

关于深圳证券交易所
《关于对隆扬电子（昆山）股份有限公司的
重组问询函》中评估相关问题的回复

中水致远资产评估有限公司

二〇二五年七月

深圳证券交易所：

隆扬电子（昆山）股份有限公司（以下简称“上市公司”、“公司”或“隆扬电子”）于 2025 年 7 月 9 日收到深圳证券交易所《关于对隆扬电子（昆山）股份有限公司的重组问询函》（创业板并购重组问询函〔2025〕第 6 号）（以下简称“《并购重组问询函》”）。中水致远资产评估有限公司（以下简称“评估机构”）就《并购重组问询函》中评估相关问题进行了认真核查，现将相关回复说明如下。

如无特别说明，本回复使用的简称与重组报告书中的释义相同。

在本回复中，部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，如无特殊说明，均系四舍五入造成。

问题 4.

报告书显示，本次交易采用收益法和市场法对标的公司的股东全部权益价值进行评估，并以收益法的评估结果作为评估结论。收益法评估值 11.04 亿元，评估增值率 453.32%，市场法评估值 12.52 亿元，评估增值率 527.50%。

收益法下，标的公司预测期（2025 年 3-12 月、2026 年、2027 年、2028 年、2029 年、2030 年及永续期）营业收入综合增长率分别为 7.29%、7.18%、6.90%、6.69%、6.42%、6.26%，综合毛利率分别为 48.26%、47.79%、47.68%、47.46%、47.27%、47.06%。折现率 11.44%，计算折现率时使用的特有风险调整系数为 3.50%。市场法下，标的公司选择三家 A 股上市公司作为可比公司，由调整后的股权市值确定各公司整体价值，并计算价值比率。

请你公司：

（1）补充说明标的公司较同行业公司的竞争优势、产品先进性、毛利率水平与同行业公司 and 上市公司相比存在差异的原因及合理性，并进一步结合行业趋势等，说明标的公司预测期业绩的确定依据，预测期收入持续增长、毛利率基本稳定的原因及合理性，以营业收入增长较高的 2024 年作为参考基准是否具备参考价值，收入预测是否审慎。

（2）补充说明标的公司预测期各类产品的产销量、单价、单位成本的预测情况，说明具体的测算过程、关键参数及其确定依据，是否充分考虑行业技术更新、市场竞争、下游应用领域需求波动等影响。

（3）结合标的公司与同行业可比公司在企业规模、经营管理、所处阶段、抗风险能力等方面的差异情况，说明选取的特有风险调整系数的合理性。

（4）详细说明市场法下可比公司选取的具体标准，上述公司可比性的具体体现，说明对可比公司整体价值进行调整的计算过程和具体依据。

（5）结合对前述问题的回复、市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等指标，分析说明本次交易市盈率显著低于可比案例、评估增值率

显著高于可比案例的原因及合理性，并进一步说明本次交易定价的公允性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充说明标的公司较同行业公司的竞争优劣势、产品先进性、毛利率水平与同行业公司 and 上市公司相比存在差异的原因及合理性，并进一步结合行业趋势等，说明标的公司预测期业绩的确定依据，预测期收入持续增长、毛利率基本稳定的原因及合理性，以营业收入增长较高的 2024 年作为参考基准是否具备参考价值，收入预测是否审慎。

（一）标的公司较同行业公司的竞争优劣势

标的公司与同行业可比上市公司和隆扬电子在主营产品、应用领域、技术实力、市场地位及关键财务指标的对比情况如下：

公司名称	主营产品	应用领域	技术实力	市场地位	关键财务指标
斯迪克	功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料、高分子薄膜材料	智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、汽车电子等产品	以功能性薄膜材料与电子级胶粘材料为主导业务，拥有省级高性能胶粘材料研发中心，在涂层配方优化、功能结构设计、精密涂布以及新技术产业化应用等方面具有成熟的经验和领先技术。	是国内功能性涂层复合材料领域的重要参与者。	2024 年营业收入预计 26.91 亿元，归母净利润 0.55 亿元。
世华科技	电子复合功能材料、光电显示模组材料、精密制程应用材料	消费电子、可穿戴设备、新能源、智能汽车、医疗电子、新型显示	掌握高分子聚合与接枝改性技术、涂层配方及材料结构设计技术、精密涂布技术等核心技术，产品应用于苹果、三星等知名品牌中。	是国内制程保护材料和复合功能材料领域的重要参与者。	2024 年营业收入 7.95 亿元，归母净利润 2.80 亿元。
恒铭达	精密柔性结构件、精密金属结构件	消费电子、通信及新能源	能够为行业品牌客户提供涵盖材料选型、方案设计、样品开发到规模化生产的全流程解决方案	是国内精密柔性结构件领域的重要参与者。	2024 年营业收入 24.86 亿元，归母净利润 4.57 亿元。
隆扬电子	电磁屏蔽材料及部分绝缘材料、散热材料	消费电子、新能源汽车	掌握卷绕式真空磁控溅射及复合镀膜技术、屏蔽材料柔性化技术、连续化带状全方位导电海绵制备技术、高速精密成型技术、非开模模切技术、异形模切及自动排废技术等	国内先进的电磁屏蔽、绝缘、散热、缓震等解决方案提供商之一	2024 年营业收入 2.88 亿元，归母净利润 0.82 亿元。

公司名称	主营产品	应用领域	技术实力	市场地位	关键财务指标
标的公司	减震缓冲用泡棉材料、电磁屏蔽用材料、粘合包裹用薄膜材料、重工胶带材料和其他材料	智能手机、笔记本电脑、平板电脑、台式电脑、智能穿戴设备、智能电视等	掌握高聚物胶粘剂合成与改性、精密涂布、分析与评估等方面积累了一系列核心技术，主要为消费电子产品客户提供全方位的功能性涂层复合材料综合解决方案	是国内功能性涂层复合材料领域的重要参与者。	2024 年营业收入 4.19 亿元，归母净利润 0.95 亿元。

由上表可知，与同行业可比上市公司相比，标的公司是一家在特定高价值细分市场（OLED 功能性泡棉胶带）拥有较高技术优势的科技型企业，盈利能力较为突出。但同时，标的公司规模较小，仍需进一步拓展业务范围、提升市场份额，以扩大经营规模。

1、核心竞争优势

（1）产品结构高端化，技术壁垒较高

与竞争对手业务相对依赖普通胶粘产品不同，标的公司主营产品是高价值的缓冲抗震、散热、电磁屏蔽、解粘重工等功能性胶带，功能性胶带材料在业务收入中占比较高。因此，标的公司主营的产品结构中高端化产品比例较高，获得的技术壁垒较高。

（2）技术领先显著

标的公司自成立以来，始终专注于复合功能性材料的研发、生产及销售，打造了高聚物合成与改性、精密涂布、分析与评估三大研发平台，共同支撑标公司产品不断创新和发展，并通过长期的研发实践积累了一系列核心技术。

标的公司自研的缓冲抗震泡棉材料打破了日本岩谷、韩国 Anyone 等国外公司垄断，成功实现进口替代，性能领先国内的同行业公司，具有较高的技术壁垒。

（3）垂直整合与成本优势

标的公司产品生产过程中所用的树脂浆料配制、浆料发泡等关键制程完全自产，不仅保障了技术机密和供应链安全，更实现了较好的成本控制。而国内同行业竞争对手需要依赖外购关键原料或半成品，因此标的公司具备垂直整合能力与成本优势，为产品保持较高的毛利率提供了坚实的基础。

（4）市场定位精准，客户渗透率高

标的公司聚焦高增长高价值领域，市场定位精准，客户渗透率高。标的公司深度参与 OLED 显示屏这一高增长的市场，满足终端产品所需的关键功能需求。标的公司核心客户（各大屏厂）较为集中，且核心产品已成功获得认证并实现销售，完成了产品导入，后续将大幅降低市场推广的复杂度和成本。

