（上接B064版）

较大，主要系终端需求较旺及新品推广带来的集中备货所致；2024年随着前期库存消化，采购金额相应下降。此外部分客户于2023年成为新客户，并在2024年进入前五，部分对冲了原有客户采购额下降的影响。

2. 赛车模拟器业务

赛车模拟器业务在2023年度、2024年度及2025年上半年实现的收入分别占Asetek同期总营业收入的比例为9%、18%及12%，具体情况如下：

渠道类型	2023收入（万美元）	收入占比	2024收入（万美元）	收入占比	2025H1收入（万美元）	收入占比
经销商	438	6%	518	10%	111	5%
网店	280	4%	403	8%	121	6%

注：上表中数据来源于《财务尽调报告》。

赛车模拟器业务自2022年起步，主要通过经销商及线上渠道销售，最终由终端消费者购买。2025年上半年较2024年同期下降，主要系关税因素推高经销商采购成本，导致其采购量减少。

（二）最近两年及一期按业务板块划分的前五名供应商情况

标的公司采用高度外包的供应链模式，液冷业务与赛车模拟器业务的生产制造主要外包给位于中国和马来西亚的合同制造商（因供应商同时服务两个业务板块，此处供应商情况合并披露。）。

1. 2023 年前五大供应商

供应商	采购内容	采购（万美元）	采购占比	成立时间	合作历史	主营业务
供应商A	生产制造及原材料	2,853	55%	2011	十年以上	智能控制部件、创新消费电子等产品的研发、生产
供应商A香港子公司		525	10%	2011	十年以上	
供应商B		161	3%	2013	五年以上	电子产品自动化生产制造
供应商C		120	2%	2005	2022	精密注塑模具、注塑件及下游健康产品的设计、生产和销售
供应商D		95	2%	2005	五年以上	电机研发、生产、销售一体公司

注：上表中前五大供应商数据来源于《财务尽调报告》。

2. 2024 年前五大供应商

供应商	采购内容	采购（万美元）	采购占比	成立时间	合作历史	主营业务
供应商A	生产制造及原材料	1,433	40%	2011	十年以上	同上
供应商A香港子公司		708	20%	2011	十年以上	
供应商C		236	7%	2005	2022	同上
供应商E	IT 服务	68	2%	2001	十年以上	提供专业信息技术咨询、解决方案和外包服务
供应商F	物流	56	2%	2008	五年以上	运输与物流集团

注：上表中前五大供应商数据来源于《财务尽调报告》。

3. 2025 年上半年（1－6 月）前五大供应商

客户	采购内容	采购（万美元）	采购占比	成立时间	合作历史	主营业务
供应商A	生产制造及原材料	840	44%	2011	十年以上	同上
供应商C		200	10%	2005	2022	同上
供应商A香港子公司		94	5%	2011	十年以上	同上
供应商C马来西亚子公司		62	3%	2018	2022	精密注塑模具、注塑件及下游健康产品的设计、生产和销售
供应商E	IT 服务	34	2%	2001	十年以上	同上

注：上表中前五大供应商数据来源于《财务尽调报告》。

标的公司供应链高度依赖少数几家合同制造商，体现了其外包生产的商业模式。历史期间供应商A占比情况保持相对稳定，供应商C为模拟赛车设备的生产制造商，自 2024 年起开始供应量增加进入前五大供应商名单。

（三）关联关系说明

在上述披露的客户、供应商中，未发现与标的公司及其董事、监事、高级管理人员存在关联关系的情形，也未发现与上市公司及其董事、监事、高级管理人员存在关联关系的情形。

二、结合标的公司不同业务板块的业务发展情况、主要经营财务数据、特殊项目构成等，说明营业收入持续下降、利润由盈转亏的具体原因

（一）导致营业收入下降的具体原因

1. 台式电脑液冷业务：2024年起，两大主要OEM客户采用双供应商策略以强化供应链，导致短期订单大幅减少。2025年前三季度虽新客户订单和大客户框架协议有助于缓解下滑，但液冷业务订单未完全恢复，整体营收仍低于2023年水平。

2. 赛车模拟器：尽管赛车模拟器业务增长迅速，但基数仍较小，短期内尚不足以弥补液冷业务下滑带来的收入缺口。

（二）导致利润由盈转亏的具体原因

标的公司2024年度确认约1,800万美元的资产减值损失，主要包括约1,380万美元的固定资产（总部大楼）减值以及约420万美元的递延所得税资产减值，该等减值系标的公司按照当地会计准则要求开展年度及第四季度减值测试后确认，均为非现金性会计处理。

