

关于上海证券交易所《关于对展鹏科技股份有限公司终止发行股份及支付现金购买资产并调整为现金收购事项的问询函》之回复

目 录

回 复	1
-----	---

关于上海证券交易所《关于对展鹏科技股份有限公司终止发行股份及支付现金
购买资产并调整为现金收购事项的问询函》之回复

上海证券交易所：

贵所于 2024 年 4 月 29 日出具的《关于对展鹏科技股份有限公司终止发行股份及支付现金购买资产并调整为现金收购事项的问询函（上证公函[2024]0419 号）》（以下简称“《问询函》”）已收悉。根据《问询函》的相关要求，展鹏科技股份有限公司（以下简称“展鹏科技”、“上市公司”、“公司”）、沃克森（北京）国际资产评估有限公司（以下简称“评估师”）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。

除特别说明，本回复所述的词语或简称与《展鹏科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》《展鹏科技股份有限公司关于现金收购北京领为军融科技有限公司控制权的公告（公告编号：2024-024）》中所定义的词语或简称具有相同的含义。

问题三、关于交易估值作价。公司公告称，领为军融股东全部权益价值以资产基础法评估下估值仅 2.06 亿元，以收益法评估下估值为 8.68 亿元，增值率为 350.64%。领为军融近两年经审计营业收入出现下滑，分别为 1.16 亿元、1.01 亿元。公司最终选用收益法评估结果作为评估结论。

请公司补充披露：（1）列示收益法具体评估计算过程、相关评估参数，包括但不限于营业收入、毛利率、净利润、经营活动现金流净额、折现率等，说明在营收下滑的情况下仍有大额评估增值的合理性；（2）结合同行业相关可比交易的作价，说明本次评估采用收益法作为最终评估结论的原因，交易双方是否存在其他应披露未披露的利益安排；（3）定量测算按本次预估价定价下收购产生的商誉金额，并就交易完成后的商誉减值风险进一步补充风险提示。请评估师就（1）（2）发表意见，会计师就（3）发表意见。

回复：

一、列示收益法具体评估计算过程、相关评估参数，包括但不限于营业收入、毛利率、净利润、经营活动现金流净额、折现率等，说明在营收下滑的情况下仍有大额评估增值的合理性

（一）收益法评估过程中的主要参数值的具体测算情况

1、收益法评估模型

本次收益法评估采用企业自由现金流折现模型，以领为军融收益期企业自由现金流为基础，采用适当折现率折现后加总计算得出领为军融的主营业务价值，在得出主营业务价值的基础上，加上非经营性、溢余资产的价值，减去非经营性、溢余负债的价值，得出企业整体价值，再减去付息债务价值得出股东全部权益价值。