在 OLED 这类对材料性能要求严苛的领域，一旦认证通过并稳定供货，更换供应商的成本和风险较高，因此标的公司的客户粘性较强。

2、主要竞争劣势

标的公司相对同行业可比上市公司而言：首先，标的公司业务规模较小，仍需进一步拓展业务范围、提升市场份额，以扩大经营规模；其次，标的公司产品应用领域主要集中在消费电子行业，尚未拓展其他业务领域，抗风险能力相对较弱；最后，标的公司并非上市公司，相比同行业的可比上市公司融资渠道受限。

与技术先进的多元化跨国公司相比，标的公司在资金实力、品牌知名度和国际销售网络等方面尚有较大差距。

（二）标的公司产品较同行业公司具有先进性

标的公司打造了高聚物合成与改性、精密涂布、分析与评估三大研发平台，共同支撑标的公司产品的不断创新和发展，并通过长期的研发实践积累了一系列核心技术，使得产品在剥离强度、抗起翘性、抗震性、定荷重保持力、压缩应力、电磁屏蔽、防水性、曲面覆盖填充能力、重工性、模切性等方面具备性能优势。

如标的公司 2024 年实现收入快速增长的聚丙烯酸泡棉单面胶带产品，使用闭孔但超软的聚烯烃泡棉基材带来很好的防水性能，适用于手机后盖密封防水应用，具备良好的抗落球冲击缓冲效果，具有良好的抗印痕和填补公差的能力。

标的公司聚丙烯酸泡棉单面胶带打破了日本岩谷、韩国 ANYONE 等国外企业的垄断，实现了技术上的国产替代。不仅如此，标的公司该款产品在贴合性、粘性、抗印痕能力、防水性等性能也优于国外企业竞品，标的公司聚丙烯酸泡棉

单面胶带产品与国外某先进企业竞品性能对比情况如下：

性能	测试指标	标的公司	国外某先进企业
密度	g/cm ³	0.73	0.71
表面贴合性	铜箔胶带 70C5min 对泡棉剥离力 (gf/in)	2500	800
	铜箔胶带 80C5min 对泡棉剥离力 (gf/in)	1200	600
	铜箔胶带 85C15min 对泡棉剥离力 (gf/in)	1100	500
网格胶面对 BP 粘性	网格胶常温 30min 后 70C5min 对 SUS 剥离力(gf/in)	1150	800
	网格胶常温 30min 后 80C5min 对 SUS 剥离力(gf/in)	1100	750
	网格胶常温 30min 后 85C15min 对 SUS 剥离力 gf/in	1000	600
抗印痕能力	25%CFD/Mpa,foam,25mm*25mm*10mm,5mm/min	0.13	0.18
防水性能	1.5m 水深防水试纸测试	168h 不变色	1h 部分变色
	85°C85%RH 防水试纸测试	168h 不变色	72h 部分变色

注 1：铜箔胶带 70C5min/80C5min/85C15min 对泡棉剥离力主要用来评估泡棉产品对铜箔胶带的粘接强度，该指标表示铜箔胶带在 70/80/85°C高温环境下处理 5/15 分钟后，对泡棉的剥离力 (gf/in)，剥离力越大表示泡棉对铜箔的贴合性越强。

注 2：网格胶常温 30min 后 70C5min/80C5min/85C15min 对 SUS 剥离力主要用来评估泡棉的网格胶对支撑膜（BP）在常温初始粘接和短时高温暴露后粘贴性能的稳定性，该指标表示网格胶在常温粘贴不锈钢并静置 30 分钟后，再经 70/80/85°C加热 5/15 分钟，最终测得的剥离力 (gf/in)，剥离力越大表示网格胶面对 BP 粘性越强。

注 3：25%CFD/Mpa,foam,25mm*25mm*10mm,5mm/min 主要用来评估泡棉产品的缓冲性能，即抗印痕能力，该指标表示对一个尺寸 25mm×25mm×10mm 的泡棉样品，以 5mm/min 的速率压缩至 25%变形量（即压缩后厚度为 7.5mm），其对应的压缩应力（MPa），压缩应力越小表示该泡棉产品的缓冲性能越好，抗印痕能力越强。

注 4：防水试纸测试是一种用于检测材料或产品防水性能的方法，试纸无颜色变化，说明材料防水性良好，无渗漏。

因此，标的公司的核心产品聚丙烯酸泡棉单面胶带产品不仅在技术上达到行业先进水平，更在部分核心性能指标上超过国外企业的相关竞品，标的公司部分产品在市场上具有先进性和较强的竞争力。

（三）毛利率水平与同行业公司 and 上市公司相比存在差异具有合理性

报告期内，标的公司与同行业公司综合毛利率对比情况如下：

单位：%

公司名称	2024 年度	2023 年度
斯迪克	24.60	27.25
世华科技	56.21	58.88
恒铭达	32.47	30.41
隆扬电子	47.95	44.49
平均值	40.31	40.26
标的公司	51.08	42.11

注 1：数据来源于可比上市公司的定期报告等公开资料。

注 2：截至本问询回复披露日，可比公司未披露 2025 年 1-2 月财务报告。

报告期内，标的公司主营业务毛利率 2023 年与同行业相近，2024 年高于同行业可比公司平均值。2024 年度，标的公司主营业务产品毛利率显著提升，主要是由于 2024 年度标的公司新产品聚丙烯酸泡棉胶带产品毛利率较高且大批量出货，同时，粘合包裹用材料产品定制化需求增加，生产规模提升后带动产能利用率提升，规模效应有所显现，毛利率进一步提升，推动了综合毛利率的提升。

斯迪克毛利率相对同行业公司较低，主要系其主营业务的下游应用领域除了消费电子外还包含锂电、光伏、包装等领域，毛利率相对较低；世华科技主营功能性电子材料和高性能光学材料，且终端主要应用于苹果品牌产品，因此毛利率相对较高；恒铭达主要经营模切业务，相对材料业务的总体毛利率较低；隆扬电子主营业务为电磁屏蔽材料及部分绝缘材料、散热材料的生产，且终端主要应用于苹果品牌产品，因此略高于同行业可比公司水平。

综上，由于细分业务和产品有一定的差异性，标的公司毛利率水平与同行业公司 and 上市公司相比存在一定差异具有合理性。

（四）行业发展趋势有利于标的公司预测期收入持续增长

标的公司预测期（2025 年 3-12 月、2026 年、2027 年、2028 年、2029 年、2030 年）营业收入综合增长率分别为 7.29%、7.18%、6.90%、6.69%、6.42%、6.26%。预测依据较为充分，相对客观。具体如下：

1、消费电子行业未来预计将保持 7.85% 的复合增长，高于标的公司预测期

营收增长率

根据 Fortune Insights 数据，2024 年全球消费电子行业市场规模达 8,151.60 亿美元，预计从 2025 年到 2032 年将以 7.85% 的年均复合增长率扩张，到 2032 年市场规模预计将增至 14,679.40 亿美元。标的公司收入预测中，自 2025 年-2030 年的复合增长率为 6.79%，低于消费电子行业预计的复合增长率，预测较为谨慎。

2、轻量化、功能化等技术趋势推动复合功能性材料的需求进一步增长

消费电子产品继续向轻量化、功能化、柔性化、无线化、可穿戴化方向发展，品牌商将尽可能推动创新来满足和带动消费需求，不断为市场增添活力。轻量化要求薄膜减薄、减少金属材料使用等，未来产品将向轻、薄、细、短、小、微等方向发展，轻量化直接关系到制品的成本和对资源的有效利用。功能化要求材料由单一功能向多功能方向发展，具有导电、散热、屏蔽、遮光等多种功能，以满足终端产品的各类需求，扩大塑料制品的应用领域。因此，消费电子产品的轻量化、功能化等趋势，将进一步提升复合功能性材料的需求。