2024年标的公司主营液冷散热器业务市场需求明显下滑，全年收入由2023年约7,600万美元下降至约5,250万美元，部分主要OEM客户下调采购预测，导致标的公司对未来期间收入及经营性现金流的预测较前期显著下调，同时，赛车模拟器业务受需求侧影响亦出现减值迹象。在此基础上，标的公司在减值测试中采用了更为审慎的未来现金流假设和折现参数，相关资产对应的预计可收回金额低于其账面价值，从而触发减值。就固定资产而言，标的公司总部大楼账面价值较高，其可收回金额主要基于未来持续使用所产生的现金流现值确定，在业务规模和盈利预期下降的情形下，预计难以覆盖账面价值，因此计提相应减值。就递延所得税资产而言，该等资产基于未来可实现的应纳税所得额确认，鉴于标的公司对未来期间盈利能力持审慎判断，预计难以在可预见期间内实现相关税收利益，故对递延所得税资产进行全额转回。此外，2024年，尤其在第四季度期间，标的公司股价表现走弱、整体市值水平下降，标的公司整体市值金额低于账面净资产金额，该情形构成会计准则规定的减值外部迹象之一，亦导致标的公司对相关资产进行减值测试并确认减值。

上述减值是基于资产可收回金额评估后确认的会计处理，属于一次性的非经营性损失，虽对当期利润影响大，但不代表公司长期经营能力的结构性恶化。

2. 营业成本结构与期间费用提高：为支持赛车模拟器扩张，Asetek加大研发与市场投入，导致2024年销售、管理及研发费用总体水平较高，短期拉低经营利润。2024年Asetek全年研发费用约为830万美元，约占当期收入的15.8%，主要用于赛车模拟器新产品开发、技术升级及平台化布局；同期销售及管理费用合计约 1,910万美元，占收入比例36.4%，较 2023 年的 22.4%显著提升，主要系赛车模拟器业务渠道拓展、市场推广及组织建设投入增加所致。

三、结合标的公司股价自2023年8月以来持续下跌的情况，说明是否存在其他未披露的原因及风险事项

Asetek（股票代码：ASTK.CO）股价自2023年8月10日高点7.16 DKK以来整体呈下降趋势，至2025年1月触及低点（约0.386 DKK），降幅约95%，具体如下：

时间段	股价表现	主要原因
2023年8月至2024年3月	7.16至4.21	2023年强劲业绩后需求正常化：受2022年疫情导致的全球供应链紧张的影响，ODM/OEM 客户在2023年积极备货。标的公司2023年全年营收7,633万美元（同比增长51%），液冷产品出货量达117万台，但ODM/OEM客户库存积压导致后续需求放缓。 地缘政治与供应链不确定性：乌克兰战争、中东冲突导致运费波动和交付延误，影响市场情绪。
2024年4月至2024年6月	4.21至2.53	ODM/OEM客户订单锐减与双源策略：两大主要ODM/OEM客户采用双供应商策略以强化供应链，导致短期订单大幅减少。公司暂停2024年营收和盈利指导，引发投资者恐慌。 2024Q2营收下滑：营收1,274万美元（同比下降），液冷出货量减少，受宏观市场放缓影响。
2024年7月至2024年12月	2.53至0.48	资产减值与财务压力：业绩承压导致的经营性现金流紧张，叠加俄乌战争导致的整体通胀和建材成本上涨，导致从2022年开始投入建设的总部大楼建设项目出现资金链问题，公司不得不通过增发股票融资。如前所述，大客户双源供应商策略导致业绩预测出现大幅下滑、赛车模拟器需求侧疲弱和外部宏观经营环境变化导致企业整体出现减值迹象，而再融资行为被市场解读为现金流问题，导致股价急剧下跌，根据相关会计准则，公司对整体企业价值进行评估，包括将公司账面权益与公司股票在二级市场的市值进行比对的方式。公司最终计提了1,800万美元减值（包括总部大楼1,380万美元），导致利润表出现净亏损2,394万美元。
2025年1月至2025年10月	0.48至1.16	新股发行：2025年1月完成新股发行筹资1,050万美元，缓解流动性，但全年营收预期4,500–5,300万美元低于2024年水平。新产品推出（如中端液冷产品）预期2026年恢复增长，但短期压力持续。 签署大客户合同：2025年10月，标的公司与大客户签署了2年保底采购金额不低于3,500万美元的合同，标的公司据此更新了中期（3-5年）经营目标：液冷板块的收入目标由此前的5,000万美元上调至6,500万美元以上，与评估报告一致，市场受此消息振奋认为公司基本面改善，股价反弹，最高达到1.16 DKK每股。
2025年10月至2025年11月	1.16至0.82	2025年Q3业绩更新：标的公司2025年前九个月营业收入为3,090万美元，低于2024年同期的3,710万美元。上述变动主要系液冷产品出货量减少所致，导致市场对其短期业绩表现和现金流的担忧。

