

上海财瑞资产评估有限公司关于中国证券监督管理委员会  
关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（202174 号）  
资产评估相关问题回复的核查意见  
（修订稿）

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2020 年 9 月 3 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（202174 号）（以下简称“反馈函”）的要求，上海财瑞资产评估有限公司作为上海凤凰企业（集团）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的资产评估机构，对中国证监会通知书相关问题进行了认真的研究和分析，并就相关问题回复出具了本核查意见。

问题一：请你公司：1）补充披露株式会社丸石サイクル（以下简称日本丸石）的历史沿革。2）补充披露日本丸石于 2020 年 3 月 31 日由香港知铭国际贸易有限公司转让给辛建生，又于 4 月 3 日由辛建生转让给香港爱赛克投资发展有限公司的原因。3）结合日本丸石报告期利润状况、业绩波动，补充披露本次交易过程中标的资产突击收购日本丸石的原因、转让价格，与报告期日本丸石历次转让价格有无差异及原因。4）补充披露本次交易完成后上市公司对日本丸石的整合和管控安排。5）补充披露日本丸石报告期各期基本财务数据，并补充披露负债率较高、盈利能力较弱的原因，是否在评估中充分考量相关影响。6）结合日本市场容量、行业竞争和市场需求，补充披露日本丸石预期业绩增长的可实现性。请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露株式会社丸石サイクル（以下简称日本丸石）的历史沿革

日本丸石的历史沿革如下：

（一）天津富士达电动车有限公司受让股权前日本丸石的基本情况

根据岸野国际律师事务所于 2020 年 5 月 18 日出具的《法律尽职调查报告》，日本丸石于 1972 年 3 月 16 日设立，设立时注册资本 1,000 万日元，已发行股数

为 2 万股；经 1991 年 6 月、2006 年 10 月 2 次增资，日本丸石注册资本增加至 10,000 万日元，已发行股数增加至 32 万股。

2006 年 10 月，日本丸石当时股东株式会社丸石自行车将持有的日本丸石股权转让给天津富士达电动车有限公司。

本次股权转让前，日本丸石股权结构如下：

股东名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
株式会社丸石自行车	10,000.00	32.00	100.00
<b>合计</b>	<b>10,000.00</b>	<b>32.00</b>	<b>100.00</b>

## (二) 天津富士达电动车有限公司受让股权后的历史沿革

### 1、2006 年 10 月，股权转让

2006 年 10 月 19 日，日本丸石原股东株式会社丸石自行车与天津富士达电动车有限公司签订《股权转让协议》，约定株式会社丸石自行车将其持有的日本丸石 100% 的股权以 12,000 万日元的价格转让给天津富士达电动车有限公司。

本次股权转让后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
天津富士达电动车有限公司	10,000.00	32.00	100.00
<b>合计</b>	<b>10,000.00</b>	<b>32.00</b>	<b>100.00</b>

### 2、2010 年 5 月，增资

2010 年 5 月 21 日，日本丸石作出临时股东会决议，同意日本丸石注册资本增加至 31,500 万日元，已发行股份数增加至 32.86 万股。

本次增资后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
天津富士达电动车有限公司	31,500.00	32.86	100.00
<b>合计</b>	<b>31,500.00</b>	<b>32.86</b>	<b>100.00</b>

### 3、2013 年 11 月，增资

2013 年 11 月 7 日，日本丸石作出临时股东会决议，同意日本丸石注册资本增加至 47,000 万日元，已发行股份数增加至 33.48 万股。

本次增资后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
天津富士达电动车有限公司	47,000.00	33.48	100.00
<b>合计</b>	<b>47,000.00</b>	<b>33.48</b>	<b>100.00</b>

### 4、2015 年 8 月，股权转让

2015 年 8 月 3 日，天津富士达电动车有限公司与富士达集团签订《股权转让协议》，约定天津富士达电动车有限公司将其持有的日本丸石 100%的股权转让给富士达集团。

本次股权转让后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
富士达集团	47,000.00	33.48	100.00
<b>合计</b>	<b>47,000.00</b>	<b>33.48</b>	<b>100.00</b>

### 5、2018 年 9 月，减资

2018 年 9 月 30 日，日本丸石作出临时股东会决议，同意日本丸石注册资本减少至 9,000 万日元。

本次减资后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
富士达集团	9,000.00	33.48	100.00
<b>合计</b>	<b>9,000.00</b>	<b>33.48</b>	<b>100.00</b>

### 6、2019 年 1 月，股权转让

2019 年 1 月 25 日，富士达集团与香港知铭国际贸易有限公司签订《股权转让协议》，约定富士达集团将其持有的日本丸石 100%的股权转让给香港知铭国际

贸易有限公司。

本次股权转让后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
香港知铭国际贸易有限公司	9,000.00	33.48	100.00
<b>合计</b>	<b>9,000.00</b>	<b>33.48</b>	<b>100.00</b>

#### 7、2020年3月，股权转让

2020年3月25日，香港知铭国际贸易有限公司与辛建生签订《股权转让协议》，约定香港知铭国际贸易有限公司将其持有的日本丸石100%的股权转让给辛建生。

本次股权转让后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
辛建生	9,000.00	33.48	100.00
<b>合计</b>	<b>9,000.00</b>	<b>33.48</b>	<b>100.00</b>

#### 8、2020年4月股权转让

2020年4月3日，辛建生与香港爱赛克签订《股权转让协议》，约定辛建生将其持有的日本丸石100%的股权转让给香港爱赛克。

本次股权转让后，日本丸石股权结构如下：

股东姓名/名称	注册资本 (万日元)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
香港爱赛克	9,000.00	33.48	100.00
<b>合计</b>	<b>9,000.00</b>	<b>33.48</b>	<b>100.00</b>

本次股权转让至本反馈意见回复出具日，日本丸石的股权结构未发生变化。

#### 9、日本丸石历次股份转让的背景

(1) 自2006年10月至2020年4月之间，日本丸石100%股权的实际持有人系辛建生，天津富士达电动车有限公司、富士达集团、香港知铭国际贸易有限公司均系为辛建生代持日本丸石100%股权；

(2) 2006年10月，天津富士达电动车有限公司代辛建生受让日本丸石原股东株式会社丸石自行车持有的日本丸石100%股权时，股权受让款系辛建生以境外资金支付。

(3) 2015年8月至2019年1月间，天津富士达电动车有限公司、富士达集团、香港知铭国际贸易有限公司之间的股权转让实质均系辛建生变更代持主体，各方之间并未支付股份转让款项；2020年3月，香港知铭国际贸易有限公司与辛建生之间的股权转让实质系代持还原，即由辛建生自行持有日本丸石的股权。

(4) 辛建生于2001年取得新加坡国籍，其自2006年10月通过第三方代持方式持有日本丸石股权。经岸野国际律师事务所的日本律师确认，日本法律认为名义股东本身并不违法，名义股东与实际股东之间的权利关系，由当事人之间的合意决定（也适用于实际股东为外国人或外国法人的情况）。

## **二、日本丸石于2020年3月31日由香港知铭国际贸易有限公司转让给辛建生，又于4月3日由辛建生转让给香港爱赛克投资发展有限公司的原因**

自2006年10月至2020年4月之间，日本丸石100%股权的实际持有人系辛建生。鉴于上市公司拟通过本次交易收购爱赛克100%股权，而日本丸石系爱赛克车业在日本重要的销售渠道，同时日本丸石拥有“丸石”品牌，本次收购标的包括了爱赛克车业的生产、销售和“丸石”品牌等完整的产业链。由于日本丸石系辛建生实际控制的公司，实际经营由爱赛克车业及其管理团队进行管理，因此在本次收购前将日本丸石转入爱赛克车业的体系内，以增强爱赛克车业产业链的完整性，确保本次交易完成后上市公司资产的完整性。

鉴于香港知铭国际贸易有限公司系为辛建生代持日本丸石100%股权。因此，为保证香港爱赛克受让日本丸石100%股权时权利义务明确、清晰，不存在争议与纠纷，2020年3月，香港知铭国际贸易有限公司将日本丸石100%股权转让给辛建生，即辛建生解除由香港知铭国际贸易有限公司为其代持日本丸石100%股权，还原为自行持股。

2020年4月，辛建生将持有的日本丸石100%股权转让给爱赛克全资子公司香港爱赛克，即将日本丸石置入爱赛克。

综上，本次股权转让将日本丸石转入成为爱赛克车业全资子公司有利于增强爱赛克车业产业链的完整性，并减少关联交易，防止利益输送行为，同时确保本次交易完成后上市公司资产的完整性。

三、结合日本丸石报告期利润状况、业绩波动，补充披露本次交易过程中标的资产突击收购日本丸石的原因、转让价格，与报告期日本丸石历次转让价格有无差异及原因。

(一) 报告期内日本丸石主要财务数据

报告期内，日本丸石的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2020年4月30日	2019年12月31日	2018年12月31日
资产总额	11,180.35	9,634.93	7,970.59
负债总额	11,097.52	9,951.85	8,122.38
所有者权益合计	82.83	-316.92	-151.79
项目	2020年1-4月	2019年度	2018年度
营业收入	11,564.13	25,461.90	21,589.71
利润总额	401.98	-147.25	-62.48
净利润	399.10	-156.85	-87.65

日本丸石主要在日本销售爱赛克车业生产的“丸石”品牌自行车，其实质是爱赛克车业在日本的销售渠道，报告期内，日本丸石的销售收入逐年提升，2018-2019年度处于轻微亏损的状态，2020年1-4月已实现盈利。爱赛克车业生产的自行车30%以上销售给日本丸石，因此向日本丸石销售产品时会形成部分利润，日本丸石的盈利能力在合并报表中得以体现。

从爱赛克车业母公司的角度，日本丸石是其重要的销售渠道，报告期内，爱赛克车业向日本丸石的销售情况如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月	2019年度	2018年度
销售收入	7,347.74	20,064.23	14,707.86

占爱赛克的收入比重	32.15%	42.28%	33.78%
毛利	1,488.72	3,927.37	1,923.44
占爱赛克的毛利比重	42.63%	50.72%	39.27%

## （二）本次交易过程中标的资产突击收购日本丸石的原因、转让价格，与报告期日本丸石历次转让价格有无差异及原因

### 1、2020年4月，香港爱赛克收购日本丸石的原因、转让价格

2020年4月3日辛建生将其持有的日本丸石100%股权转让给香港爱赛克的原因系由于日本丸石的实质系爱赛克车业在日本重要的销售渠道，同时日本丸石拥有“丸石”品牌，本次收购标的包括了爱赛克车业的生产、销售和“丸石”品牌等完整的产业链。由于日本丸石系辛建生实际控制的公司，实际经营由爱赛克车业及其管理团队进行管理，因此在本次收购前将日本丸石转入爱赛克车业的体系内，通过本次资产整合，完整爱赛克车业产业链，双方该次股权转让未支付股权转让款项，交易价格为零元。

综上，上述股权转让实质系为完整爱赛克车业产业链，有利于确保本次交易完成后上市公司资产的完整性，不存在损害上市公司及中小股东利益情形。

### 2、与报告期日本丸石历次转让价格有无差异及原因

2020年4月，香港爱赛克收购日本丸石系日本丸石报告期内唯一一次实质性的股权转让，系结合日本丸石截至2019年12月31日的净资产情况，经双方协商确认交易价格为0元。除前述股权转让外，报告期内日本丸石于2019年1月与2020年3月进行的其他两次股权转让原因分别系辛建生变更代持主体及代持还原，并不属于实质性的股权转让，因此未支付对价。

## 四、补充披露本次交易完成后上市公司对日本丸石的整合和管控安排

### （一）本次交易完成后上市公司对日本丸石的整合计划

日本丸石系标的公司爱赛克车业的全资子公司，系日本自行车行业的知名企业，具有百余年生产制造历史，旗下拥有“MARUISHI”品牌。本次交易完成后，为保证进一步发挥日本丸石在日本市场的品牌价值、营销渠道及管理能力方面的优势地位，降低本次交易所带来的并购整合风险，上市公司将保持相对独立的运营

模式和完善的经营管理职能，对日本丸石的组织架构和人员不作重大调整，现有管理层将保持基本稳定。在此基础上，上市公司将在业务、资产、财务、机构、人员等方面对日本丸石进行全面整合：

### **1、业务方面**

本次交易完成后，日本丸石的业务将并入上市公司业务体系，上市公司将借此打通日本市场的营销渠道，实现上市公司海外中高端自行车市场的快速增长，进一步提高上市公司在国际市场的竞争力。上市公司将从宏观层面把握和指导日本丸石的经营计划和业务方向，结合上市公司的海外业务发展战略，依托日本丸石业务特点和业务模式，将日本丸石统一纳入公司的战略发展规划当中，充分挖掘与日本丸石的协同效应，积极推进资源共享和优势互补，实现业务协同发展。

### **2、资产方面**

本次交易完成后，日本丸石将成为上市公司的全资子公司，仍保留独立法人地位，享有独立法人财产权利，资产仍将保持独立，但未来日本丸石重大资产的购买和处置、对外投资、对外担保等事项须按照上市公司的相关治理制度履行相应程序。同时上市公司依托自身管理水平及资本运作能力，结合日本市场发展前景进一步优化资源配置，增强上市公司在日本市场的综合竞争力。

### **3、财务方面**

本次交易完成后，日本丸石将维持其原有的财务管理结构，但在整体上纳入上市公司的财务管理体系，接受上市公司的监督和管理，并定期向上市公司报送财务报告和相关资料。上市公司将按照自身财务制度规范日本丸石日常经营活动中的财务运作，控制日本丸石的财务风险，实现内部资源的统一管理及优化，提高公司整体的资金运用效率，促进上市公司与日本丸石的持续、健康发展。

### **4、机构方面**

本次交易完成后，日本丸石现有组织架构与管理层基本保持不变，整体业务流程与管理层持续运转。同时，上市公司将进一步完善日本丸石内部管理制度，促进日本丸石管理制度的稳定及规范运行。为实现协同效应，上市公司将根据业务开展的需要进行动态优化和调整，实现对重组后日本丸石内部管理的有效衔接，为上市公司未来整体高效管理和快速发展提供制度保障。

### **5、人员方面**



本次交易完成后，为保证收购完成后日本丸石继续保持原有团队的稳定性、市场地位的稳固性及竞争优势的持续性，上市公司在业务层面授予其较大程度的自主度和灵活性，保持日本丸石原有的业务团队及管理风格。与此同时，上市公司将进一步对日本丸石的组织结构和人力资源管理进行优化整合，推进创新人才发展机制，优化人才发展环境，造就一支匹配企业发展的人力资源队伍。

## **（二）本次交易完成后上市公司对日本丸石的管控安排**

日本丸石已建立了符合自身业务经营需要的组织机构和内控管理体系，在中方控股股东可以有效控制日本丸石的基础上，形成了独立完整的运营体系，具体情况如下：

### **1、日本丸石建立健全财务交叉管理制度，具体措施如下：**

针对财务环节，根据日本丸石内部的审批制度，公司付款需履行审批流程后方可执行；日本丸石社长需要定期向中方控股股东提供日本丸石经营情况报表并汇报财务状况。同时，中方财务人员对日本丸石执行不定期抽查财务凭证、审核银行明细等核查行为，以确保中方对日本丸石实行有效的财务控制与监督。

### **2、日本丸石建立健全日常工作管理制度，具体措施如下：**

日本丸石建立包含销售、市场、财务、人事等各部门监督管理制度，由中方控股股东常年派驻管理人员对产品质量控制、市场营销等各个关键经营环节进行管控，监督日本丸石的日常工作开展情况，并定期向中方股东管理层汇报，保证日本丸石信息的及时性及真实性。

根据日本丸石的公司章程及相关财务管理制度、日常工作管理制度、实际经营管理情况，中方股东已经实现对日本丸石的有效控制。

本次交易完成后，上市公司将在保持日本丸石业务独立及自主经营的基础上，充分发挥上市公司管控作用，指导日本丸石按照上市公司的标准，进一步完善和规范日常经营管理流程，并在业务、资产、财务、机构、人员等方面对日本丸石进行逐步整合，制定统一发展计划，促进业务有效融合，以优化资源配置，提高经营效率和效益，提升上市公司整体的盈利能力和核心竞争力。

五、补充披露日本丸石报告期各期基本财务数据，并补充披露负债率较高、盈利能力较弱的原因，是否在评估中充分考量相关影响。

(一) 日本丸石的主要经营情况

报告期内，日本丸石主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2020年4月30日	2019年12月31日	2018年12月31日
资产总额	11,180.35	9,634.93	7,970.59
负债总额	11,097.52	9,951.85	8,122.38
所有者权益合计	82.83	-316.92	-151.79
资产负债率	99.26%	103.29%	101.90%
项目	2020年1-4月	2019年度	2018年度
营业收入	11,564.13	25,461.90	21,589.71
营业成本	9,241.50	20,584.54	17,606.36
利润总额	401.98	-147.25	-62.48
毛利率	20.08%	19.16%	18.45%
净利润	399.10	-156.85	-87.65

日本丸石主要在日本经营“丸石”品牌自行车的销售，自身不从事生产，从爱赛克车业采购自行车向日本的大型商超、自行车专卖店等客户进行销售，其实质系爱赛克车业在日本的销售渠道。日本丸石的营业收入在报告期内呈现上升的趋势，且毛利率也是逐年提升的，但报告期内日本丸石的资产负债率仍然较高，盈利能力较弱，主要原因如下：

1、日本丸石的盈利能力综合反映在合并报表中

由于日本丸石自身不从事生产，从日本丸石作为爱赛克车业的销售子公司在日本销售产品，母公司向其销售产品时会形成部分利润，因此日本丸石的盈利能力在合并报表中得以体现。

2、期间费用较高

日本丸石报告期内的期间费用情况如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月	2019年度	2018年度
销售费用	1,499.62	3,659.96	3,118.54
管理费用	380.27	1,220.24	986.39
财务费用	-143.46	96.20	-63.30
<b>期间费用合计</b>	<b>1,736.43</b>	<b>4,976.40</b>	<b>4,041.63</b>
<b>营业毛利</b>	<b>2,322.63</b>	<b>4,877.35</b>	<b>3,983.35</b>

从上表可以看出，由于日本丸石的期间费用较高，尤其是销售费用比较高，2018-2019 年度销售实现的毛利尚不能覆盖期间费用，导致亏损，2020 年 1-4 月，期间费用率相对下降，当年能实现一定的营业利润。

日本丸石期间费用较高主要原因系：1、日本丸石拥有 70 名员工，日本的人工成本相对较高，其职工薪酬占期间费用的比重约 30-40%；2、其次，日本丸石的自行车销往日本全国各地，运输费用较高，其占期间费用的比例在 30%左右。两项费用的持续增加，导致日本丸石的期间费用亦呈现逐年增长的趋势。

### 3、净资产为负

由于日本丸石销售的产品均采购自爱赛克车业，作为和爱赛克车业处于同一控制下的日本市场销售子公司，日本丸石近年来单体报表处于轻微亏损状态，因此其净资产为负，资产负债率较高，2018-2019 年度资产负债率超过了 100%，2020 年 1-4 月开始扭亏为盈，实现净利润 399.10 万元，弥补了部分以前年度的亏损，但资产负债率仍处于较高水平。

## （二）是否在评估中考虑相关影响

本次评估对于爱赛克车业的评估采用各家单体公司分别预测后再合并的方式，对于母公司爱赛克车业以及全资子公司日本丸石均根据其各自的资金需求情况预测现金流。

在日本丸石的预测过程中，考虑到报告期内日本丸石的销售规模有所上升，预计未来年度日本丸石可以维持基本盈亏平衡的状态，由于日本丸石主要向母公司爱赛克车业进行采购再对外销售，因此日本丸石的盈利能力整体反映在了本次合并预测报表中。

同时考虑到日本丸石的资产负债率较高，融资存在一定风险，故对于未来日本丸石的销售增长带来的现金流需求通过营运资金追加的方式反映在了日本丸石的现金流预测中，并合并至整体的现金流中进行考虑，即这部分资金未来年度由母公司的现金流部分予以支持。

爱赛克车业的具体现金流合并过程如下：

1、爱赛克车业（母公司）的现金流情况

单位：万元

项目 \ 年份	2020年5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025及以后年度
<b>一、营业总收入</b>	<b>17,939.99</b>	<b>47,506.26</b>	<b>52,852.82</b>	<b>58,161.47</b>	<b>61,677.07</b>	<b>61,677.07</b>
增长率	-21.51%	16.44%	11.25%	10.04%	6.04%	0.00%
其中：主营业务收入	17,939.99	47,506.26	52,852.82	58,161.47	61,677.07	61,677.07
其他业务收入	-	-	-	-	-	-
<b>二、营业总成本</b>	<b>16,474.53</b>	<b>42,914.66</b>	<b>47,460.19</b>	<b>52,185.49</b>	<b>55,318.39</b>	<b>55,318.39</b>
其中：营业成本	15,073.25	40,114.14	44,483.79	49,031.52	52,016.64	52,016.64
毛利率	15.98%	15.56%	15.83%	15.70%	15.66%	15.66%
其中：主营业务成本	15,073.25	40,114.14	44,483.79	49,031.52	52,016.64	52,016.64
其他业务成本	-	-	-	-	-	-
营业税金及附加	101.91	269.87	300.24	330.40	350.37	350.37
营业费用	521.91	1,226.37	1,350.92	1,475.20	1,561.89	1,561.89
占收入比例	2.91%	2.58%	2.56%	2.54%	2.53%	2.53%
管理费用	662.45	1,032.05	1,078.12	1,126.48	1,177.24	1,177.24
占收入比例	3.69%	2.17%	2.04%	1.94%	1.91%	1.91%
研发费用	19.30	163.48	181.88	200.14	212.24	212.24
占收入比例	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	95.70	108.75	65.25	21.75	-	-
加：其他收益						
投资收益						
公允价值变动收益						
信用减值损失						
资产减值损失						
资产处置收益						
<b>三、营业利润</b>	<b>1,465.46</b>	<b>4,591.61</b>	<b>5,392.63</b>	<b>5,975.98</b>	<b>6,358.68</b>	<b>6,358.68</b>
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
<b>四、利润总额</b>	<b>1,465.46</b>	<b>4,591.61</b>	<b>5,392.63</b>	<b>5,975.98</b>	<b>6,358.68</b>	<b>6,358.68</b>
<b>五、所得税</b>	<b>141.78</b>	<b>628.16</b>	<b>741.49</b>	<b>822.23</b>	<b>875.15</b>	<b>875.15</b>
<b>六、净利润</b>	<b>1,323.68</b>	<b>3,963.45</b>	<b>4,651.13</b>	<b>5,153.75</b>	<b>5,483.53</b>	<b>5,483.53</b>

加：折旧和摊销	228.97	343.46	343.46	343.46	343.46	343.46
减：资本性支出	123.56	216.97	248.59	280.21	311.83	343.46
减：营运资本增加	4,997.55	930.96	740.33	725.28	482.27	-
加：税后利息	86.44	93.87	56.28	18.76	-	-
<b>七、企业自由净现金流</b>	<b>(3,482.02)</b>	<b>3,252.85</b>	<b>4,061.95</b>	<b>4,510.48</b>	<b>5,032.88</b>	<b>5,483.53</b>

## 2、日本丸石的现金流情况

单位： 日元万元

项目\年份	2020年 5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025及 以后年度
<b>一、营业总收入</b>	<b>170,873.88</b>	<b>377,802.29</b>	<b>427,789.14</b>	<b>443,492.46</b>	<b>457,802.15</b>	<b>457,802.15</b>
增长率	-12.87%	7.81%	13.23%	3.67%	3.23%	0.00%
其中：主营业务收入	170,873.88	377,802.29	427,789.14	443,492.46	457,802.15	457,802.15
其他业务收入	-	-	-	-	-	-
<b>二、营业总成本</b>	<b>175,838.69</b>	<b>376,357.97</b>	<b>422,790.40</b>	<b>437,552.78</b>	<b>451,030.44</b>	<b>451,030.44</b>
其中：营业成本	136,415.69	301,615.20	341,521.76	354,058.38	365,482.40	365,482.40
毛利率	20.17%	20.17%	20.17%	20.17%	20.17%	20.17%
其中：主营业务成本	136,415.69	301,615.20	341,521.76	354,058.38	365,482.40	365,482.40
其他业务成本	-	-	-	-	-	-
营业税金及附加	292.92	647.66	733.35	760.27	784.80	784.80
营业费用	35,408.35	67,234.80	73,149.26	75,182.95	77,061.57	77,061.57
占收入比例	20.72%	17.80%	17.10%	16.95%	16.83%	16.83%
管理费用	3,288.53	6,183.23	6,697.71	6,859.33	7,006.62	7,006.62
占收入比例	1.92%	1.64%	1.57%	1.55%	1.53%	1.53%
研发费用	38.39	84.88	96.12	99.64	102.86	102.86
占收入比例	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
财务费用	394.80	592.20	592.20	592.20	592.20	592.20
加：其他收益	-	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-
信用减值损失	-	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-	-	-
资产处置收益	-	-	-	-	-	-
<b>三、营业利润</b>	<b>(4,964.80)</b>	<b>1,444.32</b>	<b>4,998.74</b>	<b>5,939.68</b>	<b>6,771.71</b>	<b>6,771.71</b>
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
<b>四、利润总额</b>	<b>(4,964.80)</b>	<b>1,444.32</b>	<b>4,998.74</b>	<b>5,939.68</b>	<b>6,771.71</b>	<b>6,771.71</b>
<b>五、所得税</b>	<b>411.91</b>	<b>487.46</b>	<b>1,687.07</b>	<b>2,004.64</b>	<b>2,285.45</b>	<b>2,285.45</b>
<b>六、净利润</b>	<b>(5,376.72)</b>	<b>956.86</b>	<b>3,311.66</b>	<b>3,935.04</b>	<b>4,486.26</b>	<b>4,486.26</b>
加：折旧和摊销	1,077.82	1,616.74	1,616.74	1,616.74	1,616.74	1,616.74

