

关于深圳证券交易所《关于对万马科技股份有限公司 的关注函》相关问题专项回复

深圳证券交易所创业板公司管理部：

我们收到了万马科技股份有限公司（以下简称公司或万马科技公司）转来的贵部2021年4月15日下发的“创业板关注函（2021）第180号”《关于对万马科技股份有限公司的关注函》（以下简称关注函），针对关注函中要求评估机构发表意见的事项，我们进行了逐项核查与落实。现将核查情况及核查结果说明如下（除特别说明外，均以人民币万元列示）：

4、评估报告显示，截至2020年12月31日，果通科技经审计的资产净额账面价值为116,928.39万元。本次评估采取市场法和收益法进行评估，收益法下评估值为18,200万元，增值率532.41%；市场法下评估值为16,800万元，增值率483.76%。本次交易的交易对价为18,000万元。

（1）请结合果通科技的市场占有率及未来变化趋势、客户稳定性及拓展计划、业绩增长的可持续性、行业周期性等因素详细分析本次评估增值的依据及合理性。

答：果通科技通过搭建车联网连接管理平台，提供集连接管理服务、业务运营服务及应用管理服务等各项服务于一体的车联网运营管理服务。该服务以套餐或实用实结模式结算，以语音、短信，数据流量等服务形式体现。

果通科技业务按照板块划分可以分为物联网运营管理服务板块（移动、联通）和智能卡板块。

A.物联网运营管理服务板块（移动通道），收入端及成本端均为按月实用实结。

单位：万元

项目	2019年	2020年	未来预测
营业收入	6,753.45	5,385.84	5,094.34
营业成本	5,046.10	5,017.48	5,094.34

该板块的业务收入逐渐下降，且收入、成本逐渐处于平进平出的状态，结合2020年12月的收入金额为461.92万元（含税），对该板块未来预测的收入和成本均按照的每月450万（含税）预测，未来每年的收入、成本均为5,094.34万元（不含税）。

实用实结模式的收入基本比较稳定，因此未来基本按照基准日水平进行预测，不考虑增长。

B.物联网营运管理服务板块（联通通道），收入端与亿咖通形成的是各种期间各种价格的套餐，套餐模式的收入主要分为两部分，一部分为历史已激活的套餐，在未来的套餐年限内按月平均分摊确认的收入，一部分为预测未来新激活的套餐，在未来的套餐年限内按月平均分摊确认的收入。

历史已激活的套餐在预测期未来每年分摊确认的收入占套餐模式的总收入比重分别为92%、61%、39%、26%、10%，该部分金额只要随着套餐年限达到收入确认的条件，即可确认收入。

联通板块的未来五年收入预测如下：

单位：万元

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
历史已激活套餐收入	9,645.39	8,648.94	7,297.72	5,725.22	2,342.93
预测激活套餐收入	797.87 ¹	5,553.56	11,436.88	16,637.75	22,084.09
总计	10,443.26	14,202.50	18,734.60	22,362.97	24,427.02

注：2021年预测激活套餐收入较低主要是因为发卡后至激活存在5个月的间隔

预测激活套餐收入可拆解为预测单价以及预测数量，其中未来预测单价按照基准日水平进行预测，历史及未来预测数量增长率如下：

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
增长率（%）	-	143%	19%	230%	60%
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
增长率（%）	15%	11%	7%	5%	3%

根据获取到的吉利汽车控股有限公司（HK:175）公告的2021年的销售目标为153万部，较2020年132万部（2020年目标已完成）增长约16%，现新能源汽车越发成为主流，基本可以反映未来智能化车辆在市场中的表现，未来联网车占总体汽车的比例会逐渐增加。故管理层基于审慎性考虑，未来新激活的套餐2021年至2025年的未来预测单价基本按照基准日水平进行预测，未来预测数量增长率为15%、11%、7%、5%、3%逐步达到稳定状态。

历史期属于快速扩张期，故增长率较高，结合历史增长率以及下游产品的增长率分析，未来预测数量增长率具有较高的可持续性。

C.智能卡板块：主要为销售果通科技公司物联网/车联网营运管理服务的载体SIM卡。

未来预测的收入如下：

单位：万元

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
单价	4.5	4.28	4.06	3.86	3.67
增长率	-	-5%	-5%	-5%	-5%
数量	1,409,776	1,564,851	1,674,391	1,758,110	1,810,854
增长率	15%	11%	7%	5%	3%
收入	631.23	665.63	676.61	674.92	660.41