综上所述，2023年8月以来，标的公司股价下跌主要受市场需求周期、客户策略变化和外部宏观因素导致公司财务表现不佳的影响；同时公司总部大楼建设和股权融资事宜对市场信心造成影响，进而导致股价波动。标的公司股价在大客户回归后短期有过明显上涨，可见标的公司业务发展情况对其股价具有直接影响，但受制于该行业整体研发和订单周期等因素影响，大客户合同的履行和对于公司整体收入、利润的贡献将发生在2026年2季度及以后，其短期股价仍受当前业绩不及预期的影响。除已披露的信息外，标的公司不存在其他未披露的重大风险事项。

四、2025 年 10月新签订台式液冷业务保底采购合同的客户名称、合作原因及具体合作模式，相关协议的主要条款，量化分析对标的公司业绩的预计影响及可持续性

（一）客户名称、合作原因及具体合作模式

本次合同的交易对方为客户A。其是全球知名的个人电脑组件、软件和服务的设计商和制造商，尤其在高端DIY电脑机箱、散热解决方案和外设领域拥有强大的品牌影响力和成熟的销售渠道。此前，客户A 在市场扩张过程中曾尝试引入其他供应链合作伙伴，导致其向公司采购的产品数量相应减少。但在新产品开发效率、关键性能指标达成度、量产品质一致性等方面未能满足需求，因此客户A 最终选择重新与标的公司合作，以确保其高端产品线能够达到其品牌长期维持的性能与品质标准。本次合作由双方共同确定产品规格，客户A每月提供未来6个月的滚动需求预测，并提前3个月发出具有约束力的采购订单。标的公司根据确认的订单进行生产并完成交付。

（二） 相关协议的主要条款

该协议已于2025年10月13日生效，初始期限为2年，到期后可自动续期1年。协议核心条款如下：

（1）客户A 在初始两年内对其两个“Project”产品线的年均最低采购量承诺为30万台（Project 1为18万台/年，Project 2 为 12万台/年），按两年总采购量累计平均值考核，并设三个月履约宽限期；产品价格以合同附件约定为准；

（2）知识产权方面，标的公司保留自身及合作期间开发的液冷相关 IP，客户A 保留其品牌及设计 IP，双方互不挑战对方核心领域知识产权；

（3）违约责任：客户A未达最低采购量需支付差额损害赔偿，标的公司如延迟交货按日支付延迟金额 0.2% 的违约金（上限 5%）；

（4）质量保证：标的公司自生产起提供 24 个月产品质量保障，对于批量性缺陷或召回的责任上限为200万美元或受影响产品采购价款中的较低者。

（三）量化分析对标的公司业绩的预计影响及可持续性

基于合同约定的最低采购承诺及锁定价格，该合同对公司的预计影响如下：

在收入方面，客户A合同期为两年，每年最低采购量为30万台，总计60万台。根据合同约定，产品单价区间$60.0 – $67.3（审慎起见，本次测算取中偏低价格$63.0/台），预计该合同将在两年内为公司贡献最低保障收入约3,780万美元（按1:7汇率计算折合人民币约2.65亿元），每年稳定贡献约人民币1.325亿元销售收入。按净利润率8%进行审慎测算，上述合同预计每年可为标的公司贡献净利润约1,060万元人民币，两年合计净利润贡献约2,120万元人民币。

在业务可持续性方面，该合同约定了具有法律约束力的最低采购量，为未来2 – 3年的收入提供了坚实保障，有效降低业绩波动风险；同时，协议涵盖共同开发、品牌联动等深度合作内容，强化长期合作关系，为合同到期后的续约提供基础。尽管如此，最终销量仍受客户A终端市场表现影响，若市场需求低于预期，可能影响合同续约及采购规模。