减：资本性支出	1,077.82	1,616.74	1,616.74	1,616.74	1,616.74	1,616.74
减：营运资本增加	(9,401.51)	11,765.94	8,330.63	2,626.76	2,395.04	-
加：税后利息	261.56	392.34	392.34	392.34	392.34	392.34
<b>企业自由净现金流</b>	<b>4,286.36</b>	<b>(10,416.74)</b>	<b>(4,626.63)</b>	<b>1,700.62</b>	<b>2,483.55</b>	<b>4,878.60</b>

### 3、合并现金流情况

单位：万元

项目\年份	2020年 5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025及 以后年度
<b>一、营业总收入</b>	<b>20,889.84</b>	<b>54,028.39</b>	<b>60,237.88</b>	<b>65,817.62</b>	<b>69,580.26</b>	<b>69,580.26</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>19,753.02</b>	<b>49,341.17</b>	<b>54,514.36</b>	<b>59,448.47</b>	<b>62,773.32</b>	<b>62,773.32</b>
其中:营业成本	15,742.14	41,593.06	46,158.38	50,767.59	53,808.73	53,808.73
税金及附加	121.30	312.74	348.79	380.73	402.32	402.32
销售费用	2,865.77	5,676.97	6,193.03	6,451.93	6,662.98	6,662.98
管理费用	880.14	1,441.35	1,521.47	1,580.53	1,641.04	1,641.04
研发费用	21.84	169.10	188.24	206.74	219.05	219.05
财务费用	121.83	147.95	104.45	60.95	39.20	39.20
加：其他收益	-	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-
信用减值损失	-	-	-	-	-	-
资产减值损失	-	-	-	-	-	-
资产处置收益	-	-	-	-	-	-
<b>三、营业利润</b>	<b>1,136.82</b>	<b>4,687.21</b>	<b>5,723.52</b>	<b>6,369.15</b>	<b>6,806.93</b>	<b>6,806.93</b>
<b>四、利润总额</b>	<b>1,136.82</b>	<b>4,687.21</b>	<b>5,723.52</b>	<b>6,369.15</b>	<b>6,806.93</b>	<b>6,806.93</b>
<b>五、净利润</b>	<b>967.77</b>	<b>4,026.79</b>	<b>4,870.35</b>	<b>5,414.23</b>	<b>5,780.50</b>	<b>5,780.50</b>
<b>六、归属于母公司损益</b>	<b>967.77</b>	<b>4,026.79</b>	<b>4,870.35</b>	<b>5,414.23</b>	<b>5,780.50</b>	<b>5,780.50</b>
加：折旧和摊销	300.32	450.48	450.48	450.48	450.48	450.48
减：资本性支出	194.91	323.99	355.61	387.23	418.85	450.48
减：营运资本增加	4,375.22	1,709.80	1,291.78	899.16	640.81	-
加：税后的付息债务利息	103.75	119.84	82.25	44.73	25.97	25.97
<b>七、企业自由现金流</b>	<b>(3,198.28)</b>	<b>2,563.32</b>	<b>3,755.69</b>	<b>4,623.05</b>	<b>5,197.28</b>	<b>5,806.47</b>

从上述预测及合并过程可以看出，日本丸石 2021 -2022 年度由于销售规模上升导致的营运资金追加产生的现金流需求最终由合并的方式反映在了整体的现金流测算中，同时本次爱赛克车业的现金流预测的过程中考虑到了这部分资金缺口，根据爱赛克车业目前的授信额度情况，假设未来通过借款的方式现金流入并通过未来产生的现金流偿付本息。

综上，本次爱赛克车业的评估过程中，通过上述合并预测的方式预测现金流，综合考虑了日本丸石的盈利能力以及资产负债率对未来业务的影响。

## 六、结合日本市场容量、行业竞争和市场需求，补充披露日本丸石预期业绩增长的可实现性

### （一）日本自行车市场情况

#### 1、日本市场容量及市场需求

日本有着较为悠久的自行车文化传统，各个年龄层和社会地位的人群都有骑车出行的习惯，包括上班族、骑车往返学校的学生族、送小孩上学、采买家中生活用品的家庭主妇，以及部分代步出门的中老人，自行车都是代步的首选。

由于日本人口密度较高，城市社区建设非常完善，一般骑车五到十分钟之内就能到达超级市场、幼儿园、各级学校解决日常所需，因此自行车成为了居民出门的理想工具。同时，在交通较为拥挤的情况下，比起开车居民更愿意自行车配合电车的方式上班，让出行更有效率。政府在交通繁忙的地段都设有自行车专属停车区，增加自行车与公共交通间的换乘枢纽数量，方便人们外出，增加骑行的便捷性。受益于日本友好的骑车环境，日本自行车人均保有量仍然位于世界前列，每 100 人中约有 68 辆。

#### （1）日本自行车主要依赖中国进口

由于日本劳动力成本较高，许多日本自行车企业将生产基地拓展或搬到了东南亚地区，日本本土的自行车产能逐渐萎缩无法满足国内需要，日本自行车需求主要依赖进口。根据日本自行车产业振兴协会统计，2019 年日本自行车整体市场规模为 712 万辆，其中日本国内生产约 88.51 万辆，进口约 623.97 万辆，进口占比约 88%。

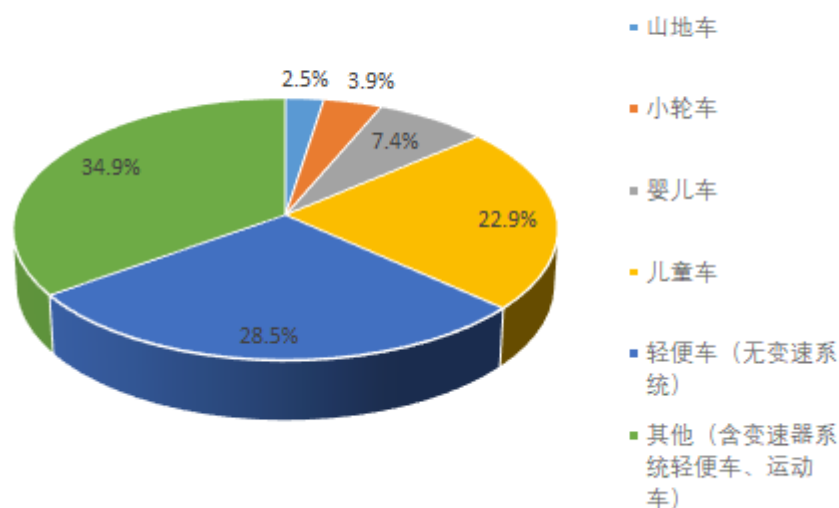
从进口国家来看，日本自行车进口主要来自中国、中国台湾地区、英国、美国等，其中中国和台湾地区一直为日本自行车主要进口国家/地区，2018 进口数量合计占比约 99%。

#### （2）日本轻便车及运动车市场规模保持稳定

进口自行车主要分为山地车、小轮车、婴儿车、儿童车、轻便车（不含变速系统）、及其他（主要包括含变速系统的轻便车、运动车）。轻便车为日本居民主要代步工具，市场需求量较大，占比约 65%。其中含变速系统的自行车、运动车的进口规模数量比重最大，变速系统的工作原理主要通过改变链条和不同前、后大小的齿轮盘的配合来改变车速。通过变速系统可以调整自行车的车速以应对不同的路段、路况，较好的增加了骑行的舒适性，因此带变速系统的轻便车逐渐成为居民的首选。

日本各类自行车进口占比具体如下：

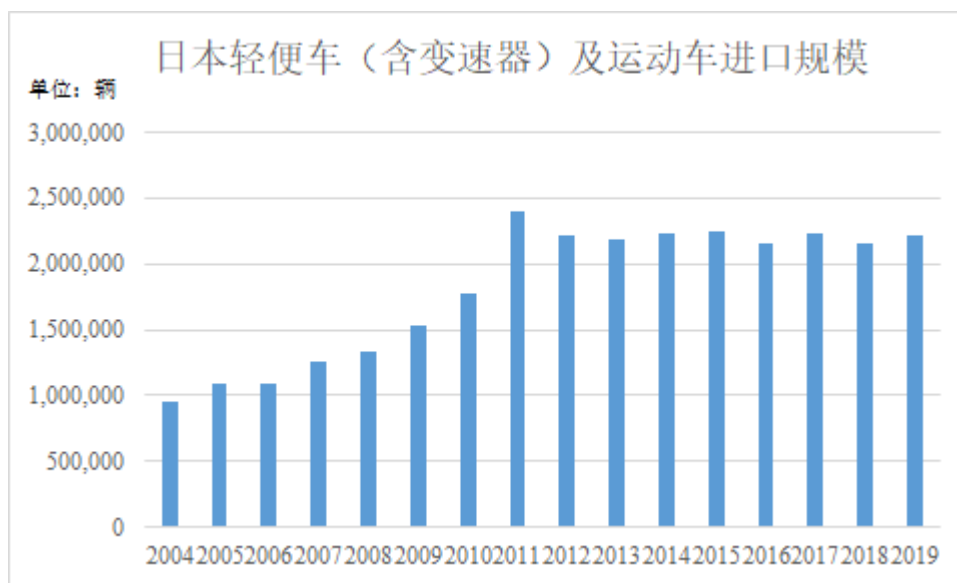
2019年日本进口自行车类别占比



数据来源：日本自行车产业振兴协会

含变速系统的轻便车及运动车的进口规模从 2004 年开始保持稳定增长。2011 年出现较大增幅主要由于当年日本东北部发生强烈地震，致使部分地区的轨道交通和公路交通陷入大范围停滞状态，为方便出行，大量居民到自行车商店抢购自行车，导致 2011 年自行车需求量出现较大增长。2012 年至 2019 年轻便车（含变速器）及运动车的进口数量较为稳定。



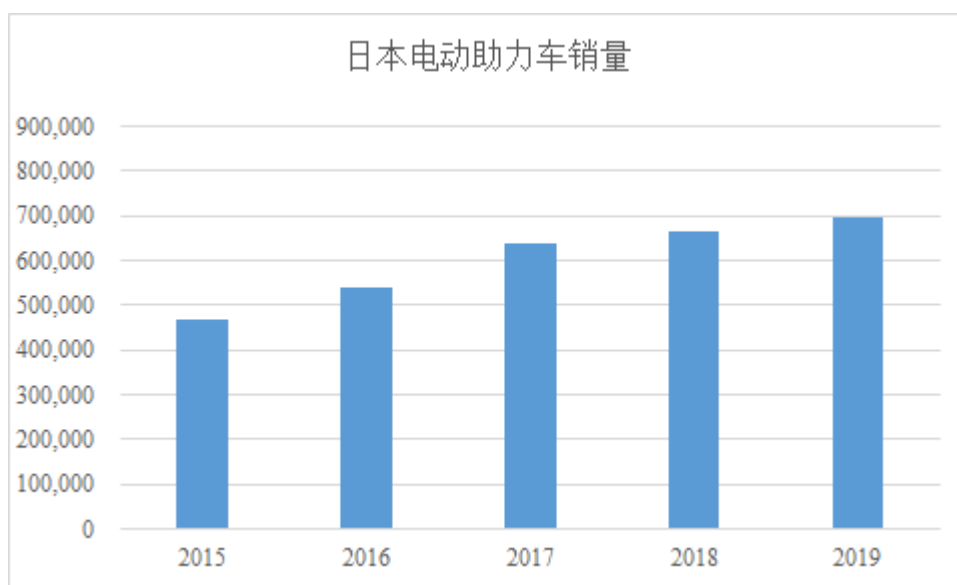


数据来源：日本自行车产业振兴协会

### (3) 日本电动助力车市场前景广阔

日本是电动助力车发展最早的国家，由于日本多为丘陵地形，道路崎岖不平，日本居民特别是妇女骑自行车出行十分费力，因此提供辅助动力的助力车有较大的市场。电动助力车在不改变骑行特质的前提下，让骑行变得更加轻松，作为代步工具较好的减轻了日本国民的出行负担。自雅马哈于 1993 年研发推出首辆电动助力自行车以后，日本电动助力车的市场不断扩大。

目前，日本电动助力车产品年消费量约 70 万台，主要客户群体是中、高龄居民。根据日本自行车产业振兴协会统计，日本电动助力自行车销量从 2015 年的 46.78 万辆增长至 2019 年的 69.82 万辆，复合增长率达到 10.53%，销量保持稳定增长。



数据来源：日本自行车产业振兴协会

由于日本是全球老龄化比例较高的国家之一，65岁及以上老人占其总人口比例约28%。未来随着日本全面进入高龄化社会，日本电动助力自行车的需求量将进一步扩大。

## 2、日本行业竞争情况

### (1) 日本自行车市场竞争格局

日本的自行车生产历史悠久，规模不同的生产企业多达上百个。最早生产自行车的企业包括FUJI富士、MIYATA宫田、MARUISHI丸石等专业生产中高端自行车的企业。同时，日本许多企业跨行涉足自行车领域，比如普利司通集团（生产轮胎），松下集团（生产电器）等。日本自行车企业技术研发能力较强、品牌价值较高，在提供普通轻便车的基础上专攻于各细分市场与特定技术，实现差异化竞争。随着日本的人力成本越来越高，许多日本企业把生产基地拓展或搬到了东南亚地区。由于日本市场整体自行车工艺水平较高，消费者选择较多，各自行车品牌商充分竞争，行业较为分散。

### (2) 日本自行车行业主要竞争企业

#### ①BRIDGESTONE 普利司通

普利司通成立于1949年，主要产品包括自行车、自行车零件、电动自行车、电动自行车零件、健身器材、运动配套服装、鞋、帽和金属配件和相关用品及其

机械设备制造。自行车的品类包含运动型自行车、公路车、山地车、定制自行车、轻量型自行车、迷你自行车、电助力车、儿童自行车等。目前普利司通自行车株式会社已经成为了日本最大的自行车企业。

## ②MARUISHI 丸石

“丸石”品牌自行车于 1894 年在日本横滨成立，是日本历史最悠久的自行车品牌之一。丸石品牌的客户定位主要为中高端人群，秉承“Happy Cycle Life”的经营理念，凭借百年品牌底蕴以及优异的自行车产品质量与设计获得了较高的产品知名度，是日本主流自行车品牌之一。

## ③MIYATA 宫田

宫田成立于 1890 年，主要产品包括自行车、摩托车、单轮车等。销售范围主要在日本境内，宫田主要面向高端的市场，以产品做工精细而著称，现市场份额较小。

### (二) 日本丸石预期业绩增长的可实现性

日本丸石预测期销售数量及收入增长情况如下：

单位：辆、万元

项目	报告期			预测期					
	2018 年	2019 年	2020 年 1-4 月	2020 年 5-12 月	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
轻便车 销售数量	245,764	267,012	113,716	118,910	232,626	257,400	283,000	284,000	284,000
电动助力车 销售数量	754	1,213	840	1,081	1,921	4,000	7,000	10,000	13,000
<b>销量合计</b>	<b>246,518</b>	<b>268,225</b>	<b>114,556</b>	<b>119,991</b>	<b>234,547</b>	<b>261,400</b>	<b>290,000</b>	<b>294,000</b>	<b>297,000</b>
销量 增长率 (%)	-	8.81%	-	-	-12.56%	11.45%	10.94%	1.38%	1.02%
<b>营业收入</b>	<b>21,590</b>	<b>25,462</b>	<b>11,564</b>	<b>11,006</b>	<b>22,570</b>	<b>24,334</b>	<b>27,553</b>	<b>28,565</b>	<b>29,486</b>
营业收入 增长率 (%)	-	17.94%	-	-	-11.36%	7.82%	13.23%	3.67%	3.22%
<b>净利润</b>	<b>-87.65</b>	<b>-156.85</b>	<b>399.1</b>	<b>-344.67</b>	<b>54.43</b>	<b>61.63</b>	<b>213.30</b>	<b>253.45</b>	<b>288.95</b>

报告期日本丸石净利润分别为-87.65 万元、-156.85 万元、399.10 万元。预

测期根据日本丸石的经营情况，在未来经营发展规划的基础上，考虑市场发展趋势、日本丸石市场地位、核心竞争力情况后进行测算。未来日本丸石的销售规模预计有所上升，预测期日本丸石的净利润分别为 54.43、61.63、213.30、253.45 及 288.95 万元，和报告期相比小幅上升，未来业绩增长预测较为谨慎，具有可实现性。

日本丸石业绩增长的可实现性分析如下：

#### 1、日本丸石轻便车销售增长较为稳定

轻便车为日本丸石主要的销售产品，报告期内，轻便车销售规模占比约 99%。日本丸石的轻便车在过去几年中实现了较为稳定的业绩增长，2019 年轻便车销量较 2018 年增加了 8.81%。受到新冠疫情影响，2020 年原计划销售数量按照 2019 年 1-4 月/2019 年全年比率计算估计，同时，考虑到疫情的持续影响，2021 年按照计划数量的 90% 预测，2022-2024 年度按照相对于年度自行车销量预计分别为 283,000 辆、284,000 辆、284,000 辆，与 2019 年轻便车已实现销量 267,012 辆相比，丸石渠道的预测期销量增长较小。2019 年至 2024 年，销售数量复合增长率预计约 5.12%，预测增长率具有合理性。

#### 2、日本电动助力车行业有较大发展空间

目前，日本国产电动助力车产品年消费量约 70 万台，主要客户群体是中、高龄居民。根据日本自行车产业振兴协会统计，日本电动助力自行车销量从 2015 年的 46.78 万辆增长至 2019 年的 69.82 万辆，复合增长率达到 10.53%，销量保持稳定增长。

由于日本劳动力成本较高，许多日本自行车企业将生产基地拓展或搬到了东南亚地区，日本本土的自行车产能逐渐萎缩无法满足国内需要，日本自行车需求主要依赖进口。根据日本自行车产业振兴协会统计，2019 年日本自行车整体市场规模为 712 万辆，其中日本国内生产约 88.51 万辆，进口约 623.97 万辆，进口占比约 88%。从进口国家来看，日本自行车进口主要来自中国、中国台湾地区、英国、美国等，其中中国和台湾地区一直为日本自行车主要进口国家/地区，2018 进口数量合计占比约 99%。

2017 年-2019 年，日本电动助力车的进口情况如下：

单位：万辆

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
销量	38.36	32.16	19.64

由上表可知，2017 年至 2019 年，日本电动助力车进口数量分别为 19.64 万台、32.16 万台与 38.36 万台，同比增长分别为 63.75%和 19.28%，3 年平均复合增长率达到 25%，高于日本国产电动助力车市场的增长率。

由于日本是全球老龄化比例较高的国家之一，65 岁及以上老人占其总人口比例约 28%。未来随着日本全面进入高龄化社会，日本电动助力自行车的需求量将进一步扩大。

### 3、日本丸石电动助力车业务保持了快速的增长

日本丸石于 2018 年开始销售电动助力车，并在 2019 年表现出快速增长的态势，2019 年电动助力车销量较 2018 年增长了 60.88%。但由于整体基数较小，现阶段电动助力车占主营业务收入的比重仍然较小。基于日本电动助力车广阔的市场空间以及日本丸石的品牌优势、市场地位，日本丸石计划对电动助力车加大销售力度。未来 5 年日本丸石的电动助力车的销量预计约为 2,000、4,000、7,000、10,000 以及 13,000 辆。随着日本电动助力车市场需求不断增，且预测期电动助力车销量整体基数较小，日本丸石的电动助力车销售预测具有可实现性。

### 4、日本丸石 2020 年 1-8 月销售实现情况

日本丸石 2020 年 1-8 月实现销售量、收入与 2020 年预测情况如下：

单位：辆、万元

项目	2020 年 1-8 月	2020 年预测	完成比例
轻便车销售数量	180,284	232,626	77.50%
电动车销售数量	1,260	1,921	65.59%
<b>销量合计</b>	<b>181,544</b>	<b>234,547</b>	<b>77.40%</b>
<b>营业收入</b>	<b>18,102.73</b>	<b>22,570</b>	<b>80.21%</b>

2020 年 1-8 月，日本丸石的实际销量数量为 180,284 辆，占 2020 年全年预测销量的 77.50%，营业收入完成 18,102.73 万元，占预测收入的 80.21%。日本丸石的主要销售市场为日本市场，受日本市场的销售季节性影响，每年的第一季

度及第四季度是日本自行车市场的销售旺季，日本丸石 2020 年第一季度的销售订单在疫情前已下达完毕，疫情期间下游销售端未受到较大冲击。同时由于疫情爆发后，相对于公共交通而言，人们选择自行车出行和健身的人逐渐增多，使得自行车的市场需求有所提升。因此，预计 2020 年度的业绩预测及业绩承诺具备可实现性。

综上所述，日本丸石历史悠久，凭借百年品牌底蕴以及优异的自行车产品质量与设计获得了较高的产品知名度，是日本主流自行车品牌之一；日本自行车行业经过多年发展，轻便车市场较为稳定，同时日本受到老龄化影响，未来电动助力自行车的需求量将进一步扩大，市场空间广阔；日本丸石 2020 年 1-8 月的业务收入已完成全年预测数量的 80.21%。基于日本丸石的品牌优势、经营稳定及较大的市场空间，未来市场占有率有望进一步提升，因此，日本丸石未来的业绩增长具有可实现性。

## 七、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、根据富士达集团、香港知铭国际贸易有限公司和辛建生出具的《确认函》及相关资料，日本丸石历史上存在股权代持的关系已还原解除。截至本反馈回复出具日，日本丸石的股权权属清晰，不存在股权代持的情形；

2、本次股权转让将日本丸石转入成为爱赛克车业全资子公司有利于增强爱赛克车业产业链的完整性，并减少关联交易，防止利益输送行为，同时确保本次交易完成后上市公司资产的完整性，不存在损害上市公司及中小股东利益情形；

3、由于本次爱赛克收购日本丸石系在实际控制人辛建生控制的企业体系内进行转让，属于同一控制下的合并，因此 2020 年 4 月香港爱赛克收购日本丸石的交易价格为零元，与报告期内的 2019 年 1 月、2020 年 3 月进行的股权转让其原因分别系辛建生变更代持主体及代持还原，转让价格相同，不存在差异；

4、截至本反馈意见回复出具日，上市公司已针对标的公司就业务、资产、财务、机构、人员等方面制定了详尽的整合计划。本次交易完成后，上市公司将根据发展战略对日本丸石进行逐步整合，制定统一发展计划，促进业务有效融合，

以优化资源配置，提高经营效率和效益，提升上市公司整体的盈利能力和核心竞争力；

5、本次爱赛克车业的评估过程中，通过合并预测的方式预测现金流，综合考虑了日本丸石的盈利能力以及资产负债率对未来业务的影响；

6、基于日本丸石的品牌优势、经营稳定及较大的市场空间，未来市场占有率有望进一步提升，日本丸石未来的业绩增长具有可实现性。

问题二. 申请文件显示, 爱赛克车业收益法评估值为 48,400 万元, 增值率 493%; 天津天任资产基础法评估值为 18,390.90 万元, 增值率 156.64%; 凤凰自行车收益法评估值为 59,000 万元, 增值率 526.97%。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、同行业公司市盈率情况、可比收购案例评估增值和市盈率等, 补充披露标的资产评估增值率较高的原因。2) 补充披露爱赛克车业可辨认净资产公允价值, 根据最新净资产计算的商誉金额、计算过程和确认依据, 以及上市公司和爱赛克车业应对商誉减值的具体措施及有效性。请独立财务顾问、评估师和会计师核查并发表明确意见。

回复:

一、结合标的资产行业地位、核心竞争力、市场竞争格局、同行业公司市盈率情况、可比收购案例评估增值和市盈率等, 补充披露标的资产评估增值率较高的原因。

#### (一) 标的资产行业地位、核心竞争力、市场竞争格局

##### 1、爱赛克车业

###### (1) 行业地位

爱赛克车业自设立以来一直致力于自行车的研发、生产与销售, 成立十余年来一直深耕于日本市场, 是日本中高端自行车领域重要的整车供应商。爱赛克车业通过多年的技术积累和市场开拓, 在产品开发设计能力、产品质量、品牌影响力、客户资源等方面均具有明显的竞争优势。

爱赛克车业拥有自主的自行车技术研发中心及试验室, 并拥有多项专利技术, 曾荣获“天津自行车电动车行业科技创新成果奖”、“自行车电动车行业技术研发先进企业奖”、“中国轻工业联合会优秀设计金奖”等多个奖项, 先后通过了 ISO9001 质量管理体系认证、日本制品安全协会 SG 制品安全认证等认证体系。

爱赛克车业与日本自行车的知名品牌如祭本、坂本、穗高等长期合作, 在日



本市场有着较高市场占有率，产品的质量、生产工艺、服务等方面都得到了客户的充分认可。同时，爱赛克的子公司日本丸石拥有的“丸石”品牌自行车凭借其百年品牌底蕴以及优异的自行车产品质量与设计获得了较高的产品知名度，是日本历史最悠久的自行车品牌之一。

根据日本自行车行业协会统计数据，2019 年日本市场自行车总产量及自行车进口量合计约 712.48 万台，爱赛克车业销往日本的自行车数量约 72 万台，日本市场占有率约 10%。

## （2）核心竞争力

### ①品牌优势

爱赛克车业自设立以来一直致力于自行车的研发、生产与销售，是日本中高端自行车领域重要的整车供应商。通过与日本自行车品牌商多年的合作，爱赛克车业以优质的产品质量和良好的商业信誉在日本建立了稳固的市场基础和较好的品牌形象，推动营业收入稳定增长。同时，爱赛克车业拥有的“丸石”品牌自行车于1894年在日本横滨成立，是日本历史最悠久的自行车品牌之一。丸石品牌的客户定位主要为中高端人群，秉承“Happy Cycle Life”的经营理念，凭借百年品牌底蕴以及优异的自行车产品质量与设计获得了较高的产品知名度，是日本主流自行车品牌之一。