3、国家政策支持行业发展，国内加快实现进口替代

新材料产业发展的基础，是本土的下游行业已经发展到了成熟阶段。历史上的材料巨头，如美国 3M、德国 Tesa、日本 Nitto，无一不是在本国家电、汽车、消费电子、医疗、半导体等本土产业基础上发展而来。中国目前在手机、电脑、电视等电子产品产业方面上已有了相当的积累，日益复杂的国际局势催化了下游厂商国产导入的诉求，因此，中国目前具有了发展电子产品中的复合功能性材料的基础。

美国 3M、德国 Tesa、日本 Nitto 等少数国外巨头对我国高端复合功能性材料行业实施严格的技术保密，而新材料又是国家认定的战略性新兴产业，因此国家出台《“十四五”原材料工业发展规划》《重点新材料首批次应用示范指导目录（2024 年版）》等一系列政策重点支持本行业的发展，推动进口替代，避免被国外巨头“卡脖子”，助力经济“内循环”，为包括标的公司在内的掌握自主核心技术、创新能力和知识产权的国内企业的快速发展提供了有力保障。

在当前国际贸易摩擦频繁发生的大背景下，全球显示产业正在迎来前所未有的挑战。目前国内显示面板生产企业所需的材料仍以日本、韩国供应商为主，长期稳定的供应形成了材料厂商与显示面板厂商深度的依存关系，产业链中供应商出货波动都可能直接影响到我国显示面板企业的生产稳定。因此国内厂商也较为倾向选择国内的优质供应商以抵御外部环境变化对生产经营带来的不利影响。

以标的公司为代表的国内企业通过多年技术沉淀、研发突破在功能性材料细分领域已取得长足发展，部分产品性能、规格已达到或接近国际先进的技术水平，在响应速度、配套服务、定制化研发等方面具备优势，具备了较强的综合实力及进口替代能力。目前高端材料国产化率仍然较低，未来市场空间广阔，因此国产替代趋势将有助于标的公司实现较高的收入增长和保持较高的毛利率。

（五）标的公司预测期业绩的确定依据

1、标的公司具有较强的客户拓展能力

标的公司所处行业发展空间较大，增速较快，新客户开拓情况较好，长期服务于众多国内外知名品牌客户。标的公司可通过匹配现有产品或以客户需求为导向开发新产品，满足客户对复合功能性材料的定制化需求。产品终端应用场景包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑、家电等。报告期内，标的公司终端客户主要为华星、三星显示、京东方、天马、维信诺、群创、龙腾等屏厂；苹果、微软、联想等国内外终端品牌；闻泰、捷普等 ODM 厂商，标的公司终端客户较为稳定，受到了客户群体的广泛认可，享有良好的市场声誉；直接客户群体也较为稳定，多为终端客户所指定的模切厂。

标的公司的核心产品为减震屏蔽用材料，特别是其中的泡棉产品，其功能主要为缓冲、抗震、支撑，在柔性 OLED 屏幕领域得到广泛应用。国内主要的柔性 OLED 制造商均与标的公司建立了紧密的合作关系，为标的公司各产品销量增长提供支持。

2、标的公司产品技术具有较高的竞争优势

标的公司 2024 年主营业务收入同比增长 76.75%，主要得益于新开发的聚丙

烯酸泡棉胶带产品收入贡献。聚丙烯酸泡棉胶带产品收入增长的主要原因如下：

一方面，聚丙烯酸泡棉单面胶带需求增长显著。标的公司开发的聚丙烯酸泡棉单面胶带主要应用于 OLED 屏智能手机，而 OLED 显示面板的渗透率正在不断提升，将带动聚丙烯酸泡棉单面胶带的需求提升。根据 Omdia 最新发布的《OLED 显示面板市场追踪报告》，2024 年智能手机 OLED 屏幕出货量占比为 51%，出货量首次超过 LCD 屏，预计 OLED 屏幕的出货量和渗透率会在未来进一步提升。

另一方面，标的公司聚丙烯酸泡棉单面胶带的市占率仍有较大上升空间。根据群智咨询数据及标的公司内部测算，2024 年全球应用于智能手机的 OLED 屏出货量为 85,000 万台，所需聚丙烯酸泡棉单面胶带的数量约为 1,275 万平方米，国产替代空间较大。

标的公司凭借聚丙烯酸泡棉单面胶带，成为国内能供应屏下泡棉材料的领先企业，打破了日本岩谷、韩国 ANYONE 等国外企业的垄断，同等质量下产品单价较进口产品低，因此，标的公司主要产品面对国外厂商具有价格优势，面对国内厂商具有技术优势。标的公司坚持自主研发，深度介入终端客户新产品的开发，根据终端需求协同定制化开发符合最新技术发展方向的产品，在聚丙烯酸泡棉单面胶带领域已储备了新一代产品。

标的公司高度重视研发，并持续投入资金，不断提高研发技术水平，致力于为客户提供包括泡棉胶带、金属电磁屏蔽胶带等在内的系统性解决方案，以此强化客户粘性并带动其他功能性胶带类产品的交叉销售，由此衍生业务贡献率，同时巩固了与合作伙伴之间的长期合作关系，为预测期内各产品收入增长提供有力保障。

3、与主要客户签订了框架协议，客户粘性较高

截至 2025 年 6 月 30 日，标的公司已与 20 家大客户签订了框架协议，按框架协议 2025 年预测收入及业绩承诺利润完成度较高。

终端客户认证模式是行业特点之一，标的公司产品通过下游的终端品牌厂商

认证后，进入其指定的供应商以指导价格为基础销售产品，根据行业惯例，在产品质量稳定的前提下，终端厂商与经认证的材料供应商之间会持续合作以保证终端产品质量的可靠性，因此，标的公司与终端客户保持较高的合作粘性，合作稳定且具有可持续性。

4、2025 年 1-6 月业绩情况

2025 年 1-6 月，标的公司实现未经审计的营业收入约 20,570 万元、净利润约 5,350 万元，净利润完成业绩承诺年平均净利润的 51%。考虑到消费电子产业的销售旺季集中在第三、四季度，因此，2025 年预测业绩完成度较高。

综上，标的公司预测期业绩的确定依据充分。

（六）预测期内的毛利率基本稳定具有合理性

标的公司预测期（2025 年 3-12 月、2026 年、2027 年、2028 年、2029 年、2030 年及永续期）综合毛利率分别为 48.26%、47.79%、47.68%、47.46%、47.27%、47.06%，毛利率基本稳定具有合理性，具体如下：

1、产品具有较高的竞争壁垒

标的公司凭借聚丙烯酸泡棉单面胶带，成为国内能供应屏下泡棉材料的领先企业，打破了日本岩谷、韩国 Anyone 等国外企业的垄断，并且售价还低 20-30%，因此标的公司该产品面对国外厂商具有价格优势，面对国内厂商具有技术优势。

标的公司坚持自主研发，深度介入终端客户新产品的开发，根据终端需求协同定制化开发符合最新技术发展方向的产品，在聚丙烯酸泡棉单面胶带领域已储备了新一代产品。因此，标的公司预计能够通过不断保持技术的相对先进性，来保持产品的竞争力和毛利率。

2、规模优势将对毛利率有增厚作用

标的公司报告期内的产能利用率为 50.86%、68.04%和 58.59%，涂布线的设备折旧、单线人员配备数量、烘道能耗等相对固定，不会因为提高涂布速度、提升总体产能而同比增加成本，因此随着产能利用率的提升，毛利率将有所提升。