3.公告显示，公司聘请中介机构对标的公司进行价值分析，采用收益法评估的股权价值为9,500万美元，较账面值增值率为79.95%。公司最终确定要约收购价格为1.72丹麦克朗/股，如全面收购标的公司100%股份，总对价约为5.47亿丹麦克朗（约合8,443.83万美元），与评估值存在一定差异。此外，标的公司最近一期财务数据未经审计。

请公司补充披露：（1）收益法估值的关键假设、主要参数及选取依据、测算过程，结合标的公司的历史经营情况、在手订单等，进一步说明估值增值率较高的合理性；（2） 最终要约收购价格与评估值存在差异的原因，与同行业可比公司、可比交易案例的估值水平是否存在差异；（3）对标的公司的后续审计工作安排，包括审计机构的选取情况、具体工作开展计划、取得审计报告的预计时间。

【公司回复】

一、收益法估值的关键假设、主要参数及选取依据、测算过程，结合标的公司的历史经营情况、在手订单等，进一步说明估值增值率较高的合理性

（一）收益法估值所依据的关键假设

本次收益法评估在遵循审慎性原则的基础上，主要假设如下：

1. 假设价值分析对象能按现有规划持续经营，且未来收益可以合理预测；

2. 假设被分析单位的主要生产要素供应及价格、产品售价、资产规模、主营业务及成本结构保持稳定，无不可预见的重大变化；

3. 假设管理层勤勉尽责且能力稳定，各项经营与财务风险可控，且不考虑未来管理水平重大变化带来的影响；

4. 假设预测期内现金流均匀发生，债权债务正常周转，且财务结构与资本规模不发生重大变化；

5. 假设无其他不可预测及不可抗力因素对经营造成重大影响。

（二）收益法主要参数及其选取依据

1. 营业收入预测及依据

评估机构基于公司历史经营、管理层规划和行业趋势构建收入预测模型。预测期收入由3,273万美元（2025H2）增长至约18,181万美元（2034及永续期）。

（1）台式电脑一体式液体散热器（液冷业务）：公司的液冷相关业务已处于成熟发展阶段，液冷业务收入预计由2026年4,532万美元增长至2029年的 6,359万美元，年复合增长率在2026 – 2029年为12%，2029年以后收入保持不变直至永续期。销售数量由2026年90.25万件增长至2029年的126.75万件，年增幅逐步放缓。产品平均单价保持稳定，约50.17 – 50.27美元/件。

（2） 赛车模拟器：该业务预计由2026年2,600万美元增长至2034年的11,822万美元，永续期维持不变，2026 – 2034年年复合增长率为约20%。销量呈持续增长趋势，单价随产品升级略有增长或保持稳定。销量增长主要来源于扩大市场范围，重点覆盖北美和亚洲市场。

（3）其他收入：主要为总部大楼房租收入，本次按照租赁计划进行预测。

历史数据及预测数据具体情况如下表所示：

（1）历史数据

单位：万美元

产品名称\年度	历史数据	
	2024年	2025年1–6月
合计	5,250.20	2,104.20
液冷业务	4,280.00	1,834.80
赛车模拟器业务	959.00	247.20
其他	12.70	22.20

（2）预测数据

产品名称		预测数据					
		2025年7–12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
营业收入		3,272	7,171	10,250	11,881	13,298	14,234
液冷业务	收入	2,110	4,532	5,161	5,781	6,359	6,359
	数量（万件）	41.98	90.25	102.88	115.23	126.75	126.75
	单价（件/美元）	50.27	50.22	50.17	50.17	50.17	50.17
赛车模拟器业务		1,142	2,600	5,050	6,060	6,908	7,875
其他		19.80	39.00	39.00	40.00	31.00	–
产品名称		2031年	2032年	2033年	2034年	永续期	
营业收入		15,337	16,594	17,618	18,181	18,181	
液冷业务	收入	6,359	6,359	6,359	6,359	6,359	
	数量（万件）	126.75	126.75	126.75	126.75	126.75	
	单价（件/美元）	50.17	50.17	50.17	50.17	50.17	
赛车模拟器业务		8,978	10,235	11,259	11,822	11,822	
其他		–	–	–	–	–	

