

# 典型案例

## 投服中心：上市公司资产收购时需关注标的公司是否受行业政策影响

针对上市公司资产收购的行权案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）重点关注标的公司所属行业是否受行业政策影响较大，行业政策变化及行政许可限制等对标的公司经营持续性稳定性的影响和对估值逻辑的影响。

例如某公司于 2019 年 10 月 31 日发布公告，拟以自有和自筹资金 17.8 亿元收购标的公司 100% 的股权。标的公司主要通过全资子公司 A 和 B 开展主营业务，子公司 A 从事光伏组件的研发、生产及销售相关业务；子公司 B 从事晶硅电池片的研发、生产及销售相关业务。光伏的最初发展来自于全球对于能源转型的需求。随着用电量的增加，能源危机逐渐凸显，大多数国家采取补贴的手段来推动行业的发展。整体来看，2004-2011 年为光伏行业发展的启动期，各国推出政府补贴政策推动光伏大规模商业化；2011-2013 年为光伏行业的调整期，随着欧洲各国纷纷大幅度降低和取消政府补贴，光伏投资收益率的大幅下降导致了需求减少；2013 年至

今为光伏行业的高速发展期，随着 2015 年《巴黎协定》的签署，各国对新能源越发重视，同时光伏技术的进步进一步推动了光伏发电成本的下降，部分国家已经可以实现平价上网，光伏发电正式进入可以和传统能源竞争的高速发展期。

根据公司公告，标的公司的主要子公司所在地为越南，收购时越南仍在推行新能源补贴政策，因此标的公司经营业绩及稳定性受当地补贴政策以及客户所在地的关税政策影响较大。结合标的公司所处行业以及行业相关政策，投服中心针对本次资产收购的分析逻辑如下：（1）据查询相关政策信息，越南政府 2017 年 7 月 1 日后出台新一轮新能源补贴政策，将根据项目位置和技术方案提出不同的电价水平，按不同的辐照度区域分类，涉及不同的光伏电站技术方案。上述补贴政策的变动将直接影响越南光伏电站的新增装机量，从而影响标的公司的营收增速和营收规模；（2）此外根据公司公告，标的公司主要客户为全球知名光伏制造商，产品最终主要销往美国、欧洲等地区。2018 年 1 月 22 日，美国宣布对进口光伏产品采取为期 4 年的额外加征关税政策。针对光伏电池及组件，美国将设定 2.5GW 的免税配额，对超过此配额的进口产品第一年将征收 30%关税，税率在此后三年递减为 25%、20%、15%，上述关税政策变动可能对标的公司的未来营收能力存在潜在影响。

2019 年 11 月 7 日，投服中心以发送股东质询建议函的

方式行权，建议公司说明越南新能源补贴政策的变动对公司相关产品销量、营业收入、净利润潜在的影响，并说明标的公司出口至美国的产品受美国 201 法案的影响，政策出台前后相关产品的销量、营业收入、净利润差异，已上两国政策对标的公司完成业绩承诺是否有不利影响。最终公司于 2020 年 2 月 21 日发布公告称由于宏观形势的变化等原因终止本次收购。

# 投服中心：关注上市公司资产收购中标的公司收购前的“冲业绩”现象

针对上市公司的资产收购事项，投服中心在行权时重点关注标的公司是否存在收购前业绩突增现象，以及这种业绩突增是否合理、是否可持续。因为在采用收益法进行估值时，对标的公司的盈利预测以报告期经营状况为基准，收购前标的公司业绩激增垫高了估值的基础，基于高基数预测其未来具有较高的营业收入和净利润增长率，进而导致了收益法下较高的估值、交易对价及业绩承诺。但如果标的公司收购前的业绩突增不可持续，基于此进行的业绩预测、估值、定价和承诺都会出现问题，严重损害上市公司的利益。

以某上市公司收购标的公司 100%股权为例。

2018 年 7 月，某上市公司公告拟以 3.5 亿元现金收购控股股东持有的标的公司 100%股权。标的公司主营业务是婴童洗护用品，2015 年至 2017 年、2018 年 1-3 月净利润分别为 -29.12 万元、-2118.44 万元、534.08 万元、531.83 万元，2017 年扭亏为盈，2018 年第一季度净利润大幅增长，但并未对收购前业绩激增的原因进行解释。基于这种业绩增长，标的公司评估值 35022.00 万元，增值率 818.87%。控股股东

承诺，标的公司 2018-2020 年 3 年累计净利润之和不低于 8308.79 万元，2021 年、2022 年净利润分别不低于 4170.38 万元、4736.43 万元，业绩承诺值远高于当时的实际业绩。

投服中心于 2018 年 8 月 13 日参加了该上市公司审议该收购事项的股东大会，质疑标的公司在被收购前调整了利润并推高了业绩预测，最终导致标的公司估值过高，同时质疑了业绩承诺的可实现性，上市公司也未予以充分回复。该收购事项以 99.3892% 同意表决通过。因该交易无须经证券监管部门批准，股东大会审议通过后，收购事项完成。

后续跟踪的情况初步印证了投服中心的判断是正确的。标的公司 2018-2020 年三年累计实现净利润为-1,421.09 万元，与业绩承诺数 8,308.79 万元相去甚远，根据原业绩承诺与补偿安排，控股股东需回购上市公司持有的标的公司 100% 股权，并按年化 12% 的利率支付利息。但 2021 年 6 月初，上市公司公告，经与控股股东协商，将业绩承诺方案调整为标的公司在 2018 年、2019 年及 2021-2023 年共五个会计年度累计实现的净利润总和不低于 17,215.6 万元，控股股东暂不回购标的公司 100% 股权。可见，收购前标的公司“冲业绩”式的净利润大幅增长不可持续，以此为基础的盈利预测和业绩承诺较难实现。

# 投服中心：关注上市公司资产收购中标的公司业绩预测线性高增长

针对上市公司的资产收购事项，投服中心在行权时重点关注标的公司预测的经营业绩是否存在线性高速增长，以及这种线性高增长是否与行业发展状况匹配、是否符合标的公司历史上正常的经营逻辑。因为标的公司未来经营业绩的预测情况直接影响到收益法的评估结果，业绩预测线性高增长既推高了标的公司的估值及交易价格，又可能产生收购完成后标的公司无法完成承诺的业绩以及承诺期满后业绩断层等问题。