3、产品结构的变化将有助于保持和拉升毛利率

标的公司报告期内综合毛利率分别为 42.31%、51.38%、51.75%，毛利率的提升主要得益于高毛利的聚丙烯酸泡棉单面胶带的销售增长。

聚丙烯酸泡棉单面胶带自 2023 年起小批量供货，2024 年大批量量产供应，毛利率保持较高的水平。随着该产品在客户领域的进一步开拓，其对标的公司收入、毛利贡献预计将进一步提升，将有助于保持当前毛利率。

4、预测期内的毛利率考虑了老产品毛利率的正常下降因素

标的公司预测期内的毛利率水平，已经考虑了粘合包裹用材料随着行业竞争变化带来的毛利率缓慢下降因素，也考虑了减震屏蔽材料中较高毛利率的泡棉类产品受下游面板行业成本管控、国内其他供应商追随模仿带来的第一代产品毛利率下滑的因素。标的公司已开发了新一代泡棉产品，通过技术优势和产品迭代继续保持新款产品的较高毛利率，以保持综合毛利率的相对稳定。

5、行业毛利率水平较高

消费电子中功能性复合材料的技术难度较高，高端市场主要被 3M、德莎、日东电工等国际巨头所垄断，同时相关材料均是定制化开发，在手机、电脑等终端中的成本占比极低，因此功能性复合材料毛利率通常较高。

与标的公司可比度较高的世华科技，其 2023 年和 2024 年功能性电子材料毛利率分别为 61.87%、67.76%，隆扬电子电磁屏蔽材料 2023 年和 2024 年毛利率分别为 49.22%、54.87%。标的公司综合毛利率预测在 47.06%-48.26%，处于相对合理水平。

因此，预测期内标的公司毛利率基本稳定，相对合理。

（七）以营业收入增长较高的 2024 年作为参考基准具备参考价值，收入预测较为审慎

标的公司 2024 年收入增长较高主要得益于快速增长的聚丙烯酸泡棉单面胶带产品。一方面，该款产品由于较高的技术壁垒和客户粘性而能够保持现有业务规模；另一方面，标的公司正在将其导入推广到其他头部厂商，预计未来能实现较快增长。

综上，标的公司毛利率水平与同行业公司 and 上市公司相比存在差异具有合理

性；标的公司预测期业绩的确定依据充分，预测期收入持续增长、毛利率基本稳定具有合理性，以营业收入增长较高的 2024 年作为参考基准具备参考价值，收入预测较为审慎。

二、补充说明标的公司预测期各类产品的产销量、单价、单位成本的预测情况，说明具体的测算过程、关键参数及其确定依据，是否充分考虑行业技术更新、市场竞争、下游应用领域需求波动等影响。

（一）补充说明标的公司预测期各类产品的产销量、单价、单位成本的预测情况

1、标的公司各产品预测期收入构成情况

预测期内，标的公司各产品收入构成情况如下：

单位：万元

产品名称	2025 年 3-12 月		2026 年度		2027 年度		2028 年度		2029 年度		2030 年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
粘合包裹用材料	8,653.36	23.05%	10,339.18	21.46%	10,588.35	20.56%	10,791.66	19.65%	10,998.97	18.81%	11,210.17	18.05%
减震屏蔽用材料	25,988.76	69.22%	34,330.58	71.27%	37,374.11	72.58%	40,573.80	73.86%	43,866.08	75.04%	47,287.52	76.12%
失粘重工用材料	1,106.69	2.95%	1,314.84	2.73%	1,322.17	2.57%	1,345.83	2.45%	1,356.23	2.32%	1,368.08	2.20%
其他材料	419.27	1.12%	574.02	1.19%	579.20	1.12%	578.83	1.05%	578.75	0.99%	578.44	0.93%
材料加工业务	1,376.50	3.67%	1,610.62	3.34%	1,626.73	3.16%	1,643.00	2.99%	1,659.43	2.84%	1,676.02	2.70%
合计	37,544.58	100.00%	48,169.24	100.00%	51,490.56	100.00%	54,933.12	100.00%	58,459.46	100.00%	62,120.23	100.00%

由上表可知，标的公司产品主要由粘合包裹用材料、减震屏蔽用材料、失粘重工用材料及其他材料等产品构成，该四类产品预测期（2025 年 3-12 月—2030 年）收入占全部收入的比重分别为 96.33%、96.66%、96.84%、97.01%、97.16%和 97.30%。

总体来看，上述细分产品中，粘合包裹用材料、减震屏蔽用材料、失粘重工用材料及其他材料的预测期收入呈现稳定增长态势，主要因标的公司锚定显示关键材料国产化替代领域，结合自身技术优势，将粘合包裹用材料和减震屏蔽用材料作为标的公司未来高质量发展的核心产品。失粘重工用材料主要指在工业生产中用于粘接、固定但可重复剥离或恢复粘性的特殊材料；其他材料产品占营业收入比重较小，主要为非胶带类产品；材料加工业务主要将复合功能性材料加工成适合手机、电脑等终端内具体的规格尺寸，材料加工业务未作为预测未来盈利增长的核心产品。因此，以下针对粘合包裹用材料、减震屏蔽用材料、失粘重工用材料及其他材料预测期各类产品的产量、销量、单价、单位成本的预测情况进行分析。

2、标的公司预测期主要产品的产量、销量、单价、单位成本的预测情况

报告期内，标的公司主要采用“以销定产、以需定产”相结合的生产模式。假设预测期生产量等于销售量，标的公司预测期主要产品的销量、单价、单位成本的预测情况如下：

单位：万 m²、元/m²

项目		报告期			预测期					
		2023 年	2024 年	2025 年 1-2 月	2025 年 3-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
粘合包裹用材料	销量	306.91	379.15	54.81	347.09	422.00	440.99	458.63	476.98	496.06
	销售单价	25.43	24.19	25.44	24.93	24.50	24.01	23.53	23.06	22.60
	单位成本	12.95	11.07	10.45	11.23	11.15	10.92	10.81	10.67	10.53
减震屏蔽用材料	销量	209.42	406.10	78.27	396.92	551.13	624.46	692.98	763.92	840.31
	销售单价	64.86	71.85	70.01	65.48	62.29	59.85	58.55	57.42	56.27
	单位成本	40.35	35.17	34.55	34.77	33.27	31.99	31.33	30.78	30.23
失粘重工用材料	销量	3.65	10.12	1.42	10.73	13.48	14.42	15.29	16.05	16.69
	销售单价	131.66	113.83	108.57	103.14	97.54	91.69	88.02	84.50	81.97
	单位成本	27.82	44.78	44.99	43.04	41.67	40.36	39.73	39.24	38.84
其他材料	销量	11.89	10.19	2.72	7.78	10.81	11.13	11.35	11.58	11.81
	销售单价	32.93	54.26	55.00	53.90	53.10	52.04	51.00	49.98	48.98
	单位成本	23.09	43.15	46.67	44.61	44.11	43.25	42.41	41.59	40.78

根据行业特点和市场容量、技术研发和国产替代进展、客户开拓和产品迭代等因素，预计上述细分产品预测期内销售逐步放量、单价逐步下降；随着产能逐年爬坡，规模效应将逐步显现，预测期内各产品的固定成本将被持续摊薄，同时随着标的公司收入规模的扩大，向上游材料供应商的采购量相应增加，标的公司的议价能力将进一步增强，采购成本预期有所下降，单位成本呈现逐年下降趋势。