### ②渠道优势

爱赛克车业成立十余年来一直深耕于日本市场，与日本品牌客户保持长期稳定的合作关系。爱赛克车业与日本自行车的知名品牌如祭本、坂本、穗高等长期合作，在日本市场有着较高市场占有率，公司产品的质量、生产工艺、服务等方面都得到了客户的充分认可，客户粘性较强。爱赛克车业基于多年来在日本客户内的深厚积累，持续为客户提供优质产品，已在下游行业中形成良好的口碑，有着良好的渠道优势。

### ③技术优势

爱赛克车业坚持以技术研发和自主创新为主导，拥有自主的自行车技术研发中心及试验室，并建立了成熟的技术研发体系。爱赛克拥有多项专利技术，同时

可以根据市场和客户的需求快速提供批量化或个性化的产品。爱赛克车业曾荣获“天津自行车电动车行业科技创新成果奖”、“自行车电动车行业技术研发先进企业奖”、“中国轻工业联合会优秀设计金奖”等多个奖项。同时，爱赛克车业积极与同行业公司开展技术交流，注重技术人才及管理人才的自主培养，不断提高其生产技术水平，保持在行业内的技术领先优势。

#### ④管理优势

爱赛克车业经过多年发展，在自行车行业积累了较为丰富的管理经验，经营管理效益高，应对市场变化反应快。爱赛克车业的主要管理人员和技术人员长期服务于公司，在十余年的经营过程中，积累了丰富的自行车行业管理经验，建立了一套科学的系统化技术标准和运营模式。爱赛克车业已通过了 ISO9001 质量管理体系认证、日本制品安全协会 SG 制品安全认证，构建了 5S 现场管理体系，并建立了完善、高效的内部管理制度，并严格地运用在战略规划、技术研发、销售管理、人才激励等方面，以保证生产经营活动程序化、规范化、标准化。同时，爱赛克在日常管理中通过对采购、生产等环节的精细化管理，对公司资源进行了充分的利用，有效控制了成本。

#### (3) 市场竞争格局

日本的自行车生产历史悠久，规模不同的生产企业多达上百个。最早生产自行车的企业包括 FUJI 富士、MIYATA 宫田、MARUISHI 丸石等专业生产中高端自行车的企业。同时，日本许多企业跨行涉足自行车领域，比如普利司通集团（生产轮胎），松下集团（生产电器）等。日本自行车企业技术研发能力较强、品牌价值较高，在提供普通轻便车的基础上专攻于各细分市场与特定技术，实现差异化竞争。随着日本的人力成本越来越高，许多日本企业把生产基地拓展或搬到了东南亚地区。由于日本市场整体自行车工艺水平较高，消费者选择较多，各自行车品牌商充分竞争，行业较为分散。

## 2、凤凰自行车

#### (1) 行业地位

凤凰自行车自成立以来一直从事自行车产品的研发、生产与销售，其经营的

“凤凰”品牌自行车历史悠久，荣获了“中国驰名商标”、“中国名牌”、“上海市著名商标”、“上海市出口名牌”等荣誉称号。产品远销往东南亚、中东及非洲，发展到南北美洲、部分欧洲、大洋洲等地区 80 多个国家，在国内外均享有较高的品牌知名度和市场地位。

在产品设计创新方面，公司建立了较为完善的研发设计体系和研发团队，形成了大量的研发成果。凤凰自行车及子公司共拥有专利 63 项，其中发明专利 2 项，实用新型专利 34 项，外观设计专利 27 项，产品荣获“中国轻工业优秀设计奖”，“改革开放 40 周年中华老字号优质产品创新成果金奖”等国内知名奖项。

在销售渠道方面，“凤凰”品牌自行车已成功进驻全国多个城市以及淘宝、天猫商城、京东商城等主流电商平台，形成了线上线下全渠道销售网络。同时，凤凰自行车还采用 OEM 方式与哈啰出行、青桔等知名共享单车企业合作，为其提供产品的研发和生产服务。

目前，中国自行车生产企业超过 1,600 余家企业，市场集中度不高。根据中国自行车协会统计，2019 年中国自行车产量约 6,500 万辆，凤凰自行车销量约 489 万辆，占市场整体规模约 7.5%。

## （2）核心竞争力

### ①品牌优势

凤凰自行车主要从事自行车产品的研发、生产与销售，始终坚持以“弘扬百年民族品牌，引领大众时尚骑行”为品牌理念，致力成为引领绿色骑行的世界级品牌企业。凤凰自行车经营的“凤凰”品牌历史悠久，经过多年的发展以优质的产品质量和良好的商业信誉树立了较好的品牌形象。

“凤凰”品牌获得了“中国驰名商标”、“中国名牌”、“中华老字号”、“上海市著名商标”、“上海品牌”、“最具市场竞争力品牌”、“上海市出口名牌”等荣誉称号。此外，凤凰自行车曾是上海世博会自行车、电动车全系列特许商品生产销售供应商，并且在 2018 年 G20 峰会期间，作为国礼赠送给阿根廷、西班牙领导人及家庭，成为象征两国和平友谊的礼物。

“凤凰”自行车经过多年的发展不断丰富产品结构，从过去传统代步自行车发

展到休闲运动的山地车、城市休闲车、公路、折叠车、学生车、童车等多品类共存。产品远销往东南亚、中东及非洲，发展到南北美洲、部分欧洲、大洋洲等地区 80 多个国家，在国内外均享有较高的品牌知名度和市场地位。

## ②渠道优势

凤凰自行车多年来致力于开拓国内外市场，经过多年的发展，销售渠道从传统批发模式转为门店、出口贸易、电子商务、大客户订制等多种商业模式并举，积累了一大批优质、稳定的消费者群体。凤凰自行车已经完成了线上线下全渠道的建设和商业模式的创新，建立了覆盖国内所有省、市、自治区、直辖市的立体营销网络，同时，凤凰自行车进驻天猫商城、淘宝、京东商城和拼多多等电子商务平台，进一步完善网上销售渠道。凤凰自行车已布局完善的渠道销售网络，为消费者提供多元化的消费体验。

## ③产业链优势

凤凰自行车拥有完整的自行车产业链体系，已形成从自行车制造、品牌运营、销售全渠道建设一体化的业务模式。凤凰自行车经营的“凤凰”品牌树立了较高的市场知名度和牢固的品牌形象，同时已布局完善的线上线下海内外销售渠道网络，在市场竞争中占据主动地位，并通过自有制造基地江苏凤凰生产，有效的降低企业综合成本，较好的保证自行车产品质量及稳定性，提高了公司产品的整体竞争力。2018 年，凤凰自行车设立子公司江苏凤雅，将产业链延伸至上游的自行车车架、车叉等金属制品制造业务，提高了上下游协同效应，增加了企业盈利能力。目前，凤凰自行车已成为国内少数拥有较为完整的自行车产业链，能够同时从事自行车研发、生产、销售全渠道建设和品牌运营的自行车企业。

目前，凤凰自行车的全产业链布局处于持续发展阶段，与仅从事自行车品牌运营或 OEM 业务的自行车公司相比，凤凰自行车在生产效率、市场反应速度、质量稳定性等方面均有一定竞争优势，同时较好的避免了普通 OEM 代工生产企业市场话语权较小、易受到行业波动的不利影响。

## ④技术优势

凤凰自行车对自行车产品的研发与生产涉及的关键技术均拥有自主知识产

权，拥有国内领先的研发、生产与技术服务。完整的研发与工艺体系，保障了公司产品品质的优越性与稳定性，不断推动产品的开拓与创新。凤凰自行车在产品研发、设计等方面具有较强的竞争实力，形成了大量的研发成果。目前，凤凰自行车及子公司共拥有专利 63 项，其中发明专利 2 项，实用新型专利 34 项，外观设计专利 27 项，产品曾荣获“中国轻工业优秀设计奖”、“改革开放 40 周年中华老字号优质产品创新成果金奖”等奖项。

凤凰自行车依靠完整的生产技术，以及持续创新能力，在自身产品范围内，已自主研发了全系列、全要素的产品，产品质量稳定性高，具备与国外企业相竞争的实力。凤凰自行车拥有工程师及技术研发人员 30 余人，覆盖了自行车和电动自行车体系管理、技术开发、设计、生产工艺、产品生产、质量控制的全过程。公司组建的高科技研发和高素质的专业技术队伍，在产品性能、功效、节能、环保等方面在行业内具有较大影响力。

#### ⑤管理优势

凤凰自行车经过多年发展和积累，已经在自行车出行领域积累了较为丰富的行业管理经验，高效的管理有助于提高其产品竞争力和盈利能力，促进凤凰自行车与客户保持长期稳定的合作关系，增强客户黏性。凤凰自行车多次被评为“全国自行车行业标准化先进工作单位”，凤凰自行车生产基地江苏凤凰公司已通过 ISO9001 质量管理体系认证、ISO45001 及 ISO14001 管理体系认证，并建立了完善、高效的内部管理制度，同时凤凰自行车引入了研发设计、品牌营销、市场策划等优秀人才，进一步提升公司的竞争优势。

### (3) 市场竞争格局

中国自行车行业的产业集中度较高，经过多年发展已经进入成熟期，形成了包括长三角产业基地、天津自行车产业基地、深圳自行车产业基地的三大产业基地，其中最大的生产基地为华北天津。这三大生产基地含 1,600 余家企业，产量占中国规模以上企业总产量的 90% 以上。

中国自行车产业基地	部分龙头企业
长三角产业基地	上海凤凰自行车有限公司
	上海永久自行车公司

	捷安特（中国）有限公司
天津自行车产业基地	天津富士达自行车有限公司
	天津飞鸽车业制造有限公司
深圳自行车产业基地	深圳市喜德盛自行车有限公司
	深圳中华自行车（集团）股份有限公司

自行车行业在过去几年经历了一定调整，随着共享单车在 2016、2017 年急速扩张后在 2018 年进入行业拐点，2019 年共享单车运营企业经营逐渐回归理性。作为共享单车主要供应方的自行车整车企业，也面临着结构调整的问题，部分中小企业由于资金链紧张难以继续维持经营，但另一方面，行业内规模较大的领先厂商，在行业升级和调整之际，将更多资源投入到产品研发、工艺创新、渠道建设中，扩大了竞争优势，市场份额得到进一步提升，头部厂商的竞争优势逐渐扩大。

## （二）本次交易标的作价市盈率和市净率

### 1、爱赛克车业

爱赛克车业 100%的股权作价为 48,400.00 万元。根据经审计的财务数据，2020 年 4 月末的净资产为 7,262.89 万元，2019 年度归属于母公司股东的净利润为 3,899.96 万元，同时爱赛克车业 2020 年业绩承诺净利润为 3,338.00 万元。据此计算，爱赛克车业的相对估值水平如下：

项目	2019 年度经审计利润	2020 年承诺净利润	三年业绩承诺期平均净利润
净利润（万元）	3,899.96	3,338.00	4,079.00
本次交易作价（万元）	48,400.00	48,400.00	48,400.00
爱赛克交易市盈率（倍）	12.41	14.50	11.87
项目	2020 年 4 月末的净资产		
账面净资产（万元）	7,262.89		
本次交易作价（万元）	48,400.00		
交易市净率（倍）	6.66		

注：爱赛克交易市盈率=本次交易作价÷爱赛克净利润；爱赛克交易市净率=本次交易作价÷爱赛克基准日账面净资产（合并口径）。

## 2、天津天任

天津天任 100%的股权作价 17,867.30 万元，经审计的股东权益为 6,251.30 万元，评估增值 11,616.00 万元，增值率为 186%。增值原因是由于天津天任采用资产基础法进行评估，其拥有的资产主要是土地和房产，因此评估增值较大。

## 3、凤凰自行车

凤凰自行车 100%股权作价为 59,000.00 万元。根据经审计的财务数据，2020 年 4 月末的净资产为 9,427.58 万元，2019 年度归属于母公司股东的净利润为 2,857.88 万元，同时凤凰自行车 2020 年度业绩承诺净利润为 4,211.00 万元。据此计算，凤凰自行车的相对估值水平如下：

项目	2019 年度经审计利润	2020 年承诺净利润	三年业绩承诺期平均净利润
净利润（万元）	2,857.88	4,211.00	5,219.00
本次交易作价（万元）	59,000.00	59,000.00	59,000.00
凤凰自行车交易市盈率（倍）	20.64	14.01	11.30
项目	2020 年 4 月末的净资产		
账面净资产（万元）	9,427.58		
本次交易作价（万元）	59,000.00		
交易市净率（倍）	6.26		

注：凤凰自行车交易市盈率=本次交易作价÷凤凰自行车净利润；凤凰自行车交易市净率=本次交易作价÷凤凰自行车基准日账面净资产（合并口径）。

### （三）可比交易对比分析

1、按照证监会行业分类，爱赛克车业、凤凰自行车属于“制造业——铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业”行业。2016 年 1 月 1 日以来完成的“制造业——铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业”行业并购重组事件中以收益法作为确定交易标的最终评估值并作出业绩承诺的情况如下：

单位：万元

上市公司	标的公司	收购股权比例	评估基准日	评估价格	标的公司承诺的当年净利润	市盈率（评估价格/标的公司承诺的当年净利润）	市净率（评估价格/标的公司基准日净资产）
------	------	--------	-------	------	--------------	------------------------	----------------------

上市公司	标的公司	收购股权比例	评估基准日	评估价格	标的公司承诺的当年净利润	市盈率(评估价格/标的公司承诺的当年净利润)	市净率(评估价格/标的公司基准日净资产)
思维列控	兰信科技	51%	2018年3月31日	300,355.22	16,900.00	17.77	5.32
康尼机电	龙昕科技	100%	2016年12月31日	340,200.00	23,800.00	14.29	3.79
亚光科技	亚光电子	97%	2016年9月30日	324,700.00	12,734.86	25.50	5.48
中航沈飞	沈飞集团	100%	2016年8月31日	797,977.77	59,837.13	13.34	2.30
平均值						17.72	4.22

数据来源：WIND 资讯

本次交易中，爱赛克车业与凤凰自行车 100% 股权的交易作价对应 2020 年度承诺净利润计算的动态市盈率为 14.50 倍与 14.43 倍，低于上述市场可比交易的平均动态市盈率 17.72 倍。爱赛克车业与凤凰自行车 100% 股权的交易作价对应评估基准日的市净率为 6.66 倍与 6.26 倍，高于上述市场可比交易的平均 4.22 倍。爱赛克车业与凤凰自行车的市净率略高，主要系爱赛克车业与凤凰自行车固定资产规模较小，为轻资产类企业，而同行业可比上市公司收购案例中的标的企业的固定资产与无形资产的金额较大所致。

## 2、同行业可比收购案例评估增值情况如下所示：

单位：万元

上市公司	标的公司	收购股权比例	评估基准日	评估价格	标的公司评估基准日净资产	评估增值率
思维列控	兰信科技	51%	2018年3月31日	300,355.22	56,502.16	431.58%
康尼机电	龙昕科技	100%	2016年12月31日	340,200.00	81,453.18	317.66%
亚光科技	亚光电子	97%	2016年9月30日	324,700.00	61,836.24	425.10%
中航沈飞	沈飞集团	100%	2016年8月31日	797,977.77	347,229.56	129.81%
平均值						326.04%

从上表可以看出，同行业可比收购案例的评估增值率在 129.81%-431.58% 之间，平均值为 326.04%。

爱赛克车业的评估增值率为 493%，由于 2020 年 4 月，爱赛克车业的原股东将部分溢余资产分红，金额为 5,000.00 万元，导致账面净资产下降，不考虑分红因素的影响，爱赛克车业的评估增值率为 335%。



凤凰自行车的评估增值率 526.97%，由于 2020 年 4 月，凤凰自行车的原股东将部分溢余资产进行分红，金额为 7,000.00 万元，导致账面净资产下降，不考虑分红因素的影响，凤凰自行车的评估增值率为 302%。

不考虑分红影响，爱赛克车业及凤凰自行车的评估增值率均在可比交易案例折现率的取值范围内，并与评估增值率平均值差异不大。因此，爱赛克车业、凤凰自行车评估增值率取值具有合理性。

综上所述，本次交易评估值具有合理性，有利于提升和保护股东利益。

#### （四）结合可比上市公司的估值水平分析本次交易定价的公允性

凤凰自行车及爱赛克车业的主营业务为从事自行车研发、生产和销售，所处行业为自行车制造业，由于与标的公司实际产品相同的可比上市公司数量有限，故选取从事类似行业的上市公司比较。

股票简称	股票代码	市盈率 PE(LYR)	市净率
中路股份	600818.SH	-55.08	5.90
深中华	000017.SZ	-243.96	268.60
新日股份	603787.SH	31.21	2.34
信隆健康	002105.SZ	41.21	3.19
<b>平均</b>		<b>36.21</b>	<b>70.01</b>

数据来源：WIND 资讯

截至 2020 年 4 月 30 日，可比上市公司市盈率平均值 36.21 倍（已剔除市盈率负数的可比企业），市净率平均值为 70.01 倍；爱赛克的市盈率为 14.50 倍，市净率为 6.66 倍，凤凰自行车的市盈率为 14.01 倍，市净率为 6.26 倍。从相对估值角度来看，本次交易中标的公司对应的市盈率、市净率均显著低于同行业上市公司平均水平。

综上所述，爱赛克车业及凤凰自行车分别属于日本及中国自行车行业中的领先企业，在品牌影响力、销售渠道、产品、技术、人才与管理等方面具有较强的竞争优势。经与可比上市公司及可比案例对比，本次交易的市盈率低于同行业上市公司均值，也低于可比案例均值，因此，本次交易的评估增值具有合理性。

二、补充披露爱赛克车业可辨认净资产公允价值，根据最新净资产计算的商誉金额、计算过程和确认依据，以及上市公司和爱赛克车业应对商誉减值的具体措施及有效性。

(一) 补充披露爱赛克车业可辨认净资产公允价值，根据最新净资产计算的商誉金额、计算过程和确认依据

### 1、商誉确认依据

上市公司拟通过发行股份及支付现金方式购买天津富士达科技有限公司、宋学昌、窦佩珍所持有的天津爱赛克车业有限公司100%的股权，该交易应当作为非同一控制下的企业合并处理。

根据《企业会计准则第 20 号—企业合并》的规定，在非同一控制下的企业合并中，购买日购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉。

### 2、可辨认净资产公允价值与商誉的确认

单位：万元

序号	项目	金额	备注
1	爱赛克车业 2019 年 1 月 1 日净资产	11,389.11	
2	存货评估减值	-1.18	
3	固定资产评估增值	713.12	
4	无形资产评估增值	9,150.88	
5	评估增值部分确认递延所得税负债	-1,479.96	
6	爱赛克车业可辨认净资产公允价值	19,771.96	
7	收购对价	48,400.00	
8	合并形成商誉	28,628.04	8=7-6

上述商誉计算过程系将 2020 年 4 月 30 日爱赛克车业按资产基础法评估的可辨认净资产公允价值较爱赛克车业 2020 年 4 月 30 日各项资产之账面价值的增值与减值部分，剔除存货增值与长期待摊费用增值后，平移至模拟备考期初，即 2019 年 1 月 1 日，并根据评估增值的金额计提相应的递延所得税负债，计算后得到爱赛克车业模拟的评估增值后净资产公允价值。收购对价减去上述爱赛克车业模拟的评估增值后净资产公允价值，计算得到模拟合并形成的商誉。

## **(二) 上市公司和爱赛克车业应对商誉减值的具体措施及有效性**

本次交易完成后，上市公司和爱赛克车业将主要通过以下措施应对商誉减值的风险：

### **1、上市公司已与爱赛克车业业绩承诺方约定了业绩承诺及补偿措施**

上市公司与爱赛克车业 5 名业绩承诺方富士达科技、宋学昌、窦佩珍、王润东、宋伟昌签署了《盈利预测补偿协议》和《盈利预测补偿协议之补充协议》，业绩承诺方对爱赛克车业业绩承诺期的经营业绩作出了承诺，爱赛克车业若未完成业绩承诺，补偿义务人应向上市公司进行补偿。同时业绩承诺期届满后，上市公司将对爱赛克车业进行减值测试，若触发减值测试补偿条款则业绩承诺方将按约定方式对上市公司进行补偿。上述安排一定程度上能够减少商誉减值对上市公司当期损益及财务状况的影响。

### **2、保持爱赛克车业经营管理团队稳定性，并激发其积极性**

本次交易完成后，上市公司将积极维护爱赛克车业核心团队的正常履职，保持经营管理的稳定性和业务的顺利开展，加强与爱赛克车业核心团队人员的交流和沟通，在符合上市公司制度要求和规范运作的基础上，给予爱赛克车业核心团队充分的自主性。

同时，本次交易方案中设置了超额业绩奖励机制，系上市公司设立的针对爱赛克车业经营管理团队的激励机制，以激励爱赛克车业的经营管理团队，保持爱赛克车业的经营管理团队稳定的同时充分调动其积极性，促进爱赛克车业经营业绩的持续增长。

### **3、加强与爱赛克车业之间的协同效应，提升爱赛克车业持续盈利能力**

上市公司将充分发挥客户、渠道、技术、营销经验等方面的优势，加强上市公司和爱赛克车业之间的协同效应，支持爱赛克车业进一步扩大市场规模、提高市场占有率，充分发挥优势互补效应和规模效应，提升爱赛克车业的市场竞争力和持续盈利能力，防范和控制商誉减值风险。

### 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、不考虑分红因素的影响，爱赛克车业及凤凰自行车的评估增值率均在可比交易案例折现率的取值范围内，并与评估增值率平均值差异不大，爱赛克车业、凤凰自行车评估增值率的取值具有合理性。

2、爱赛克车业商誉金额的确认依据充分，上市公司和爱赛克车业通过各种措施应对商誉减值的风险，以保护上市公司和中小股东的利益。

问题三. 申请文件显示, 1) 爱赛克车业、凤凰自行车收入预测增长较快。2) 日本市场 2012 年至 2019 年轻便车 (含变速器) 及运动车的进口数量较为稳定。3) 2019 年中国自行车产量同比增长 11.9%, 规模同比增长 14.29%。4) 爱赛克车业通过自主品牌“丸石”发货至终端渠道, 其他产品通过直销方式与品牌商签订销售合同并按照要求发货。请你公司: 1) 补充披露爱赛克车业的主要经营模式, 是否为贴牌代工模式, 各品牌商的基本情况和市场地位, 爱赛克车业对各品牌商的销售金额占比。2) 结合中国市场和日本市场情况, 同行业公司情况, 补充披露标的资产报告期内各项产品营业收入波动的原因。3) 按产品类别列表披露报告期和预测期销量、单价、营业收入增长情况。4) 结合产能利用率、产销量情况, 市场规模、市场容量、市场竞争状况, 产品更新换代率、是否为易耗品, 补充披露标的资产各产品类别的销量和营业收入保持持续增长态势的原因。5) 补充披露疫情对标的资产出口和境外销售的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、补充披露爱赛克车业的主要经营模式, 是否为贴牌代工模式, 各品牌商的基本情况和市场地位, 爱赛克车业对各品牌商的销售金额占比。

#### (一) 爱赛克车业的主要经营模式, 是否为贴牌代工模式

爱赛克车业主要从事自行车整车的研发、生产和销售, 在天津拥有自行车生产基地。爱赛克车业与日本自行车知名品牌如祭本、坂本、穗高等长期合作, 爱赛克车业为其代加工生产自行车产品, 与客户深度合作, 参与到客户的产品研发与设计; 子公司日本丸石拥有自有品牌“丸石”, 主要负责“丸石”品牌自行车在日本的销售, 其生产均由爱赛克车业负责。

目前, 爱赛克车业经营模式具体如下:

##### 1、采购模式

爱赛克车业采购的主要原材料为自行车零配件、钢管 (圆管)、五金配件等。采购部根据销售订单确定原材料的需求量, 向长期合作的供应商进行询价采购, 通过对供应商价格的对比, 最终确定供应商, 采购商品经品质部门验收合格后收货。爱赛克车业采用合格供应商管理制度, 由技术部、资财部和品管部按照质量、

交货期、价格、服务等考核因素，对供应商进行调查、评审、考核，符合条件的供应商列入合格供应商名录。

## 2、生产模式

爱赛克车业主要采用“以销定产”的生产模式，按照客户的要求定制生产。爱赛克车业收到客户订单后通过 ERP 系统录入销售订单，ERP 系统根据销售订单生成生产订单，各车间根据生产订单组织生产。产品完工后，销售部根据销售订单、产品完工情况下达出库指令，仓库据此出库。同时，为了保证产品的生产质量和合格率，在生产过程的各个阶段，生产部均执行严格的监督检验程序。

## 3、销售模式

爱赛克车业以日本市场销售为主，与日本自行车的知名品牌长期合作。爱赛克车业主要客户分两类，一类客户系品牌商客户，拥有自己的自行车品牌，如祭本、穗高、坂本等日本知名自行车企业。爱赛克车业通过直销方式与品牌商客户签订销售合同，按照客户订单生产 OEM 产品，并按照合同要求发货给品牌商或者其指定的终端客户。

另一类客户系子公司日本丸石的客户，日本丸石向其销售自有品牌“丸石”自行车，主要为日本综合超市、自行车量贩店等终端渠道，如日本大型商超永旺等。日本丸石与客户签订合同，日本丸石将相应的订单下达至爱赛克车业，由爱赛克车业组织生产，完成生产后将产品交付给日本丸石，由日本丸石完成向其客户的销售。