以万业企业收购凯世通 100%股权为例。

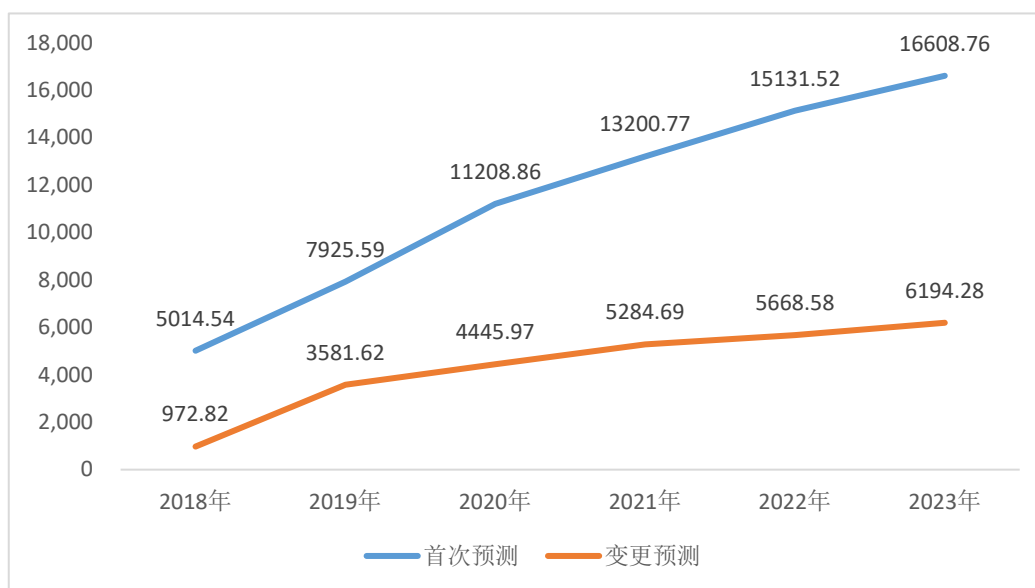
2018 年 8 月，万业企业以发行股份及支付现金的方式收购凯世通 100%股权。凯世通是一家生产与销售离子注入机的半导体公司，在本次收购中其收益法评估值为 97,072.06 万元，评估增值率为 1138.77%，2018 年至 2023 年的预测净利润分别为 5014.54 万元、7925.59 万元、11208.86 万元、13200.77 万元、15131.52 万元、16608.76 万元。

投服中心在行权分析中发现上述凯世通预测业绩的线性高增长较难实现。一是凯世通 2016 年、2017 年以及 2018 年 1-3 月净利润分别仅为-1109.97 万元、864.89 万元、

230.16 万元，以 2017 年为基期至 2023 年，预测净利润的年均复合增长率高达 63.64%，预测期的净利润显著高于报告期的净利润。同时，凯世通预测期内收入主要来源于太阳能离子注入机和集成电路离子注入机，而报告期内集成电路离子注入机尚未形成收入。二是根据国际半导体设备材料产业协会(SEMI)预估,2018 年全球半导体设备销售额将年增 10.8%，2019 年有望实现 7.7%的增长；根据收购报告书披露的数据，2013 年至 2016 年，中国半导体设备市场规模的年均复合增长率为 23.92%；根据 2018 年 6 月国家发改委等三部委联合下发的《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》（以下简称光伏新政），凯世通上游光伏装机容量的 2018 年新增量较 2017 年下降明显。凯世通预测业绩的高速增长偏离了行业发展态势。

投服中心于 2018 年 8 月参加了万业企业的重大资产重组媒体说明会，从上述两个方面对凯世通预测业绩的可实现性进行了问询。2018 年 12 月，万业企业调整收购方案，估值由 9.7 亿元降至 3.98 亿元，2018 年-2023 年预测净利润分别为 972.82 万元、3,581.62 万元、4,445.97 万元、5,284.69 万元、5,668.58 万元、6,194.28 万元，合计比上次预测下降 62.15%，原因是受光伏新政等影响上游客户需求放缓、集成电路离子注入机生产延期。印证了投服中心之前的判断。

图：凯世通预测净利润变化情况



根据后续跟踪结果，凯世通 2018 年至 2020 年、2021 年上半年分别实现净利润 244.61 万元、-299.63 万元、-9586.12 万元、200.75 万元，较变更后的业绩预测仍相差甚远。



## 投服中心：上市公司收购资产时需关注标的资产是否存在瑕疵

针对上市公司资产收购的行权案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）首先会从标的公司是否存在纠纷诉讼，是否存在股权或资产被冻结、质押、抵押、查封等权属受限制情形以及是否存在重大违法违规事项等多种维度，重点分析标的资产是否存在权属瑕疵、品质瑕疵，是否存在损害上市公司利益及广大投资者权益等问题。

例如，某上市公司于 2018 年 12 月 28 日公告拟收购自然人 A 女士所持 B 公司（以下简称标的公司）100%的股权，预计交易金额不超过 30 亿元。同时，A 女士还将购买上市公司实控人所持有的上市公司 10%股权。上市公司的主业已十分多元化，涵盖了汽车零部件制造、文化演艺、网络游戏行业等，而标的公司的主营业务系细胞技术及健康管理服务，两者既不属于同一行业也不存在任何交叉业务。

2019 年 3 月，上市公司再次发布公告称将仅收购标的公司 51%的股权，且标的公司 100%股权的估值上限也由原来的 30 亿元下降为 18 亿元。根据公告，导致此次收购事项发生变化的原因系上市公司在尽调时发现，受外部因素的影响，标的公司 2018 年下半年业绩出现下滑，从而调整了对标的

公司的整体评估值。

根据上市公司对交易所关注函的回复，影响标的公司业绩的外部因素源自一桩诈骗案件。2018年9月20日，标的公司的高管、销售主管和行政管理人员等核心员工在开展经营活动时因涉嫌诈骗案件被公安机关刑事拘留。同时，为协助配合公安机关调查，标的公司暂停了大部分业务和市场推广活动。同年10月，涉案员工虽转为取保候审，但因所涉案件迟迟没有结案，也使得标的公司内部员工人心浮动、队伍不稳，推广力度不足，业务恢复很缓慢，进一步导致标的公司业绩自2018年四季度开始大幅下滑，业务量极大萎缩。

尽管上市公司下调了对标的公司的估值，但上述违法事件（以下简称“920”事件）是否会影响标的公司未来经营的持续性、稳定性仍使得广大投资者存有疑虑。投服中心以公开发声的方式，针对标的公司存在违法事项的瑕疵问题质询如下：（1）请上市公司披露，“920”事件中标的公司相关人员涉案的具体原因。（2）请上市公司披露，标的公司相关人员涉嫌诈骗的行为是否与其向客户推介的细胞技术服务和健康管理服务业务相关。（3）请上市公司说明，若标的公司相关人员的展业行为违反国家法律法规相关规定，上市公司此次收购将面临哪些风险。同时，建议上市公司在审议本次收购事项的临时股东大会召开前，向广大中小投资者充分释疑。