因与亿咖通科技已确认2021年的单价不变化，因此2021年至2025年的未来预测单价按照在基准日水平上自2022年开始逐年下降5%进行预测，未来预测数量增长率等于联通板块的未来预测数量增长率为15%、11%、7%、5%、3%。

未来五年经营预测情况如下：

项目	未来预测					
	2021	2022	2023	2024	2025	稳定期
一、营业收入	16,168.82	19,962.47	24,505.56	28,132.23	30,181.77	30,181.77
减：营业成本	10,779.16	14,200.66	18,492.32	22,053.25	24,399.43	24,399.43
税金及附加	25.15	41.77	43.81	44.39	42.21	42.21
销售费用	254.90	274.86	296.80	318.73	339.92	339.92
管理费用	566.79	627.58	682.82	735.34	777.95	777.95
研发费用	1,639.06	1,717.89	1,792.23	1,856.72	1,908.74	1,908.74
财务费用	-	-	-	-	-	-
二、营业利润	2,903.76	3,099.72	3,197.58	3,123.80	2,713.53	2,713.53
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	2,903.76	3,099.72	3,197.58	3,123.80	2,713.53	2,713.53
减：所得税费用	415.99	447.90	466.06	459.88	401.94	401.94
四、净利润	2,487.76	2,651.81	2,731.51	2,663.92	2,311.59	2,311.59
加：税后利息支出	-	-	-	-	-	-
折旧摊销	91.32	109.22	100.71	83.69	89.69	89.69
五、经营现金流	2,579.08	2,761.03	2,832.22	2,747.61	2,401.28	2,401.28

对于增量的实现性考虑主要基于果通科技业务现状及规划，主要内容如下：

A.市场占有率及未来变化趋势

2020年国内汽车乘用车市场联网功能渗透率为48%（数据来源：IHS Markit 2020，“https://www.sohu.com/a/433906307_492537”），联网车数量约为948万（乘联会：2020年国产狭义乘用车全年批发销量达1976.3万辆），果通科技2020年实现新增车联网连接数为122.6万，总体市场占有率为12.93%。果通科技目前的主要客户为亿咖通，在保

持维护好与亿咖通的业务同时，目前已与上汽、东风汽车等车企开展合作，随着与上汽、东风汽车等车企的开展实质商业合作，果通科技的市场占有率将会逐渐上升。

B.客户稳定性

果通科技凭借前期在车联网连接管理服务上积累的技术与服务经验，自亿咖通科技成立之日起，就作为亿咖通科技的核心供应商，为其提供车联网连接及管理服务的整体解决方案。经过5年多的发展，平台已累计前装用户近420万。在车联网连接管理服务上，果通科技构建了较高的进入门槛。主要体现在以下几个方面：（1）客户粘性：果通科技的车联网连接管理平台进行了大量的定制开发，并与亿咖通车联网管理平台（TSP）、吉利汽车销售管理平台（DMS）进行深度集成，若停止合作，需要协调各个系统进行改造，改造成本预计超过千万元，至少需要8~10个月的切换时间，切换风险很高；（2）技术优势：果通科技高度集成一键检测工具、eUICC技术及多网切换技术等专利，帮助亿咖通科技的TBOX生产及吉利汽车整车组装的可靠性及效率提升，亿咖通若替代供应商很难满足亿咖通科技上述需求；（3）用户体验：果通科技通过内容服务帮助亿咖通科技向终端用户提供国内领先的车联网信息娱乐服务，用户活跃度处于行业领先水平，产生了用户黏性；（4）嵌入式服务：果通科技从亿咖通负责支撑的第一款车开始，就一直参与新车开发与测试阶段的连接管理规划设计，从规划到设计、生产试制、认证到批量生产SOP阶段，持续参与产品开发流程，贴合度高，替代供应商将无法在较短时间内进入量产。