股东全部权益价值=主营业务价值+非经营性、溢余资产的价值-非经营性、溢余负债的价值-付息债务价值。

2、收益法评估测算过程

评估机构采取收益法对领为军融进行评估所涉及的具体评估计算过程如下

表所示：

单位：万元

项目/年度	预测年度							
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续期
营业收入	16,247.66	23,581.52	27,528.08	31,920.18	36,795.75	41,233.45	45,324.60	45,324.60
减：营业成本	6,596.05	9,547.18	11,140.97	12,920.23	14,907.08	16,709.95	18,366.08	18,366.08
毛利率	59.40%	59.51%	59.53%	59.52%	59.49%	59.47%	59.48%	59.48%
税金及附加	86.75	129.07	152.03	175.79	203.73	228.36	250.10	249.38
销售费用	1,244.32	1,619.31	1,832.75	2,072.06	2,338.12	2,585.10	2,814.67	2,815.33
管理费用	2,260.17	2,495.17	2,628.11	2,672.58	2,836.42	2,978.98	3,164.27	3,288.28
研发费用	1,243.40	1,557.40	2,067.72	3,376.46	3,474.81	3,563.66	3,640.89	3,623.33
财务费用	140.16	153.60	160.83	168.88	177.82	185.95	193.45	193.45
加：其他收益	34.32	48.94	57.10	66.12	76.05	85.19	93.71	93.71
营业利润	4,711.15	8,128.73	9,602.77	10,600.30	12,933.82	15,066.64	16,988.85	16,882.45
利润总额	4,711.15	8,128.73	9,602.77	10,600.30	12,933.82	15,066.64	16,988.85	16,882.45
减：所得税费用	626.53	1,134.15	1,309.54	1,314.96	1,675.55	2,005.18	2,303.05	2,289.31
净利润	4,084.62	6,994.59	8,293.23	9,285.34	11,258.26	13,061.46	14,685.79	14,593.14
加：折旧摊销	347.67	317.40	268.98	152.88	150.46	111.78	126.91	234.03
利息费用（扣除税务影响后）	93.82	93.82	93.82	93.82	93.82	93.82	93.82	93.82
减：营运资金追加额	3,638.00	8,022.21	4,356.25	4,911.30	5,347.13	4,867.51	4,478.44	-
资本性支出	42.35	129.94	73.17	144.07	81.71	114.86	257.71	284.02
企业自由现金流量	845.75	-746.35	4,226.61	4,476.68	6,073.70	8,284.68	10,170.38	14,636.97
折现率	11.34%	11.34%	11.34%	11.34%	11.34%	11.34%	11.34%	11.34%
距上一折现期的时间（年）	0.5000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	-
折现系数	0.9477	0.8512	0.7645	0.6866	0.6167	0.5539	0.4975	4.3871
企业自由现金流现值	801.52	-635.29	3,231.24	3,073.69	3,745.65	4,588.89	5,059.76	64,213.85
企业自由现金流现值和								84,079.31
加：（溢余）非经营资产负债净值								6,169.29
减：付息债务								3,403.36

项目/年度	预测年度							
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续期
股东全部权益价值	86,845.23							

(1) 营业收入预测

领为军融主营业务收入包括通用数字化空战仿真系统收入、装备维修保障平台收入和其他零星收入。通用数字化空战仿真系统 2024 年和 2025 年收入主要结合领为军融在手订单，以及在手订单约定的交付时点进行预测；考虑到 2024 年和 2025 年是“十四五”规划的最后两年，2026 年及以后年度通用数字化空战仿真系统收入逐步进入稳定期，增速逐渐放缓。装备维修保障平台 2024 年至 2026 年收入主要基于领为军融现有订单进行预测，装备维修保障平台是领为军融发展方向之一，目前也与部分客户建立长期战略合作关系，故 2027 年及 2028 年在 2026 年的基础上考虑一定增长。基于谨慎性考虑，2028 年之后，装备维修保障平台收入增速逐渐放缓。其他业务主要是领为军融提供的仿真模拟平台搭建服务，业务体量较小，未来收入水平主要参考企业历史年度水平进行预测。

预测期内，领为军融营业收入预测情况具体如下：

单位：万元

项目/年度	预测年度							
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续期
通用数字化空战仿真系统	15,565.66	22,881.52	26,771.38	31,054.80	35,713.02	39,998.58	43,998.44	43,998.44
装备维修保障平台系统	360.00	378.00	434.70	543.38	760.73	912.87	1,004.16	1,004.16
其他	322.00	322.00	322.00	322.00	322.00	322.00	322.00	322.00
合计	16,247.66	23,581.52	27,528.08	31,920.18	36,795.75	41,233.45	45,324.60	45,324.60

(2) 营业成本预测

领为军融主要生产成本为人工、材料、外协加工和其他零星的支出。本次收益法评估根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，采用不同的模型计算，具体如下：

①职工薪酬

职工薪酬预测主要参考北京地区平均工资水平变动情况和企业历史年度发生情况计算确定；未来人员数量增加主要是项目验收驻场人员及一部分项目管理团队。本次评估中，人员数量根据生产部门招聘计划进行预测。

②材料成本、外协服务、其他费用

领为军融产品的硬件部分均为外协加工或者采购取得，其成本主要是加工服务费支出和材料（成品配套、低值易耗品等）采购支出，考虑到企业产品硬件配套设施基本成熟，所需材料市场较为广阔，市场单价波动较小，且该部分支出与收入相关性较大，本次评估中按照各项业务预测的毛利水平核算该部分费用成本。

③毛利率分析

结合上述营业收入及营业成本预测，收益法预测年度，领为军融毛利率情况如下：

单位：万元

项目/年度	预测年度							
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续期
营业收入	16,247.66	23,581.52	27,528.08	31,920.18	36,795.75	41,233.45	45,324.60	45,324.60
营业成本	6,596.05	9,547.18	11,140.97	12,920.23	14,907.08	16,709.95	18,366.08	18,366.08
毛利率	59.40%	59.51%	59.53%	59.52%	59.49%	59.47%	59.48%	59.48%