评估报告出具时，未考虑到关税负面影响持续时间超出预期，仍考虑到美国市场圣诞节、“黑五” 等传统购物旺季的销售占比情况。2025年下半年赛车模拟器业务板块收入预测可能存在偏高的情形，但该期间的偏离对公司整体估值影响较小。2025年11月，美国进口关税水平已下调至约20%，公司自2026年起恢复美国市场销售。

2. 成本及费用预测依据

（1）营业成本：对液冷业务毛利率按2025年1–6月毛利率水平预测，2026年起考虑市场竞争按每年下降预测。赛车模拟器业务规模逐步扩大，规模效应显现，同时公司在渠道策略上加强对渠道商利润空间的管控，带动该业务毛利率在未来年度提升，2029年达到稳定。其他未来年度主要为总部大楼的租赁收入，此处不考虑未来成本金额。

（1）历史数据

单位：万美元

项目/年度		2024年	2025年1–6月
营业收入	收入	5,250	2,104
	成本	3,055	1,167
	毛利率	41.80%	44.51%
液冷业务	收入	4,278	1,834
	成本	2,352	996
	毛利率	45.02%	45.72%
赛车模拟器业务	收入	959	247
	成本	719	171
	毛利率	25.01%	30.54%
其他	收入	12	22
	成本	–15	–
	毛利率	224.41%	100.00%

（2）预测数据

项目/年度		2025年7–12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
营业收入	收入	3,272	7,171	10,250	11,881	13,298	14,234
	成本	1,899	4,137	6,074	7,119	8,050	8,496
	毛利率	41.97%	42.31%	40.74%	40.08%	39.46%	40.31%
液冷业务	收入	2,110	4,532	5,161	5,781	6,359	6,359
	成本	1,145	2,512	2,918	3,331	3,732	3,732
	毛利率	45.72%	44.57%	43.46%	42.37%	41.31%	41.31%
赛车模拟器业务	收入	1,142	2,600	5,050	6,060	6,908	7,875
	成本	754	1,625	3,156	3,788	4,318	4,764
	毛利率	33.43%	37.50%	37.50%	37.50%	37.50%	39.50%
其他	收入	19	39	39	40	31	–
	成本	–	–	–	–	–	–
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
项目/年度		2031年	2032年	2033年	2034年	永续期	
营业收入	收入	15,337	16,594	17,618	18,181	18,181	
	成本	9,164	9,924	10,544	10,884	10,884	
	毛利率	40.25%	40.20%	40.15%	40.14%	40.14%	
液冷业务	收入	6,359	6,359	6,359	6,359	6,359	
	成本	3,732	3,732	3,732	3,732	3,732	
	毛利率	41.31%	41.31%	41.31%	41.31%	41.31%	
赛车模拟器业务	收入	8,978	10,235	11,259	11,822	11,822	
	成本	5,432	6,192	6,812	7,152	7,152	
	毛利率	39.50%	39.50%	39.50%	39.50%	39.50%	

（2）销售及管理费用：公司销售费用总体呈稳步上升但占比逐年下降的趋势。2026年销售费用预计为1,798万元，占营业收入的25%；随后几年随着收入增长，销售费用绝对值略有增加，但占营业收入比例持续下降，至2034年预计为2,133万元，占比降至12%，并在永续期保持稳定。

（3）研发费用：公司研发费用总体呈稳步上升但占比逐年下降的趋势。2026年增加至1,153万元，占比降至16%。随后几年随着收入增长，研发费用绝对值持续增加，但占营业收入比例逐步下降，至2034年预计为2,047万元，占比降至11%，并在永续期保持稳定。

