.31

2）企业自由现金流的预测

企业自由现金流 = 净利润+利息支出×（1-所得税率）+折旧及摊销-年资本性支出 -年营运资金增加额

对历史固定资产，按历史折旧政策进行测算，对于今后每年资本性支出形成的各类资产，遵循了企业执行的一贯会计政策计提，其折旧年限按以上年限计算折旧。

资本性支出是为了保证企业生产经营可以正常发展的情况下，企业每年需要

进行的资本性支出。

营运资金是保证企业正常运行所需的资金，是不含现金及等价物、非经营性资产的流动资产与不含负息负债、非经营性负债的流动负债的差值。营运资金增加额=当年营运资金-上年营运资金

企业自由现金流预测数据如下：

金额单位：万元

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
企业自由现金流	624.89	1,652.85	2,080.66	2,421.77	2,376.34

3) 终值预测

终值是企业在预测经营期之后的价值。

本次评估采用 Gordon 增长模型进行预测，我们假定企业的经营在 2023 年后每年的经营情况趋于稳定，由于通胀因素存在还会保持一定的增长，本次评估我们采用 2.4%作为稳定期永续增长率。

4) 折现率的确定

折现率，又称期望投资回报率，是基于收益法确定评估值的重要参数。由于被评估单位不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取对比公司进行分析计算的方法估算被评估单位期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取对比公司，然后估算对比公司的系统性风险系数 β (Levered Beta)；第二步，根据对比公司资本结构、对比公司 β 以及被评估单位资本结构估算被评估单位的期望投资回报率，并以此作为折现率。本次评估以 12.74%作为魔耳智能的折现率。

5) 负息负债的评估

负息负债为关联方借款 143.78 万元，评估值共计 143.78 万元。

6) 评估结论

截止评估基准日 2018 年 12 月 31 日，魔耳智能账面净资产为 456.46 万元，采用收益法评估的股东全部权益价值为 21,220.00 万元，增值率 4,548.77%。

万魔声学对魔耳智能持股 28%，按持股比例乘以魔耳智能股东全部权益价值得出，对于被评估单位非经营资产长期股权投资-魔耳智能的评估值为 5,941.60 万元。

5、湖南国声声学科技股份有限公司（以下简称“湖南国声”）

湖南声学成立于 2017 年 06 月 30 日，是万魔声学的代工厂之一。截至评估基准日，耳一号声学科技（深圳）有限公司（以下简称“耳一号”）预付给深圳聚富信息科技合伙企业（有限合伙）（以下简称“聚富信息”）960 万元用于收购其持有的湖南国声 16%的股权。根据聚富信息、万魔声学及耳一号于 2019 年 5 月 11 日签订的《关于湖南国声声学科技股份有限公司股权转让协议之补充协议》，按湖南国声 2018 年 12 月 31 日的净资产 1,804.39 万元作为定价基础，耳一号以 298 万收购聚富信息持有的湖南国声 16%股份，聚富信息退回耳一号多支付的 662 万元股权转让款。本次评估按照 298 万元确认湖南声学评估值。

6、Jmore Limited

Jmore Limited 为万魔声学 2016 年 6 月为收购 Tiinlab 品牌而收购的公司，收购完成后，Tiinlab 品牌已转入万魔声学。目前公司没有任何经营事项，评估人员未取得其在评估基准日的财务报表或者经营数据，故本次评估按零确认评估值。

三、评估机构核查意见

评估师认为：在公司的长期股权投资评估中，魔听文化、爱声声学采用资产基础法进行评估，再乘以万魔声学对其持股比例确认评估值；北京声加按基准日资产负债表中净资产金额，再乘以万魔声学对其持股比例确认评估值；JMORE LIMITED 按零确认评估值；湖南国声根据对其投资金额 298 万元确认评估值；魔耳智能采用收益法进行评估，再乘以万魔声学对其持股比例确认评估值。

（以下无正文）

（本页无正文，为北京中同华资产评估有限公司《中国证监会行政许可项目
审查一次反馈意见通知书（191422 号）》之专项核查意见签章页）

法定代表人或授权代表人：_____

吕艳冬

签字评估师：_____、_____

徐兴宾

张懿

北京中同华资产评估有限公司

2019 年 月 日