（二）说明具体的测算过程、关键参数及其确定依据

1、预测期主要产品销量预测情况

标的公司报告期及预测期主要产品销量情况如下：

单位：万平方米

产品名称	项目	报告期			预测期						2024 年 增长率	2025 年- 2030 年 复 合 增 长率
		2023 年	2024 年	2025 年 1-2 月	2025 年 3-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年		
粘合包裹用材料	销量	306.91	379.15	54.81	347.09	422.00	440.99	458.63	476.98	496.06	23.54%	4.58%
减震屏蔽用材料	销量	209.42	406.10	78.27	396.92	551.13	624.46	692.98	763.92	840.31	93.92%	12.88%
失粘重工用材料	销量	3.65	10.12	1.42	10.73	13.48	14.42	15.29	16.05	16.69	177.36%	8.69%
其他材料	销量	11.89	10.19	2.72	7.78	10.81	11.13	11.35	11.58	11.81	-14.32%	2.49%
小计	销量	531.87	805.57	137.22	762.52	997.42	1,091.00	1,178.25	1,268.53	1,364.87	51.46%	9.19%

报告期内，标的公司粘合包裹用材料 2024 年销量合计较 2023 年增长 23.54%，主要系全球消费电子行业逐步复苏，粘合包裹用材料定制化需求增加，预测期标的公司单面、双面薄膜胶带销量持续增长；减震屏蔽用材料 2024 年销量合计较 2023 年增长 93.92%，主要系泡棉材料进口产品逐步国产化以及 OLED 显示面板的渗透率不断提升、市场份额变大，带动聚丙烯酸泡棉单面胶带的需求大幅提升，预测期标的公司聚丙烯酸泡棉单面胶带产品销量快速增长。标的公司以聚丙烯酸泡棉单面胶带为代表的泡棉材料产品在行业内处于较为领先地位，其聚丙烯酸泡棉单面胶带产品受到了客户群体的广泛认可，享有良好的市场声誉，形成了稳定的供应合格产品态势，意味着标的公司在泡棉材料领域实现了国产替代。

预测期各产品销售数量增速主要参考历史发展趋势并结合市场预期进行预测。国内显示面板生产企业集中度较高，主要有京东方、华星、天马、维信诺、慧科、和辉光电等制造商。报告期，标的公司已实现对国内主要的柔性 OLED 制造商前端供应商的批量供货后且销量快速增长，预计未来以聚丙烯酸泡棉单面胶带为主的减震缓冲泡棉材料产品将进入稳定发展阶段。同时，考虑到粘合包裹用材料作为传统产品增速有限，预测期销量增速低于报告期增速，销量增长率逐步收敛，直至达到稳定状态，预测较为审慎。

主要预测逻辑详见本问询函回复问题 4 的“一、（四）行业发展趋势有利于标的公司预测期收入持续增长”和“一、（五）标的公司预测期业绩的确定依据”。

综上，高端复合功能性材料国产替代需求旺盛、市场空间较大，标的公司凭借较强的产品竞争优势、客户拓展能力，以及掌握多项功能性涂层复合材料核心技术和关键工艺，为相关产品预测期销量增长奠定了坚实的基础。因此，标的公司预测期主要产品销量增长与全球消费电子行业市场规模自 2025 年-2032 年复合增长率 7.85%（Fortune Insights 预测数据）基本相当，各类产品的销量预测依据较为充分，较为合理。

2、预测期主要产品销售单价预测情况

标的公司报告期及预测期主要产品销售单价情况如下：

单位：元/平方米

产品名称	项目	报告期			预测期					
		2023 年	2024 年	2025 年 1-2 月	2025 年 3-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
粘合包裹用材料	销售单价	25.43	24.19	25.44	24.93	24.50	24.01	23.53	23.06	22.60
减震屏蔽用材料	销售单价	64.86	71.85	70.01	65.48	62.29	59.85	58.55	57.42	56.27
失粘重工用材料	销售单价	131.66	113.83	108.57	103.14	97.54	91.69	88.02	84.50	81.97
其他材料	销售单价	32.93	54.26	55.00	53.90	53.10	52.04	51.00	49.98	48.98

报告期内，标的公司主要产品价格稳中向下。2024 年标的公司减震屏蔽用材料平均销售单价有所提高，主要系该类产品中价格较高的聚丙烯酸泡棉单面胶带产品销量大幅增加所致，由于聚丙烯酸泡棉单面胶带实现国产替代，2024 年度大批量出货，议价能力强，单价较高。标的公司其他材料产品平均销售单价波动，主要系该系列内部产品销售结构变化较大所致；标的公司部分产品平均单价如失粘重工用材料呈现下降，主要系技术进步、规模提升带动效率提升以及行业内常规降价的影响。标的公司对预测期各产品销售单价主要参考历史产品单价波动趋势并结合市场降价预期、竞争情况进行预测，具体情况如下：

（1）粘合包裹用材料属于成熟产品，已经历过充分的价格竞争，单价年降价空间有限，未来销售单价预测按一定比例小幅度下降。

（2）减震屏蔽用材料属于新兴产品，是标的公司核心产品，凭借聚丙烯酸泡棉单面胶带产品，成为国内能量产供应屏下泡棉材料的领先企业，打破了日本岩谷、韩国 ANYONE 等国外企业的垄断，同等质量下产品较进口产品低，实现了该细分领域复合功能性材料的国产替代，凭借核心技术领先优势形成了差异化竞争壁垒。但面对国外产品的竞争激烈以及国内同行业公司追赶，标的公司管理

层根据市场竞争状况制定销售政策，预测单价参考历史年度平均价格下降水平小幅度下降。

（3）失粘重工类也属于新兴产品，单价较高，市场竞争较激烈，预测单价参考历史年度平均价格下降水平小幅度下降。

（4）其他类产品产销量较少，历史价格比较平稳，预测单价参考历史年度平均价格下降水平小幅度下降。

综上，标的公司对预测期各产品销售单价主要参考历史产品单价波动趋势并结合市场降价预期、竞争情况进行预测，销售单价小幅度下降，直至达到稳定状态，预测较为审慎。

3、预测期主要产品单位成本预测情况

标的公司报告期及预测期主要产品单位成本情况如下：

单位：元/平方米

产品名称	项目	报告期			预测期					
		2023年	2024年	2025年1-2月	2025年3-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
粘合包裹用材料	单位成本	12.95	11.07	10.45	11.23	11.15	10.92	10.81	10.67	10.53
减震屏蔽用材料	单位成本	40.35	35.17	34.55	34.77	33.27	31.99	31.33	30.78	30.23
失粘重工用材料	单位成本	27.82	44.78	44.99	43.04	41.67	40.36	39.73	39.24	38.84
其他材料	单位成本	23.09	43.15	46.67	44.61	44.11	43.25	42.41	41.59	40.78

标的公司在分析历史年度毛利率及料工费构成基础上，结合企业的经营特点，在对未来年度的各产品的营业成本按料工费进行了预测。

（1）规模效应逐步显现，固定成本逐步摊薄

标的公司的减震屏蔽用材料已实现技术突破，处于批量供货阶段，同时潜在

客户开拓工作正稳步推进。随着产能逐年爬坡，规模效应将逐步显现。预测期内各产品的固定成本将被持续摊薄，单位成本呈现逐年下降趋势。

（2）原材料采购成本下降，生产效率稳步提升

随着泡棉材料国产化替代进程的持续推进，上游原材料的品质和供应正日趋稳定，有利于标的公司在保证优质国产原材料供应的同时，降低原材料采购成本。预测期内，随着标的公司收入规模的扩大，向上游材料供应商的采购量将相应增加，标的公司的议价能力将进一步增强，采购成本预期有所下降。