（4）所得税的确定：被价值分析单位为丹麦企业，根据丹麦税收规定，企业所得税按应纳税所得额的22%计缴。

单位：万美元

项目/年度	2024年	2025年1–6月	2025年7–12月	2026年	2027年	2028年	2029年
一、营业收入	5,250	2,104	3,272	7,171	10,250	11,881	13,298
减：营业成本	3,056	1,168	1,899	4,137	6,074	7,119	8,050
减：税金及附加	–	–	–	–	–	–	–
减：销售费用	1,911	846	883	1,798	1,865	1,925	1,975
减：管理费用	–	–	–	–	–	–	–
减：研发费用	830	402	572	1,153	1,519	1,620	1,670
减：财务费用	–103	92	–	–	–	–	–
二、营业利润	–444	–404	–81	83	792	1,217	1,603
加：营业外收入	–	–	–	–	–	–	–
减：营业外支出	–	–	–	–	–	–	–
三、利润总额	–444	–404	–81	83	792	1,217	1,603
减：所得税费用	572	–5		18	174	267	352
四、息前税后净利润	–102	–399	–81	64	617	949	1,250
项目/年度	2030年	2031年	2032年	2033年	2034年	永续期	
一、营业收入	14,234	15,337	16,594	17,618	18,181	18,181	
减：营业成本	8,496	9,164	9,924	10,544	10,884	10,884	
减：税金及附加	–	–	–	–	–	–	
减：销售费用	2,005	2,035	2,067	2,100	2,133	2,133	
减：管理费用	–	–	–	–	–	–	
减：研发费用	1,720	1,779	1,906	2,003	2,047	2,047	
减：财务费用		–	–	–	–	–	
二、营业利润	2,013	2,359	2,697	2,971	3,117	3,117	
加：营业外收入	–	–	–	–	–	–	
减：营业外支出	–	–	–	–	–	–	
三、利润总额	2,013	2,359	2,697	2,971	3,117	3,117	
减：所得税费用	442	518	593	653	685	685	
四、息前税后净利润	1,570	1,840	2,103	2,317	2,431	2,431	

（注：历史区间包含财务费用，预测期间估值模型基于自由现金流估值，利息已通过净债务调整体现，无需单独预测财务费用。）

（三）折现率（WACC）和其他参数的选取及依据及测算过程

本次收益法采用的折现率WACC为13.73%，该水平在充分反映公司业务波动、规模与客户结构等风险因素的基础上确定，整体较行业普遍水平偏高，体现了审慎性。具体计算中，权益资本成本Ke为17.31%，依据公式Ke=Rf+β×ERP+Rs得出，其中无风险利率取丹麦10年期国债收益率2.54%，市场风险溢价ERP采用Damodaran数据4.33%，Beta系数1.9784来源于可比公司（SCKT、CRSR、VRT）调整值，并加入6.20%的公司特有风险溢价以充分覆盖规模、客户集中度及产品周期风险；债务资本成本Kd为5.30%，基于公司现有平均利率并考虑税盾影响。按公司实际资本结构确定的权益与债务权重分别为70.17%和29.83%，据此计算得到WACC为13.73%。

1、非经营性资产（负债）

经分析，公司其他应收款中的往来款、无形资产中的商誉与正常经营无关，作为非经营性资产考虑；公司其他应付款中的往来款与正常经营无关，作为非经营性负债考虑。

非经营性资产（负债）金额按其估值价值确定，非经营性资产（负债）具体如下：

单位：万美元

项目	账面值	估值
非经营性其他应收款	367.80	367.80
商誉	57.60	–
减：非经营性其他应付款	148.70	148.70
合计	276.70	219.10

2、溢余资产的确定

经对公司货币现金占营业收入的比例和行业的平均比例分析和现金保有量测算确定，公司存在溢余资产314.10 万美元。

在此基础上，收益法测算的企业价值主要由三部分构成：预测期及永续期自由现金流折现值合计1.089亿美元、非经营性资产净额约219万美元以及314万美元的溢余现金资产，合计企业价值约为1.1714亿美元；扣除2,244.4万美元的付息债务后，最终股东权益价值约为9,500万美元。

（四）结合历史经营情况、在手订单与行业趋势可以较为充分地说明本次估值增值率偏高的合理性

本次收益法测算结果为9,500万美元，相比账面股东权益5,279.1万美元增值79.95%，主要源于未来经营表现与成长业务带来的现金流提升，而非资产重估。

从历史经营情况看，公司前五大客户收入占比保持在66.2% – 81.8%，客户基础稳定，虽然部分核心客户在部分年份存在流失，但同时也有原客户回归及新客户补充，有效支撑了整体收入的稳健性。整体毛利率保持稳定，其中液冷业务毛利水平稳定，赛车模拟器业务随着生产效率提升和渠道拓展呈现逐步增长趋势。此外，公司现有短期在手订单及保底合约（预计将在两年内为公司贡献最低保障收入约3,780万美元，每年稳定贡献约人民币 1.325 亿元销售收入）明确锁定了未来部分收入，为未来营业收入提供可验证保障，有效降低经营不确定性。