爱赛克车业依托现有客户的成熟渠道，深化与现有客户的合作，通过客户推荐、参加大型展会等多种途径拓展国际业务，加强海外市场的推广。

综上，爱赛克车业与品牌商客户的经营模式为贴牌代工模式，子公司日本丸石主要经营自有品牌“丸石”自行车，不属于贴牌代工模式。

### (二) 各品牌商的基本情况和市场地位

爱赛克车业主要品牌商基本情况和市场地位如下：

序号	客户名称	基本情况和市场地位
----	------	-----------

序号	客户名称	基本情况和市场地位
1	祭本自転車株式会社	祭本成立于1941年，主要产品包括电动助力车、城市车、运动车、儿童车、折叠车等。销售范围主要在日本境内，祭本主要面向高端的市场。祭本年销售量约30万台，近几年在原有产品基础开发了电动助力车，赢得了市场及消费者认可，销售量逐年增加。
2	HODAKA 株式会社	HODAKA成立于1972年，主营业务为自行车的研发、进口及销售，主要产品包括轻便车、运动车等车型。 HODAKA主要定位中高端市场，是日本自行车业界运动车的引领者，从产品的车架设计，贴花设计，零配件的开发及搭配，都处于日本自行车行业运动车的顶端位置，运动车的销量也稳居日本前位。销售范围主要在日本境内，旗下拥有四大品牌，分别为“Marukin”、“KhodaaBloom”、“Nesto”、“Thirdbikes”。
3	朝日自行车株式会社	朝日自行车成立于1986年，主营业务包括自行车及其零配件的销售，主要产品以城市自行车、轻快车、儿童自行车及折叠自行车为主。朝日自行车以反映迅速，相对简单的产品结构制胜，以此为基础锻造了朝日自行车在激烈的市场竞争中的优势地位，多年来销量稳定增长。
4	坂本株式会社	坂本成立于1976年，主要产品包括轻快车、运动车、折叠车、儿童车等。坂本自行车主要定位中高端的市场，具有较强的设计感和性能，在车架和贴花设计方面尤为突出，也为坂本公司的发展奠定了良好的基础。坂本的轻快车占日本轻快车市场约5%。

### (三) 爱赛克车业对主要品牌商的销售金额占比

2018 年度、2019 年度、2020 年 1-4 月，爱赛克车业对主要品牌商销售金额及占当期营业收入比例如下：

单位：万元

年度	序号	客户名称	销售金额	占比
2020年 1-4月	1	祭本自転車株式会社	8,256.94	30.59%
	2	HODAKA株式会社	1,607.75	5.96%
	3	朝日自行车株式会社	1,447.29	5.36%
	4	坂本株式会社	1,356.73	5.03%
		合 计	<b>12,668.71</b>	<b>46.94%</b>
2019年度	1	祭本自転車株式会社	15,251.86	28.89%
	2	坂本株式会社	3,351.10	6.35%
	3	HODAKA株式会社	2,952.78	5.59%

年度	序号	客户名称	销售金额	占比
	4	朝日自行车株式会社	1,537.14	2.91%
		合 计	<b>23,092.88</b>	<b>43.74%</b>
2018年度	1	祭本自転車株式会社	16,552.31	32.97%
	2	HODAKA株式会社	3,595.96	7.16%
	3	坂本株式会社	2,546.38	5.07%
	4	朝日自行车株式会社	1,645.91	3.28%
		合 计	<b>24,340.56</b>	<b>48.48%</b>

二、结合中国市场和日本市场情况，同行业公司情况，补充披露标的资产报告期内各项产品营业收入波动的原因。

#### （一）爱赛克车业

##### 1、报告期内，爱赛克车业各项产品营业收入情况

报告期内，爱赛克车业的营业收入按照产品类别划分如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月		2019年度		2018年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自行车整车	25,948.00	96.14%	50,261.93	95.22%	48,851.93	97.30%
电动助力车整车	840.03	3.11%	2,085.14	3.95%	748.73	1.49%
零配件	201.81	0.75%	440.16	0.83%	607.98	1.21%
合计	<b>26,989.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>52,787.22</b>	<b>100.00%</b>	<b>50,208.64</b>	<b>100.00%</b>

报告期内，爱赛克车业的销量按照产品类别划分如下：

单位：辆

车型	2020年1-4月	2019年	2018年
自行车整车	375,744	702,967	712,138
电动助力车整车	3,719	10,833	6,055

由上表可知，报告期各期，爱赛克车业的营业收入主要来源于自行车整车的销售，报告期内其占营业收入的比例分别为97.30%、95.22%和96.14%。报告期内，自行车整车的销售收入与销量基本保持稳定。电动助力车的销售收入占比较



低，但销售收入与销量增速较快。零配件的销售金额较低，对营业收入的影响较小。

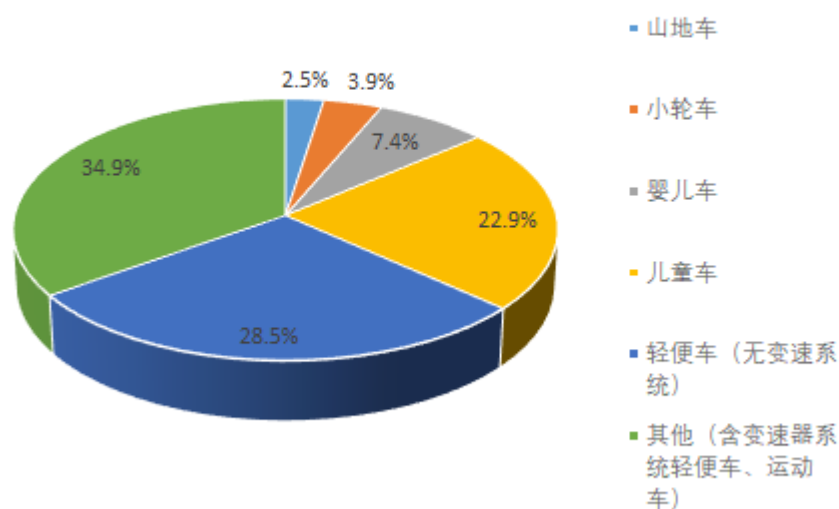
## 2、报告期内日本市场的趋势

### (1) 日本轻便车及运动车市场规模保持稳定

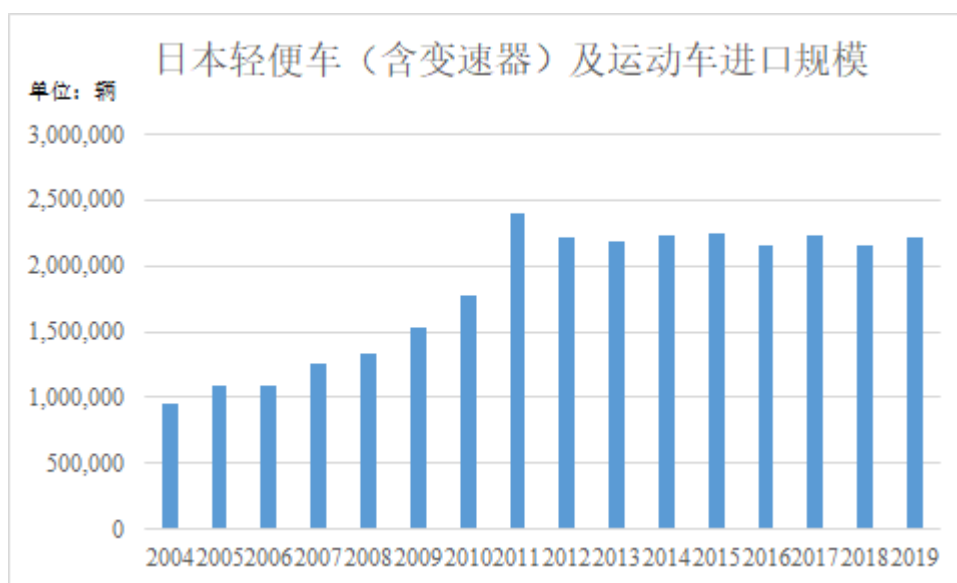
日本进口自行车主要分为山地车、小轮车、婴儿车、儿童车、轻便车（不含变速系统）、及其他（主要包括含变速系统的轻便车、运动车）。轻便车为日本居民主要代步工具，市场需求量较大，占比约 65%。其中含变速系统的自行车、运动车的进口规模数量比重最大。

日本各类自行车进口占比具体如下：

2019年日本进口自行车类别占比



数据来源：日本自行车产业振兴协会



数据来源：日本自行车产业振兴协会

由上表可知，含变速系统的轻便车及运动车的进口规模从 2004 年开始保持稳定增长。2011 年出现较大增幅主要由于当年日本东北部发生强烈地震，致使部分地区的轨道交通和公路交通陷入大范围停滞状态，为方便出行，大量居民到自行车商店抢购自行车，导致 2011 年自行车需求量出现较大增长。

2012 年至 2019 年轻便车（含变速器）及运动车的进口数量较为稳定。

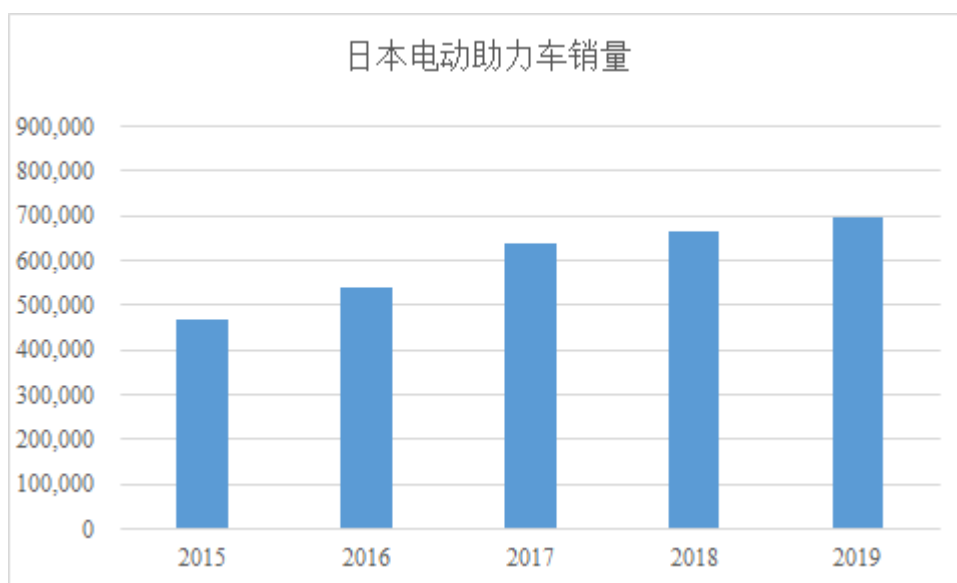
爱赛克车业对外销售的自行车整车主要是含变速系统的轻便车及运动车，报告期内，日本市场该类车型的进口数量保持稳定，与爱赛克车业自行车整车的销售趋势一致。

## （2）日本电动助力车市场稳定增长

2017 年至 2019 年，日本电动助力车市场近三年的销售总体呈现上升趋势。同时，日本市场电动助力车进口数量增速高于日本国产电动助力车的销量增速，体现了日本电动助力车市场由主要由国内生产向进口转变的趋势。

### ①日本国产电动助力车市场

目前，日本国产电动助力车产品年消费量约 70 万台，主要客户群体是中、高龄居民。根据日本自行车产业振兴协会统计，日本电动助力自行车销量从 2015 年的 46.78 万辆增长至 2019 年的 69.82 万辆，复合增长率达到 10.53%，销量保持稳定增长。



数据来源：日本自行车产业振兴协会

## ②日本电动助力车的进口情况

由于日本劳动力成本较高，许多日本自行车企业将生产基地拓展或搬到了东南亚地区，日本本土的自行车产能逐渐萎缩无法满足国内需要，日本自行车需求主要依赖进口。根据日本自行车产业振兴协会统计，2019 年日本自行车整体市场规模为 712 万辆，其中日本国内生产约 88.51 万辆，进口约 623.97 万辆，进口占比约 88%。从进口国家来看，日本自行车进口主要来自中国、中国台湾地区、英国、美国等，其中中国和台湾地区一直为日本自行车主要进口国家/地区，2018 进口数量合计占比约 99%。

2017 年-2019 年，日本电动助力车的进口情况如下：

单位：万辆

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
销量	38.36	32.16	19.64

由上表可知，2017 年至 2019 年，日本电动助力车进口数量分别为 19.64 万台、32.16 万台与 38.36 万台，同比增长分别为 63.75% 和 19.28%，3 年平均复合增长率达到 25%，高于日本国产电动助力车市场的增长率。

综上，由于日本是全球老龄化比例较高的国家之一，65 岁及以上老人占其总人口比例约 28%。未来随着日本全面进入高龄化社会，日本电动助力自行车的需求量将进一步扩大。同时日本电动助力车市场历史年度主要以国内生产为主，

预计未来日本国内的电动助力车产品将逐步由进口产品替代。上述市场变动趋势与爱赛克车业的电动助力车的销量与销售收入的变动趋势相符。

### 3、营业收入波动的原因

(1) 2019 年度，爱赛克车业的营业收入较 2018 年度增加 2,578.58 万元，上升 5.14%，主要原因包括：

#### A、产品销售单价的上涨

报告期内，爱赛克车业的整车产品的销售单价变动情况如下：

单位：元/辆

项 目	2020 年 1-4 月	变动率	2019 年度	变动率	2018 年度
自行车整车	690.58	-3.42%	715.00	4.23%	685.99
电动助力车整车	2,258.75	17.35%	1,924.80	55.66%	1,236.55
<b>合计</b>	<b>711.26</b>	<b>-3.82%</b>	<b>739.52</b>	<b>5.78%</b>	<b>699.10</b>

2019 年度，受到产品结构的影响，爱赛克车业的销售单价有所上涨，同时爱赛克车业与日本客户主要通过美元结算，美元兑人民币汇率的走高也导致自行车的销售单价上涨，2019 年度自行车的销售单价较 2018 年度上升了 4.23%，同时，由于 2018 年度销售的电动助力车配置相对较低，定价亦相对较低，而 2019 年度随着客户对电动助力车配置的要求提高，电动助力车的销售单价涨幅亦较快。

2020 年 1-4 月，自行车整车的销售单价受汇率波动的影响，较 2019 年度小幅下降了 3.42%，而电动助力车整车的销售单价随着成本的上升继续上涨。

#### B、电动助力车销售的增长

2019 年度，爱赛克车业的电动助力车整车的销售金额较 2018 年度增长了 1,336.40 万元，成为了新的收入来源。电动助力车的销售收入增长的原因是爱赛克管理层根据日本市场需求，努力布局电动助力车产品所致。

(2) 2020 年 1-4 月，爱赛克车业的营业收入继续提升，主要原因系在日本市场，每年三月份是新生开学季，每年的一季度一般是自行车上新及销售的旺季，亦是爱赛克车业的自行车销售旺季。

## （二）凤凰自行车

### 1、报告期内，凤凰自行车业各项产品营业收入情况

#### （1）营业收入分析

##### ①营业收入的构成情况

报告期各期，凤凰自行车营业收入构成情况如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月		2019年度		2018年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	27,199.10	92.67%	69,798.23	91.44%	50,022.68	92.61%
其他业务收入	2,150.94	7.33%	6,536.71	8.56%	3,992.70	7.39%
合计	<b>29,350.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>76,334.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>54,015.38</b>	<b>100.00%</b>

凤凰自行车的主营业务为自行车的研发、生产和销售。报告期内，凤凰自行车主营业务收入金额分别为 50,022.68 万元、69,798.23 万元和 27,199.10 万元，占营业收入的比例分别为 92.61%、91.44%和 92.67%，主营业务突出。

其他业务收入由租赁收入、贸易收入和与凤凰品牌支持费等构成，占营业收入的比重较低。其他业务收入主要来源于凤凰进出口旗下一块非自行车整车与零部件的出口贸易业务，占比超过 60%，主要使用拼柜贸易的模式，利润率较低。

##### ②主营业务收入的构成及其变化分析

报告期内，凤凰自行车的主营业务收入按照产品类别划分如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月		2019年度		2018年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>自行车业务</b>						
共享单车	13,491.74	49.60%	14,392.69	20.62%	808.37	1.62%
自行车整车	11,975.75	44.03%	49,051.54	70.28%	45,309.67	90.58%
凤凰头牌业务	1,340.30	4.93%	4,708.17	6.75%	3,171.23	6.34%
小计	<b>26,807.78</b>	<b>98.56%</b>	<b>68,152.40</b>	<b>97.64%</b>	<b>49,289.26</b>	<b>98.53%</b>
自行车零件	391.32	1.44%	1,645.84	2.36%	733.42	1.47%
合计	<b>27,199.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>69,798.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>50,022.68</b>	<b>100.00%</b>

由上表可知，报告期各期，凤凰自行车的主营业务收入由自行车业务、自行车零件业务组成。其中，自行车业务收入为凤凰自行车的核心业务收入，报告期内的占比在 97% 以上。自行车业务中主要由共享单车、自行车整车与凤凰头牌业务等三类收入构成。

自行车零部件业务主要是对外销售的一些与自行车相关的备品备件和车架前叉等半成品，收入占比较小。

报告期内，凤凰自行车的主营业务收入呈逐年上升的趋势，且各类业务的销售结构变化较大，主要原因如下：

A、2018 年，自行车行业受共享单车恶性竞争的影响，通勤车市场的原有供需秩序失衡，销售渠道普遍亏损，行业景气度下行。基于上述原因，凤凰自行车主动对业务进行了战略性调整和布局：1、缩减了整体业务规模，暂停了共享单车业务；2、对销售渠道进行调整及扶持，特别是加强对线上销售及团购渠道的投入和培育；3、对产品结构进行调整布局，加大了对增长较快的童车市场及外贸市场的布局。上述措施导致了 2018 年的业务及收入规模较上年度下降，利润下滑。

B、2019 年度，凤凰自行车主营业务收入较 2018 年度增加 19,775.55 万元，上升 39.53%，主要原因包括：

a、共享单车的业务迅速发展

凤凰自行车在 2019 年下半年分别与哈啰出行和青桔单车进行合作，为上述共享单车运营企业生产共享单车，上述业务在 2019 年收入为 14,392.69 万元，增长幅度较快，收入占比快速提升至 19.25%。凤凰自行车在 2019 年重新开展共享单车业务的主要原因如下：

i. 2019 年，随着共享单车前期恶性竞争的结束，共享单车的头部企业形成，市场逐渐稳定。另外，政府及公众对共享单车出行作为一种常态化的通勤模式形成了共识。共享单车运营企业的经营亦逐渐稳定，由前期的资本推动型逐渐过渡到了市场化运营，行业的头部企业已经形成了较为稳定的盈利模式。

ii. 同时，为保证产品的制造标准与质量，共享单车运营企业仅选择行业内知名且具有较强生产制造能力的厂商进行合作。凤凰自行车作为行业内的知名企

业，具有较强的供应链整合及配套能力，位于丹阳的江苏凤凰工厂可辐射整个华东区域。

iii. 市场中现有的几家头部共享单车运营企业均具备较强的股东背景及资金实力，出行业务是其业务生态中的核心板块，共享单车未来具有持续的投入需求，未来业务持续性可期。

b、自行车整体销量增长，导致自行车业务收入上涨

报告期内，凤凰自行车的自行车整体销量情况如下：

单位：万辆

项目	2020年1-4月	2019年度	2018年度
销量	173.74	489.38	421.65

由上表可知，凤凰自行车在重新调整销售结构与渠道后，2019年度的销量较2018年度增长67.73万辆，增长幅度达到16.60%，上述销量的增长带来2019年整体的销售收入的增长。2019年度，童车及衍生品的销售增速较快，该类产品的收入主要集中在头牌业务中，导致凤凰头牌的业务收入在主营业务收入中的占比提升。

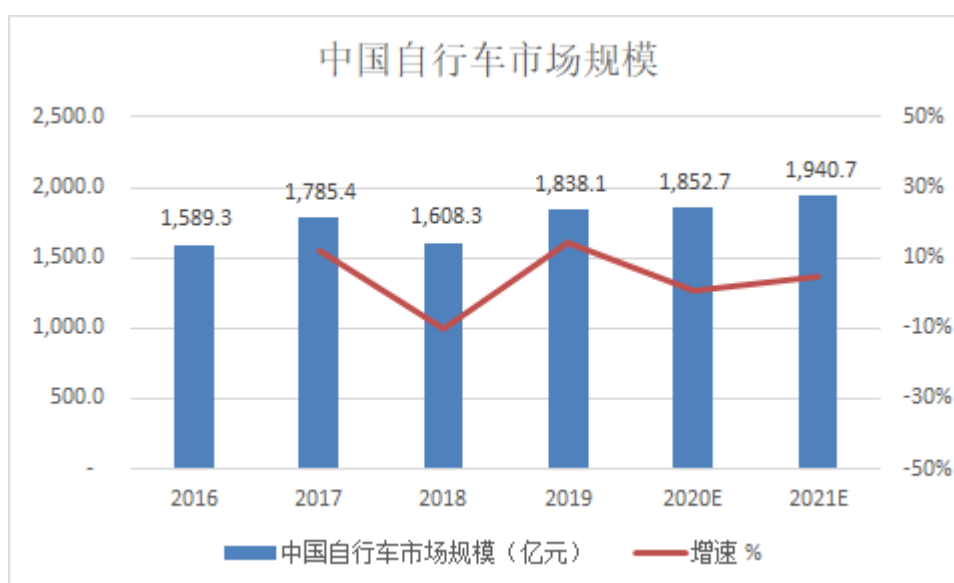
C、2020年1-4月，凤凰自行车主营业务收入（年化后）持续增长，主要系共享单车的业务继续快速增长，导致共享单车业务占主营业务的比例大幅上升。

## 2、中国自行车最近五年市场概况

2016年以来，随着“共享自行车”新业态的出现，国内自行车行业出现新的增长点，2016-2017年自行车行业保持较快增长。2018年共享单车行业发展进入拐点，小型共享单车运营公司纷纷倒闭，现存的共享单车品牌屈指可数。受共享单车整体订单减少影响，对自行车行业产生了一定的冲击，同时，共享单车企业的倒闭及退出及供应商拖欠账款的现象发生，对中小型自行车企业的经营性影响较大。

作为共享单车主要供应方的自行车整车企业，也面临着结构调整的问题，部分中小企业由于资金链紧张难以继续维持经营，但另一方面，行业内规模较大的领先厂商，在行业升级和调整之际，将更多资源投入到产品研发、工艺创新、渠道建设中，扩大了竞争优势，市场份额得到进一步提升。

2019 年，随着共享单车竞争格局的稳定，共享单车运营企业经营逐渐回归理性，并转向精细化经营，自行车行业整体盈利能力逐渐转好。根据中国自行车协会的统计数据，2019 年中国自行车产量约 6,500 万辆，电动车产量约 3,609 万辆，规模以上自行车企业实现利润 52.9 亿元，同比增长 11.9%。根据艾媒咨询统计数据，2019 年中国自行车规模达到 1,838.1 亿元，同比增长 14.29%。



数据来源：艾媒咨询

2020 年受新冠肺炎疫情影响，相对于公共交通而言，人们选择自行车出行和健身的人逐渐增多，自行车销量明显上升。同时，学生的超长假期也带动了童车的销量增长。中国作为自行车和电动车的生产 and 出口大国，拥有完整的自行车产业链，在疫情期间，中国自行车生产量及出口量均得到较大增长。随着城市逐渐解除封锁后，消费者出于疫情安全和健身考虑，国内外自行车需求量将会持续保持增长。

### 3、共享单车市场基本情况

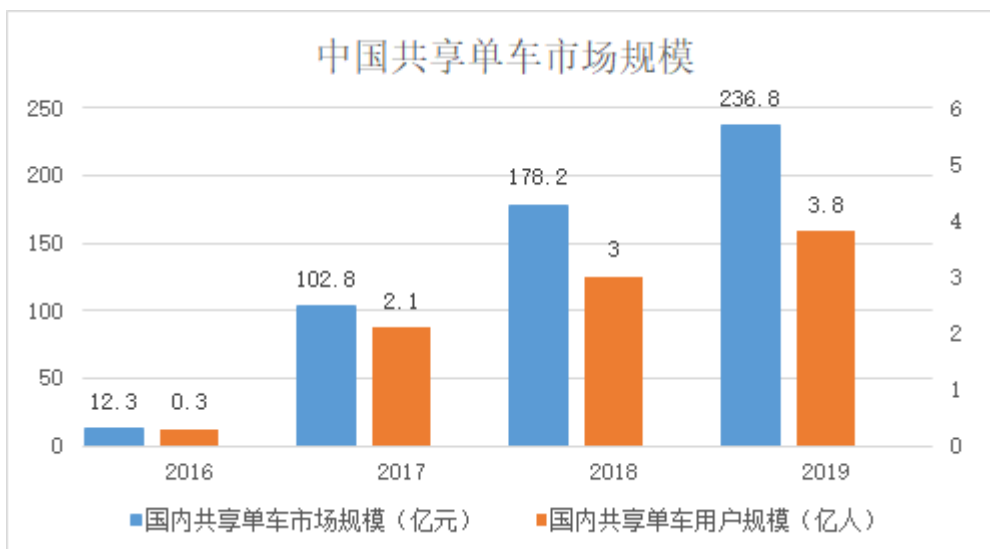
2016 年以来，共享自行车通过手机解锁和随取随停的创新模式，解决了传统城市公共自行车需要提前办理手续、在固定位置取还车等问题，较好满足了城市“最后一公里”的出行需要，在全国部分城市迅速崛起，成为市民出行的新选择。

经过几年粗放式的竞争及扩张，2018 年小型共享单车运营公司大量倒闭，2019 年以来，共享单车运营企业经营逐渐回归理性，共享单车企业不再单靠资



本驱动扩充规模,而是注重运营管理及生态延申。目前共享单车市场主要有哈啰、青桔、美团,三家合计约占市场份额的95%。随着共享单车收费水平提高及企业的精细化运营,共享单车企业在部分城市的运营已经实现盈利,行业已从前几年的以量取胜的粗放式竞争逐渐进入了稳定发展的阶段。

目前,全国共有360余个城市投放了共享单车,在营车辆约1,950万辆,每年更新及迭代的投放量对现有市场容量的占比约为25%-30%之间。我国共享单车用户数量从2016年的0.3亿人增长至2019年的3亿人,复合增长率达到268.01%,共享单车市场规模从12.3亿元增长至236.8亿元,复合增长率达到233.11%。共享单车已成为自行车行业中不可或缺的业务品类。