公开发声后，上市公司并没有给予投服中心任何回复也未采纳相关建议。上述收购事项虽在股东大会审议时获得了全票通过，但带“病”收购埋下的隐患终归会产生影响。果不其然，上市公司完成收购事项的当年，标的公司受“920”事件持续影响，经营状况持续恶化，营业收入不仅大幅下跌而且与收购时的盈利预测值相差甚远。同时，因为标的公司实际实现的净利润远未达业绩承诺的金额，2019年上市公司对标的公司计提商誉减值准备 20,272.12 万元。

此后，标的公司接连出现违规担保、原实控人 A 女士对标的公司的非经营性资金占用等违规事项，并叠加“920”事件的持续影响和新冠疫情防控因素，标的公司的亏损持续扩大，2020年上市公司就在此次收购标的公司所形成的剩余商誉全部计提了减值准备。经计算，截至目前此次收购事项已给上市公司造成约 10.43 亿元的亏损。

# 投服中心：上市公司资产收购时需关注标的公司技术先进性

针对上市公司资产收购案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）会对比同行业公司，从标的公司技术先进性的具体表征，如公司拥有的相关技术资质、取得专利的情况、科研成果、产品市场地位等以及公司保持技术领先的能力，如研发实力、技术储备情况、研发投入情况、新项目的研发进展、核心技术人员的激励约束机制等方面判断标的公司技术是否先进。

例如，2019年8月某公司拟以发行股份方式购买标的公司100%股权，构成重大资产重组。通读交易预案可以发现，标的公司主要产品为盾构机，属于重资产设备，制造工艺复杂，技术附加价值高，对设备制造企业的资金和技术实力均有较高要求。标的公司的技术先进性应属于投资者判断标的公司价值的重要方面。对此，投服中心的分析逻辑如下：一是通过查阅同行业领先公司资料可知，中铁装备和铁建重工拥有全断面隧道掘进机特级生产资质，中铁装备研发了我国首台具有自主知识产权的复合式土压平衡盾构机，制造了全球首台马蹄形盾构机等，铁建重工成功研发了全球首台煤矿斜井TBM、永磁同步驱动土压平衡盾构机等。2016年中铁装

备及其子公司共拥有专利 253 项，而标的公司拥有的专利情况未在交易预案中披露。二是从市场占有率看，查阅中国工程机械工业协会掘进机分会的数据可知，2016 年以来中铁装备、铁建重工和中交天和盾构机年产量稳居行业前三，市占率从 2016 年的 65.7%提升至 2018 年的 70.3%，而标的公司 2016 年以来市占率在 12%左右。标的公司在 2014 年海外并购后，承继了海外某公司的研发设计、工艺等团队，收购第二年盾构机产量的市占率从 3%提升至 13%，但在接下来的年份里并没有进一步提升。三是从资金实力方面看，中铁装备、铁建重工和中交天和分别为中铁工业、中国铁建和振华重工的子公司，2018 年末资产规模分别为 94.62 亿元、160.97 亿元和 43.94 亿元，资金实力雄厚，而 2018 年末标的公司总资产 24.98 亿元，总体规模与行业龙头尚有一定差距。综合以上三点分析，投服中心建议公司应说明相较技术资金背景更强的行业龙头企业，标的公司具备哪些核心竞争力；在经营策略和研发方面做了哪些准备，以保证在未来能够持续地获取订单。

对于我们的问题，公司在媒体说明会上表示，在技术先进性方面，标的公司于 2014 年通过海外并购实现了弯道超车，获取了全球最领先的盾构机/TBM 制造技术，成为全球为数不多的在盾构机技术领域全种类覆盖、全口径覆盖的企业，并通过引进、消化、吸收、创新不断的申请专利，开发

技术，完善产品线，已拥有授权的发明专利和实用新型总计 123 项，正在申请的专利和实用新型是 113 项。近年来也获得了国内多项行业荣誉，在国内市场上创造了多项施工记录。因公司为国内盾构机唯一的民营企业，处于完全竞争不充分的市场环境，和几家央企子公司相比不存在内部市场的支撑，只能发挥其技术优势打拼市场。概括而言，公司技术在全球范围内处于领先地位而非国内先进技术所能比拟。此外，公司设立了三个研究院，在海外并购后，继续保留了研发人员和研发机构。由于海外研发机构的存在，公司研发速度相较其他企业效率更高。

2019 年 10 月上市公司公告，由于标的公司存在的关联方资金占用无法于原定承诺日期解决，故本次交易终止。

# 投服中心：关注上市公司资产收购中业绩承诺方案是否合理

在收购方案中设置业绩承诺与补偿机制的根源在于标的公司的未来盈利能力存在不确定性，其目的是防范标的资产估值虚高和交易完成后业绩变脸，以确保交易定价的公允性和合理性。投服中心在行权时重点关注业绩承诺与补偿方案是否合理，是否有利于保障上市公司利益，例如收益法高估值下是否做出业绩承诺、高业绩承诺是否可实现、业绩补偿内容及方式是否有保障等。

以国旅联合收购新线中视 51%股权为例。

2017 年 3 月，国旅联合拟以收购股权及增资的方式持有新线中视 51%股权，采用收益法评估的预估值为 21,172.44 万元，增值率 846.70%。交易对方毅炜投资、卢郁炜承诺，新线中视在 2017 年、2018 年、2019 年实现的净利润分别不低于 3190 万元、4150 万元、5400 万元，合计 1.27 亿元，若新线中视未实现承诺的净利润，则以现金或以持有的新线中视股权进行补偿。

投服中心在行权分析中发现交易对方关于新线中视的业绩承诺与补偿方案存在不合理之处。一方面，新线中视预测期内的净利润分别为 2017 年度 2072 万元、2018 年度 2520

万元、2019 年度 3055 万元，合计 0.76 亿元，三年合计承诺利润远高于预测利润（高达 67%），存在借助高业绩承诺吸引投资者以提升股价的嫌疑。同时，新线中视已于 2016 年终止与第一大客户完美世界合作（2015 年、2016 年向其提供服务的收入占当期营业收入的 43.12%、26.03%）、与其他主要客户关系不稳定，且客户积累存在一定难度，导致持续盈利能力存在重大不确定性，承诺的高业绩较难实现。另一方面，虽然国旅联合分两期支付本次股权转让款，第二期 2000 万元的转让款视承诺业绩的实现情况进行支付，用于抵扣补偿款，但 2000 万元仅占承诺业绩的 15.75%，业绩承诺方持有的新线中视剩余股权也未设置锁定期，保障业绩补偿有效执行的措施不足。