另一方面，本次预测假设整体偏审慎，例如永续期增长率按0%处理，资本开支、费用与营运资金均按保守参数测算，折现率亦显著偏高，WACC达13.73%，远高于可比行业的8% – 11%，对公司风险进行了充分反映，从而压低估值结果。最后，非经营性与溢余资产调整规模仅约530万美元，对增值贡献有限，进一步证明估值增值主要来自未来经营现金流的提升，具有合理性与可解释性。

综上，本次收益法估值所采用的关键假设与参数均建立在充分、合理且审慎的基础之上：预测期收入、利润及现金流的测算以标的公司历史经营趋势、业务发展规划及在手订单情况为依据，具有可支持性；折现率的选取整体偏于审慎，显著高于同类企业普遍采用的水平，充分反映了外部环境及业务不确定性；估值增值主要来源于赛车模拟器业务板块的快速成长潜力与液冷业务的稳定盈利能力，两项业务共同支撑公司未来现金流的增长。此外，非经营性资产占比较小，对估值影响有限，整体估值结构透明清晰。基于上述因素，本次收益法评估结果具有合理性，且具备充分依据。

二、最终要约收购价格与评估值存在差异的原因，与同行业可比公司、可比交易案例的估值水平是否存在差异

此次要约收购价格低于评估值，主要系交易定价在评估结果基础上，综合考虑了行业周期波动、未来经营及业绩实现不确定性、在手订单及保底合约的履约风险、交易推进及交割条件等因素，经交易双方市场化协商确定。

（一）可比上市公司估值分析

标的公司主要产品为一体式液冷散热器和赛车模拟器，属于消费电子行业的PC配件子行业。截至2025年11月30日，境内外可比上市公司按照滚动12个月的PS和PB估值情况如下表所示：

市场	公司名称	国家/地区	市值（万美元）	PS	PB
境外市场	罗技国际股份有限公司	瑞士	1,649,758	3.59	7.99
	美商海盗船公司	美国	69,487	0.47	1.16
	龟岛公司	美国	26,804	0.81	2.42
	智晶光电股份有限公司	中国台湾	160,497	2.16	2.09
	迎广科技股份有限公司	中国台湾	23,549	2.36	3.64
国际市场平均值				1.88	3.23
境内市场	深圳长城开发科技股份有限公司	中国	530,728	2.45	2.95
	珠海市智迪科技股份有限公司	中国	42,540	2.07	2.82
	深圳雷柏科技股份有限公司	中国	74,026	11.78	4.43
国内市场平均值				5.43	3.40
本次交易				1.74	1.60

注：上表中数据来源于S&P Capital IQ

由以上数据可知，本次交易估值范围处于合理水平。

（二）可比交易案例分析

在成熟资本市场中，对交易量较低、股价波动较大且股权高度分散的上市公司实施全面要约收购时，要约价格相较于要约前股价出现较高溢价属市场常见情形，主要系多项因素综合作用所致：

1.流动性溢价

标的公司日常交易清淡，2025年前9个月日均成交量仅为104万股，日均成交金额仅为68万DKK，属于典型的小盘不活跃股票，流动性折价较高。市场流动性不足导致股价长期处于流动性折价状态。全面要约提供了确定性退出渠道，收购方需支付一定流动性补偿，推动要约价格相对二级市场形成显著提升。

2、控制权溢价

在股权分散、无实际控制人的情形下，收购方通过要约取得控制权可获得治理改善、战略协同等潜在控制性收益，因此需支付相应控制权溢价。该部分价值通常并未体现在要约前市场价格中。标的公司股权非常分散，没有单一大股东和实际控制人，控制权折价较高。

3、投资者的心理账户与成本锚定效应

2013年3月，标的公司申请在挪威奥斯陆证券市场上市，在挪威奥斯陆证券市场上市及交易期间，其股价最高曾达到60挪威克朗以上，折合丹麦克朗近50元。2023年，Asetek管理层经综合评估，认为将Asetek上市地点从挪威奥斯陆证券市场转移至丹麦哥本哈根更具合理性，为此，Asetek于2023年5月申请在纳斯达克哥本哈根交易所上市，同时宣布拟将股票从奥斯陆证券市场退市。2023年12月，Asetek股东会批准退市方案并获得奥斯陆证券交易所的批准，Asetek于2024年3月完成股票从奥斯陆证券市场自愿退市。此举导致部分投资人历史投资成本高企，心理账户因素显著。