数据来源: 前瞻产业研究院

#### 4、儿童自行车市场基本情况

儿童自行车是近些年来自行车市场中表现较为突出的细分品类,涵盖婴儿手推车、学步车、扭扭车、自行车、三轮车等品类。近年来,童车的市场规模增长较快,童车已演变成为儿童成长过程中的必需品。儿童的成长从婴儿手推车、学步车、脚踏车到自行车,涵盖品类丰富。

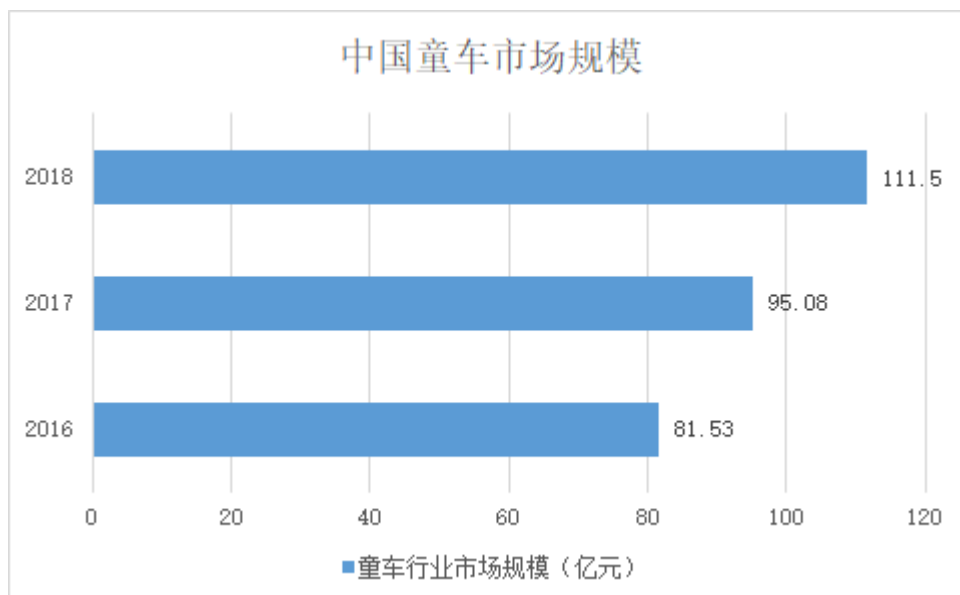
对童车行业而言,出生人口数量决定了目标市场的最大容量。2016年实施“全面二孩”政策以来,全国出现了一波新生儿潮,给市场带了较大的人口红利。根据统计数据,中国的16岁以下的少年儿童达到了2.5亿人,市场潜力巨大。

消费观念与消费质量的升级给童车市场带了巨大机会。从当前的经济环境和

人口形势来看，二胎家庭为推动童车市场的主要动力之一。近年来，80后父母成为童车消费的主力军，该消费群体在收入水平、教育方式、消费观念等方面比其上辈有了极大的提高，对小孩教育、运动、娱乐的投资意愿与能力也有了较大提升。

同时，随着城镇化的不断推进以及全面脱贫建设小康社会的实现，城镇居民与农村人口可支配收入逐年上升，消费能力不断提高。童车已经演变成为儿童成长过程中的必需品，三四线城市以及农村下沉市场的消费潜力被不断激发，整个童车行业的销售收入也逐年上升。此外，随着新中产崛起，一大批消费者的消费能力、消费观念、审美趣味实现了质的提升，对产品的品牌、质量、创新有了新的要求，为市场向高端产品转型升级提供了源动力。

我国童车市场规模在近几年来呈现出稳定的增长，从2016年的81.53亿元增长至2018年的111.5亿元，复合增长率达到16.94%。持续高位的出生人口数量为童车的繁荣奠定了坚持的基础，同时消费能力与消费质量的升级则为市场的发展提供了新的动力。随着生活水平不断提高、二胎政策的开放以及电商平台等更为便捷的销售渠道成熟壮大，童车未来的市场发展前景广阔。



数据来源：中研普华产业研究院

### 三、按产品类别列表披露报告期和预测期销量、单价、营业收入增长情况

#### (一) 爱赛克车业

##### 1、报告期内的销量、单价和营业收入增长情况

报告期内，爱赛克车业按产品类别的销量、单价、营业收入的情况如下：

收入（万元）			
项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-4 月
自行车	48,851.93	50,261.93	25,948.00
电动助力车	748.73	2,085.14	840.03
零配件	607.98	440.16	201.81
<b>合计</b>	<b>50,208.64</b>	<b>52,787.22</b>	<b>26,989.84</b>
销量（辆）			
项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-4 月
自行车	711,990	702,961	375,742
电动助力车	6,056	10,833	3,719
<b>合计</b>	<b>718,046</b>	<b>713,794</b>	<b>379,461</b>
单价（元/辆）			
项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-4 月
自行车	686	715	691
电动助力车	1,236	1,925	2,259

注：单价=收入/数量

##### 2、预测期的销量、单价和营业收入增长情况

预测期内，爱赛克车业按产品类别的销量、单价、营业收入的情况如下：

收入（万元）						
项目	2020 年 5-12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	复合增长率
自行车	18,535.48	48,412.30	52,714.09	55,250.16	57,032.84	2.56%
电动助力车	2,217.53	5,253.76	7,120.68	10,123.87	12,077.01	42.09%
零配件	136.83	362.33	403.10	443.59	470.41	1.34%
<b>合计</b>	<b>20,889.84</b>	<b>54,028.39</b>	<b>60,237.88</b>	<b>65,817.62</b>	<b>69,580.26</b>	<b>5.68%</b>
销量（辆）						
项目	2020 年 5-12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	复合增长率
自行车	250,537	686,460	746,180	789,312	820,385	3.14%
电动助力车	9,211	22,000	29,000	42,000	51,000	36.32%
<b>合计</b>	<b>259,748</b>	<b>708,460</b>	<b>775,180</b>	<b>831,312</b>	<b>871,385</b>	<b>4.07%</b>

单价（元/辆）						
项目	2020年5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	复合增长率
自行车	740.00	705.00	706.00	700.00	695.00	-0.57%
电动助力车	2,407.00	2,388.00	2,455.00	2,410.00	2,368.00	4.23%

注：1、单价=收入/销量

2、复合增长率的计算基数为2019年的数据

由上表可知，爱赛克车业各类产品在预测期内销售单价变动较小，复合增长率较低，营业收入的增长主要受销售数量的增长影响，营业收入的变动趋势与销量的变动趋势一致。

预测期内，爱赛克车业各类产品销量预测的具体变动情况如下：

单位：辆、%

项目	2019年度	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率
自行车	702,961	626,279	-10.91	686,460	9.61	746,180	8.70	789,312	5.78	820,385	3.94
电动助力车	10,833	12,930	19.36	22,000	70.15	29,000	31.82	42,000	44.83	51,000	21.43
合计	713,794	639,209		708,460		775,180		831,312		871,385	

从上表可以看出，预测期内自行车销量的增长率较低，电动助力车的增长率相对较高。具体分析如下：

#### （1）自行车销量预测情况

预测期内，爱赛克车业自行车销量预测的具体变动情况如下：

单位：辆、%

项目	2019年度	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率
自行车	702,961	626,279	-10.91	686,460	9.61	746,180	8.70	789,312	5.78	820,385	3.94

#### ①爱赛克车业自行车销售增长较为稳定

爱赛克车业自设立以来一直致力于自行车的研发、生产与销售，是日本中高端自行车领域重要的整车供应商。通过与日本自行车品牌商多年合作，爱赛克车业以优质的产品质量和良好的商业信誉在日本建立了稳固的市场基础和较好的品牌形象，推动营业收入稳定增长。同时，爱赛克车业拥有日本主流自行车品牌之一“丸石”品牌。

爱赛克车业成立十余年来一直深耕于日本市场，与日本品牌客户保持长期

稳定的合作关系。爱赛克车业与日本自行车的知名品牌如祭本、坂本、穗高等长期合作，在日本市场有着较高市场占有率，根据日本自行车行业协会统计数据，2019年日本市场自行车总产量及自行车进口量合计约712.48万台，爱赛克车业销往日本的自行车数量约72万台，日本市场占有率约10%。轻便自行车作为爱赛克车业主要的销售产品，报告期内，爱赛克车业轻便自行车的销售规模占比约95%。

爱赛克车业根据各客户的需求进行预测，2020年受到新冠疫情影响，日本市场的整体预测情况存在较大的不确定性，在原销售计划的基础上下调了2020年度的预测销量，同时，考虑到疫情的持续影响，2021年度按照原销售计划的90%进行预测，2022-2024年度的预测恢复到正常水平，销量预计分别为746,180辆、789,312辆、820,385辆。2019-2024年度，爱赛克车业自行车预测销量的复合增长率为3.14%，在预测期的销量增幅较小。

上述预测建立在未来经营发展规划的基础上，充分考虑了市场发展趋势、爱赛克市场地位、核心竞争力等情况后进行测算，预测增长率具有合理性，未来业绩增长预测较为谨慎，具有可实现性。

## ② 2020年1-8月的业绩实现情况

爱赛克车业2020年1-8月的实际销量及2020年度全年预测销量对比情况如下：

单位：万辆

项目	2020年1-4月实际	2020年1-8月实际	2020年度预测	预测完成占比
自行车	37.57	53.86	62.63	86.01%

依据上表，爱赛克车业2020年1-8月的实际销量已占2020年全年预测销量的86.01%，因此预计爱赛克车业2020年度的自行车业绩预测具备可实现性。

综上，爱赛克车业未来自行车销量的预测较为谨慎，同时根据2020年1-8月的销售已完成情况，2020年度及未来业绩预测具备可实现性。

## (2) 电动助力车销量预测情况

预测期内，爱赛克车业电动助力车销量预测的具体变动情况如下：

单位：辆、%

项目	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率
电动助力车	10,833	12,930	19.36	22,000	70.15	29,000	31.82	42,000	44.83	51,000	21.43

预测期内，爱赛克车业电动助力车的销量增幅较大，主要原因如下：

①对比历史业绩基数较小

报告期各期，爱赛克车业的营业收入主要来源于自行车整车的销售，报告期内电动助力车的销售金额较小，占营业收入的比例亦较低，2018-2020年1-4月占比分别为1.49%、3.95%和3.11%。

报告期内，爱赛克车业电动助力车的销售情况如下：

单位：辆

项目	2020年1-4月	2019年	2018年
销量	3,719	10,833	6,055

综上，从历史年度的销售情况来看，爱赛克车业从2018年开始进入电动助力车市场，当年销量较小，2019年度有一定的增幅，较2018年度的增长率为78.91%。但由于电动助力车的销售基数较小，虽然增幅较大，但其占爱赛克车业主营业务收入的比重仍然较小。

基于日本电动助力车广阔的市场空间，爱赛克车业拥有的丸石品牌优势及与下游客户的多年友好合作关系，爱赛克车业计划加大电动助力车的销售力度。2020-2024年度，爱赛克车业电动助力车的销量预测分别为12,930辆、22,000辆、29,000辆、42,000辆以及51,000辆。随着日本电动助力车市场需求不断增长，爱赛克车业的电动助力车销售预测具有可实现性。

②预测数据与行业情况发展相符

由于日本是全球老龄化比例较高的国家之一，65岁及以上老人占其总人口比例约28%。目前，日本国产电动助力车产品年消费量约70万台，主要客户群体是中、高龄居民。未来随着日本全面进入高龄化社会，日本电动助力自行车的需求量将进一步扩大。

根据日本自行车产业振兴协会统计，日本电动助力自行车销量从2015年的46.78万辆增长至2019年的69.82万辆，复合增长率达到10.53%，销量保持稳定增长。同时，由于日本自行车需求主要依赖进口，尤其是中国和中国台湾地区

区一直是日本自行车的主要进口国，从电动助力车来看，2017 -2019 年度，日本电动助力车的进口数量情况如下：

单位：万辆

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
进口量	38.36	32.16	19.64

由上表可知，2017-2019 年度，日本电动助力车进口数量分别为 19.64 万台、32.16 万台与 38.36 万台，同比增长分别为 63.75%和 19.28%，3 年平均复合增长率达到 25%，高于日本国产电动助力车市场的增长率。

因此，从日本市场电动助力车的市场容量、销售增速及其进口量增速来看，爱赛克车业的电动助力车产品未来有较大的增长空间，其预测期内的销量变动趋势和日本市场的电动助力车增长趋势相符，同时，考虑到爱赛克电动助力车产品推出时间较短，产品销量基数较低，未来的预测销量与爱赛克车业在日本自行车市场的市场占有率情况相符，预测期增速的大幅提升具有一定的合理性，销售预测具有可实现性。

### ③2020 年 1-8 月销售实现情况

爱赛克车业 2020 年 1-8 月电动助力车的实际销量及 2020 年度全年预测销量对比情况如下：

单位：辆

项目	2020 年 1-4 月实际	2020 年 1-8 月实际	2020 年预测	预测完成占比
电动助力车	3,719	5,516	12,930	42.66%

依据上表，并结合日本市场的季节性因素，爱赛克车业 2020 年 1-8 月的已完成销量占 2020 年度全年预测销量的 42.66%，已完成销量低于全年预测销量的三分之二，主要原因系：日本市场的销售淡旺季明显，每年的 1 季度与 4 季度是销售旺季，2020 年 1-4 月的销量明显高于 5-8 月的销量，与市场销售状况相符。爱赛克车业目前电动助力车在手储备订单数量约 6,000 辆，已完成销量与在手储备订单量的总数与 2020 年度的预测情况基本相符。

综上，结合爱赛克车业 2020 年 1-8 月已完成的电动助力车销量、在手储备订单量以及新增潜在订单等因素，爱赛克车业 2020 年度电动助力车预测销量的完成具有可实现性。

## （二）凤凰自行车

### 1、报告期内的销量、单价和营业收入增长情况

报告期内，凤凰自行车按产品类别的销量、单价、营业收入的情况如下：

收入（万元）			
项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-4 月
共享单车	808.37	14,392.69	13,491.74
童车	8,575.82	13,068.06	2,856.11
整车	39,376.59	40,578.44	10,459.93
零配件	733.42	1,645.84	391.32
合计	<b>49,494.20</b>	<b>69,685.02</b>	<b>27,199.10</b>
销量（辆）			
项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-4 月
共享单车	14,036	313,874	322,593
童车	2,045,274	2,359,270	805,133
整车	2,157,253	2,220,704	609,682
合计	<b>4,216,563</b>	<b>4,893,849</b>	<b>1,737,408</b>
单价（元/辆）			
项目	2018 年度	2019 年度	2020 年 1-4 月
共享单车	576	459	418
童车	42	55	35
整车	183	183	172

注：1、上表中童车和整车的收入和数量包含收取头牌费的相关产品的收入和数量

2、单价=收入/数量

### 2、预测期的销量、单价和营业收入增长情况

预测期内，凤凰自行车按产品类别的销量、单价、营业收入的情况如下：

收入（万元）						
项目	2020 年 5-12 月	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度	复合增长率
共享单车	34,786.68	50,110.21	50,110.21	50,110.21	50,110.21	28.34%
童车	11,036.51	19,128.83	22,037.12	24,954.13	27,110.20	15.71%
整车	25,614.13	45,652.01	48,102.34	50,571.69	51,629.46	4.94%
零配件	740.82	1,012.46	1,134.35	1,256.37	1,257.96	-5.23%
合计	<b>72,178.14</b>	<b>115,903.52</b>	<b>121,384.02</b>	<b>126,892.40</b>	<b>130,107.83</b>	<b>13.30%</b>
销量（辆）						



项目	2020年5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	复合增长率
共享单车	676,397	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	26.08%
童车	2,492,174	3,786,072	4,287,002	4,775,289	4,929,097	15.14%
整车	1,478,397	2,474,160	2,597,526	2,705,151	2,746,900	4.03%
合计	4,646,969	7,260,232	7,884,528	8,480,440	8,675,997	12.13%
单价（元/辆）						
项目	2020年5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	复合增长率
共享单车	514.00	501.00	501.00	501.00	501.00	1.77%
童车	44.00	51.00	51.00	52.00	55.00	0.00%
整车	173.00	185.00	185.00	187.00	188.00	0.54%

注：1、上表中童车和整车的收入和数量包含收取头牌费的相关产品的收入和数量

2、单价=收入/数量

3、复合增长率的计算基数为2019年的数据

由上表可知，凤凰自行车各类产品在预测期内价格变动较小，复合增长率较低。营业收入的增长主要受销售数量的增长影响，营业收入的变动趋势与销售量的变动趋势一致。

预测期内，凤凰自行车各类产品销量预测的具体变动情况如下：

单位：辆、%

项目	2019年度	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率
共享单车	313,874	998,990	218.28	1,000,000	0.10	1,000,000	-	1,000,000	-	1,000,000	-
童车	2,359,270	3,297,308	39.76	3,786,072	14.82	4,287,002	13.23	4,775,289	11.39	4,929,097	3.22
整车	2,220,704	2,088,080	-5.97	2,474,160	18.49	2,597,526	4.99	2,705,151	4.14	2,746,900	1.54
合计	4,893,849	6,384,377		7,260,232		7,884,528		8,480,440		8,675,997	

从上表可以看出，预测期内共享单车与童车销量的复合增长率较高，整车保持温和增长。具体分析如下：

#### （1）共享单车

预测期内，凤凰自行车共享单车销量预测的具体变动情况如下：

单位：辆、%

项目	2019年度	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率
共享单车	313,874	998,990	218.28	1,000,000	0.10	1,000,000	-	1,000,000	-	1,000,000	-

凤凰自行车共享单车报告期内的增长主要体现在2020年，2021年及以后年

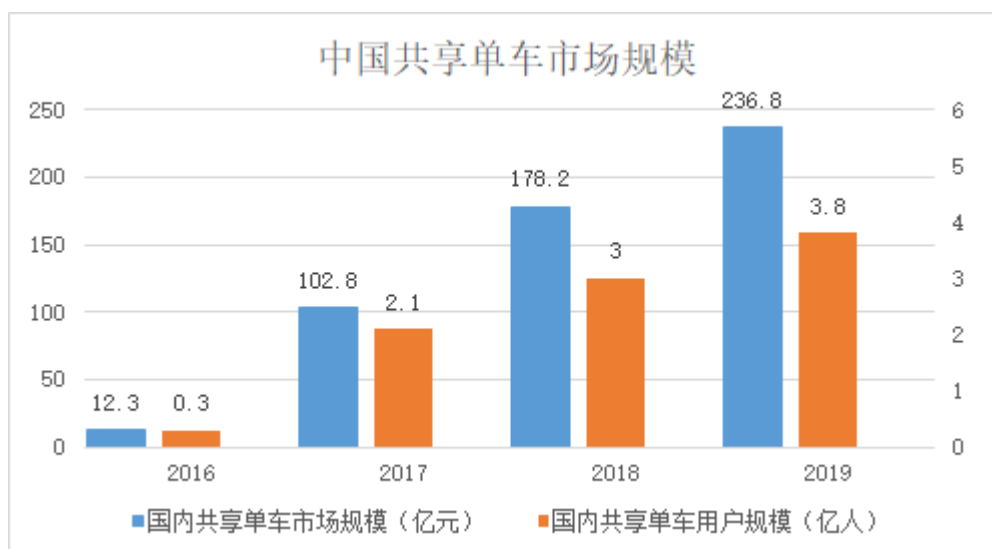
度维持 2020 年度的状态，预测无增长。共享单车 2020 年增长较快的原因:

①对比历史业绩基数较小

凤凰自行车自 2019 年下半年开始重新介入共享单车的业务，当年实现的销量为 32.26 万辆，基数较小。而 2020 年预测的为全年的销量，所以 2020 年较 2019 年的销售增幅较大。

②预测数据与行业趋势、自身产能、市场竞争地位相符

目前，全国共有 360 余个城市投放了共享单车，我国共享单车注册用户数量从 2016 年的 0.3 亿人增长至 2019 年的 3 亿人，复合增长率达到 268.01%，共享单车市场规模从 12.3 亿元增长至 236.8 亿元，复合增长率达到 233.11%。共享单车已成为自行车行业中不可或缺的业务品类。



数据来源：前瞻产业研究院

目前，全国共有在营车辆约 1,950 万辆，在不考虑增量的情况下，每年更新及迭代的投放量对现有市场容量的占比约为 25%-30%之间，所以共享单车存量市场的年更新率在 25%-30%左右，平均使用年限在 3-4 年。每年的市场更新需求车辆约在 500 万至 600 万辆。

同时，为保证产品的制造标准与质量稳定，共享单车运营企业仅选择行业内知名且具有较强生产制造能力的厂商进行合作。凤凰自行车作为行业内的知名企业，具有较强的供应链整合及配套能力，江苏凤凰工厂可辐射并服务整个

华东区域市场。华东地区作为经济较发达地区，自身的投放量也较大。

综上，虽然共享单车市场整体增速较快，但预测期内凤凰自行车的共享单车预测销量保持一致，主要是考虑共享单车业务历史上的风险系数，所以在预测销量时，未对市场整体增量进行预测，仅对市场存量业务的更新部分进行预测。预测期的销量与凤凰自行车现有的产能、市场占有率与市场实际需求相符，且无较大的资金投入风险。

### ③2020年1-8月业绩完成情况：

凤凰自行车2020年1-8月共享单车的实际销量及2020年度全年预测销量对比情况如下：

单位：万辆

项目	2020年1-4月实际	2020年1-8月实际	2020年预测	预测完成占比
共享单车	32.26	78.20	99.89	78.29%

注：2020年1-8月经营数据未经审计。

依据上表，凤凰自行车2020年1-8月共享单车的实际销量情况占2020年共享单车预测数据的78.29%，因此预计凤凰自行车2020年度的共享单车业绩预测具备可实现性。

### (2) 童车

预测期内，凤凰自行车童车产品销量预测的具体变动情况如下：

单位：辆、%

项目	2019年度	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率
童车	2,359,270	3,297,308	39.76	3,786,072	14.82	4,287,002	13.23	4,775,289	11.39	4,929,097	3.22

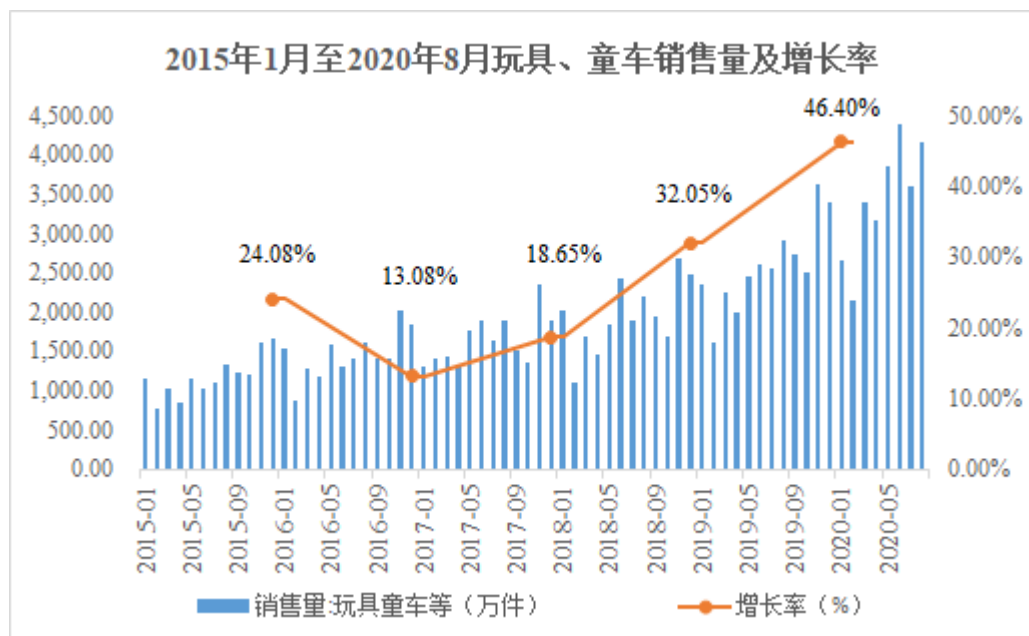
根据上表所示，童车预测销量增长的趋势为前高后低，2020年度的增长率为39.76%，相对较高，2021年开始增速逐年放缓，造成上述销量预测趋势的主要原因为：

#### ①预测对比行业趋势

我国童车市场规模在近年来呈现出稳定的增长，从2016年的81.53亿元增长至2018年的111.5亿元，复合增长率达到16.94%。持续高位的出生人口数量为童车的繁荣奠定了坚持的基础，同时消费能力与消费质量的升级则为市场的

发展提供了新的动力。随着生活水平不断提高、二胎政策的开放以及电商平台等更为便捷的销售渠道成熟壮大，童车未来的市场发展前景广阔。

2015年1月至2020年8月中国地区玩具、童车的销量情况如下：



数据来源：WIND

注：增长率为年度增长率，其中2020年为2020年1-8月较2019年同期的增长率

由上述图表可知，2015年1月至2020年8月，玩具、童车市场的销量增幅较大，2017年至2020年的增长比率持续提升，复合增长率为25.17%。2020年1-8月的增长率受行业驱动及疫情双重影响，较2019年同期增长46.40%。凤凰自行车在做童车的销量预测时，根据自身业务开展情况及历史销售数据，同时参照了相关市场趋势，对2020年的童车销量预测了较大的增长率。

自2021年开始，出于谨慎性考虑，童车预测销量的增长率低于童车市场的实际增长率，鉴于凤凰自行车报告期内的经营业绩持续增长，凤凰自行车作为业内知名企业并享有凤凰品牌的知名效应，以及行业持续整合中的聚集效应，凤凰自行车童车未来的销量预测合理且具有可实现性。

