（上接 77 版）

D/E:被评估企业自身资本结构比率。

将被评估单位 β L=1.2196 作为计算被评估单位 WACC 的 β。

（3）市场风险溢价的确定

市场风险溢价是市场投资报酬率与无风险报酬率之差。其中，市场投资报酬率以上海证券交易所和深圳证券交易所股票交易价格指数为基础，选取 1992 年至 2025 年 12 月 31 日的年化收益率为基础计算加权平均值，无风险报酬率取 2025 年 12 月 31 日 10 年期以上国债的平均到期收益率，市场风险溢价为市场投资报酬率与无风险报酬率之差，即市场风险溢价为 5.87%。

3、企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数通常需考虑下列因素：

（1）企业所处经营阶段；

（2）历史经营状况；

（3）企业的财务风险；

（4）企业业务市场的连续性；

（5）企业经营业务、服务和地区的分布；

（6）企业内部管理及控制机制；

（7）管理人员的经验和资历；

（8）对主要客户及供应商的依赖。

个别风险分析如下：集成电路目前该行业处于快速发展阶段，其客户的质量对该公司发展至关重要，具有一定的经营风险；广东全芯半导体有限公司相比于上市公司而言规模较小，存在一定的规模风险；公司需要投入一定的资金完成剩余设备的采购，存在一定的财务风险。因此，综合上述因素确定广东全芯半导体有限公司个别风险为 3.36%。

4、权益资本成本的确定：

Re=2.26%+1.2196×5.87%+3.36%

=12.78%

5、债权期望回报率的确定

本次按照被评估单位与中国银行松山湖支行、东莞银行等借款合同的综合利率 3.09% 作为被评估单位债权年期利率。

6、WACC 的确定

WACC=（Re×We）+（Rd×（1－T）×Wd）

=12.78%×76.27%+3.09%×（1－13.43%）×23.73%

=10.38%（保留 2 位小数）

本次评估折现率为 10.38%。

收益法评估结果

经收益法评估，广东全芯评估基准日 2025 年 12 月 31 日股东全部权益价值评估值如下：

金额单位：人民币万元

行次	项目 / 年度	预测数据					
		2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续期
1	企业自由现金流量	－1,275.16	2,332.28	1,818.41	4,145.09	3,770.96	6,075.34
2	折现率	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%	10.38%
3	折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
4	折现系数	0.9518	0.8623	0.7812	0.7078	0.6412	6.1773
5	收益现值	－1,213.72	2,011.15	1,420.58	2,933.71	2,417.94	37,528.98
6	企业自由现金流现值	45,098.65					
7	溢余资产 / 非经营性资产（负债）	－0.33					
8	企业整体价值	45,098.32					
9	付息债务评估值	14,032.04					
10	股东全部权益价值评估值	31,066.30					

广东全芯半导体有限公司采用收益法评估，在评估基准日 2025 年 12 月 31 日企业股东全部权益的市场价值为人民币 31,066.30 万元。

（五）加工费收入 2026 年预测同比增长 3,542% 分析

1、广东全芯半导体有限公司原有存储封装工序委托外部第三方加工，产生额外加工成本。子公司广东全芯集成电路有限公司肇庆工厂封装产线 2025 年 6 月投产后，公司将原有外发封装订单全部转回内部自产，原本对外支付的加工费转化为内部加工业务收入，直接增厚加工费板块营收，实现存量业务内部转化增收。肇庆工厂也对外承接外协封装订单，子公司 2026 年 4 月营业收入为 2,560.00 万元，“内部配套替代外协成本 + 对外承接外协封装订单”两条路径实现增收。

2、3,542% 仅为阶段性短期高速增长，核心源于 2025 年产线投产初期基数低，截至 2025 年 12 月加工费营收为 109.82 万元；2026 年 1 月至 2026 年 4 月加工费营收达 2,560.00 万元；截止 2026 年 4 月，另有 1,200.00 万元在手订单仍在加工中，两者合计 3,760.00 万元，占全年加工费预测收入 4,000.00 万元的 94%，属于产能从开始到规模化量产的阶段性增长。

（六）收入增长较大的说明原因

广东全芯半导体有限公司 2024–2025 年营业收入增长率为 111%，2026 年 1 月至 2026 年 4 月实现营业收入人民币 1.67 亿元，预测期收入增长率如下：