综合如上因素，本次要约价格相对二级市场价格出现显著溢价。但该情形在国际成熟市场具有充分的市场实践基础，亦符合一般投资者保护与价格公平性要求。根据2023年以来，北欧四国全现金自愿性要约收购相对于要约收购前一天、前一周、前一个月收盘价的溢价情况，本次收购的要约溢价率处于合理区间。具体如下表所示：

时间	标的公司	国家	收购方	交易金额（万美元）	要约前一日收盘价溢价率	要约前一周收盘价溢价率	要约前一个月收盘价溢价率
2025/07/14	Projektengage–mang Sweden AB	瑞典	Sweco AB I SWEC B	5,494	117%	114%	113%
2025/07/04	Vow Green Metals AS I VOW	挪威	HitecVision AS I HITV	2,587	73%	65%	70%
2025/06/03	Readly International AB I READ	瑞典	Bonnier News AB	2,235	90%	90%	83%
2025/03/06	Abliva AB I ABLI	瑞典	Pharming Group NV I PHARM	6,439	227%	226%	238%
2025/01/27	Penneo A/S I PENNEO	丹麦	Visma AS	7,930	110%	105%	101%
2025/03/10	Heeros Oyj I HEEROS	芬兰	Accountor Oy	3,333	52%	59%	35%
2025/01/16	Probi AB I PBBIF	瑞典	Symrise AG I SY1	9,050	42%	32%	30%
2025/01/13	Doro AB I DORO	瑞典	Xplora Technolo–gies AS I XPLRA	8,225	36%	32%	38%
2024/11/08	ZignSec AB I ZIGN	瑞典	Stellex Capital Management LP	2,792	116%	94%	99%
2024/07/05	Kyoto Group AS I KYOTO	挪威	Glentra Capital	3,909	94%	85%	54%
2024/02/05	Permascand I PSCAND	瑞典	Altor Equity Partners AB	9,426	58%	57%	75%
2024/02/06	Concordia Maritime AB I CCOR B	瑞典	Stena Sphere	2,139	56%	56%	58%
2023/12/13	Bergs Timber AB I BRGSF	瑞典	Norvik hf	5,458	86%	75%	78%
2024/01/15	Statt Torsk AS I STATT	挪威	Vesteralen Havbruk AS	2,413	344%	329%	103%
2023/08/31	Digizuite A/S I DIGIZ	丹麦	Luxion ApS	4,479	37%	33%	27%
2023/03/09	Readly International AB I READ	瑞典	Bonnier AB	5,282	91%	100%	95%
平均值				5,494	102%	97%	81%
本次交易				8,444	110%	108%	61%

注：上表中数据来源于Mergermarket database

三、对标的公司的后续审计工作安排，包括审计机构的选取情况、具体工作开展计划、取得审计报告的预计时间

目前，公司已确定由普华永道会计师事务所（PricewaterhouseCoopersDenmark）担任本次交易标的公司的审计机构，立信会计师事务所担任审阅机构。相关审计工作已经启动并即将完成，预计将在2025年12月底前取得标的公司审计报告。公司将在审计报告出具后，依法及时履行信息披露义务。

4. 请公司结合本次购买资产事项的具体过程，自查内幕信息知情人登记及内幕信息管理情况，核实是否存在内幕交易等违法违规情形，是否存在主要股东、董事、监事、高级管理人员利用热点信息炒作股价配合减持等行为。

【公司回复】：

一、本次购买资产事项的具体过程

2025年3月，上市公司通过中介机构主动联系标的公司管理层，开始与标的公司接洽。2025年4月18日，上市公司向标的公司董事会提交了一份针对标的公司股份收购事项的无约束力现金要约，说明上市公司拟收购标的公司的意向。为推进双方磋商谈判，2025年6月27日，上市公司与标的公司正式签署了《保密及静止协议》（“Confidentiality and Stand–Still Agreement”），主要约定双方在磋商谈判过程中的保密事项。

2025年8月8日，上市公司与标的公司签署一份无约束力的条款清单（“Term Sheet”），就本次交易拟定的收购价格要约启动及完成的条件、监管批准事项、收购时间表等进行了初步约定。同时，标的公司董事会决定向上市公司开放虚拟数据库，以供上市公司开展常规尽职调查。

在尽调与谈判过程中，2025年10月15日，标的公司发布公告，宣布其与客户A签订了一项长期合作协议。该公告对标的公司未来发展预期产生了重大影响。2025年10月底，上市公司与标