## ② 2020年1-8月业绩完成情况

凤凰自行车2020年1-8月童车的实际销量及2020年度全年预测销量对比情况如下：

单位：万辆

项目	2020年1-4月实际	2020年1-8月实际	2020年预测	预测完成占比

项目	2020年1-4月实际	2020年1-8月实际	2020年预测	预测完成占比
童车	80.51	240.20	329.73	72.85%

注：2020年1-8月经营数据未经审计。

依据上表，凤凰自行车2020年1-8月童车的实际销量情况占2020年全年童车销量预测数据的72.85%，与2019年1-8月同期数据相比，增幅为44.52%，与行业增长趋势相符。因此，凤凰自行车2020年度童车的销量预测具备可实现性。

### (3) 整车

预测期内，凤凰自行车整车销量预测的具体变动情况如下：

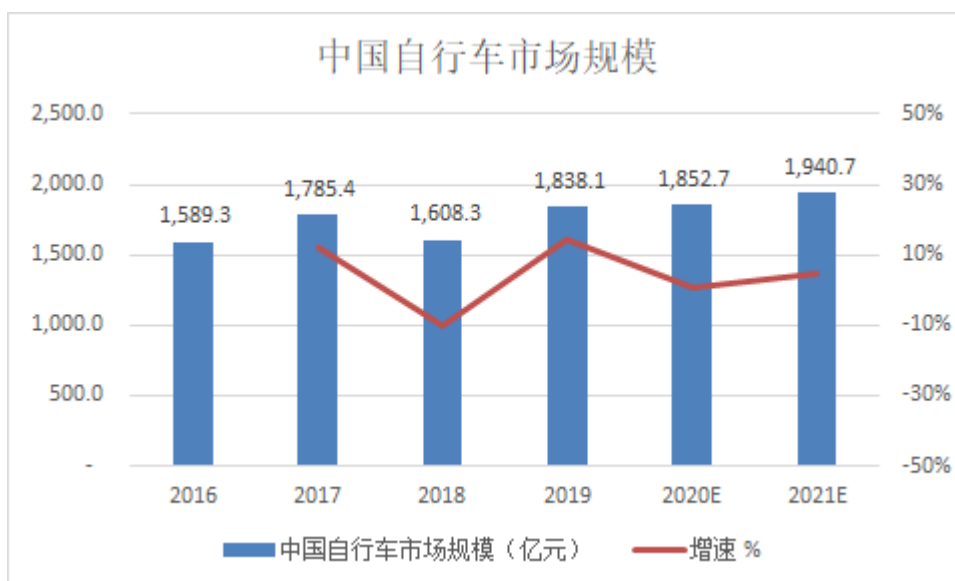
单位：辆、%

项目	2019年度	2020年度		2021年度		2022年度		2023年度		2024年度	
	实际数	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率	预测数	增长率
整车	2,220,704	2,088,080	-5.97	2,474,160	18.49	2,597,526	4.99	2,705,151	4.14	2,746,900	1.54

预测期内，凤凰自行车的整车预测销量趋势与共享单车、童车略有不同，主要是2020年度的预测销量较2019年有所下降，2021年的增幅较大，2022年后开始保持温和增长。形成上述预测趋势的主要原因为2020年1-4月受疫情影响，虽然需求旺盛，但管理层较难预测整车市场全年的销售状况，同时零部件供应链供货紧张，外销订单不能完全按时交付，在确保共享单车生产的情况下，谨慎预测2020年的整车销量，因此较2019年度略有下降。预计2021年开始整车市场与零部件供应链逐步恢复正常，整车销售恢复正常，所以凤凰自行车预测2021年度的整车销量较2020年度增幅较大，2022年度及以后年度仅保持温和增长。

#### ① 预测对比行业趋势

根据中国自行车协会的统计数据，2019年中国自行车产量约6,500万辆，电动车产量约3,609万辆，规模以上自行车企业实现利润52.9亿元，同比增长11.9%。根据艾媒咨询统计数据，2019年中国自行车规模达到1,838.1亿元，同比增长14.29%。



根据上图所示中国自行车市场在 2020 年与 2021 年仍将保持温和增长。

根据中国轻工业信息中心数据，2020 年 1-8 月，全国自行车制造业主要产品中，两轮脚踏自行车完成产量 2765.2 万辆，同比增长 10.5%；8 月当月，全国两轮脚踏自行车完成产量 425.3 万辆，同比增长 22.9%；2020 年 1-8 月，全国规模以上自行车制造企业营业收入 1,053.2 亿元，同比增长 12.4%，实现利润总额 47.4 亿元，同比增长 28.5%。

根据上述数据，凤凰自行车预测期内的整车增长率，均低于行业增速，鉴于凤凰自行车报告期内经营业绩持续增长，同时凤凰自行车作为业内知名企业，能够充分发挥其品牌效应及资源聚集效应，上述预测合理且具有可实现性。

## ②2020 年 1-8 月业绩完成情况

凤凰自行车 2020 年 1-8 月整车的实际销量及 2020 年度全年预测销量对比情况如下：

单位：万辆

项目	2020 年 1-4 月实际	2020 年 1-8 月实际	2020 年预测	预测完成占比
自行车整车	60.97	162.20	208.81	77.68%

注：2020 年 1-8 月经营数据未经审计。

依据上表，凤凰自行车 2020 年 1-8 月自行车整车的实际销量占 2020 年全年童车销量预测数据的 77.68%，预计凤凰自行车 2020 年度整车的业绩预测具备可实现性。

四、结合产能利用率、产销量情况，市场规模、市场容量、市场竞争状况，产品更新换代率、是否为易耗品，补充披露标的资产各产品类别的销量和营业收入保持持续增长态势的原因。

### （一）爱赛克车业各类产品的销售情况

#### 1、产能利用率及产销量

爱赛克生产和销售的产品主要是自行车整车，包含轻便车、电动车、山地车、公路车、童车等车型，2018年度、2019年度及2020年1-4月，爱赛克自行车整车的产能、产量、销量及产能利用率和产销率情况如下：

单位：辆

项目	2020年1-4月	2019年度	2018年度
总产能	900,000	900,000	900,000
总产量	307,293	763,681	691,509
产能利用率	102.43%	84.85%	76.83%
总销量	379,463	713,800	718,193
产销率	123.49%	93.47%	103.86%

注：2020年1-4月产能利用率已年化。

报告期内，爱赛克车业的自行车和电动助力车整车的产量和销量情况如下：

单位：辆

车型	项目	2020年1-4月	2019年	2018年
自行车整车	产量	303,480	751,706	685,391
	销量	375,744	702,967	712,138
电动助力车整车	产量	3,813	11,975	6,118
	销量	3,719	10,833	6,055

#### 2、市场规模及市场竞争情况

##### （1）日本自行车市场规模

由于日本劳动力成本较高，许多日本自行车企业将生产基地拓展或搬到了东南亚地区，日本本土的自行车产能逐渐萎缩无法满足国内需要，日本自行车需求主要依赖进口。根据日本自行车产业振兴协会统计，2019年日本自行车整体市

场规模为 712 万辆，其中日本国内生产约 88.51 万辆，进口约 623.97 万辆，进口占比约 88%。

从进口国家来看，日本自行车进口主要来自中国、中国台湾地区、英国、美国等，其中中国和台湾地区一直为日本自行车主要进口国家/地区，2018 进口数量合计占比约 99%。

日本由于受到人口老龄化因素影响，电动助力自行车的需求量将进一步扩大，同时，含变速系统的自行车由于其较好的骑行舒适性，逐渐成为居民出行的首选，未来需求将稳定增长。

### （2）日本自行车市场的竞争情况

日本的自行车生产历史悠久，规模不同的生产企业多达上百个。最早生产自行车的企业包括 FUJI 富士、MIYATA 宫田、MARUISHI 丸石等专业生产中高端自行车的企业。同时，日本许多企业跨行涉足自行车领域，比如普利司通集团（生产轮胎），松下集团（生产电器）等。日本自行车企业技术研发能力较强、品牌价值较高，在提供普通轻便车的基础上专攻于各细分市场与特定技术，实现差异化竞争。随着日本的人力成本越来越高，许多日本企业把生产基地拓展或搬到了东南亚地区。由于日本市场整体自行车工艺水平较高，消费者选择较多，各自行车品牌商充分竞争，行业较为分散。

目前爱赛克车业在日本的主要竞争对手如下：

#### 1、BRIDGESTONE 普利司通

普利司通成立于 1949 年，主要产品包括自行车、自行车零件、电动自行车、电动自行车零件、健身器材、运动配套服装、鞋、帽和金属配件和相关用品及其机械设备制造。自行车的品类包含运动型自行车、公路车、山地车、定制自行车、轻量型自行车、迷你自行车、电助力车、儿童自行车等。目前普利司通自行车株式会社已经成为了日本最大的自行车企业。

#### 2、MIYATA 宫田

宫田成立于 1890 年，主要产品包括自行车、摩托车、单轮车等。销售范围主要在日本境内，宫田主要面向高端的市场，以产品做工精细而著称，现市场份额较小。

### （3）产品更换频率



自行车产品通常的使用年限为 5 年，但日本市场一般使用年限为 2-3 年，之后进入二手车市场进行回收，日本的二手自行车基本出口到非洲等落后地区，因此，日本的自行车更换频率较其他国家和地区略高。

### 3、营业收入保持持续增长态势的原因

#### (1) 报告期内营业收入保持增长的原因

请详见本节之“二、结合中国市场和日本市场情况，同行业公司情况，补充披露标的资产报告期内各项产品营业收入波动的原因”之“（一）爱赛克车业”。

综上，报告期内爱赛克车业的收入增长主要受益于自行车产品销售单价的上涨，此外，电动助力车的整体销售增长是新的收入来源。

#### (2) 预测期营业收入保持增长的原因

爱赛克车业各类产品在预测期内销售单价变动较小，复合增长率较低，营业收入的增长主要受各类产品销售数量的增长影响，营业收入的变动趋势与销量的变动趋势一致。其增长原因具体分析请详见本节之“三、按产品类别列表披露报告期和预测期销量、单价、营业收入增长情况”之“（一）爱赛克车业各类产品的销售情况”。

### (二) 凤凰自行车各类产品的销售情况

#### 1、产能利用率及产销量

2018 年、2019 年、2020 年 1-4 月，凤凰自行车主要产品的产能、产量、销量及产能利用率和产销率情况如下所示：

单位：辆

项目	2020 年 1-4 月	2019 年	2018 年
产能	1,100,000	400,000	400,000
产量	259,086	464,418	183,116
产能利用率	70.66%	116.10%	45.78%
销量	259,567	458,896	177,359
产销率	100.19%	98.81%	96.86%

注：产能利用率=产量/产能

上述产量和销量均不包含向 OEM 厂商采购再进行销售的自行车数量。报告期内，凤凰自行车的自主产量逐步提升，2020 年凤凰自行车扩充了江苏生产基地的产能并更新了环评，将设计年产能由 40 万辆提升至 110 万辆。

## 2、中国自行车市场容量

中国自行车行业经过数十年的发展，已经成为世界上产业规模最大、产业链最完善、制造能力最强的自行车生产和消费大国。中国自行车整车产量约占世界总产量的 60%，整车出口量占世界自行车贸易总量 65% 以上，国内消费量也居世界前列。中国自行车产量及出口量高居世界第一，其中以美国，欧盟中的德国、英国、荷兰、保加利亚，亚洲的日本、印度，中国台湾地区为主。

近五年自行车行业的发展状况、市场规模、市场容量请详见本节之“二、结合中国市场和日本市场情况，同行业公司情况，补充披露标的资产报告期内各项产品营业收入波动的原因”之“（二）凤凰自行车”。

## 3、市场竞争状况

中国自行车行业的产业集中度较高，经过多年发展已经进入成熟期，形成了包括长三角产业基地、天津自行车产业基地、深圳自行车产业基地的三大产业基地，其中最大的生产基地为华北天津。这三大生产基地含 1,600 余家企业，产量占中国规模以上企业总产量的 90% 以上。

中国自行车产业基地	部分龙头企业
长三角产业基地	上海凤凰自行车有限公司
	上海永久自行车公司
	捷安特（中国）有限公司
天津自行车产业基地	天津富士达自行车有限公司
	天津飞鸽车业制造有限公司
深圳自行车产业基地	深圳市喜德盛自行车有限公司
	深圳中华自行车（集团）股份有限公司

自行车行业在过去几年经历了一定调整，随着共享单车在 2016、2017 年急速扩张后在 2018 年进入行业拐点，2019 年共享单车运营企业经营逐渐回归理性。作为共享单车主要供应方的自行车整车企业，也面临着结构调整的问题，部分中小企业由于资金链紧张难以继续维持经营，但另一方面，行业内规模较大的领先

厂商，在行业升级和调整之际，将更多资源投入到产品研发、工艺创新、渠道建设中，扩大了竞争优势，市场份额得到进一步提升，头部厂商的竞争优势逐渐扩大。

#### 4、凤凰自行车在行业内的主要竞争对手情况

##### (1) 中路股份 600818.SH

中路股份主要从事生产销售自行车及零部件、助力车等各类特种车辆和与自行车相关的其他配套产品。中路股份的子公司上海永久自行车有限公司是全国最早的自行车整车生产商之一，永久作为中国第一批十个驰名商标之一，获得过包括中国自行车行业十大知名品牌、中国名牌产品、上海市著名商标等荣誉。根据中路股份年报披露，自行车业务目前是中路股份的主要收入来源，2019 年度，自行车业务收入达到 4.7 亿，约占其整体营业收入的 80%。

##### (2) 深中华 000017.SZ

深中华从事的主要业务为自行车业务、锂电池材料业务、珠宝黄金业务。深中华的子公司阿米尼自行车成立于 1985 年，整车产品包括青少年车、场地车、童车、山地车、城市车、公路车等产品。2019 年公司实现营业收入 7.6 亿元，其中自行车及零配件销售收入达到 4.69 亿，占比达到 61.75%。

##### (3) 天津富士达自行车有限公司

天津富士达自行车有限公司成立于 1992 年，目前是全球较大的自行车整车制造商之一。富士达主要采取代工模式为海外自行车品牌提供代工服务，在国内市场中富士达也是共享单车的 OEM 工厂之一。

##### (4) 捷安特

捷安特品牌成立于 1981 年,主要从事专业运动自行车以及骑行装备的生产和销售。捷安特根据骑行环境和骑行目的提供差异化产品,骑行环境分为铺设路面、混合路面、山野林道三种环境,骑行目的分为品味休闲、运动健身、竞技挑战三类目的,就两个维度六种分类分别提供多元化的整车产品选择。

#### 5、产品更换频率

凤凰自行车的产品主要为国内消费的共享单车、自行车和童车，及其相关衍生品。

目前，全国共有 360 余个城市投放了共享单车，在营车辆约 1,950 万辆，每年更新及迭代的投放量对现有市场容量的占比约为 25%-30%之间，所以共享单车存量市场的年更新率在 25%左右，使用年限在 3 年左右。

自行车整车与童车的使用年限大约在 5 年，凤凰自行车每年均会推出新的产品（同系列更新款），自行车作为快速消费品，二手市场需求不高，消费人群一般采购全新的产品，近年来童车产品的产品种类更新较快，消费群体的复购率较高。

## 6、报告期内各产品类别的销量和营业收入保持持续增长态势的原因

### （1）报告期内营业收入保持增长的原因

凤凰自行车报告期内各产品类别的销量和营业收入增长的原因请详见本节之“二、结合中国市场和日本市场情况，同行业公司情况，补充披露标的资产报告期内各项产品营业收入波动的原因”之“（二）凤凰自行车”。

### （2）预测期内营业收入保持增长的原因

凤凰自行车各类产品在预测期内价格变动较小，复合增长率较低。营业收入的增长主要受各类产品销售数量的增长影响，营业收入的变动趋势与销量的变动趋势一致。其增长原因具体分析请详见本节之“三、按产品类别列表披露报告期和预测期销量、单价、营业收入增长情况”之“（二）凤凰自行车各类产品的销售情况”。

## 五、补充披露疫情对标的资产出口和境外销售的影响

### （一）本次新冠疫情对标的公司生产经营和经营业绩的影响

#### 1、标的公司复工复产情况

本次重组交易标的爱赛克车业与凤凰自行车的生产经营主要集中在自行车的生产与销售业务，标的公司的生产基地主要集中在天津、江苏等地。在新冠疫情爆发的 2-3 月，因受各地防控政策影响，以及开工延缓和劳务用工短缺的影响，标的公司在自行车生产业务上受到了一定影响，具体情况如下：

(1) 爱赛克车业于 2020 年 2 月 10 日起分批恢复开工，2 月底主要厂区复岗率约为 50%，3 月底主要厂区复岗率已达 90%，4 月开始全面复工复产，复岗率达到 100%。

(2) 凤凰自行车于 2020 年 2 月 10 日起分批恢复开工，2 月底主要厂区复岗率约为 25%，3 月底主要厂区复岗率已达 60%，4 月开始全面复工复产，复岗率达到 100%。

(3) 标的公司天津天任不涉及生产经营，业务以租赁厂房及其设备为主。疫情期间，其对外租赁业务维持原有状态，疫情对其影响不大。

## **(二) 疫情对自行车行业的影响**

根据国家统计局数据，2020 年 1-4 月份全国规模以上工业企业利润下降 27.4%，其中汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、电气机械和器材制造业营业收入分别下降 20.7%、10.9%和 13.3%，利润总额分别下降 52.1%，11.7%和 22.9%，受到疫情的影响，标的公司所处行业在 2020 年 1-4 月呈现销售和利润下降的趋势。

今年 2 月国内疫情集中爆发以来，因受各地防控政策影响，以及开工延缓和劳务用工短缺的影响，使得整个自行车行业在产能及零部件供应链环节上受到了一定影响，自行车行业的生产端受到一定的影响。但是疫情爆发后，相对于公共交通而言，人们选择自行车出行和健身的人逐渐增多，使得自行车的市场需求有所提升。

## **(三) 疫情对标的公司出口业务和境外销售的影响**

### **1、对爱赛克车业的影响**

爱赛克车业的下游客户主要涉及日本自行车品牌企业与零售消费市场，外销比例超过 90%。受日本市场的销售季节性影响，每年的第一季度及第四季度是日本自行车市场的销售旺季，下游客户通常会提前 2 个月下达订单。在国内疫情爆发初期，爱赛克车业 2020 年 1-4 月对日的销售订单已基本下达完毕。疫情期间其下游销售端未受到较大冲击，2020 年 1-4 月爱赛克车业基本维持旺季的正常销售。

爱赛克车业 1-8 月经营数据情况与 2020 年全年预测数据对比如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月实现数	2020年1-8月实现数	2020年全年预测数
营业收入	26,989.84	39,472.97	47,879.69
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	2,787.27	3,507.93	3,338.00

注：2020 年 1-8 月经营数据未经审计

2020 年 1-8 月爱赛克车业的销售收入金额相对于去年同期有一定增幅，2020 年 1-8 月实现的营业收入已超过了全年预测数的 80%，净利润已经超过了全年预测数的 100%。2020 年 9 月和 10 月的在手订单与去年同期相比亦有所增长。

## 2、对凤凰自行车整体业务与外销业务的影响

凤凰自行车的下游客户主要自行车零售行业与共享单车运营企业，上游供应商主要为自行车整车 OEM 厂商与自行车零部件供应商。疫情期间，凤凰自行车上游供应商与下游客户所属行业均因受各地防控政策影响，以及开工延缓和劳务用工短缺的影响，部分供应商延迟供货导致生产计划顺延，部分渠道客户因无法按时提车导致生产计划顺延。同时，受劳务人员短缺影响，凤凰自行车的劳务用工成本有所增加。因此，今年一季度的疫情对凤凰自行车的收入利润造成一定的影响。

### (1) 对整体业务的影响

凤凰自行车 2020 年 1-8 月经营数据情况与 2020 年全年预测数据对比如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月实现数	2020年1-8月实现数	2020年全年预测数
营业收入	29,350	75,056	102,798.96
扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润	653.3	3,936.4	4,211.00

注：2020 年 1-8 月经营数据未经审计

随着国内疫情的逐步控制，2020年4月以来凤凰自行车的产销已逐步恢复正常，销售收入与盈利情况明显提升。凤凰自行车2020年1-8月实现的营业收入和净利润已超过了全年预测数的70%和90%。

## (2) 对外销业务的影响

与整体销售相比，凤凰自行车的出口业务今年受疫情影响较为明显，主要体现在疫情期间的国内自行车行业供应链紧张、海外需求端下降，疫情后期受国外疫情影响，订单增速较快，导致全行业车架、变速器及轮胎等配件无法及时供应。凤凰自行车受自身产能所限，今年出口业务订单较去年同期增长，但制造端无法完全满足需求，导致实际销售数量与去年同期相比，略有下降。今年1-8月的出口情况如下：

单位：万辆

项目	2020年1-4月实际	2020年1-8月实际	2020年预测	预测完成占比
自行车	22.42	50.3	80	63.5%

综上，新冠疫情对标的公司爱赛克车业和凤凰自行车的出口和境外销售影响较小。

## 六、2020年标的公司销售预测已完成情况

### (一) 爱赛克车业的销售预测及已完成情况

爱赛克车业2020年1-8月的实际销量及2020年度全年预测销量对比情况如下：

单位：万辆

项目	2020年1-4月实际	2020年5-8月实际	2020年预测	预测完成占比
自行车	37.94	16.47	63.16	86.15%

依据上表，并结合日本市场的季节性因素，爱赛克车业2020年1-8月的实际销量情况已占2020年全年预测销量的86.15%，因此预计2020年度的业绩预测及业绩承诺具备可实现性。

## （二）凤凰自行车的销售预测及已完成情况

凤凰自行车 2020 年 1-8 月主要产品的实际销量及 2020 年度全年预测销量对比情况如下：

单位：万辆

项目	2020 年 1-4 月实际	2020 年 1-8 月实际	2020 年预测	预测完成占比
自行车	141.48	402.4	538.54	74.72%
共享单车	32.26	78.2	99.89	78.29%
销量合计	173.74	480.6	638.43	75.28%

注：2020 年 1-8 月经营数据未经审计。

依据上表，凤凰自行车 2020 年 1-8 月自行车、共享单车的实际销量情况占 2020 年全年自行车、共享单车及销量合计销量预测数据的 74.72%、78.29% 与 75.28%，因此预计 2020 年度的业绩预测及业绩承诺具备可实现性。

## 七、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

1、爱赛克车业与品牌商客户的经营模式为贴牌代工模式，子公司日本丸石主要经营自有品牌“丸石”自行车，不属于贴牌代工模式；

2、报告期内标的资产各项产品的营业收入波动与市场情况基本相符；

3、报告期内爱赛克车业的收入增长主要受益于自行车产品销售单价的上涨，此外，电动助力车的整体销售增长是新的收入来源；报告期内凤凰自行车销量与销售增长是由于重新开展共享单车业务，同时头牌费业务增长较快；

4、预测期内，爱赛克车业与凤凰自行车各类产品在预测期内的收入增长主要受各类产品预测销售数量的增长影响，相关预测具有合理性，爱赛克车业与凤凰自行车未来的业绩增长具有可实现性。

5、新冠疫情对标的公司爱赛克车业和凤凰自行车的出口和境外销售影响较小。



问题五：爱赛克车业评估折现率为 10.12%，其中企业个别风险调整为 0.4%，凤凰自行车企业个别风险调整为 2.1%。请你公司：1) 结合同行业可比评估案例，补充披露爱赛克车业折现率计算各项参数选取的合理性，并进行敏感性测试。2) 补充披露爱赛克车业企业个别风险与凤凰自行车差异较大的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合同行业可比评估案例，补充披露爱赛克车业折现率计算各项参数选取的合理性，并进行敏感性测试

#### (一) 爱赛克车业折现率确定过程

##### 1、折现率计算口径

本次收益口径为企业自由现金流，折现率采用加权平均资本成本定价模型，即 WACC。

计算公式： $WACC = R_d \times W_d (1-T) + R_e \times W_e$

式中： $R_d$ ——债务资本成本

$W_d$ ——付息债务在总投资中所占的比例

$R_e$ ——权益资本成本

$W_e$ ——股权在总投资中所占的比例

$T$ ——企业所得税率

权益资本成本采取资本资产定价模型确定，

计算公式： $R_e = R_f + \beta_e \times RPM + \varepsilon$

公式中： $R_f$ ——无风险报酬率，以基准日近期公布的中长期国债的到期年收益率为依据确定；

$RPM$ ——市场风险溢价

$\beta_e$ ——预期市场风险系数，通过查询 WIND 资讯系统行业样本公司数据计算得出；

$\varepsilon$ ——企业个别风险调整，经评估专业人员综合分析确定。

## 2、参数确定过程

### (1) 权益资本成本折现率

计算公式： $Re=Rf+\beta_e \times RPm + \epsilon$

#### 1) 无风险报酬率 $Rf$ 的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，因为持有该债权到期不能兑付的风险很小，可以忽略不计。根据 WIND 资讯系统所披露的信息，10 年期国债在评估基准日的到期年收益率为 2.92%，故无风险收益率  $Rf$  取 2.92%。

#### 2) 企业风险系数 $\beta_e$ 的确定

查阅可比上市公司的有财务杠杆风险系数，根据各对应上市公司的资本结构将其还原为无财务杠杆风险系数。

通过 WIND 证券投资分析系统，查询出可比公司截止到目前 100 周的有财务杠杆的  $\beta$  系数，通过公式： $\beta_L=[1+(1-T)D/E]\beta_u$ ；（ $\beta$  为有财务杠杆的风险系数， $\beta_u$  为无财务杠杆的风险系数），将各可比公司有财务杠杆  $\beta$  系数转换成无财务杠杆  $\beta$  系数。

根据自行车指数中的上市公司情况，共有 6 家企业，具体如下：

股票代码	股票名称	主营产品
600679.SH	上海凤凰	自行车及共享单车
603776.SH	永安行	共享单车
603489.SH	八方股份	电动车
603787.SH	新日股份	电动车
002105.SZ	信隆健康	自行车零配件
600818.SH	中路股份	自行车