营业收入增长率	2026年度	2027年度	2028年度	2029年度	2030年度	永续期
	44.09%	18.31%	13.23%	7.50%	4.76%	0.00%

1、增收路径：肇庆封装工厂投产，依托内部自研配套降本 + 外部承接外协封装订单双路径增收。子公司广东全芯 2026 年 4 月营收 2900 万元，其中外部加工费收入 2000 万元，在手订单 1,200.00 万元还在加工中，外协业务变现能力较强。

2、行业大盘：剔除 ST 后 654 家计算机通信电子设备制造业上市企业，2025 年营收增速均值 41%、中位数 23%；2026 年一季度增速均值 38%、中位数 28%，行业整体维持高增长态势。

3、全球存储赛道：行业进入行周期，机构大幅上修市场规模预期，2026 年全球存储器产值由 5516 亿美元上调至 8893 亿美元，同比增幅超 130%；2027 年市场规模预计突破 1.28 万亿美元，增速约 44%。

4、区域市场发展潜力

国内终端存储设备市场需求持续放量，本地算力、消费电子、车载电子产业集聚发展，下游存储成品厂商本地化生产采购需求持续提升，带动存储封装、成品组装代工订单稳步增长。区域产业链配套完善，上下游物料、加工服务供应便捷，区位优势能够有效降低企业运营交付成本。随着下游终端市场景气延续，行业需求呈现短期高增、中长期增速平缓回落的发展节奏，与企业 2026 年、2027 年营收预测增速变化趋势相契合，区域稳定的下游客户资源与成熟产业环境，为封装、组装业务中长期稳定发展提供充足市场空间。

5、可比公司参考：目前标的公司从事存储产品的封装测试以及存储产品的组装生产，经全面检索市场内具备类似业务的上市公司，部分上市公司深耕上游晶圆制造，标的公司仅配套提供晶圆检测服务，无上游硅片制造、高端芯片代工产能，双方产业链位置、核心业务模式、成长驱动逻辑存在根本性差异，二者不具备可比性；部分上市公司具备成熟稳定的存储模组全流程运营能力，业务增长依托 PC、LoT、工控等高景气行业驱动，标的公司仅开展存储卡、固态硬盘下游成品组装加工，无自研主控、上游晶圆配套能力，双方产业链布局、核心业务模式、成长驱动逻辑存在根本性差异。综合市场全部类似上市公司筛选结果来看，当前无业务模式、产品结构与标的公司完全一致的存储产品的封装测试及组装类上市公司作为可比公司。

综上分析，标的公司通过自有产线降本、外协接单双向增收；结合行业、全球存储市场、华南区域需求及同行业上市公司增速数据综合测算，2026 年收入增长率 44.09% 谨慎合理。

（七）成本费增长异常的说明原因

2024 年公司实现营业收入 17,583.22 万元，到 2025 年营业收入提升至 37,014.79 万元，营业收入同比增长率达到 111%；与之对应，公司 2024 年发生营业成本为 15,397.22 万元，到 2025 年营业成本增长至 31,290.35 万元，营业成本的同比增长率为 103%，拆分成本结构来看，2025 年与 2024 年相比，成本构成中直接材料的增长率为 98.70%，整体来看，公司营业收入与营业成本呈现同节奏增长的态势。

（八）毛利率表 2028 年毛利率下降的原因

2026 年毛利率 15.21%，2027 年小幅上行至 15.33%，2028 年回落至 14.52%，出现阶段性下滑，分析如下：

1、原材料随产量同步增长，原材料采购单价涨价幅度虽放缓，但仍维持较高位；

2、固定成本摊薄效应减弱，折旧、厂房租赁等固定支出刚性较强；

3、生产类变动制造费用同步稳步上涨，随整体出货规模提升，人工、耗材、水电、测试耗材等配套成本同步增加；

4、2028 年毛利率相较 2027 年下降属于行业周期，该波动符合半导体存储行业周期性规律，且 2029 年后毛利率逐步稳定。

（九）近年来同行业（计算机、通信和其他电子设备制造业）可比交易案例涉及的折现率情况如下：

上市公司代码	上市公司	标的公司	标的主营业务	评估基准日	折现率
600520.SH	三佳科技	众合半导	封测	2024/12/31	10.54%
301297.SZ	富乐德	富乐德	半导体设备精密清洗、零部件再生；DCB/AMB 陶瓷封装载板	2022/12/31	10.30%