从成本控制方面来看，标的公司具有较强的工艺创新能力，能够利用自身积累的生产技术和经验，持续对生产设备进行技术改造和工艺改进，不断提高生产效率、良品率和智能化水平，并通过技术升级、优化产品配方设计、关键制程自主可控等多种方式降低成本，有效推动预测期各产品单位成本的下降。

综上，标的公司的高端复合功能性材料所在行业具有市场准入门槛高、前期导入周期长、批量供货后快速增长的特点，标的公司报告期实现的批量供货可为标的公司后续客户开拓起到积极促进作用，为预测期内各产品销售、收入增长提供有力保障。受下游消费电子行业竞争加剧影响，面对进口厂商和国内其他厂商的市场竞争，报告期及预测期内标的公司复合功能性材料产品单价均呈下行趋势。预测期内，随着标的公司收入规模的扩大，规模效应逐步显现，固定成本逐步摊薄、采购成本预期有所下降，同时标的公司具有较强的工艺创新能力，通过技术升级、优化产品配方、关键制程自主可控设计等多种方式降低成本，有效推动预测期各产品单位成本的下降。

因此，预测期内，标的公司对各产品的产销量、单价、单位成本的预测的依据充分。

（三）是否充分考虑了行业技术更新、市场竞争、下游应用领域需求波动等影响

1、行业技术更新

复合功能性材料行业，是从传统的胶粘制品行业中发展而来。胶粘带产品主要由基材、胶水涂层和离型材料组成，具备双层或多层结构，最初因具有低成本、高美观度等显著优势，替代焊接、铆接、螺栓等传统机械固定方式被应用于多种工业场合。因此，传统胶粘带产品具有连接、固定、保护、密封等基础功能。而随着 21 世纪以来科学技术的快速发展，智能消费电子、电子信息、航空航天、新能源汽车等一大批新兴产业取得了爆发式增长，催生了大量新兴应用需求。由于新兴产业的高精尖特点，传统胶粘制品已无法满足其性能品质要求，复合功能性材料行业就此应运而生。复合功能材料即为一类具备多种复合功能的电子级粘接产品，是指将具有特定功能（如粘接、导电、散热、电磁屏蔽、绝缘、耐候等）的高分子功能涂层通过精密涂布等工艺与不同特性的基材载体（如 PET 膜、PI 膜、铜箔、导电布等）结合，形成的一种复合功能性材料。

（1）下游应用领域扩大，推动复合功能性材料行业技术创新和高性能材料的需求增长

复合功能性材料作为高端功能性材料，除手机、电脑等传统消费电子产品外，在智能手表、手环、TWS 耳机、VR 眼镜等新兴消费电子产品和屏幕显示、新能源电池等其他应用领域也开始得到广泛使用。这些应用领域都是目前国家重点发展的新兴产业或科技创新前沿行业。这些产业在国家政策的扶持和科技创新的驱动下蓬勃发展，市场规模不断扩张，对于上游功能性材料的需求也逐年增长，有效地带动了复合功能性材料市场的快速发展。

同时，由于下游应用产品类型的多样性及各类产品型号的多样性，根据下游应用量身定做高性能、多功能的复合功能性材料，为客户提供全套完整的粘接解决方案将成为未来复合功能性材料的主流发展趋势，这将对行业内企业的研发能力和专业化水平提出更高的要求。

（2）消费电子行业发展趋势驱动复合功能性材料光学性能、功能性创新

□大屏化、曲面屏趋势

近年来，在市场消费倾向的改变下，用户对优质媒体和互动体验的渴求、高

清视频、虚拟现实以及增强现实的兴起，对电子设备外观的更高追求以及用户在移动性和功能性之间平衡的需求，各种电子设备诸如手机、手环、平板电脑等纷纷向大屏、曲面屏及折叠屏方向发展。柔性 OLED 替代 LCD 成为主流趋势。相较于 LCD 屏幕，OLED 屏幕具有支持屏下指纹、柔性佳、功耗低、更轻薄、色彩更加明亮鲜艳等优点。根据市场研究机构 Omdia 的最新报告，2024 年 AMOLED 显示屏的出货量增长尤为突出，达到了 7.84 亿台，同比增长 26%；而传统的 TFT LCD 显示屏出货量则下降至 7.61 亿台，同比减少了 8%，AMOLED 显示屏的出货量首次超越了 TFTLCD，占据了智能手机显示屏市场总量的 51%。柔性 OLED 渗透率的持续提高将带动对复合功能性材料量价齐升；并对复合功能性材料提出更高要求，OLED 器件由于其自身特性，对大气中的污染物、氧气以及潮气都十分敏感，一旦受到水氧气等的侵蚀很容易发生电化学腐蚀、阴极材料产生针孔、OLED 的发光量子效率降低，因此，要实现 OLED 器件的大规模量产及应用必须在封装和粘接固定时采用能有效密封、阻隔水汽且高透光的复合功能性材料。

□超薄化趋势

随着个人智能终端（包括笔记本电脑、平板电脑、智能手机等）不断发展，产品轻薄化已成为主要发展趋势，3D 工艺逐渐取代 2.5D 工艺。为了降低手机厚度，手机设计者采用的方案之一就是后盖与中框采用粘接的方案代替之前的卡扣设计。而 3D 设计会使后盖与中框之间的空隙公差较大，存在后盖起翘变形和密封性较差的风险，所以更需要功能材料具有非常好的抗起翘性能和贴附密封性能。由于功能性泡棉胶带和亚克力胶带都具有较好的贴附性，在超薄化趋势下，其在电子产品的组装中应用率不断提高。虽然复合功能性材料虽相比于传统的螺丝固定极大地提高了空间利用率，但由于对轻薄化的极致追求，电子设备内部空间愈发紧密，内部精密结构组件的粘接固定进一步对复合功能性材料提出了更高的性能要求，在满足原有性能的基础上，不断提高其轻薄性及精密性。

标的公司高度重视功能性涂层复合材料的技术研发和产品创新，掌握多项功能性涂层复合材料核心技术和关键工艺，产品系列不断丰富。标的公司聚焦消费电子领域，夯实模组端产品，继续向 panel 端产品开发，目前有高粘性、高抗震

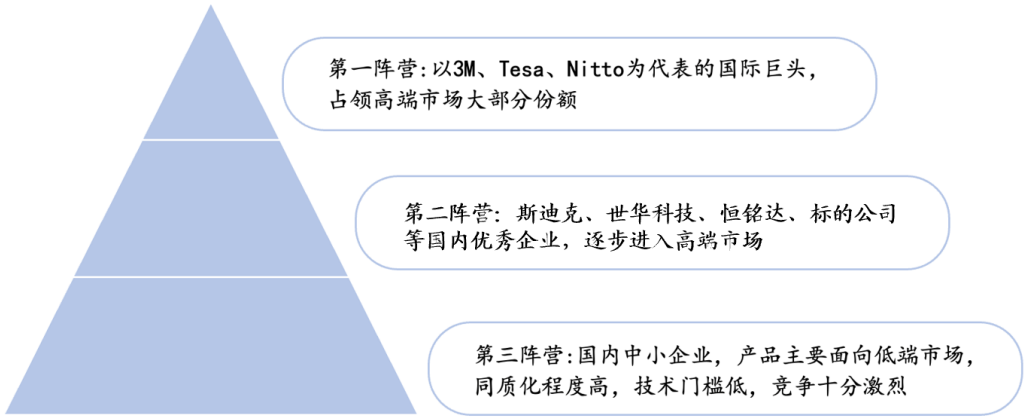
缓冲性发泡材料及胶带的开发，高效热压激活、高结构强度胶带的开发，OLED模组用热激活功能胶带的开发，OLED封装制程用保护膜和支撑膜的开发，超高洁净的功能性薄膜胶带的开发等多个研发项目，在聚丙烯酸泡棉单面胶带领域已储备了新一代产品。