其中：上海凤凰为凤凰牌自行车的经营主体。永安行系共享单车企业，无生产业务，可比性较差。八方股份及新日股份为电动车生产企业，产品与被评估单位存在较大差异。信隆健康为主营自行车零配件的企业，属于被评估单位的上游企业。中路股份为永久牌自行车的经营主体。

故本次评估经分析后选取信隆健康、上海凤凰以及中路股份三个可比公司作为本次折现率选取的对比公司。

本次评估选取了可比上市公司剔除财务杠杆后的  $\beta_u$ ，具体数据见下表：

序号	股票代码	可比公司名称	$\beta_u$
1	600818.SH	中路股份	0.982

2	600679.SZ	上海凤凰	1.033
3	002105.SZ	信隆健康	0.9923
平均值			1.0024

### 3) 市场风险溢价 Rpm 的确定

市场风险溢价是对于一个充分风险分散的市场投资组合,投资者所要求的高于无风险利率的回报率。

我们借鉴目前国际上一种较流行的测算美国以外的资本市场的股权风险溢价的方法,该方法由美国纽约大学斯特恩商学院著名金融学教授、估值专家 Aswath Damodaran 提出,是通过在成熟股票市场(如美国)风险溢价的基础上加上国家风险溢价,得到中国市场的风险溢价。具体计算过程如下:

$Rpm$  (中国股票市场风险溢价) = 成熟股票市场的风险溢价 (美国市场) + 国家风险溢价

美国股票市场是世界上成熟股票市场的最典型代表, Aswath Damodaran 采用 1928 年至今美国股票市场和国债收益率数据,计算得到截至目前美国股票与国债的算术平均收益差为 6.43%。

国家风险溢价采用穆迪-国家信用评级的方法。

以著名的债券评级机构-穆迪所发布的国家信用评级,确定中国的基础利差为 0.59%。由于相对于成熟市场,新兴国家的股权市场风险更高,故在该国的基础利差上提高违约利差的比率来提高国家风险溢价。经查阅 Aswath Damodaran 最新提供的“Equity vs Govt Bond”数据表得知,该比率为 1.18 则

$$\begin{aligned} \text{中国针对美国的国家风险溢价} &= 0.59\% \times 1.18 \\ &= 0.69\% \end{aligned}$$

$Rpm$  (中国股票市场风险溢价) = 成熟股票市场的风险溢价 (美国市场) + 国家风险溢价

$$\begin{aligned} &= 6.43\% + 0.69\% \\ &= 7.12\% \end{aligned}$$

即当前中国市场的权益风险溢价 RPM 约为 7.12%。

### 4) 估算公司特有风险超额收益率 Rc

企业特定风险的确定主要考虑因素有:企业规模、企业所处经营阶段、历史经营状况、主要产品所处的发展阶段、企业经营业务、产品和地区的分布、公司

内部管理及控制机制、管理人员的经验和资历以及对主要客户及供应商的依赖等，主要评价体系如下：

序号	叠加内容	说明	取值（%）		
			大型	中型	小型、微型
1	企业规模	企业年营业额、收益能力、职工人数等	0-0.2	0.2-0.5	0.5-1
			盈利	微利	亏损
2	历史经营情况	企业在成立后的主营业务收入、主营业务成本、净利润、销售利润率、人均利润率等	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			较低	中等	较高
3	企业的财务风险	企业的外部借款、对外投资等	0-0.2	0.2-0.6	0.6-1
			海外及全国	国内部分地区	省内
4	企业经营业务、产品和地区的分布	主要产品或服务的市场分布	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			非常完善	一般	不完善
5	企业内部管理及控制机制	包括人员管理制度、财务管理制度、项目管理制度、内部审计制度等	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			丰富	中等	匮乏
6	管理人员的经验和资历	企业各级管理人员的工作时间、工作经历、教育背景、继续教育程度等	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			不依赖	较依赖	完全依赖
7	对主要客户及供应商的依赖	对主要客户及供应商的依赖程度	0-0.2	0.2-0.6	0.6-1

根据爱赛克的实际情况，公司特有风险计算如下：

序号	叠加内容	说明	取值（%）
1	资产规模	大型	0.1
2	历史经营情况	盈利	0
3	财务风险	有外部借款	0.1
4	经营业务、产品和地区的分布	海外	0.0
5	内部管理及控制机制	内部管理和控制机制较为完善	0.1
6	管理人员的经验和资历	管理人员的经验较为丰富	0.1
7	对主要客户及银行的依赖	对客户的依赖程度较小	0.0
	合计		0.4

综上所述，企业特有风险定为 0.4%。

(5) Re 的确定

$$Re=Rf+\beta\times RPm+\varepsilon$$

说明		2020年 5-12月	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025及 以后年度
无风险报酬率	rf	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%	2.92%
市场风险溢价	RPm	7.12%	7.12%	7.12%	7.12%	7.12%	7.12%
预期市场风险 系数	$\beta_u$	1.0024	1.0024	1.0024	1.0024	1.0024	1.0024
	杠 杆 率	7,540.11	6,740.11	5,740.11	4,740.11	4,240.11	4,240.11
		43,289.03	43,289.03	43,289.03	43,289.03	43,289.03	43,289.03
		0.17	0.16	0.13	0.11	0.10	0.10
	$\beta_e$	1.1510	1.1365	1.1155	1.0957	1.0858	1.0858
企业个别风险 调整	$\varepsilon$	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
$re=rf+\beta_e\times RPm+\varepsilon$		11.52%	11.41%	11.26%	11.12%	11.05%	11.05%

3、加权平均资本成本定价模型（WACC）

计算公式： $WACC=Rd\times Wd+Re\times We$

类型	说明		2020年 5-12月	2021年 度	2022年 度	2023年 度	2024年 度	2025及 以后年度
权益资本成本 (CAPM)	$re=rf+\beta_e\times ERP+\varepsilon$		11.52%	11.41%	11.26%	11.12%	11.05%	11.05%
加权平均资本成本 (WACC)	股权在总 投资中的 比例	$We$	85.17%	86.53%	88.29%	90.13%	91.08%	91.08%
	债务成本	$rd$	2.06%	1.78%	1.43%	0.94%	0.61%	0.61%
	债务在总 投资中的 比例	$Wd$	14.83%	13.47%	11.71%	9.87%	8.92%	8.92%
	$r=re\times We+rd\times Wd$		10.12%	10.11%	10.11%	10.12%	10.12%	10.12%

(二) 同行业可比交易中折现率情况

爱赛克车业的主营业务为自行车研发、生产和销售。按照证监会行业分类，爱赛克车业属于“制造业——铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业”行业。由于与爱赛克车业实际产品相同的可比上市公司数量有限，并且近几年公开市场无自行车行业并购案例，因此选取“制造业——铁路、船舶、航空航天和其他运

输设备制造业”行业的上市公司并购案例比较。

2019年1月1日以来完成的“制造业——铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业”行业并购重组事件中折现率取值情况统计如下：

上市公司	被收购单位	评估基准日	折现率
航发动力	黎明公司	2019年8月31日	9.70%
	黎阳动力		9.70%
	南方公司		9.70%
中国船舶	江南造船	2019年4月30日	11.58%
	广船国际		9.20%
	黄埔文冲		9.50%
	外高桥造船		10.00%
	中船澄西		10.60%
中国动力	广瀚动力	2019年1月31日	11.70%
	长海电推		11.90%
	中国船柴		-
	武汉船机		-
	河柴重工		-
	陕柴重工		-
	重齿公司		-
平均值			<b>10.36%</b>
上市公司	爱赛克车业	2020年4月30日	10.12%

注：中国船柴、武汉船机、河柴重工、陕柴重工及重齿公司的折现率未公开披露。

从上表可以看出，可比交易案例的折现率取值在 9.70%-11.90%之间，平均值为 10.36%。爱赛克车业本次折现率为 10.12%，在可比交易案例折现率的取值范围内。因此，爱赛克车业折现率取值具有合理性。

### （三）敏感性测试

根据收益法计算数据，折现率变动与股东全部权益价值变动的相关性分析如下表：

变动幅度	-5%	-3%	0%	3%	5%
股权价值（万元）	51,200	50,100	48,400	46,900	45,800
股权价值变动率	5.79%	3.51%	0.00%	-3.10%	-5.37%

由上述分析可见，折现率与股东全部权益价值存在负相关变动关系，折现率取值每上升变动 5%，股东全部权益价值将反向变动约 5.37%。

## 二、补充披露爱赛克车业企业个别风险与凤凰自行车差异较大的原因及合理性。

### （一）企业个别风险评价体系

企业个别风险的确定主要考虑因素包括企业规模、企业所处经营阶段、历史经营状况、主要产品所处的发展阶段、企业经营业务、产品和地区的分布、公司内部管理及控制机制、管理人员的经验和资历以及对主要客户及供应商的依赖等，主要评价体系如下：

序号	叠加内容	说明	取值（%）		
			大型	中型	小型、微型
1	企业规模	企业年营业额、收益能力、职工人数等	0-0.2	0.2-0.5	0.5-1
			盈利	微利	亏损
2	历史经营情况	企业在成立后的主营业务收入、主营业务成本、净利润、销售利润率、人均利润率等	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			较低	中等	较高
3	企业的财务风险	企业的外部借款、对外投资等	0-0.2	0.2-0.6	0.6-1
			海外及全国	国内部分地区	省内
4	企业经营业务、产品和地区的分布	主要产品或服务的市场分布	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			非常完善	一般	不完善
5	企业内部管理及控制机制	包括人员管理制度、财务管理制度、项目管理制度、内部审计制度等	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			丰富	中等	匮乏
6	管理人员的经验和资历	企业各级管理人员的工作时间、工作经历、教育背景、继续教育程度等	0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
			不依赖	较依赖	完全依赖
7	对主要客户及供应商的依赖	对主要客户及供应商的依赖程度	0-0.2	0.2-0.6	0.6-1

## （二）爱赛克车业企业个别风险与凤凰自行车差异较大的原因及合理性

凤凰自行车及爱赛克车业的企业个别风险分别为 2.1、0.4，其计算过程及主要差异原因分析如下：

序号	类别	凤凰自行车	爱赛克车业
1	资产规模	0.40	0.1
2	历史经营情况	0.50	0
3	财务风险	0.20	0.1
4	经营业务、产品和地区的分布	0.20	0.0
5	内部管理及控制机制	0.20	0.1
6	管理人员的经验和资历	0.30	0.1
7	对主要客户及银行的依赖	0.30	0.0
	<b>合计</b>	<b>2.10</b>	<b>0.4</b>

### 1、资产规模

从资产规模角度，凤凰自行车的固定资产规模小于爱赛克车业。同时，报告期的扣非后净利润水平低于爱赛克车业，因此在资产规模的个别风险选取上凤凰自行车高于爱赛克车业。

### 2、历史经营情况

爱赛克车业的主要市场为日本市场，客户较为稳定，爱赛克车业的历史经营整体盈利情况较为稳定。凤凰自行车历史年度的经营呈现一定波动性，2018 年受到共享单车企业 OFO 坏账的影响出现了亏损的情况，因此在历史经营情况个别风险选取上凤凰自行车高于爱赛克车业。

### 3、财务风险

从财务风险角度，凤凰自行车及爱赛克车业均建立健全了相应的财务控制制度并得到有效实施。凤凰自行车的整个经营架构由多家对外投资企业构成，在实际的资金管控调拨上均由母公司进行统筹，相对比较复杂。爱赛克车业在境内仅为单体运作，虽然在日本拥有全资子公司，但整体运作较为独立，并考虑到日本当地的融资成本较低。因此在财务风险的个别风险选取上凤凰自行车高于爱赛克车业。



#### 4、经营业务、产品和地区的分布

凤凰自行车及爱赛克车业均为经营自行车的生产与销售。凤凰自行车的产品分布较广，除了大多数集中在国内之外，产品还外销俄罗斯、印度尼西亚、孟加拉国等亚洲、非洲及东欧地区。爱赛克车业的产品均销往日本市场。结合标的市场的稳定性、成熟度、竞争环境、地缘风险差异等方面综合考虑，在经营业务、产品和地区的分布的个别风险选取上凤凰自行车高于爱赛克车业。

#### 5、内部管理及控制机制

从内部管理及控制机制角度，凤凰自行车及爱赛克车业的内部管理及控制机制均较为完善，但考虑到凤凰自行车的业务结构相对爱赛克车业更为复杂，其对客户、供应商以及渠道的管理相对于爱赛克车业要求更高。故在内部管理及控制机制个别风险选取上凤凰自行车高于爱赛克车业。

#### 6、管理人员的经营和资历

从管理人员的经营和资历角度，凤凰自行车及爱赛克车业的主要管理人员均为自行车生产行业的资深人士，均具有丰富、优秀的行业管理经验。凤凰自行车的业务经营模式中涉及到线上、线下销售，线下销售中又涉及到代理业务、集团业务、团购业务、共享自行车业务、头牌业务等多种业务模式，凤凰自行车对于中层管理人员的要求较高；爱赛克车业的业务经营模式相对简单。故在管理人员的经历和资历个别风险选取上凤凰自行车高于爱赛克车业。

#### 7、对主要客户及银行的依赖

从银行的角度来看，凤凰自行车及爱赛克车业对银行资金有一定需求。两家在银行均拥有一定的授信额度，能够满足业务开拓需要，对于银行依赖较小；从客户依赖角度来看，爱赛克车业主要业务面向日本市场，需求稳定，历史年度的主要客户为日本知名的自行车企业，凤凰自行车的传统自行车客户相对较为分散，但其近年来的共享单车客户销售较大，考虑到共享单车行业企业较为集中，出于谨慎性考虑，在对主要客户及银行的依赖个别风险选取上凤凰自行车高于爱赛克车业。

综上，爱赛克车业个别风险低于凤凰自行车具有合理性。

### 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

经与同行业可比交易进行比较，爱赛克车业本次折现率在可比交易案例折现率的取值范围内，具有合理性；从资产规模、历史经营情况、财务风险、经营业务、内部控制、管理人员等方面比较分析，爱赛克车业个别风险低于凤凰自行车具有合理性。

问题六：申请文件显示，报告期内，爱赛克车业产品以外销为主，营业收入主要来源于日本市场，境外销售收入占营业收入的比例分别为 98.72%、99.38%和 99.33%。凤凰自行车境外销售收入占营业收入的比例分别为 56.03%、39.96%和 23.79%。请你公司：1) 补充披露凤凰自行车各产品境外销售地区、主要客户及其主营业务具体情况。2) 请独立财务顾问和会计师对标的资产报告期内境外销售的业绩真实性进行核查并补充披露业绩真实性核查报告，包括但不限于对其收入真实性、成本费用完整性的核查手段、核查范围以及主要财务报表科目的核查覆盖率。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确结论。

回复：

一、补充披露凤凰自行车各产品境外销售地区、主要客户及其主营业务具体情况

(一) 凤凰自行车境内外销售收入占比情况

报告期内，凤凰自行车主营业务境内外销售收入及占比情况如下：

单位：万元

项目	2020年1-4月		2019年度		2018年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
境内市场	20,729.04	76.21%	41,906.62	60.04%	21,996.94	43.97%
境外市场	6,470.06	23.79%	27,891.61	39.96%	28,025.74	56.03%
合计	<b>27,199.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>69,798.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>50,022.68</b>	<b>100.00%</b>

报告期内，凤凰自行车产品以内销为主，境外销售收入均来源于自行车整车销售业务。报告期内，凤凰自行车境外销售收入占主营业务收入的比例分别为 56.03%，39.96%和 23.79%。

(二) 凤凰自行车境外业务主要国家占比情况

报告期内，凤凰自行车外销产品主要国家的销售收入及占比情况如下：

单位：万元

项 目	2020 年 1-4 月		2019 年度		2018 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
俄罗斯	3,152.82	48.73%	4,519.89	16.21%	3,819.83	13.63%
印度尼西亚	685.64	10.60%	8,395.24	30.10%	7,296.14	26.03%
孟加拉国	652.43	10.08%	5,034.97	18.05%	7,597.37	27.11%
苏丹	415.85	6.43%	339.55	1.22%	250.29	0.89%
埃及	107.53	1.66%	-	-	-	-
瑞士	78.48	1.21%	335.67	1.20%	130.17	0.46%
新加坡	70.95	1.10%	318.12	1.14%	-	-
印度	70.90	1.10%	215.44	0.77%	442.83	1.58%
坦桑尼亚	68.22	1.05%		0.00%	120.88	0.43%
哈萨克斯坦	68.11	1.05%	688.40	2.47%	-	-
其他	1,099.14	16.99%	8,044.33	28.84%	8,368.22	29.86%
<b>合计</b>	<b>6,470.06</b>	<b>100.00%</b>	<b>27,891.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>28,025.74</b>	<b>100.00%</b>

报告期内，凤凰自行车境外销售主要集中在亚洲、非洲及欧洲等地区。2020年1-4月，凤凰自行车的外销业务受疫情影响、供应链及外部市场的不确定性影响，销售有所下降。

### （三）凤凰自行车境外销售主要客户及其业务情况

报告期内，凤凰自行车前五大境外及港澳台地区客户销售、占外销营业收入比例及主营产品情况如下：

单位：万元

年度	序号	客户名称	地区	销售金额	占比	主营产品情况
2020 年 1-4 月	1	LLC LENTA ""	俄罗斯	3,129.42	48.37%	自行车-山地车
	2	P.D.EKOLAN	印度尼西亚	736.91	11.39%	自行车-通勤车
	3	SIRAJ CYCLE INDUSTRIES LTD.	孟加拉国	658.65	10.18%	自行车-通勤车
	4	ATKORE STEEL COMPONENTS,INC.	美国	505.24	7.81%	自行车零部件
	5	BONDS TRADING LIMITED.	香港	435.46	6.73%	自行车-通勤车
	合 计				<b>5,465.68</b>	<b>84.48%</b>
2019	1	P.D.EKOLAN	印度尼西亚	5,138.66	18.42%	自行车-通勤车

年度	2	SIRAJ CYCLE INDUSTRIES LTD.	孟加拉国	5,026.18	18.02%	自行车-通勤车
	3	LLC LENTA""	俄罗斯	4,408.31	15.81%	自行车-山地车
	4	PT.RODA PASIFIK MANDIRI	印度尼西亚	3,945.23	14.14%	自行车-通勤车
	5	ATKORE STEEL COMPONENTS,INC.	美国	2,010.26	7.21%	自行车-零部件
	合计				<b>20,528.64</b>	<b>73.60%</b>
2018年度	1	P.D.EKOLAN	印度尼西亚	7,620.61	27.19%	自行车-通勤车
	2	SIRAJ CYCLE INDUSTRIES LTD.	孟加拉国	7,597.43	27.11%	自行车-通勤车
	3	LLC LENTA""	俄罗斯	3,658.28	13.05%	自行车-山地车
	4	ARAYA GEBREMICHAEL GEBREAMLAK	埃塞俄比亚	1,504.21	5.37%	自行车-山地车
	5	ALWYN LEE	菲律宾	461.78	1.65%	自行车-山地车
	合计				<b>20,842.31</b>	<b>74.37%</b>

## 二、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

标的公司报告期内境外销售收入均来源于自行车整车销售业务，境外销售主要集中在亚洲、非洲及欧洲等地区。

问题七：申请文件显示，截至报告期各期末，爱赛克车业、凤凰自行车应收账款余额占比较大，坏账水平高。请你公司：1) 结合应收账款应收方、具体信用政策、坏账计提政策、截至目前回款情况、逾期应收账款情况及同行业可比公司情况等，补充披露爱赛克车业、凤凰自行车应收账款水平较高的原因及坏账准备计提的充分性、前五大客户与应收账款前五名匹配性。2) 补充披露爱赛克车业、凤凰自行车收入确认时点、收款政策、平均回款时间以及与同行业可比公司是否有明显差异。3) 结合期后回款情况补充披露客户回款的及时性、对爱赛克车业、凤凰自行车现金流的影响。4) 结合行业坏账率水平及标的资产较高坏账情况，补充披露爱赛克车业、凤凰自行车是否具有较高的应收账款收回风险，未在评估中考虑信用减值风险和坏账风险的合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合应收账款应收方、具体信用政策、坏账计提政策、截至目前回款情况、逾期应收账款情况及同行业可比公司情况等，补充披露爱赛克车业、凤凰自行车应收账款水平较高的原因及坏账准备计提的充分性、前五大客户与应收账款前五名匹配性。

#### (一) 爱赛克车业的应收账款情况

##### 1、应收账款情况

报告期各期末，爱赛克车业应收账款余额变化情况如下：

单位：万元

项目	2020年4月30日	2019年12月31日	2018年12月31日
应收账款账面余额	10,042.84	7,852.50	7,527.42
预期信用损失	344.07	298.77	307.89
账面净值	9,698.77	7,553.73	7,219.53
营业收入	26,989.84	52,787.22	50,208.64
占营业收入比例	12.40%	14.88%	14.99%

注：截至2020年4月末，应收账款账面余额占营业收入比例按年化披露

报告期各期末，爱赛克车业的前五大应收账款客户构成情况如下：

单位：万元

时间	公司名称	关联关系	余额	占应收账款余额的比例	销售排名
2020年 4月30日	祭本自転車株式会社	非关联方	2,117.49	21.08%	第1名
	イオンバイク(株) 永旺自行车	非关联方	1,083.15	10.79%	第2名
	HODAKA 株式会社	非关联方	932.72	9.29%	第3名
	株式会社大和	非关联方	506.87	5.05%	第6名
	株式会社オリンピック（奥林匹克）	非关联方	454.70	4.53%	第7名
	<b>合计</b>		<b>5,094.93</b>	<b>50.73%</b>	
2019年 12月31日	祭本自転車株式会社	非关联方	2,498.19	31.81%	第1名
	イオンバイク(株)永旺自行车	非关联方	601.36	7.66%	第2名
	HODAKA 株式会社	非关联方	575.93	7.33%	第4名
	株式会社 サカモトテクノ坂本	非关联方	512.16	6.52%	第3名
	株式会社オリンピック（奥林匹克）	非关联方	354.37	4.51%	第13名
	<b>合计</b>		<b>4,542.01</b>	<b>57.84%</b>	
2018年 12月31日	祭本自転車株式会社	非关联方	3,221.56	42.80%	第1名
	HODAKA 株式会社	非关联方	477.28	6.34%	第3名
	イオンバイク(株) 永旺自行车	非关联方	534.35	7.10%	第2名
	株式会社 サカモトテクノ坂本	非关联方	359.45	4.78%	第4名
	株式会社オリンピック（奥林匹克）	非关联方	266.63	3.54%	第13名
	<b>合计</b>		<b>4,859.28</b>	<b>64.55%</b>	

从上表可以看出，爱赛克车业报告期内的前五大应收账款客户基本为其前五大客户，存在匹配性。

## 2、信用政策

爱赛克车业最主要的收入是自行车整车的销售收入。爱赛克车业已经与主要客户建立了长期稳定的合作关系，对于长期合作的主要客户提供了合理的信用期限，一般给予 30-60 天的信用期限。报告期内，爱赛克车业主要客户的信用期具体如下：

项目	客户名称	信用期
1	祭本自転車株式会社	30天

项目	客户名称	信用期
2	永旺自行车	60天
3	HODAKA株式会社	60天
4	朝日自行车株式会社	60天
5	坂本株式会社	60天

### 3、坏账计提政策

爱赛克车业应收账款计提坏账准备的政策如下：

#### (1) 2018 年度

##### ①单项金额重大并单独计提坏账准备的应收款项

单项金额重大的判断依据或金额标准	单项金额大于 500 万元
单项金额重大并单独计提坏账准备的计提方法	当存在客观证据表明公司将无法按应收款项的原有条款收回所有款项时，根据该款项预计未来现金流量现值低于其账面价值的差额，单独进行减值测试，计提坏账准备。

##### ②按信用风险特征组合计提坏账准备的应收款项

确定组合的依据

按款项账龄的组合	对于单项金额不重大的应收款项及经单独测试后未减值的金额重大的应收款项(除应收子公司款项和确信可收回款项外)一起按账龄作为信用风险特征划分为若干组合。根据以前年度与之相同或相类似的、具有类似信用风险特征的应收款项组合的实际损失率为基础，结合现时情况确定本年度各项组合计提坏账准备的比例，据此计算本年度应计提的坏账准备。
关联方组合	将关联方间的应收款项划分为这一组合。

按组合计提坏账准备的计提方法

按款项账龄的组合	账龄分析法
关联方组合	关联方间款项确信可以收回，不计提坏账准备

组合中，采用账龄分析法计提坏账准备的：

境内账龄	应收账款计提比例%	其他应收款计提比例%
1 年以内	5	5
1~2 年	25	25



境内账龄	应收账款计提比例%	其他应收款计提比例%
2~3 年	50	50
3 年以上	100	100
境外账龄	应收账款计提比例%	其他应收款计提比例%
1 年以内（含）	1	-
1 年以上	单独认定	-

单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收款项：

单项计提坏账准备的理由	当存在客观证据表明本公司将无法按应收款项的原有条款收回所有款项时，确认相应的坏账准备。
坏账准备的计提方法	根据该款项预计未来现金流量现值低于其账面价值的差额，单独进行减值测试，计提坏账准备。

## （2）2019 年度及 2020 年 1-4 月

公司 2019 年 1 月 1 日起应收款项坏账准备的确认标准和计提方法如下：

信用风险显著增加的评估及预期信用损失的计算均涉及前瞻性信息。公司通过进行历史数据分析，识别出影响各业务类型信用风险及预期信用损失的关键经济指标。

当单项金融资产无法以合理成本评估预期信用损失的信息时，公司依据信用风险特征将应收款项划分为若干组合，在组合基础上计算预期信用损失，确定组合的依据如下：

项目	确定组合的依据	计量预期信用损失的方法
应收账款—信用风险特征组合	账龄组合（除单项计提坏账准备及合并范围内关联方的款项以外）	参考历史信用损失经验，结合当前状况以及对未来经济状况的预测，编制应收账款逾期天数与整个存续期预期信用损失率对照表，计算预期信用损失。
	合并范围内关联方组合	公司及各子公司间应收账款确信可以收回，不计提坏账准备。