2022年度及2023年度，领为军融毛利率分别为45.33%及59.24%。本次评估预测中，鉴于2023年领为军融产品开发能力，项目交付能力以及业务拓展能力等更为成熟，盈利能力逐步改善，因此，预测期主要参考2023年度成本构成情况。

(3) 税金及附加预测

税金及附加项目包括城建税、教育费附加及印花税等，按照预测收入成本及现行增值税率、各税种的实际税率，结合未来年度收入规模的变化趋势进行预测。

(4) 销售费用、管理费用、研发费用预测

领为军融销售费用、管理费用、研发费用，根据不同费用的发生特点、变动

规律进行分析，采用不同的模型计算。折旧、摊销根据现有资产的情况及会计折旧、摊销年限确定。职工薪酬预测按照企业招聘计划进行预测，人员工资参考北京地区平均工资水平变动情况和企业历史年度发生情况计算确定。其他各明细项目主要参照历史年度水平按照占收入比例进行预测。

（5）财务费用预测

财务费用中，贷款利息支出根据企业短期借款合同利率预测；其它财务费用较少，本次按照占收入比例预测。本次按照借款到期日借款利率折算全年的利息支出，企业未来保持基准日的借款水平进行预测，借款利率选取加权平均利率进行测算。

（6）折旧与摊销测算

对于新增资产和更新资产的折旧，根据折旧政策进行预测。

折旧=新增资产折旧+更新资产折旧

对现有资产的折旧，详细预测期的折旧预测按照折旧政策在折旧年限内预测折旧，超过折旧年限而未达到经济使用寿命不再计提折旧。

（7）资本性支出预测

资本性支出包括两方面：①为增加生产产能需要新投入的新增资产资本性支出；②为维持企业经营生产能力，长期资产达到经济使用年限时的更新资本性支出。

资本性支出=新增资产资本性支出+更新资本性支出

对于现有资产的更新资本性支出，按照评估基准日存量资产的规模、根据每一项资产的经济使用年限、已使用年限，详细预测其更新资本性支出的金额与更新资本性支出发生的时点。

（8）营运资金增加额估算

营运资金增加额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追加额。本次评估中，营运资本增加额具体计算公式为：

营运资金增加额=当期营运资金需求量-上期营运资金需求量

营运资金需求量=最低现金保有量+应收款项平均余额+存货平均余额-应付款项平均余额。

(9) 折现率测算

本次评估采用加权平均资本成本（WACC）对折现率进行测算，具体如下：

①权益资本成本的计算

本次评估采用剩余到期年限 10 年以上国债的到期收益率平均值作为无风险报酬率（2.85%）。

本次评估市场风险溢价采用上证综指和深证成指月收益率几何平均值换算成年收益率后的算数平均值减去无风险报酬率指标值计算，取值时间跨度为自指数设立至今。据此计算的市场风险溢价指标值为 5.50%。

本次评估 β 指标值的确定以选取的样本自同花顺资讯平台取得的考虑财务杠杆的 β 指标值为基础，计算领为军融所处行业业务板块的不考虑财务杠杆的 β 指标值，根据领为军融的资本结构计算其考虑财务杠杆的 β 指标值。通过上述计算，领为军融综合不考虑财务杠杆的 β 指标值为 0.9273，以评估基准日行业资本结构作为预测期资本结构，最终确定领为军融 2024 年度至 2030 年度 β 指标值为 0.9497。

由于选取样本上市公司与领为军融经营环境不同，同时考虑领为军融自身经营风险，考虑企业特有风险调整为 3.5%。

②付息债务资本成本

根据领为军融评估基准日付息债务情况，确定付息债务资本成本为 4.01%。

③加权平均资本成本的确定

通过上述指标的确定，2024 年度至 2030 年度加权平均资本成本为 11.34%。

（10）非经营性、溢余资产负债净值估算

2023 年 12 月 31 日，领为军融持有的非经营性、溢余资产包括溢余货币资金、其他应收款、其他流动资产、长期股权投资、递延所得税资产，经过评估其价值为 6,238.49 万元。领为军融非经营性、溢余负债项目包括应付账款、递延所得税负债，评估值为 69.20 万元。