综上，下游应用领域扩大和产品快速迭代不断加速，催生了复合功能性材料光学性能、功能性等方面创新，标的公司紧跟行业技术更新趋势，利用自身的技术优势，通过持续的研发投入，持续进行产品开发及技术升级，提高产品市场竞争力，从而巩固并扩大其在行业中的市场份额优势。

2、市场竞争

复合功能性材料市场长期以来被国外龙头企业垄断，随着消费电子、新能源汽车等下游产业的快速发展，国内对高端复合功能性材料的需求大幅增长，进口替代进程正在加速，部分企业已取得显著突破。国内少数企业通过持续研发和技术创新，已掌握功能保护材料、光学功能薄膜等核心技术，打破了国外企业的技术垄断，实现一定程度的进口替代和技术突破。

整个行业可以分为三个竞争层次，呈现金字塔式的层次结构。



标的公司通过不断加强研发创新投入，凭借多年的技术经验积累和领先的自主研发能力，现已掌握部分先进高性能复合功能性材料的配方及生产技术，在一些细分市场已实现技术突破，逐步缩小与国际巨头之间的差距。例如标的公司研

发的聚丙烯酸泡棉单面胶带在行业内处于较为领先地位，实现了国产替代，可为四大屏厂稳定供应合格产品，该产品也是 2024 年标的公司业绩增长最显著的产品类别。且与国际巨头企业相比，标的公司不同产品在质量相近的情况下具备了价格优势。

综上，目前高性能复合功能性材料所属行业市场份额仍由国际厂商占据，标的公司作为国内领先的功能性材料厂商，具备较强的研发创新能力与相应核心技术。随着国内显示面板高端产能的逐步释放，标的公司凭借在减震缓冲泡棉材料先发价格优势、深厚的技术储备和行业应用经验赋能，具备较大的增长潜力，持续抢占市场份额。

3、下游应用领域需求波动

标的公司主要下游市场为消费电子产品市场。消费电子行业覆盖范围较广，既包括了相对传统的台式电脑、数码相机等产品，也包括新兴的智能手机、平板电脑、可穿戴设备、无线耳机、投影仪等智能电子产品。2024 年全球消费电子行业时隔两年触底反弹，随着互联网技术和移动通讯技术的不断进步，智能手表、手环、TWS 耳机、VR 眼镜等新兴电子消费产品以及消费者对高品质、智能化产品的需求持续增长，消费电子产品快速更新迭代，消费电子产品的市场规模不断扩大。小型化、聚集化、柔性屏、全面屏、多镜头、无线充电、防水以及高续航能力等特点成为消费电子产品最显著的发展方向，由此衍生出的对上游的薄膜胶带材料、缓冲减震材料、电磁屏蔽材料、导电材料、防水保护膜等功能性复合材料的需求也显著增加，持续推动复合功能性材料的快速发展。

综上，复合功能性材料主要用于智能手机、平板电脑等消费电子行业，标的公司相关收入实现与否与电子产品终端保有量、终端消费习惯、产品竞争力、品牌影响力等多种因素相关。2024 年全球消费电子行业时隔两年触底反弹，同时新兴电子消费产品以及消费者对高品质、智能化产品的需求持续增长，未来全球消费电子市场规模持续增长，直接带动复合功能性材料的生长；受下游消费电子行业竞争加剧影响，报告期及预测期内标的公司复合功能性材料产品单价呈下行

趋势。标的公司研发的减震缓冲泡棉材料在行业内处于较为领先地位，具有较强的产品竞争力，同时标的公司紧跟行业技术发展趋势，利用自身的技术优势，通过持续的研发投入，持续进行产品开发及技术升级，提高产品市场竞争力，从而巩固并扩大其在行业中的市场份额优势，为标的公司长期可持续发展提供了有力保障。

因此，预测期内，标的公司对各产品的产销量、单价、单位成本的预测具有依据性，也充分考虑行业技术更新、市场竞争、下游应用领域需求波动等影响。

三、结合标的公司与同行业可比公司在企业规模、经营管理、所处阶段、抗风险能力等方面的差异情况，说明选取的特有风险调整系数的合理性。

根据证监会发布的《监管规则适用指引——评估类第1号》，在确定特定风险报酬率时应当遵循以下要求“一是应当明确采用的具体方法，涉及专业判断时应当综合考虑被评估企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素，确定合理的特定风险报酬率。二是应当综合考虑特定风险报酬率的取值，其在股权折现率整体中的权重应当具有合理性。”。本次评估综合考虑风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素后，确定3.50%作为特定风险报酬率。具体构成如下：

（1）风险特征：标的公司相比可比上市公司，主营业务中原有产品市场竞争具有一定优势，新产品国产替代进口市场竞争风险较大，该项特定风险报酬率取1.00%；

（2）企业规模：标的公司相比可比上市公司规模较小，该项特定风险报酬率取0.50%；

（3）业务模式：标的公司业务模式相对稳定，该项特定风险报酬率取0.50%；

（4）所处经营阶段：标的公司发展速度较快，原有业务经营稳定，新业务处于快速发展阶段且其对应产品在未来预计形成较高收入，该项特定风险报酬率

取 0.75%；

（5）核心竞争力：标的公司具备较强技术优势，原有业务产品市场份额稳定，新产品具有一定市场竞争能力，该项特定风险报酬率取 0.50%；

（6）主要客户及供应商依赖：标的公司对主要客户和供应商依赖度一般，该项特定风险报酬率取 0.25%。

本次评估综合考虑上述因素后确定特定风险报酬率，取值依据充分，具有合理性。

四、详细说明市场法下可比公司选取的具体标准，上述公司可比性的具体体现，说明对可比公司整体价值进行调整的计算过程和具体依据。

（一）详细说明市场法下可比公司选取的具体标准

本次评估中可比上市公司的选取标准如下：

- 1.与被评估单位属于同一行业或者受相同经济因素的影响；
- 2.近年为盈利公司或无其他特殊因素影响；
- 3.必须为至少有三年上市历史；
- 4.只发行人民币 A 股。

（二）上述公司可比性的具体体现

根据公开披露的信息，恒铭达、斯迪克和世华科技的业务情况与标的公司对比情况如下：

公司名称	主营业务	主要产品类型	相似产品	主要供应商类型	主要生产流程
恒铭达	消费电子、通讯和新能源领域的精密柔性结构件、精密金	精密柔性结构件、精密金属结构件	光学保护膜	胶带、金属、导电屏蔽材料等原材料供应商	原材料复合、模切、转贴、排废

公司名称	主营业务	主要产品类型	相似产品	主要供应商类型	主要生产流程
	属结构件的研发、生产和销售				
斯迪克	胶粘剂、功能性涂层复合材料研发、生产、销售	功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料、高分子薄膜材料	OCA 光学胶、PET 胶带	PET 膜、BOPP 膜、丙烯酸丁酯、硅胶等等原材料供应商	精密涂布、涂层干燥固化、冷却复合、收卷等
世华科技	功能性材料研发、生产及销售	电子复合功能材料、光电显示模组材料、精密制程应用材料	电子胶粘材料、泡棉材	基材、胶粘剂等供应商	原材料备料、功能性涂层与基材材料准备、精密涂布工艺和分切工艺
标的公司	复合功能性材料的研发、生产和销售	减震屏蔽用材料、粘合包裹用材料、失粘重工用材料和其他材料	电子胶粘材料、泡棉材	基材、胶粘剂、离型材等供应商	配胶、放卷、涂布、复合、收卷、检验、熟化、分切复卷、包装、仓储