本次测算折现率过程中，搜集了近几年计算机、通信和其他电子设备制造业两项可比交易案例作为行业区间参考，分别为三佳科技收购众合半导、富乐德自身评估项目，现将两项案例与本次标的的可比程度、差异逐项说明：

1、三佳科技收购众合半导案例涉及的折现率分析

众合半导核心业务为半导体封测，与本次标的 BGA 封测业务同属半导体封装赛道，行业周期、下游需求环境、行业政策等外部风险因素一致，具备基础可比性。但二者也存在差异：众合半导长期深耕封测业务，产线、客户体系成熟稳定；本次标的封测业务刚起步，处于客户拓展、产能爬坡阶段，业务成熟度层面存在不可比因素。

2、富乐德评估案例涉及的折现率分析

富乐德经营业务包含半导体设备精密清洗、零部件再生、DCB/AMB 陶瓷封装载板多板块，仅陶瓷封装载板细分板块与本次 BGA 封装业务存在微弱交集，其余核心主营均为半导体清洗配套服务，并非专注封装赛道。仅局部细分业务存在相似点，整体业务结构、经营重心与标的差异较大，整体可比性较弱。

本次评估 WACC 为 10.38% 采用资本资产定价模型独立测算，仅将上述两项案例折现率作为行业区间参考。

（十）同类资产收购定价对比分析

标的公司从事存储产品的封装测试以及存储产品的组装生产，经全面检索市场内具备类似业务的被收购公司，部分被收购公司具备成熟稳定的存储模组全流程运营能力，有自研主控，标的公司仅开展存储卡、固态硬盘下游成品组装加工，无自研主控，双方产业链布局、成长驱动逻辑存在根本性差异。当前无产品结构与标的公司完全一致的存储产品的封装测试及组装类被收购公司作为可比公司，无法进行同类资产收购定价的对比分析。

（十一）标的公司历史融资情况

经核实，标的公司历史无对外融资情况。

（十二）量化说明本次交易估值是否公允

结合以上分析可以得出：

1、营业收入增长率的合理性分析：

广东全芯 2024–2025 年营业收入增长率为 111%，2026 年 1 月至 2026 年 4 月实现营业收入人民币 1.67 亿元，2026 年产能持续爬坡，带动存储封装、成品组装代工订单稳步增长。区域产业链配套完善，上下游物料、加工服务供应便捷，区位优势能够有效降低企业运营交付成本。随着下游终端市场景气延续，行业需求呈现短期高增、中长期增速平缓回落的发展节奏，与企业 2026 年、2027 年营收预测增速变化趋势相契合，区域稳定的下游客户资源与成熟产业环境，为封装、组装业务中长期稳定发展提供充足市场空间。

5、可比公司参考：目前标的公司从事存储产品的封装测试以及存储产品的组装生产，经全面检索市场内具备类似业务的上市公司，部分上市公司深耕上游晶圆制造，标的公司仅配套提供晶圆检测服务，无上游硅片制造、高端芯片代工产能，双方产业链位置、核心业务模式、成长驱动逻辑存在根本性差异，二者不具备可比性；部分上市公司具备成熟稳定的存储模组全流程运营能力，业务增长依托 PC、LoT、工控等高景气行业驱动，标的公司仅开展存储卡、固态硬盘下游成品组装加工，无自研主控、上游晶圆配套能力，双方产业链布局、核心业务模式、成长驱动逻辑存在根本性差异。综合市场全部类似上市公司筛选结果来看，当前无业务模式、产品结构与标的公司完全一致的存储产品的封装测试及组装类上市公司作为可比公司。

综上分析，标的公司通过自有产线降本、外协接单双向增收；结合行业、全球存储市场、华南区域需求及同行业上市公司增速数据综合测算，2026 年收入增长率 44.09% 谨慎合理。

（七）成本费增长异常的说明原因

2024 年公司实现营业收入 17,583.22 万元，到 2025 年营业收入提升至 37,014.79 万元，营业收入同比增长率达到 111%；与之对应，公司 2024 年发生营业成本为 15,397.22 万元，到 2025 年营业成本增长至 31,290.35 万元，营业成本的同比增长率为 103%，拆分成本结构来看，2025 年与 2024 年相比，成本构成中直接材料的增长率为 98.70%，整体来看，公司营业收入与营业成本呈现同节奏增长的态势。