对于划分为组合的应收账款，公司参考历史信用损失经验，结合当前状况以及对未来经济状况的预测，编制应收账款逾期天数与整个存续期预期信用损失率对照表，计算预期信用损失。

## 4、期后回款情况

报告期内，爱赛克车业的应收款项的期后回款情况如下：

单位：万元

时 点	期末应收 账款余额	期后回款情况							
		2 个月以内		3-6 个月		7-12 个月		12 个月以上	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
2020 年 4 月 30 日	10,042.84	9,978.44	99.36%	-	-	-	-	-	-
2019 年 12 月 31 日	7,852.50	7,784.02	99.13%	-	-	-	-	-	-
2018 年 12 月 31 日	7,527.42	7,219.98	95.92%	240.67	3.20%	0.16	0.00%	-	-

注：2020 年 4 月 30 日应收账款的期后回款情况为截至 2020 年 8 月 31 日的回款金额

爱赛克车业的应收账款期后回款情况良好，绝大部分应收账款的回款时间在 2 个月以内，符合其结算政策和信用期约定。爱赛克车业的应收款项的期后回款情况与公司的结算政策、信用期约定基本一致，回款的付款方与交易对应的具体客户一致。

## 5、同行业可比公司情况

爱赛克车业的应收账款主要按照账龄进行计提，其应收账款信用损失计提政策与可比上市公司对比如下：

账龄	爱赛克车业	深中华 A	中路股份	新日股份	信隆健康
1 年以内	1.00%，5.00%	0.3%	5.00%	5.00%	3 个月内：3%；3 个月-1 年：5%
1 至 2 年	25.00%	0.3%	10.00%	20.00%	10%
2 至 3 年	50.00%	0.3%	30.00%	50.00%	15%
3 年以上	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	3-4 年：20%； 4-5 年：50%； 5 年以上：100%

由上表可知，爱赛克车业的应收账款预期信用损失的计提比例均高于或等于同行业可比上市公司的标准，坏账政策较为谨慎。

## （二）凤凰自行车的应收账款情况

### 1、应收账款情况

报告期各期末，凤凰自行车应收账款余额及账面价值变化情况如下：

单位：万元

项目	2020年4月30日	2020年1月1日	2018年12月31日
应收账款账面余额	21,087.72	17,904.86	19,835.99
预期信用损失	9,000.01	8,709.95	8,514.29
账面价值	12,087.71	9,194.91	11,321.71
应收账款账面价值占营业收入比例	13.73%	12.05%	20.96%

注：2020年4月30日的应收账款余额占营业收入比例与应收账款账面价值占营业收入比例均已作年化处理

报告期各期末，凤凰自行车的前五大应收账款客户构成情况如下：

单位：万元

项目	公司名称	关联关系	余额	占应收账款余额的比例	销售排名
2020年 4月30日	上海钧丰网络科技有限公司	非关联方	7,163.66	33.97%	第1名
	东峡大通（北京）管理咨询有限公司	非关联方	3,605.31	17.10%	已全额计提坏账，非有效应收账款
	PHOENIX JAPAN CO.,LTD对外的应收账款集合	非关联方	1,010.44	4.79%	已全额计提坏账，非有效应收账款
	上海海牙湾贸易有限公司	非关联方	592.97	2.81%	第6名
	OFO (HK) LIMITED	非关联方	504.94	2.39%	已全额计提坏账，非有效应收账款
	小计		<b>12,877.31</b>	<b>61.06%</b>	
2019年 12月31日	东峡大通（北京）管理咨询有限公司	非关联方	3,605.31	20.14%	已全额计提坏账，非有效应收账款
	上海钧丰网络科技有限公司	非关联方	2,313.26	12.92%	第2名
	SIRAJ CYCLE INDUSTRIES LTD.	非关联方	1,511.96	8.44%	第4名
	P.D.EKOLAN	非关联方	1,337.21	7.47%	第3名
	PHOENIX JAPAN CO.,LTD对外的应收账款集合	非关联方	998.86	5.58%	已全额计提坏账，非有效应收账款
	小计		<b>9,766.60</b>	<b>54.55%</b>	

项目	公司名称	关联关系	余额	占应收账款余额的比例	销售排名
2018年 12月31日	东峡大通（北京）管理咨询有限公司	非关联方	6,869.69	34.63%	已全额计提坏账，非有效应收账款
	SIRAJ CYCLE INDUSTRIES LTD.	非关联方	2,108.21	10.63%	第2名
	P.D.EKOLAN	非关联方	1,647.66	8.31%	第1名
	ARAYA GEBREMICHAEL GEBREAMLAK	非关联方	1,011.89	5.10%	第7名
	PHOENIX JAPAN CO.,LTD对外的 应收账款集合	非关联方	982.68	4.95%	已全额计提坏账，非有效应收账款
	小计		<b>12,620.13</b>	<b>63.62%</b>	

由上表可知，凤凰自行车的应收账款前五名中有较多的是账龄较长已全额计提坏账准备或者专项计提坏账准备的账款，上述坏账主要是报告期前形成的OFO坏账及存续10年以上的坏账，不属于有效的应收账款。剔除上述影响因素，剩余应收账款均为凤凰自行车报告期内主要客户。

## 2、信用政策

凤凰自行车已经与主要客户建立了长期稳定的合作关系，对于长期合作的主要客户提供了合理的信用期限。除给予共享单车客户哈啰75天的信用账期外，一般境内客户给予月结30天的信用账期，境外客户给予月结60天的信用账期。报告期内，凤凰自行车和主要客户的信用政策如下：

项目	客户名称	信用期
1	上海钧丰网络科技有限公司	75天
2	广州骑安科技有限公司及其关联方	45天
3	LLC LENTA""	60天
4	P.D.EKOLAN	60天
5	SIRAJ CYCLE INDUSTRIES LTD.	60天

## 3、坏账计提政策

凤凰自行车应收账款计提坏账准备的政策如下

### (1) 2018年度

①单项金额重大并单独计提坏账准备的应收款项

单项金额重大的判断依据或金额标准	单项金额大于 500 万元
单项金额重大并单独计提坏账准备的计提方法	当存在客观证据表明公司将无法按应收款项的原有条款收回所有款项时，根据该款项预计未来现金流量现值低于其账面价值的差额，单独进行减值测试，计提坏账准备。

②按信用风险特征组合计提坏账准备的应收款项

确定组合的依据

账龄组合	对于单项金额不重大的应收款项及经单独测试后未减值的金额重大的应收款项(除应收上海凤凰企业(集团)股份有限公司合并范围内关联方款项和确信可收回款项外)一起按账龄作为信用风险特征划分为若干组合。根据以前年度与之相同或相类似的、具有类似信用风险特征的应收款项组合的实际损失率为基础，结合现时情况确定本年度各项组合计提坏账准备的比例，据此计算本年度应计提的坏账准备。
确信可以收回组合	将应收账款中账龄短且期后即收回的款项划分为这一组合。
上海凤凰企业(集团)股份有限公司合并范围内关联方组合	将上海凤凰企业(集团)股份有限公司合并范围内关联方之间的应收款项划分为这一组合。
应收票据组合	未逾期的应收票据。(注)

注：逾期的应收票据应转入应收账款，根据应收账款的政策计提坏账，且账龄应当连续计算。

按组合计提坏账准备的计提方法

按款项账龄的组合	账龄分析法
确信可以收回组合	确信可以收回的款项，不计提坏账准备
上海凤凰企业(集团)股份有限公司合并范围内关联方组合	上海凤凰企业(集团)股份有限公司合并范围内关联方之间的款项确信可以收回，不计提坏账准备。
应收票据组合	结合承兑人、背书人、出票人以及其他债务人的信用风险，银行承兑汇票不计提坏账准备；商业承兑汇票则根据其未来现金流量现值低于其账面价值的差额计提坏账准备

组合中，采用账龄分析法计提坏账准备的：

账龄	应收账款计提比例%	其他应收款计提比例%
1 年以内	5	5

账龄	应收账款计提比例%	其他应收款计提比例%
1~2 年	25	25
2~3 年	50	50
3 年以上	100	100

单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收款项：

单项计提坏账准备的理由	当存在客观证据表明公司将无法按应收款项的原有条款收回所有款项时，确认相应的坏账准备。
坏账准备的计提方法	根据该款项预计未来现金流量现值低于其账面价值的差额，单独进行减值测试，计提坏账准备。

(2) 2019 年度及 2020 年 1-4 月

公司 2019 年 1 月 1 日起应收款项坏账准备的确认标准和计提方法如下：

信用风险显著增加的评估及预期信用损失的计算均涉及前瞻性信息。公司通过进行历史数据分析，识别出影响各业务类型信用风险及预期信用损失的关键经济指标。

当单项金融资产无法以合理成本评估预期信用损失的信息时，公司依据信用风险特征将应收款项划分为若干组合，在组合基础上计算预期信用损失，确定组合的依据如下：

项目	确定组合的依据	计量预期信用损失的方法
应收账款—信用风险特征组合	账龄组合（除单项计提坏账准备及上海凤凰企业（集团）股份有限公司合并范围内关联方之间的款项以外）	参考历史信用损失经验，结合当前状况以及对未来经济状况的预测，编制应收账款逾期天数与整个存续期预期信用损失率对照表，计算预期信用损失。
	上海凤凰企业（集团）股份有限公司合并范围内关联方组合	上海凤凰企业（集团）股份有限公司合并范围内关联方之间应收账款确信可以收回，不计提坏账准备。

对于划分为组合的应收账款，公司参考历史信用损失经验，结合当前状况以及对未来经济状况的预测，编制应收账款逾期天数与整个存续期预期信用损失率对照表，计算预期信用损失。

#### 4、期后回款情况

由于凤凰自行车存在 2017 年度及以前年度销售 OFO 共享单车形成的应收账款以及账龄在 3 年以上的历史遗留应收账款，针对前述应收账款已全额计提坏账准备，报告期内各期末具体情况如下：

单位：万元

项目	2020年4月30日	2019年12月31日	2018年12月31日
应收账款期末余额	22,824.01	18,205.09	19,835.99
减：单项计提坏账准备的应收账款期末余额	5,379.94	5,363.34	8,604.52
减：3年以上全额计提坏账准备应收账款期末余额	3,140.50	3,107.62	3,037.34
有效应收账款期末余额	14,303.57	9,734.13	8,194.13

报告期内各期末，剔除凤凰自行车已全额计提坏账准备后的有效应收款项的期后回款情况如下：

单位：万元

时点	有效应收账款期末余额	期后回款情况							
		2个月以内		3-6个月		7-12个月		12个月以上	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
2020年4月30日	14,303.57	8,446.75	59.05%	4,236.27	29.62%	-	-	-	-
2019年12月31日	9,734.13	5,355.49	55.02%	2,602.82	26.74%	248.62	2.55%	-	-
2018年12月31日 <sup>注</sup>	8,194.13	5,052.62	61.66%	2,017.21	24.62%	690.29	8.42%	297.65	3.63%

注：2020年4月30日应收账款的期后回款情况为截至2020年8月31日的回款金额。凤凰自行车的应收账款期后回款情况良好，绝大部分账龄较短的应收账款的回款时间在6个月以内，符合其结算政策和信用期约定。凤凰自行车的应收款项的期后回款情况与公司的结算政策、信用期约定基本一致，回款的付款方与交易对应的具体客户一致。未回款部分主要系2017年度及以前年度销售OFO共享单车形成的应收账款以及账龄在3年以上的历史遗留应收账款。

## 5、同行业可比公司情况

凤凰自行车的应收账款主要按照账龄进行计提，其应收账款信用损失计提政策与可比上市公司对比如下：

账龄	凤凰自行车	深中华 A	中路股份	新日股份	信隆健康
1年以内	5.00%	0.3%	5.00%	5.00%	3个月内：3%； 3个月-1年：5%
1至2年	25.00%	0.3%	10.00%	20.00%	10%

账龄	凤凰自行车	深中华 A	中路股份	新日股份	信隆健康
2 至 3 年	50.00%	0.3%	30.00%	50.00%	15%
3 年以上	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	3-4 年：20%； 4-5 年：50%； 5 年以上：100%

由上表可知，凤凰自行车的应收账款预期信用损失的计提比例均高于或等于同行业可比上市公司的标准，坏账政策较为谨慎。

二、补充披露爱赛克车业、凤凰自行车收入确认时点、收款政策、平均回款时间以及与同行业可比公司是否有明显差异。

### （一）爱赛克车业的收入确认情况

#### 1、收入确认时点

##### （1）2018-2019 年度

##### ①内销收入

按合同约定收到货款，且已发出商品，买方已确认收货，相关收入和成本能可靠计量时，确认销售收入。

##### ②外销收入

按 FOB 模式确认收入：公司按照客户订单备货，由第三方运输公司将货物运至港口进行报关，在第三方公司完成报关手续，取得报关单以及提单/货代公司收货凭证后，根据报关单和提单/货代公司收货凭证的时间作为收入确认的时点。

##### （2）2020 年 1 月 1 日开始

##### ①内销收入

爱赛克将商品按照协议合同规定运至约定交货地点，或客户支付货款后自行提货。客户取得商品的控制权后，确认销售收入。

##### ②外销收入

按 FOB 模式确认收入：公司按照客户订单备货，由第三方运输公司将货物运至港口进行报关，在第三方公司完成报关手续，取得报关单以及提单/货代公司收货凭证后，根据报关单和提单/货代公司收货凭证的时间作为收入确认的时点。



## 2、收款政策

爱赛克车业一般采用给予客户一定信用账期的收款政策。

## 3、平均回款时间

报告期内，爱赛克车业的应收账款周转率和周转天数情况如下：

资产周转能力指标	2020年1-4月	2019年度	2018年度
应收账款周转率（次/年）	9.05	6.86	6.13
应收账款周转天数（天）	40.33	53.21	59.54

注：应收账款周转天数=365/应收账款周转率

报告期各期，爱赛克车业应收账款周转率分别为 6.13 次、6.86 次和 9.05 次（年化），处于较高水平且逐年提升，应收账款平均回款时间分别为 59.54 天、53.21 天、40.33 天，与爱赛克车业对主要客户的应收账款账期基本相符，爱赛克车业对应收账款管控较好，货款回收情况较好，年末应收账款规模控制在较为理想水平。2020 年 1-4 月，由于是销售旺季，营业收入较高，爱赛克车业应收账款周转率有所增长，平均回款天数有所降低。

## （二）凤凰自行车的收入确认情况

### 1、收入确认时点

#### （1）产品销售收入

凤凰自行车的产品销售收入分为国内销售、国外销售以及网络销售。通常凤凰自行车接到产品需求后，将进行采购和生产计划。产品完工入库后，按客户需求时间由仓库安排发货。其中：

- a、国内销售：于货物出仓后，开具发票，并同时确认销售收入；
- b、国外销售：于货物发出并取得提单之日确认销售收入；
- c、网络销售：于用户确认收货时确认收入。

#### （2）房地产租赁收入

通常凤凰自行车会根据租赁合同约定的租金和收款期，分期确认租赁收入。

## 2、收款政策

报告期内，凤凰自行车对于长期合作的主要客户提供了合理的信用期限，除给予共享单车客户哈啰 75 天的信用账期外，一般境内客户给予月结 30 天的信用账期，境外客户给予月结 60 天的信用账期。

### 3、平均回款时间

报告期内，凤凰自行车的应收账款周转率和周转天数情况如下：

资产周转能力指标	2020年1-4月	2019年度	2018年度
应收账款周转率（次/年）	7.58	7.34	3.59
应收账款周转天数（天）	48.15	49.73	101.67

注：应收账款周转天数=365/应收账款周转率

报告期各期，凤凰自行车应收账款周转率分别为 3.59 次、7.34 次和 7.58 次（年化），处于较高水平且逐年提升，应收账款平均回款时间分别为 101.67 天、49.73 天、48.15 天，与凤凰自行车对主要客户的应收账款账期基本相符。2018 年度的应收账款周转率较低主要是由于 2017 年的应收账款的净额较高所致。

2019 年度与 2020 年 1-4 月，凤凰自行车收入逐步增长，应收账款周转率提升较快，主要原因为 2019 年与 2020 年 1-4 月凤凰自行车对应收账款管控较好，货款回收情况较好，年末应收账款规模控制在较为理想的水平。

#### （三）同行业可比公司情况

报告期内，同行业可比上市公司的应收账款周转率情况如下：

公司简称	股票代码	2020年1-4月	2019年度	2018年度
		应收账款 周转率（次/年）	应收账款 周转率（次/年）	应收账款 周转率（次/年）
中路股份	600818.SH	17.72	23.60	12.29
深中华	000017.SZ	0.76	2.25	4.13
新日股份	603787.SH	8.28	28.45	44.65
信隆健康	002105.SZ	2.52	4.61	3.72
平均数		<b>7.32</b>	<b>14.73</b>	<b>16.20</b>
爱赛克车业		9.05	6.86	6.13
凤凰自行车		7.58	7.34	3.59

数据来源：wind 金融终端，因同行业上市公司未披露 2020 年 1-4 月财务数据，相关财务指标为 2020 年一季报数据年化处理。爱赛克车业及凤凰自行车 2020 年 1-4 月应收账款周转率已年化。

报告期各期，标的公司同行业可比公司应收账款周转率水平相差较大，主要原因系各可比公司之间在业务结构、结算模式等方面均存在显著差异，且财务状

况缺乏可比性。报告期内，爱赛克车业应收账款周转率分别为 6.13 次、6.86 次和 9.05 次（年化），凤凰自行车应收账款周转率分别为 3.59 次、7.34 次和 7.58 次（年化），处于同行业可比公司应收账款周转率区间范围内且逐年提升，与标的公司对主要客户的应收账款账期基本相符，具备商业合理性。

### **三、结合期后回款情况补充披露客户回款的及时性、对爱赛克车业、凤凰自行车现金流的影响。**

#### **（一）对爱赛克车业现金流的影响**

爱赛克车业的应收账款期后回款情况良好，95%以上应收账款的回款时间在 2 个月以内，符合其结算政策和信用期约定。爱赛克车业的应收款项的期后回款情况与公司的结算政策、信用期约定基本一致，回款的付款方与交易对应的具体客户一致。

当期收到客户的款项计入销售商品、提供劳务收到的现金，与当期的销售情况一致，对经营活动现金流无较大影响。

#### **（二）对凤凰自行车现金流的影响**

凤凰自行车的应收账款期后回款情况良好，绝大部分账龄较短的应收账款的回款时间在 6 个月以内，符合其结算政策和信用期约定。凤凰自行车的应收款项的期后回款情况与公司的结算政策、信用期约定基本一致，回款的付款方与交易对应的具体客户一致。未回款部分主要系 2017 年度及以前年度销售 OFO 共享单车形成的应收账款以及账龄在 3 年以上的历史遗留应收账款。

当期收到客户的款项计入销售商品、提供劳务收到的现金，与当期的销售情况一致，对经营活动现金流无较大影响。

### **四、结合行业坏账率水平及标的资产较高坏账情况，补充披露爱赛克车业、凤凰自行车是否具有较高的应收账款收回风险，未在评估中考虑信用减值风险和坏账风险的合理性**

#### **（一）资产减值不直接影响企业的现金流，进而不影响收益法估值水平**

企业的资产减值是根据企业的会计政策计提的，当确认为资产损失时，才影

响企业的现金流，而正常计提的资产减值不影响企业的现金流，因此不会影响标的公司收益法估值水平。

## （二）企业的历史应收帐款造成资产损失的风险较小

### 1、爱赛克车业的实际坏账情况

爱赛克车业的单项应收账款出现明显减值迹象时被划分为单项计提信用损失的应收账款，按 100% 计提。报告期内，单项计提信用损失的应收账款账面余额分别为 60.70 万元、62.48 万元和 64.40 万元，均为日本丸石的应收账款，账龄较长，回款存在重大不确定性，已全额计提信用损失，金额较小，对公司应收账款的回款不形成较大的风险。

### 2、凤凰自行车的实际坏账情况

报告期各期末，凤凰自行车的应收账款单项计提预期信用损失的组成情况如下：

单位：万元

项目	2020 年 4 月 30 日	2020 年 1 月 1 日	2019 年 1 月 1 日
与 OFO 单车相关的应收账款	4,731.61	4,715.01	4,703.80
超过 10 年账龄应收账款	3,466.60	3,433.72	3,363.44
<b>合 计</b>	<b>8,198.21</b>	<b>8,148.73</b>	<b>8,067.24</b>
<b>剔除上述应收账款后的金额</b>	<b>12,889.51</b>	<b>9,756.13</b>	<b>11,768.75</b>

凤凰自行车的单项计提应收账款预期信用损失主要由两类特殊组合构成：

（1）一类是单项应收账款出现明显减值迹象，如涉及诉讼或预计收款困难等，将被划分为单项计提信用损失的应收账款，按 100% 计提。由于 2018 年 OFO 单车因现金流问题遭到供应商挤兑，行业内相关的供应商均存在无法收回货款的情况，凤凰自行车按照单项认定计提信用损失，报告期各期的信用损失计提金额分别为 4,703.80 万元、4,715.01 万元和 4,731.61 万元；

（2）另一类是超过 10 年以上账龄的历史遗留应收账款，按照 100% 计提的信用损失，报告期各期的金额分别为 3,363.44 万元、3,433.72 万元和 3,466.60 万元。

剔除上述两项应收账款后，报告期内，正常运营所产生的应收账款发生坏账损失的风险较小。

凤凰自行车无重大的应收账款收回风险，同时剔除 OFO 业务以及历史遗留应收账款影响后凤凰自行车亦无重大的应收账款收回风险，故本次评估假设未来年度不发生重大的坏账损失，同时对于凤凰自行车从事的共享业务及童车业务的增长来带的风险，本次评估通过在折现率的个别风险中加以考虑的方式进行考虑风险及折现补偿，具有合理性。

综上，从本次评估的估值模型以及企业的实际经营情况上看，未来不考虑对资产减值损失的预测是合理的。

### （三）同行业可比公司情况

报告期内，同行业可比公司坏账率水平情况如下：

公司简称	股票代码	2020年4月30日	2019年12月31日	2018年12月31日
		单项计提的坏账准备占应收账款账面价值的比例	单项计提的坏账准备占应收账款账面价值的比例	单项计提的坏账准备占应收账款账面价值的比例
中路股份	600818.SH	未披露	32.63%	8.39%
深中华	000017.SZ	未披露	10.37%	6.49%
新日股份	603787.SH	未披露	0.00%	0.00%
信隆健康	002105.SZ	未披露	3.48%	2.78%
平均数		未披露	<b>11.62%</b>	<b>4.42%</b>
爱赛克车业		<b>0.64%</b>	<b>0.80%</b>	<b>0.81%</b>
凤凰自行车（注）		<b>6.22%</b>	<b>5.75%</b>	<b>3.80%</b>

注：凤凰自行车单项计提坏账占比系剔除 OFO 业务以及历史遗留应收账款影响后，正常运营所产生的应收账款单项计提坏账的比例。

由上表可知，标的公司爱赛克车业及凤凰自行车报告期各期末单项计提的坏账准备占当期应收账款账面价值的比例低于同行业可比公司平均水平，标的公司坏账率处于较低水平，且与标的公司的销售规模与业务规模增长趋势相符。

### 五、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：

- 1、爱赛克车业、凤凰自行车应收账款水平较高有合理的原因，坏账准备计提充分、前五大客户与应收账款前五名相匹配；
- 2、爱赛克车业、凤凰自行车收入确认时点、收款政策、平均回款时间以及

与同行业可比公司无明显差异；

3、爱赛克车业和凤凰自行车当期收到客户的款项计入销售商品、提供劳务收到的现金，与当期的销售情况一致，对经营活动现金流无较大影响；

4、从本次评估的估值模型以及企业的实际经营情况上看，未来不考虑对资产减值损失的预测是合理的。

问题八：申请文件显示：1) 爱赛克车业股东全部权益截至评估基准日 2020 年 4 月 30 日的评估值为 48,400.00 万元，经审计合并报表股东权益为 7,262.89 万元，评估增值 41,137.11 万元，增值率为 566%。2) 在评估基准日 2020 年 4 月 30 日，天津爱赛克车业有限公司的股东全部权益评估为增值率 493%。请你公司：补充披露申请文件前后不一致的原因。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

### 一、申请文件前后不一致的原因

根据上海财瑞资产评估有限公司出具的《上海凤凰企业（集团）股份有限公司拟发行股份及支付现金购买资产行为涉及的天津爱赛克车业有限公司股东全部权益价值评估报告》（沪财瑞评报字（2020）第 2050 号），爱赛克车业评估情况如下：

单位：元

项目	爱赛克车业（母公司）	爱赛克车业（合并）
资产总额	323,388,440.02	378,095,384.60
负债总额	241,809,319.09	305,466,475.07
股东全部权益	81,579,120.93	72,628,909.53
评估值	484,000,000.00	
增值率	493%	566.40%

重组报告书“第六节 标的资产评估情况”中“经按照收益途径，采用现金流折现方法（DCF）对天津爱赛克车业有限公司的股东全部权益价值进行评估，在评估基准日 2020 年 4 月 30 日，天津爱赛克车业有限公司的股东全部权益账面价值为 81,579,120.93 元，评估价值为 484,000,000.00 元，增值率 493%”为爱赛克车业母公司计算口径下的增值率。重组报告中其余出现爱赛克车业增值率为 566% 的部分均为合并口径，并已于重组报告中注明。

综上，申请文件前后增值率披露不一致的原因为评估增值率计算的口径采用的母公司单体报表净资产及合并报表归属于母公司净资产的差异所致。

## 二、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：申请文件前后增值率披露不一致的原因为评估增值率计算的口径采用的母公司单体报表净资产及合并报表归属于母公司净资产的差异所致。

（以下无正文）



(本页无正文, 为上海财瑞资产评估有限公司关于中国证券监督管理委员会关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》(202174 号) 资产评估相关问题回复的核查意见之盖章页)