（11）股东全部权益的市场价值确定

根据公式股东全部权益的市场价值=主营业务价值+其他资产价值-其他负债价值-付息债务价值，最终计算领为军融评估基准日母公司口径下股东全部权益的市场价值为 86,845.23 万元。

（二）说明在营收下滑的情况下仍有大额评估增值的合理性

1、军事仿真行业处于快速发展阶段，具备较大的增长潜力

根据简氏防务《全球建模与仿真的市场预测报告》，仿真军事训练系统全球市场在 2017 年达到 130 亿美元，预期 10 年后此市场总额将达到 1,216 亿美元。从全球市场规模来看，北美预计在 2016-2025 年期间将占据全球军事模拟和虚拟训练市场 36.10% 的份额，其余的排名分别为：欧洲占 25.60%，亚太地区占 25.30%，中东占 7.90%，拉丁美洲和非洲共占 5.10%。

根据第三方研究机构智研咨询《2021-2027 年中国军用仿真（软件）行业市场全景调查及投资策略研究报告》，2020 年我国军用计算机仿真（软件）行业市场规模约 118.52 亿元，同比增长 11.32%。未来随着我国国防信息化的不断深入，我国军用计算机仿真（软件）市场前景十分广阔，预计到 2027 年行业市场规模将超过 200 亿元。

2、领为军融深耕军事航空仿真行业，具备一定先发优势及技术优势

领为军融主要聚焦航空兵战术模拟训练，目前市场上同行业公司主要业务为

推演仿真、大型模拟器集成及基本驾驶术模拟器开发等，与领为军融在业务方向上存在一定差异。领为军融是国内为数较少的以航空兵战术模拟训练为主营业务的民营企业，对航空兵部队战术训练过程中的痛点和难点有着较为精准的理解，积累了丰富的技术开发和工程经验，具备一定的先发优势和较为领先的市场竞争地位。

领为军融一直以来致力于提供航空兵战术模拟训练和装备维护训练解决方案，坚持开展军事航空仿真技术的创新研究，在军事航空仿真行业形成了多项拥有自主知识产权的先进技术。自成立以来，领为军融已先后获得高新技术企业、北京市“专精特新”中小企业、中关村高新技术企业以及第一批北京市民参军骨干企业认证。领为军融自主研发的视景引擎、仿真平台、LVC 管理平台、装备维修保障平台系统等核心产品，均为国产化全自主可控产品，具备一定的技术优势。

3、领为军融目前在手订单较为充足，为未来业绩持续增长奠定基础

截至本回复出具日，领为军融在手订单含税金额为 39,592.96 万元，结合已签署合同的验收条款约定、已下生产任务函客户的访谈，以及领为军融与已中标或预计签署合同客户的沟通情况，预计 2024 年可验收确认收入的订单金额 17,359.49 万元，预计 2025 年可验收确认收入的订单金额 17,324.55 万元，预计 2026 年可验收确认收入的订单金额 4,908.92 万元，具体情况如下：

预计验收确认收入时间	订单状态	含税合同金额（万元）
2024 年度	已签署合同	6,114.10
	已中标	2,817.68
	已下生产任务函	5,200.00
	预计签署	3,227.72
	小计	17,359.49
2025 年度	已签署合同	16,924.55
	已中标	400.00
	小计	17,324.55

2026 年度	已签署合同	4,908.92
	小计	4,908.92
合计		39,592.96

未来，随着业务持续拓展，领为军融在手订单金额还将进一步增长，为实现业绩持续增长奠定坚实基础。

综上，领为军融所从事的军事仿真行业目前正处于快速发展阶段，未来具备较大的增长潜力。领为军融深耕军事仿真行业，具备一定先发优势及技术优势。领为军融目前在手订单较为充足，为未来业绩持续增长奠定基础。因此，本次收益法评估中，领为军融股东全部权益价值的评估增值具备合理性。

二、结合同行业相关可比交易的作价，说明本次评估采用收益法作为最终评估结论的原因，交易双方是否存在其他应披露未披露的利益安排；

（一）说明本次评估采用收益法作为最终评估结论的原因

本次评估采用收益法得出的评估结果是 86,845.23 万元，采用资产基础法得出的评估结果 20,631.62 万元，收益法评估结果比资产基础法高 66,213.61 万元，差异率 320.93%。采用两种评估方法得出评估结果出现差异的主要原因是：