投服中心于 2017 年 3 月参加了国旅联合的重大资产重组媒体说明会，从上述两个方面对新线中视业绩承诺与补偿方案的合理性进行了问询。业绩承诺方及相关方回复称，看好互联网广告行业的发展前景，评估师盈利预测里的净利润是基于新线中视现有的商业模式、客户资源、媒体资源等基础做出，与承诺方的预测存在较大差异。但并未对履约保障措施事项予以充分回复。

2017 年 5 月，国旅联合完成上述收购。根据后续跟踪情况，新线中视 2017 年至 2019 年实际净利润分别为 3,230.62 万元、2,131.20 万元、2,863.02 万元，合计 8,224.84 万元，



仅完成了承诺净利润的 64.56%，业绩承诺方已以现金方式完成了相应的业绩补偿。可见，在标的公司盈利能力存在重大不确定时高业绩承诺难以实现，印证了之前投服中心的判断。

## 投服中心：针对标的公司置入后是否需要上市公司提供支持以及上市公司是否有能力提供支持的行权案例

针对上市公司并购交易中置入标的公司后是否需要上市公司提供支持、上市公司是否有能力提供支持的行权案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）主要从标的公司的盈利模式、维持增长是否需要持续大量的资金投入、自身的融资能力、是否需要上市公司提供支持、上市公司是否具备提供资金支持的能力以及提供资金支持后能否通过标的公司获得应有的收益等维度进行分析，提醒上市公司充分考量自身资金状况、标的公司的资金需求和投资回报预期，维护好自身和股东利益。

2021年2月，上市公司A拟以16.02亿元现金购买电子元器件分销行业公司X（以下简称标的公司，公司X）。公司X曾于2019年7月被上市公司B收购20%的股权，并承诺2019年净利润不低于1.7亿元，但公司X实际仅实现净利润1.2亿元，上市公司B公告称原因是：“2019年公司X内外部融资平均余额9.73亿元，营运资金缺口为4.66亿元，而上市公司未能通过借款或提供担保的方式提供进一步的支持，在一定程度上影响了公司X业务发展，业绩未能达到预期目标”。可见公司X营运资金需求量较大且自主解决困难。根据上市公司A收购公司X的交易

草案中对标的公司营运资金需求量的预测，2021年至2023年，标的公司分别需要营运资金15.51亿元、21.4亿元和26.64亿元，如果标的公司预测期内的融资能力较2019年并未发生较大提高，那么营运资金缺口将继续存在且持续扩大，可能需要上市公司A提供资金支持。而根据上市公司A对交易所问询函的回复，本次交易的收购款16.02亿元中，6.22亿元为公司自有资金，其余约10亿元需要申请商业银行并购贷款，且未来公司还需出售部分对外投资以筹措对标的公司的2亿元增资款。仅为完成本次交易，上市公司A公司就要承担较大的资金压力。

对此，为保护公司股东，特别是中小股东的合法权益，提醒上市公司充分考虑到收购后需要的资金投入与自身资金状况的匹配程度，投服中心通过发送股东质询函的方式对公司行使质询权，问询公司未来是否需要对标的公司提供资金支持，如需要，那么上市公司的资金来源是什么，是否有能力持续提供支持。公司以公告形式进行了回复。公司X的融资方式主要为保理业务融资和供应链融资，2020年保理业务融资覆盖业务规模的比重为73%，银行授信主要针对标的公司的保理融资业务，预测期适当考虑了保理业务融资覆盖规模占比的提升以及标的公司未来资产规模的扩大，因此预计取得的银行授信额度将有所上升。综上，公司预期未来标的公司可以通过保理融资、第三方借款等形式筹集所需的运营资金，上市公司除按照协议约定对标的公司或标的公司控股子公司增资外，无需为标的公司提供另外的资金支持。

目前公司已经完成对标的公司的收购及增资。

## 投服中心：上市公司资产出售时需关注是否在“黎明前黑暗”时卖出标的公司

针对上市公司资产出售的行权案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）的主要关注点之一是上市公司是否在“黎明前黑暗”时卖出标的公司，即上市公司对标的公司的前期投资马上将进入收获期却将其出售。对于“黎明前黑暗”时卖出标的公司的问题，较多出现在上市公司将资产出售给控股股东、实际控制人（以下简称实控人）等关联方的交易中。对此，投服中心将质询上市公司本次资产出售是否符合正常商业逻辑，建议上市公司详细说明交易的必要性，并结合关联交易估值是否合理分析标的公司是否存在被“贱卖”或潜在利益输送问题等。

例如，某上市公司于 2021 年 4 月公告拟 24,996.34 万元向实际控制人控制的企业转让其控股子公司（以下简称标的公司）82.01%的股权。标的公司是上市公司与其他自然人股东于 2017 年 12 月 12 日共同投资设立的企业，主要从事液晶显示模组等产品的研发、组装及销售。上市公司曾称投资设立标的公司有助于公司进入中大尺寸液晶面板模组领域，截至 2020 年末上市公司累计对标的公司投资 21,880 万

元。标的公司于 2018 年下半年逐步实现量产，其中新厂于 2019 年末正式投产，而在新厂投产仅 1 年多、即将进入收获期时，上市公司却拟急于出售给上市公司实控人的关联企业，使得广大投资者对本次交易的真实目的存疑。投服中心对上市公司发送了股东质询建议函，针对资产出售的必要性质询如下：（1）结合上市公司设立标的公司时的目标，质询本次资产出售的原因是否与其相矛盾，上市公司主营战略在短期内发生变更的原因。例如，2017 年 12 月，上市公司投资设立标的公司时表示，投资设立标的公司有助于公司进入中大尺寸液晶面板模组领域，扩大 3C 和汽车行业产业链，提升行业地位。而在标的公司所设新厂投产 1 年后，上市公司却称为聚焦主业发展、考虑到公司战略规划等原因拟将其转让，前后矛盾。（2）结合标的公司所处行业的景气度，质询上市公司为何拟在标的公司所处行业景气度不断提升的情况下向实控人转让标的资产。依据行业研究报告，随着日韩厂商关闭 LCD 产能，自 2020 年 5 月起，电视面板需求持续增长，产品价格出现大幅上涨，市场处于供不应求的态势，整体行业库存水平持续走低，行业景气度不断提升。（3）质询上市公司为何在对标的公司进行了前期大额投资、标的公司业务正逐步进入“正轨”、营业收入大幅增长的背景下转让标的公司股权。依据公司披露的财务数据，标的公司 2018 年至 2021 年 1-2 月的营业收入分别为 3016.38 万元、