（八）毛利率表 2028 年毛利率下降的原因

2026 年毛利率 15.21%，2027 年小幅上行至 15.33%，2028 年回落至 14.52%，出现阶段性下滑，分析如下：

1、原材料随产量同步增长，原材料采购单价涨价幅度虽放缓，但仍维持较高位；

2、固定成本摊薄效应减弱，折旧、厂房租赁等固定支出刚性较强；

3、生产类变动制造费用同步稳步上涨，随整体出货规模提升，人工、耗材、水电、测试耗材等配套成本同步增加；

4、2028 年毛利率相较 2027 年下降属于行业周期，该波动符合半导体存储行业周期性规律，且 2029 年后毛利率逐步稳定。

（九）近年来同行业（计算机、通信和其他电子设备制造业）可比交易案例涉及的折现率情况如下：

上市公司代码	上市公司	标的公司	标的主营业务	评估基准日	折现率
600520.SH	三佳科技	众合半导	封测	2024/12/31	10.54%
301297.SZ	富乐德	富乐德	半导体设备精密清洗、零部件再生；DCB/AMB 陶瓷封装载板	2022/12/31	10.30%

本次测算折现率过程中，搜集了近几年计算机、通信和其他电子设备制造业两项可比交易案例作为行业区间参考，分别为三佳科技收购众合半导、富乐德自身评估项目，现将两项案例与本次标的的可比程度、差异逐项说明：

1、三佳科技收购众合半导案例涉及的折现率分析

众合半导核心业务为半导体封测，与本次标的 BGA 封测业务同属半导体封装赛道，行业周期、下游需求环境、行业政策等外部风险因素一致，具备基础可比性。但二者也存在差异：众合半导长期深耕封测业务，产线、客户体系成熟稳定；本次标的封测业务刚起步，处于客户拓展、产能爬坡阶段，业务成熟度层面存在不可比因素。

2、富乐德评估案例涉及的折现率分析

富乐德经营业务包含半导体设备精密清洗、零部件再生、DCB/AMB 陶瓷封装载板多板块，仅陶瓷封装载板细分板块与本次 BGA 封装业务存在微弱交集，其余核心主营均为半导体清洗配套服务，并非专注封装赛道。仅局部细分业务存在相似点，整体业务结构、经营重心与标的差异较大，整体可比性较弱。

本次评估 WACC 为 10.38% 采用资本资产定价模型独立测算，仅将上述两项案例折现率作为行业区间参考。

（十）同类资产收购定价对比分析

标的公司从事存储产品的封装测试以及存储产品的组装生产，经全面检索市场内具备类似业务的被收购公司，部分被收购公司具备成熟稳定的存储模组全流程运营能力，有自研主控，标的公司仅开展存储卡、固态硬盘下游成品组装加工，无自研主控，双方产业链布局、成长驱动逻辑存在根本性差异。当前无产品结构与标的公司完全一致的存储产品的封装测试及组装类被收购公司作为可比公司，无法进行同类资产收购定价的对比分析。

（十一）标的公司历史融资情况

经核实，标的公司历史无对外融资情况。

（十二）量化说明本次交易估值是否公允

结合以上分析可以得出：

1、营业收入增长率的合理性分析：

广东全芯 2024–2025 年营业收入增长率为 111%，2026 年 1 月至 2026 年 4 月实现营业收入人民币 1.67 亿元，2026 年产能持续爬坡，带动存储封装、成品组装代工订单稳步增长。区域产业链配套完善，上下游物料、加工服务供应便捷，区位优势能够有效降低企业运营交付成本。随着下游终端市场景气延续，行业需求呈现短期高增、中长期增速平缓回落的发展节奏，与企业 2026 年、2027 年营收预测增速变化趋势相契合，区域稳定的下游客户资源与成熟产业环境，为封装、组装业务中长期稳定发展提供充足市场空间。

5、可比公司参考：目前标的公司从事存储产品的封装测试以及存储产品的组装生产，经全面检索市场内具备类似业务的上市公司，部分上市公司深耕上游晶圆制造，标的公司仅配套提供晶圆检测服务，无上游硅片制造、高端芯片代工产能，双方产业链位置