1、资产基础法评估是基于标的公司于评估基准日的账面资产和负债以及可辨认的表外资产的市场价值进行估算标的公司股东全部权益价值，而标的公司作为轻资产企业，资产规模相对偏小，经营场所均为租赁取得，主要设备资产和账面反映的无形资产价值不高，导致标的公司净资产相对偏低，采用资产基础法评估未能包含表外且难以辨认的人力资源、客户资源、独特的盈利模式和管理模式、商誉等资产的价值，即无法涵盖标的公司全部资产的价值，且资产基础法以标的公司资产的再取得成本为出发点，会忽视标的公司整体获利能力。

2、采用收益法评估，是从标的公司未来发展的角度出发，通过建立在一系列假设模型基础上进行预测，进而综合评估标的公司的股东全部权益价值，也考虑了标的公司所处良好的行业前景及对标的公司未来发展潜力的判断，相比资产

基础法，收益法考虑得更加充分。

因此，结合标的公司在行业内的技术水平、竞争优势、人才团队、客户资源等优势，收益法的评估结果较为全面合理且更切合本次评估的目的，本次评估选取收益法结果作为最终估值结果具有合理性。

（二）可比交易案例情况

领为军融是国内为数较少的以航空兵战术模拟训练为主营业务的企业，目前公开市场尚未查询到相同业务的并购案例。领为军融属于“软件和信息技术服务业”，其核心竞争力系满足航空兵模拟战术训练需求的软件开发技术。因此，现选取2022年至今已审核通过的上市公司通过发行股份方式收购“软件和信息技术服务业”标的公司的案例作为可比案例，上述案例的估值情况具体如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	审核通过日期	收益法估值结果	市场法估值结果	资产基础法估值结果	收益法估值相较其他估值结果差异率	最终估值结果
普丽盛	润泽科技	2022.04	1,652,800.00	-	282,111.08	485.87%	收益法
信安世纪	普世科技	2023.03	30,681.39	-	6,601.74	364.75%	收益法
长江通信	迪爱斯	2023.10	110,707.31	116,443.82	-	-4.93%	收益法

综上所述，收益法评估能够更好的反应标的公司股权价值，本次评估采取收益法估值结果具有合理性，且符合可比交易案例估值情况。同时，本次交易的主要参与方已书面确认，交易双方不存在其他应披露未披露的利益安排。

三、中介机构意见

（一）评估机构核查意见

1、核查程序

首先，评估专业人员与标的公司沟通了解了标的公司的业务模式、收入构成以及相关的财务处理流程；其次，对标的公司的收入来源进行全面的梳理和分析，

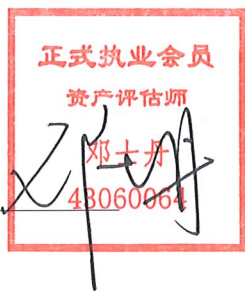
确保收入的真实性和合法性；然后，评估专业人员对标的公司、供应商以及客户进行了实地考察、走访访谈，进一步验证标的公司提供的财务信息与实际情况是否相符，在手订单是否真实有效；接着，评估专业人员与标的公司管理层及相关员工进行深入交流，通过内部访谈来获知标的公司可能存在的风险点或不规范操作；最后，评估专业人员对收集到的数据资料进行详尽的分析归纳，形成结论。

2、核查意见

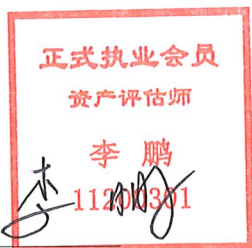
经核查，评估师认为在 2023 年营收下滑的情况下仍有大额评估增值具备合理性；结合标的公司在行业内的技术水平、竞争优势、人才团队、客户资源等优势，收益法的评估结果较为全面合理且更切合本次评估的目的，本次评估选取收益法结果作为最终估值结果具有合理性，评估师经过核查后未发现交易双方存在其他应披露未披露的利益安排。

(本页无正文，为《关于上海证券交易所<关于对展鹏科技股份有限公司终止发行股份及支付现金购买资产并调整为现金收购事项的问询函>之回复》之签字页)

资产评估师签名：



资产评估师签名：



沃克森(北京)国际资产评估有限公司



二〇二四年五月十六日