4155.1 万元、10,162.35 万元以及 3490.11 万元，其中 2020 年营业收入较 2019 年增长 144.58%，2021 年 1-2 月的营业收入已超过 2018 年全年的营业收入。此外，标的公司所在地市的人民政府、工业和信息化局 2020 年发布的行业新闻也曾披露，标的公司项目入选该省新型显示先进制造业集群重点项目，标的公司已从韩国引进 33 条 CP 面板清洗贴附生产线、37 条外引脚接合自动线、6 条显影生产线等，标的公司液晶屏正经历京东方等知名企业的“抢货潮”。

行权后，上市公司书面回复了投服中心的质询，进一步说明了本次交易的必要性，以及公司管理层对本次交易安排的实际考虑，但未能采纳投服中心以公告形式回复的建议。

## 投服中心：上市公司资产出售时需关注标的公司的未决事项是否合理处置

针对上市公司资产出售的行权案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）的主要关注点之一是标的公司的“未决事项”是否已合理处置。由于标的公司往往系上市公司前几年通过高溢价收购取得，上市公司出售前标的公司的业绩补偿、资产减值补偿、应收账款等承诺可能尚未履行完毕，上市公司需在资产出售方案中明确是否在出售交易前已合理处置未决事项，若没有，应明确在资产出售后公司对该类补偿及承诺等是否仍享有追索权。

例如，某上市公司于2016年6月以38,000万元收购标的公司100%股权，2021年2月拟以5,104万元出售标的公司88%的股权。收购时，业绩承诺方曾承诺：一是2016年至2020年标的公司扣非后净利润不低于3000万元、3900万元、5070万元、5000万元及5000万元；二是承诺期结束后上市公司拟对标的公司截止2020年12月31日的资产进行减值测试，若标的资产期末减值额大于已补偿金额的，业绩承诺方将另行对上市公司进行补偿；三是承诺2020年12月31日标的公司账面记载的应收账款余额应于2021年12月31

日全部收回，若不能按时收回，业绩承诺方应现金补偿。投服中心对前述三项未决承诺行权点如下：（1）2017年至2019年业绩补偿是否已全部收回。由于标的公司2017年至2019年均未完成业绩承诺，业绩承诺方应累计补偿11,393.56万元，但上市公司未在资产出售交易公告中披露是否已全部收回，投服中心建议补充说明。（2）2020年业绩补偿将如何处理。标的公司2020年净利润为-496.4万元，2021年2月上市公司尚未披露2020年业绩承诺实现情况的审核报告，尚不确定2020年业绩承诺方应补偿数额，投服中心以原业绩补偿方案计算2020年业绩承诺方应补偿金额约为4496.4万元，建议上市公司补充披露资产出售后公司是否保留对该部分业绩补偿款的追索权，将如何实现。（3）资产减值补偿如何处理。上市公司于2019年12月31日对标的公司全额计提了商誉减值准备35,319.88万元，标的公司发生资产减值已是大概率事件。投服中心建议上市公司及时完成对标的公司的减值测试，若发生应补偿情况，需进一步说明公司在资产出售后是否保留追索权。（4）督促上市公司提前收回应收账款的现金补偿。截止2020年12月31日，标的公司的应收账款为2997.84万元，由于本次资产出售后，上市公司将不再控制标的公司，为避免后续补偿不到位的风险，投服中心建议上市公司督促业绩承诺方在资产出售前完成未收应收账款的现金补偿或采取其他必要的追偿措施。



2021年2月19日，上市公司以公告形式回复了投服中心的问题，公司表示：一是业绩承诺方已履行2017年至2019年的全部补偿义务，二是资产出售后公司仍保留对2020年业绩补偿款、资产减值补偿款以及应收账款补偿款的追索权利，三是补充披露标的公司2020年业绩补偿额为4497.67万元，经评估后标的公司资产减值28,549.65万元，资产减值补偿金额预计为12,658.41万元，四是公司将督促业绩承诺方按协议约定履行未收回应收账款的现金补偿义务，同时有权通过法律途径维护上市公司利益。

## 投服中心：高买低卖董事是否做出解释

上市公司高价收购资产后又以低价出售该资产，严重损害上市公司及股东权益，在此决策过程中，上市公司董事是否就交易的必要性及合理性、交易价格、交易对象等事项做出充分的说明，直接反应了董事是否勤勉履职，也对投资者理性决策具有重要参考价值。

某上市公司 2018 年以 6.38 亿买入标的公司 55% 股权，2020 年，该上市公司公告拟以 100 万元出售标的资产。收购时上市公司公告称标的公司具备“国内领先”“O2O 运营模式”“客户忠诚度管理”等优势，此外还有交易对方的三年业绩承诺作保障。收益法评估价格比起资产基础法的评估价格，溢价了近八倍。

收购后第一年标的公司完成了 2018 年的业绩承诺。从 2019 年 10 月起，上市公司和标的公司的矛盾开始变得不可调和，据说是标的公司董事兼总经理博某（交易对方）借钱给上市公司实控人，但实控人发生财务危机还不上钱，导致

双方矛盾爆发。标的公司拒绝执行上市公司的董事会、股东会决议，不认可新任命的管理人员，拒绝上市公司进场审计。博某还偷偷转移标的公司的财产，上市公司已经向公安机关报案。上市公司股价从2018年的15块，跌到两块多了。上市公司认为继续持有标的公司可能会导致上市公司退市。为了保壳，上市公司决定以100万出售标的资产，并和接盘方广东某公司约定再处置后的收益和上市公司四六开分成。

经研究，投服中心决定向上市公司董事会行使如下股东建议质询权：标的公司2019年12月31日的净资产为3.14亿元，2018年、2019年1至9月的净利润分别为8219.63万元和3072.16万元，仍在持续盈利中。本次100万元的售价远低于买价、也远低于净资产，交易对方的遴选和定价合理性饱受市场质疑。经查询公开信息，上市公司通过产权交易机构公开挂牌转让子公司股权已是行业惯例。请公司解释为何不考虑通过产权交易机构公开挂牌转让，公开询价同样可以列明转让附加条件；并请公司在临时股东大会召开前以公告的形式向投资者充分释疑，便于投资者理性决策。

2020年9月23日，公司董秘办回复了投服中心，一是公司也考虑过公开转让，但考虑到公司与标的公司实控人博某的矛盾较深、无法继续合作，担心博某找壳公司竞拍取得股权后双方矛盾仍无法弥合，那就违背了公司处置标的公司的目的，后续60%的处置收益很可能拿不到。二是广东某公

司是广东地区较为知名的不良资产处置机构，有较为丰富的不良资产处置经验。此前，公司也向一些不良资产处置机构咨询过，经过比较认为广东某公司最合适。出售后，公司将继续向业绩承诺方追索业绩承诺补偿款。本次出售的目的也是为了避免标的公司持续拖累上市公司，导致公司明年被暂停上市。