C.拓展计划、业绩增长的可持续性

随着汽车智能化浪潮逐步袭来，果通科技结合自身技术能力及行业经验，持续将能力输出到行业各个节点，针对未来发展目前的主要方向有：

（1）上汽集团合作：主要包括上汽乘用车与上汽大众两大主机厂。上汽乘用车方面，主要是提供车联网连接+管理一体化方案，果通科技已在积极参与车联网连接+管理相关的业务招标；上汽大众方面，主要是提供车联网连接管理增值服务，包括定制化的车载一键检测解决方案与产线下线监测解决方案，果通科技基于该服务将进一步与上汽大众探索车载连接发卡、车联网业务运营等多方面的合作。

（2）东风汽车合作：主要项目东风新能源商用车与东风日产。东风新能源商用车方面的合作模式主要是提供车联网连接+管理一体化方案，果通科技完成了和东风联友TSP+DMS平台侧的连接管理能力对接，至今已发展1.5万连接数，后将进一步拓展合作；东风日产方面的合作模式主要是提供车联网连接+管理一体化方案，项目包含预装

+前装，首期自预装项目已启动，预计发卡规模在10万连接数/年，后续将逐步切入前装项目。

(3) Tier 1合作：果通科技拟将自有产品能力打包，协同Tier 1拓展车联网业务，主要模式为：

a.通过Tier 1向主机厂提供连接+管理的一体化解决方案

b.向主机厂推荐与Tier 1合作的一站式解决方案

D.行业周期性

终端汽车的销售并不存在显著的周期性，而根据工信部发布的《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》，未来智能网联汽车的占比会逐渐增加，因此该行业是一个逐渐扩大的市场。

本次评估是基于上述业务基础及分析未来增长的可能性，管理层预测业绩增长具有可持续性，评估增值具有合理性。

(2) 补充披露市场法下选取的可比公司名称、业务类型、市盈率、可比公司的可比性、样本选取的充分性及合理性。

答：市场法选取的可比公司相关信息如下：

序号	上市公司名称	"主营构成—项目名称（按产品） [报告期] 去年中报 [排名] 全部"	市盈率（PE, TTM） [交易日期] 20201231	可比性
1	东信和平	智能卡产品;行业系统解决方案;其他;数字身份及安全产品	115.0821	与果通处于行业的上下游，受相同经济因素的影响
2	恒宝股份	卡类;特种物联网业务;模块类;网络版会员软件;电子智能支付设备;其他业务收入;票证类	72.0871	与果通处于行业的上下游，受相同经济因素的影响
3	澄天伟业	智能卡产品;综合解决方案	67.9379	与果通处于行业的上下游，受相同经济因素的影响
4	德赛西威	车载信息娱乐系统;其他;驾驶信息显示系统;车载空调控制器	89.3120	业务具有可比性

注：本次市场法评估采用税后现金流（NOIAT）价值比率（EV/NOIAT）、息税前收益（EBIT）价值比率（EV/EBIT）、税息折旧/摊销前收益（EBITDA）价值比率（EV/EBITDA）进行计算，采用的比率乘数分别为9.26、7.12、7.77。

可比公司的样本选取及筛选过程如下：

由于果通科技是车联网连接管理的服务提供商和解决方案商，其提供全生命周期

的车联网连接管理服务，属于车联网行业，是一个较为新兴的综合的行业，相关业务可比的公司较少，因此我们将对比公司的选择范围放到新证监会行业分类里的制造业-计算机、通信和其他电子设备制造业和制造业-汽车制造业，通过同花顺iFinD得到总样本。

再根据具体的主营业务（选择与果通业务可比的企业，由于选择范围较小，增加与果通处于行业的上下游受相同经济因素的影响的企业）、盈利情况（剔除亏损企业）、上市时间（剔除上市不满2年的企业）对总样本进行筛选，得到上述可比公司。

（3）请按照《监管规则适用指引——评估类第1号》的相关要求，补充评估的具体内容，包括但不限于无风险利率、市场风险溢价、 β 值、特定风险系数、权益资本成本、付息负债资本成本、权益资本价值在投资性资产中所占的比例、付息负债价值在投资性资产中所占的比例、适用所得税税率等参数的具体选取或计算依据，并逐项详细说明是否符合《监管规则适用指引——评估类第1号》的要求。