行权后，公司原定于9月15日召开临时股东大会审议出售标的公司55%股权的议案，后决定取消该次临时股东大会。截至2021年8月24日，公司尚未再次召开股东大会审议转让股权事宜。通过本次行权让上市公司充分了解到广大中小投资者对本次出售的态度，不再草率低价甩卖标的公司，董事会相关决策变得更为慎重。

## 投服中心：上市公司业绩承诺变更 需关注新业绩补偿方案是否合理

业绩承诺与补偿，是指在上市公司重大资产重组过程中，交易对方对未来一段时间内的经营业绩作出预测，并承诺如果标的资产在承诺期届满而实际经营业绩没有达到预期目标时，将向上市公司承担补偿责任。根据规定，除特殊情形外，重组方应当严格按照业绩补偿协议履行承诺。

业绩补偿承诺的变更可能不合理地减少上市公司的可得利益，或增加上市公司获取业绩补偿的不确定性，从而损害上市公司或中小股东的合法权益。针对业绩补偿承诺变更事项，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）主要从该变更是否合理、新业绩补偿方案是否合理两方面进行分析。接下来，我们主要介绍一下分析新业绩补偿方案是否合理的关注要点。

具体来说，业绩补偿方案的变更可以分为变更承诺补偿人、变更补偿方式与变更补偿金额等。针对变更承诺补偿人事项，投服中心主要关注新承诺补偿人是否具备足够的偿债

能力，此次变更是否会增加上市公司收回补偿款的不确定性。针对变更补偿方式事项，例如用资产抵偿业绩补偿款的，投服中心主要关注是否物有所值，防止出现交易对方用质量较差的资产抵偿高额业绩补偿款的情况。此外，还关注抵债资产是否存在权属瑕疵，防止出现无法抵债的情形。针对变更补偿金额事项，主要关注变更承诺金额的原因，是否存在不合理调减业绩补偿款的情形。

例如，某上市公司 D 于曾于 2016 年以人民币 43000 万元收购了标的公司 A 的 100% 股权。业绩承诺方 L 承诺标的公司 2016 年至 2018 年经审计的扣非净利润分别不低于 400 万美元、600 万美元与 1200 万美元。由于标的公司 2018 年未完成业绩承诺，L 应补偿公司 1359.27 万美元（折合人民币约 9332.16 万元）。根据公告，上市公司 D 拟与原业绩补偿人 L 以及新业绩补偿人 B 签订《债务转移三方协议书》，约定 B 取得 L 持有的相关资产，此后由 B 承担对公司的业绩补偿义务。由于公告未披露 B 从 L 处取得资产的情况，以及 B 的偿债能力，因此投服中心通过发送股东函件方式，请上市公司说明新业绩补偿人 B 从原业绩补偿人 L 处取得资产的具体内容、相应金额以及是否存在产权瑕疵，同时建议上市公司 D 对 B 的偿债能力、经营情况以及信用状况等进行充分的尽职调查。

2021 年 3 月 31 日，上市公司 D 以公告形式回复了投服

中心的问题。上市公司补充披露了新业绩补偿人 B 从原业绩补偿人 L 处取得资产的情况，并表示上述资产以及 B 的其余资产均不存在查封、冻结等瑕疵情形，必要时均可用于偿还应付公司的业绩补偿款。此外，上市公司披露了新业绩补偿人 B 的主要财务数据，并表示 B 目前具备偿债能力。投服中心在本次行权中起到了督促上市公司释疑的作用，有利于保障投资者的知情权，同时有利于保护上市公司及投资者的合法权益。

## 投服中心：上市公司召开股东大会时需关注董监高是否积极参与股东大会

中小股东参加股东大会，应严格按照股东大会规程，也应多关注上市公司董事、监事的参会情况，并在大会现场提出合理的意见和建议。《上市公司股东大会规则》第二十六条规定“公司召开股东大会，全体董事、监事和董事会秘书应当出席会议”。《上市公司章程指引》第六十六条规定“股东大会召开时，本公司全体董事、监事和董事会秘书应当出席会议”。《规则》和《指引》中的两个“应当”体现了董事、监事参加股东大会的强制性，出席与否不是可选项。

投服中心作为上市公司的股东和投资者保护公益机构，关注公司治理，以问题为导向，重点监督上市公司的董监高是否勤勉履职。其中，针对公司召开股东大会事项，重点关注董监高是否积极参加以及出席人数是否符合相关法律法规的规定。

例如，某上市公司于2018年6月发布了《关于召开2017



年年度股东大会的提示性公告》，投服中心依据该上市公司公告完成了参会登记，并派员现场参加此次股东大会。根据该公司定期报告，公司董事会和监事会共计 12 人，但现场实际参会的只有 1 名非独立董事、1 名独立董事和 1 名监事，占公司年度股东大会董监高应出席人数的比例仅为 1/4，并且上述出席的董监高自称其代表了全体董事和监事。投服中心从现场参会的其他投资者处获悉，董事长以工作忙为由已至少连续两年未出席年度股东大会。作为上市公司每年最重要的年度股东大会，董事长常年缺席的理由显然不够充分。针对上述现象，投服中心在股东大会现场提问环节明确提出质询，指出出席会议的董事监事人数不符合《上市公司股东大会规则》和《上市公司章程指引》的相关规定，请公司说明部分董事监事缺席会议的具体原因。

投服中心呼吁上市公司严格执行上市公司股东大会相关规定，切实重视股东大会的合规性，督促董监高积极参与股东大会并切实履行其相应职责，充分发挥股东大会在公司治理中的重要作用。

## 投服中心：针对子公司失控的行权案例

针对上市公司子公司失控的行权案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）主要从上市公司是否制定并实施了完善的内控制度、是否完成了收购子公司时约定的业绩承诺、补偿义务人是否履行了业绩承诺补偿义务、上市公司的其他损失是否已经向相关责任人追偿等多种维度，重点分析子公司失控的原因及改善措施，以及是否存在损害上市公司及股东利益的情形。

2019年12月，某上市公司子公司X失控，不再纳入该公司合并报表范围，2019年末子公司X公允价值与净资产及商誉之和的差额12.4亿元确认投资损失。子公司X系公司于2015年以9亿元现金从任某控制下公司收购，业绩承诺期为2015年至2018年，子公司X完成业绩承诺后，在2019年业绩大幅下滑并违规对外提供了担保。2021年4月22日，公司公告收到证监会《行政处罚决定书》及《市场禁入决定书》，查明2016年至2018年期间，子公司X在未开展真实业务的情况下，确认来自多家客户的销售收入，并通过多家第三方主体实现资金流转，虚增了营业收入和利润总额，子公司X实际的业绩承诺完成率仅71.51%，营收业绩补偿金额为25,638.04万元，公司时任董事任某将子公

司 X 出售给公司后，便担任子公司 X 董事长兼总经理，组织实施了持续性的财务造假行为，公司时任董事长、总经理陈某某兼任子公司 X 董事，未能组织公司对子公司 X 采取必要及有效管控，导致公司年度报告存在虚假记载。

上述子公司失控的情况说明该上市公司内部控制存在缺陷。对此，为保护公司股东，特别是中小股东的合法权益，促进上市公司公司治理，投服中心通过发送股东质询建议函的方式对公司行使质询权，问询公司在子公司 X 存在虚增利润的情形下，是否需要对其重新进行利润预测补偿期届满后的减值测试，并建议公司按交易约定向补偿义务人追偿业绩补偿款等；同时，问询公司内部控制制度安排与执行情况，在收购子公司前后是否进行了充分的尽调、采取了应有的管控措施等。公司较为详实地进行了回复。子公司 X 失控后，公司无法掌握其重要资料，重新进行减值测试存在困难，但公司尚未收到业绩补偿款，公司将委托律师就业绩补偿事项采取法律措施，并持续关注补偿义务人任某的履约能力；对于子公司的管控方面，公司虽然控制了子公司 X 董事会的多数席位，也要求子公司 X 执行公司各项内控制度等，但在对子公司并购后管控、投资项目管理和风险控制方面确实存在不足，未来将进一步完善。

## 投服中心：关注上市公司修改业绩承诺的合理性以及董监高履职是否勤勉尽责

针对上市公司修改业绩承诺的事项，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）重点关注公司变更业绩承诺的合理性，以及董监高履职过程中是否勤勉尽责。

例如，某公司于 2016 年 9 月发布公告，拟以非公开发行股票募集资金 18.8 亿元收购标的公司 95% 的股权，标的公司主营业务为服装的设计和銷售。公司实际控制人杨某和标的公司实际控制人罗某共同承诺标的公司 2017-2019 年的扣非净利润分别不低于 6220 万美元、8460 万美元、11870 万美元，若未完成业绩承诺则以现金方式补偿差额。然而 2017-2019 年标的公司均没有完成业绩承诺，公司与罗某、杨某三方于 2019 年 11 月签署了补充协议，约定将现金补偿变更为非现金资产和现金补偿相结合的方式，并下调业绩承诺补偿金额。针对本次业绩承诺补偿事项的合理性，投服中心的主要关注点为：（1）本次下调后的补偿金额将远低于原业绩补偿金额，直接损害了上市公司利益；（2）用于业

绩承诺补偿的非现金资产的质量堪忧。根据公司公告，杨某拟用于业绩承诺补偿的非现金资产为两处上海的房地产，且目前处于抵押查封状态，能否顺利履约存疑。该旅游公司实为项目公司，评估基准日的净资产仅为 997 万元，评估价为 2.23 亿元，评估增值率达 2137%。其度假区项目规划尚在报建中，目前仅有一片荒地和一座钢结构板房，预计短期无法实现盈利，增加了本次业绩承诺的不确定性。2021 年 6 月，公司发布公告称收到仲裁裁决书，裁决解上市公司将该旅游公司退回给罗某，且公司称已与罗某达成一致意见，同意将 2.23 亿元现金或经公司认可的等值优质资产置入上市公司进行置换。针对上述事项，投服中心还关注上市公司董监高履职过程中是否勤勉尽责。然而遗憾的是公司董监高包括独立董事对罗某是否具备足额偿付债务的个人信用与能力都没有给出合理的、令人信服的意见。

2019 年 11 月，针对上市公司变更业绩承诺补偿事项，投服中心以公开发声的方式行权，要求公司说明变更业绩承诺的合理性，建议业绩承诺方将非现金资产变现后补偿给公司。2021 年 6 月，针对罗某用于业绩承诺补偿的旅游公司被退回事项，投服中心再次公开发声，建议上市公司董事会要求罗某及时向上市公司支付现金补偿。同时，公司董事会应对罗某未如期履行业绩承诺的行为及时提起法律诉讼、有效追偿。截至 2021 年 8 月 31 日，罗某仍未向公司进行业绩承

诺补偿，而杨某用于业绩补偿的 2 处房产既未解除抵押，也未明确的时间安排。

## 投服中心：关注非经营性资金占用是否归还

针对资金占用事项，投服中心予以特别关注并积极行权。一是梳理资金占用发生的过程，是否严格履行了关联交易审批程序和信息披露义务，如涉及未经公司正常审批流程的情况，建议上市公司追究相关人员的责任、完善内部控制；二是关注资金占用的还款时间、还款方式，是否对上市公司的经营业绩造成不利影响，如上市公司未公告还款安排，督促上市公司采取有效措施回收占用款并及时披露相关信息，建议资金占用方对偿还作出承诺并切实履行；三是资金占用给上市公司造成损失或者可能造成损失的，建议上市公司董事会采取诉讼、财产保全等保护性措施避免或者减少损失。

例如 2020 年 7 月，投服中心行权线索筛查到某上市公司时任第二大股东王某祥非经营性占用上市公司资金共 7,480.40 万元。进一步分析发现，上述资金占用均是通过上市公司控股子公司向王某祥实际控制的企业支付款项实施，一是 2019 年 4 月支付往来款 4,200 万元代王某祥实际控制的公司偿还借款；二是 2019 年 12 月至 2020 年 1 月支付预付款项 3,280.40 万元，但未实际发生采购业务。王某祥承

诺分别于 2020 年 6 月底、2020 年 7 月底之前归还上述占用资金。

因承诺期届满后，王某祥仍未归还 7,480.40 万元占用资金。投服中心于 2020 年 8 月向上市公司发送股东函，建议其及时采取司法手段催讨被占用资金，并依法依规追究王某祥及相关人员责任。上市公司回函表示要求该子公司监事会尽快安排提起诉讼，通过司法途径追讨占用资金；同时表示若子公司监事会未及时提起诉讼，上市公司将依法采取相关措施追究王某祥的法律责任。

截至 2021 年 9 月 2 日，王某祥仍未偿还上述占用资金，上市公司及其控股子公司也尚未对上述资金占用事项提起诉讼。

## 投服中心：关注上市公司对单项计提坏账准备的款项是否及时催收

作为上市公司小股东，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）十分关注上市公司的财务报告。在财务报告中，上市公司经常会对一些预计无法从客户收回的全部或部分应收款项计提坏账准备。针对这一事项，投服中心主要从债务人是否具有偿债能力、上市公司是否已采取有效的追偿措施等方面，关注上市公司是否及时对相关款项进行催收。