请评估机构针对（1）至（3）项发表明确意见。

答：折现率计算主要参数选择如下：

a.无风险利率

我们通过同花顺iFinD在沪、深两市选择从评估基准日至国债到期日剩余期限超过10年期的公开交易国债。并筛选（例如：去掉交易异常和向商业银行发行的国债）获得其按照复利规则计算的到期收益率（YTM），取筛选出的所有国债到期收益率的平均值4.08%作为本次评估的无风险利率。

b.市场风险溢价

我们选择以沪深300指数所对应的300只成份股作为计算股权市场风险溢价的具体样本，我们选择10年的间隔期作为股权市场风险溢价的计算年期，使用几何平均值计算当年ERP，估算出10年每年ERP并取平均值后，最终的股权市场风险溢价ERP=6.82%。

c. β 值

1) 我们基于选取的可比上市公司，选取iFinD公布的 β 计算器计算对比公司的 β 值，上述 β 值是含有对比公司自身资本结构的 β 值，并计算出剔除资本结构的 β 值。

2) 车联网行业是一个较为新兴的行业，选取的部分可比公司的上市年限不足五年，同时可比公司的股票满足在追溯期间不存在连续超过5天的涨停或跌停、停牌，因此我们选择“周”为股票价格间隔时间，相应地可比公司样本观察值点数选择为102周。

3) 布鲁姆调整

为了估算未来预期的 β 系数，我们对采用历史数据估算的 β 系数进行了 Blume 调整。

d. 资本结构

通过分析，被评估单位的发展已趋于稳定，资金较为稳定，无融资需求和计划，因此我们采用被评估单位真实资本结构作为最终的资本结构，在确定目标资本结构时是采用账面价值计算债权和股权的权重比例。

e. 特定风险系数

我们将特定风险系数进一步拆分为规模溢价 R_s (Size Premium) 和其他特定风险溢价 R_u 进行确定，其中：(1) 规模溢价 R_s 通过与总资产的自然对数和总资产报酬率 ROA 进行二元一次线性回归分析得到；(2) 其他特定风险溢价 R_u 主要是考虑客户聚集度过高的特别风险以及经营风险。

f. 权益资本成本

通过将上述的数据代入 CAPM 公式 $Re = R_f + \beta \times ERP + R_s$ 中，我们计算出被评估单位的权益资本成本。

g. 付息负债资本成本

本次选用的资本结构比例为被评估单位自身无负债的资本结构比例，因此不计算债权回报率。

h. 适用所得税税率

被评估单位合并报表体系内的主要企业（果通、路随）的所得税率为 15%，因此按 15% 考虑适用所得税率。

上述选取、计算过程符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》中折现率的测算要求。

7、审计报告显示，截至2020年12月31日，果通科技其他应收款账面余额为17,589.67万元，其中关联方往来款项1,704.61万元，员工暂支款0.67万元。

(2) 请详细说明相关款项的回收计划及可能性，是否在本次交易对价中考虑了相关款项的回收情况，若否，请说明本次交易对价是否有利于保护上市公司及中小股东利益。

请评估师针对问题(2)进行核查并发表明确意见。

答：臻驰公司已于2021年4月1日至4月4日之间全额归还了1,384.00万元欠款，荃信

公司已于2021年4月1日全额归还了277.00万元欠款；关联方往来款项1,704.61万元基本已在期后还款。

评估机构意见：

我们核查了相关款项回收的银行回单，相关款项于报告出具日前已基本收回。由于该部分主要款项与经营无关，本次评估已作为非经营性资产加回，本次交易对价中考虑了相关款项的款项内容以及回收情况。具体内容如下：

名称	余额	坏账准备	是否非经营性资产	备注
上海臻驰通信科技有限公司	1,384.00		是	期后已收回
上海荃信信息技术有限公司	277.00		是	期后已收回
代扣代缴股权转让税款及往来款	42.53		是	期后已收回
王贇	1.09	0.49	否	备用金
合计	1,704.61	0.49		

本专项回复仅供万马科技公司报送深圳证券交易所创业板公司管理部关注函（创业板关注函（2021）第180号）回复之目的使用，不得用作任何其他目的，因使用不当造成的后果与资产评估师及所在的评估机构无关。

北京中同华资产评估有限公司

2021年4月29日