例如，2018年，上市公司甲将持有的乙公司100%股权转让给ABC三人，现金对价1.96亿元人民币，款项为分期支付。交易方案约定，三人应于2019年12月31日前支付剩余7600万元股权转让款。其中，A应向甲公司支付6962.20万元，B应向甲公司支付510.24万元，C应向甲公司支付127.56万元。此外，乙公司应于2019年12月31日前向甲公司支付2300万元的分红款。甲公司2019年年度报告显示，截至报告出具日，公司并未收到上述款项，基于谨慎性原则，已计提了相应的减值损失。但甲公司并未详细公告向欠款方追偿款项的措施及是否采取司法手段追偿。



对此，投服中心认真研究了公司相关公告，并向甲公司发送了股东质询函件，要求公司说明追偿的进展及未采取司法手段向欠款方追偿的原因。甲公司回函称，公司在前期已经就 7600 万元股权转让款及 2300 万元分红款的支付与欠款方进行了多次沟通、催讨，目前已经委托相关律师事务所向法院提起诉讼。

2021 年 2 月 18 日，甲公司公告称收到关于乙公司 2300 万元分红款项的二审民事判决书。判决书要求，乙公司应于判决生效之日起十日内支付给甲公司利润分配款 2300 万元，并支付相应的利息损失。

2021 年 5 月 12 日，甲公司公告称已与 ABC 三人达成民事调解协议，三人应于 2023 年 12 月 31 日前付清款项。至此，相关款项的回收时间得以明确，上市公司的合法权益得到保护。

## 投服中心：应关注上市公司按单项大额计提坏账准备时是否仍与对方保持交易

针对上市公司按单项计提坏账准备的行权案例，中证中小投资者服务中心（以下简称投服中心）主要关注上市公司对已实施单项计提坏账准备的应收款项是否及时向交易对方进行追偿，同时也会关注上市公司在按单项大额计提坏账准备时，是否仍与交易对方保持金额较大的其他交易。若存在该情况，投服中心将质询上市公司大额计提应收款项坏账准备的合理性，是否与交易对方存在未披露的关联关系。

例如，某上市公司公告 2019 年度财务报告被审计机构出具了保留意见，主要原因为审计机构无法确认其子公司向两家非关联公司采购风电设备组件相关交易的真实性。对此，投服中心查阅了上市公司招股说明书、历史年报及相关公告等，发现两家非关联公司曾发生过更名，其中一家非关联公司曾出现在上市公司招股说明书中，系上市公司的供应商，2011 年上市公司曾持有其 41% 股权。此外，另一家非关联公司于 2011 年至 2013 年期间持续为上市公司前五名其他应收款单位，每年其他应收款账面余额均为 400 万左右，2013 年上市公司对该公司的其他应收款计提坏账准备 203 万，占

账面余额的 49.74%，上市公司未披露计提坏账准备的具体原因，也未披露是否已就计提的坏账准备向其进行了追偿。更令人疑惑的是，即使对前述非关联公司按单项高比例计提了坏账准备，但上市公司随后仍与其持续发生交易，如 2017 年上市公司向其中一家公司采购土地、房产 6501.52 万，2018 年两家公司均为上市公司期末余额前五名的预付款单位，期末余额分别为 3410.63 万元、2445.33 万元，占预付款期末余额的比例为 15.76%、11.3%，2019 年上市公司向两家公司采购设备的金额分别占采购总额的 7.3%、4.1%等。对此，投服中心向上市公司发送了股东质询建议函，要求上市公司说明既然持续向该两家公司大额采购资产，为何还要计提其他应收款坏账准备；既然非关联公司仍在持续经营，上市公司是否就已计提的坏账准备进行了有效追偿。

行权后，上市公司虽然未书面回复投服中心的质询，但于 2020 年 6 月 12 日公告回复上海证券交易所关于 2019 年报问询函中承认，两家非关联公司的主要业务来源于上市公司，自 2012 年起其主要管理人员、财务、采购、人事等经营管理活动均由上市公司控制，应认定为上市公司关联方。

## 投服中心：上市公司资产收购时需关注标的公司是否存在盈利预测异于历史数据的高增长以及大幅增长是否可持续

针对上市公司的资产收购事项，投服中心在行权时重点关注标的公司是否存在盈利预测与历史数据存在重大差异以及大幅增长是否可持续。在收益法评估过程中，高估值的根源之一往往来自于预测营业收入、净利润或现金流等出现异于历史数据的高增长。这种高预测所导致的不仅仅是高溢价收购资产的风险，一旦标的公司未来业绩没能按预测实现持续增长，上市公司可能面临的是商誉减值、利润亏损乃至被迫低价出售原高溢价收购资产的局面。

例如，某上市公司于2018年11月公告交易预案，拟通过向标的公司的全体股东非公开发行股份的方式收购其100%股权，从而对标的公司实施吸收合并。上市公司在交易预案中披露了评估机构对标的公司未来五年净利润预测值，分别为：1.5亿元、2.2亿元、2.8亿元、3.5亿元和3.8亿元。然而根据审计报告，标的公司2018年1-10月净利润仅为3018.71万元。

投服中心在行权分析中发现标的公司存在预测净利润明显异于历史数据的高增长现象，且大幅增长的可持续性较难实现。一是按照预测数据，标的公司 2019 年如需实现 1.5 亿元的净利润，需要完成 314%的同比增长，2019 年以后预测净利润的复合增速亦高达 26%，这与其审计报告中显示的 2015-2017 年度仅 2.8%的历史净利润复合增速存在较大差异。二是标的公司主要产品为耳机，79.62%为 ODM（授权贴牌生产）业务，其中第一大客户为小米公司，销售金额占比 63.16%。在现有的盈利模式及客户结构不发生改变的前提下，短期内标的公司如需实现高增长，其 ODM 业务尤其是对小米公司的销售面临较大压力。然而小米公司 2018 年三季度报数据显示，其智能手机毛利率与出货量都出现了不同程度的下滑，未来的业务增长重点也将向互联网服务倾斜，这显然无法支撑对标的公司的高增长逻辑。

为保护中小投资者的合法权益，投服中心于 2018 年 12 月参加了上市公司召开的重大资产重组媒体说明会，对标的公司净利润高增长的合理性及可持续性进行了问询。标的公司作出了如下回应：一是财务数据上，剔除股份支付的影响并考虑产品毛利率提升的因素，标的公司 2019 年扣非后净利润实现翻倍增长是可行的；二是标的公司未来三至五年的业绩预测有在手订单支持和客户合作的支撑，是基于对产品、市场和客户理解的客观预测。

2020年7月，标的公司受新冠疫情影响，业绩增幅不及预期，同时鉴于国内证券市场和政策环境变化，标的公司拟重新评估其他路径上市，故上市公司终止了本次重组。