注：数据来源于上市公司年报、上市招股说明书等公开披露的信息。

由上表可知，恒铭达、斯迪克和世华科技的主营业务、主要供应商类型、主要生产流程与标的公司相近，同行业可比公司选取标准具有合理性。

（三）说明对可比公司整体价值进行调整的计算过程和具体依据

可比公司整体价值（EV）计算公式：

整体价值=股权市值+带息负债-溢余、非经营性资产负债净值+少数股东权益

对可比公司整体价值进行调整的计算过程如下：

序号	项 目	可比公司 1: 恒铭达	可比公司 2: 斯迪克	可比公司 3: 世华科技
(一)	股权市值(万元)	889,543.52	651,433.62	519,928.58
1	基准日前 120 天交易均价 (元)	34.72	14.37	19.80
2	基准日总股本 (万股)	25,621.38	45,330.05	26,263.13
(二)	加: 带息负债(万元)	5,625.50	383,751.97	-
1	短期借款	5,128.04	130,388.87	-
2	一年内到期的非流动负债	-	55,277.30	-
3	长期借款	497.46	192,322.76	-
4	长期应付款	-	5,763.04	-
(三)	减: 溢余、非经营性资产(万元)	153,427.56	33,088.81	66,434.87
1	溢余货币资金	44,858.67	492.02	27,335.46
2	交易性金融资产	108,397.15	-	-
3	其他债权投资	-	-	38,223.34
4	长期应收款	-	-	-
5	长期股权投资	-	11,361.58	-
6	其他权益工具投资	-	700.00	-
7	其他非流动金融资产	-	-	-
8	投资性房地产	-	4,203.09	-
9	递延所得税资产	171.74	16,332.12	876.07
(四)	加: 非经营性负债(万元)	184.28	73,522.09	4.36
1	交易性金融负债	-	-	-
2	递延所得税负债	2.05	-	4.36
3	递延收益-非流动负债	182.23	73,522.09	-
(五)	加: 少数股东权益(万元)	1,091.94	8.83	-
(六)	整体价值(万元)	743,017.68	1,075,627.70	453,498.07

注: 数据来源于上市公司公开披露的年度审计报告。

五、结合对前述问题的回复、市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等指标,分析说明本次交易市盈率显著低于可比案例、评估增值率显著高于可比案例的原因及合理性,并进一步说明本次交易定价的公允性。

(一)本次交易标的公司市盈率显著低于可比案例、评估增值率显著高于可比案例的原因及合理性

本次交易与可比交易案例的市盈率、评估增值率情况如下:

证券代码	证券简称	收购标的	评估基准日	市盈率	评估增值率
300120.SZ	经纬辉开	新辉开科技（深圳）有限公司 100%股权	2016 年 7 月 31 日	18.66	283.17%
300398.SZ	飞凯材料	江苏和成显示科技股份有限公司 100%股权	2016 年 6 月 30 日	24.95	374.26%
000859.SZ	国风新材	太湖金张科技股份有限公司 58.33%股权	2024 年 12 月 31 日	16.80	128.11%
平均值				20.14	261.85%
301389.SZ	隆扬电子	德佑新材 70%股权	2025 年 2 月 28 日	11.70	453.32%

注 1：市盈率=收购标的 100%股权的估值/评估基准日前一完整年度收购标的归属于母公司净利润。

注 2：其中国风新材并购案例尚在审核中。

1、本次交易标的公司市盈率低于可比案例的原因及合理性

本次交易标的公司市盈率低于可比案例，主要原因如下：

（1）不同阶段的并购市场公司估值水平存在差异

经纬辉开、飞凯材料收购标的的评估基准日均在 2016 年，当时 IPO 市场环境较好，并购市场中优质标的较为稀缺，因此估值较高。而 2025 年以来，寻求出售的资产快速增长，标的公司 11.7 倍市盈率估值处于合理区间内。

（2）不同阶段的消费电子行业景气程度不同

消费电子行业在过去几年经历了行业周期。2016 年，消费电子正处于较快扩张期，国产材料也正在大面积进入国产替代阶段，市场给的估值水平较高。而 2022-2023 年，消费电子经历了从高点开始下滑的发展阶段，因此市场上同类标的公司的估值水平相较过去景气周期而言较低。

2、本次交易标的公司评估增值率高于可比案例的原因及合理性

本次交易标的公司评估增值率高于可比案例，主要原因如下：

（1）积累的净资产规模较小

标的公司发展时间较短，资本积累较少，又于 2025 年 2 月完成 2.36 亿元的分红，因此截至报告期末的净资产仅为 19,952.14 万元，相比可比案例较小，因此会导致评估增值率较高。

（2）产品技术较为先进，盈利能力较强

标的公司主营高附加值的缓冲抗震、散热、电磁屏蔽、解粘重工等功能性胶带，产品较为先进，技术壁垒较高。标的公司自研的缓冲抗震泡棉材料打破了日本岩谷、韩国 Anyone 等国外公司垄断，成功实现进口替代，产品性能领先于国内同行业公司。

报告期内，标的公司主营业务毛利率高达 42.11%、51.08%、51.74%，且 2024 年毛利率同比上涨近 9 个百分点，总体盈利能力较强。

（3）业务规模增长迅猛

标的公司 2024 年营业收入同比上涨 77.24%，净利润同比上涨 222.96%，正处于高速增长阶段。标的公司预计在 2030 年及以后可实现年净利润约为 1.4 亿元，未来业绩预期较好。

综上，因不同阶段的消费电子行业景气程度不同以及不同阶段并购市场公司估值水平不同，标的公司市盈率低于可比案例具有合理性；标的公司盈利能力较强、业务规模增长迅猛，评估价值较高，但前期积累的净资产规模较小，因此导致标的公司评估增值率相比同类可比交易案例较高。

（二）标的公司与同行业上市公司的市盈率、市净率情况

标的公司与同行业可比上市公司于 2025 年 2 月 28 日市盈率、市净率情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
688093.SH	世华科技	21.99	3.14

证券代码	证券简称	市盈率	市净率
300806.SZ	斯迪克	160.65	3.98
002947.SZ	恒铭达	19.95	2.89
平均值		67.53	3.33
德佑新材		11.70	5.53

注 1：可比上市公司市盈率=可比上市公司截至 2025 年 2 月 28 日收盘时的总市值/可比上市公司 2024 年度归属于母公司的净利润。

注 2：可比上市公司市净率=可比上市公司截至 2025 年 2 月 28 日收盘时的总市值/可比上市公司截至 2024 年 12 月 31 日归属于母公司的净资产，其中德佑新材净资产采用 2025 年 2 月 28 日归属于母公司的净资产。

标的公司市盈率为 11.70，显著低于同行业上市公司，主要系非上市公司股权流动性较差，因此估值水平较低。斯迪克市盈率显著高于其他公司，主要系其 2024 年由于新建生产线全面投产并开始爬坡，相关的人工、折旧和能源费用大幅度上升，导致归属于母公司的净利润仅为 5488.21 万元，拉高了市盈率水平。

标的公司市净率为 5.53，高于可比公司平均值，主要系标的公司相对同行业可比上市公司而言，发展时间较短，资本积累较少，又于 2025 年 2 月完成 2.36 亿元的分红，导致截至报告期末的净资产较低，仅为 19,952.14 万元，因此市净率较高。若按标的公司 2024 年末的净资产计算，市净率为 2.65，低于同行业可比上市公司的平均值。

综上，本次交易市盈率显著低于可比案例、评估增值率显著高于可比案例、市盈率和市净率均低于同行业可比上市公司具有合理性，交易定价公允。

六、中介机构核查情况

（一）核查程序

评估师执行了如下核查程序：

1、查阅同行业公司的公开披露文件，整理与同行业公司和上市公司相比存在的差异；获取标的公司产品技术手册，访谈标的公司研发人员、管理人员，以

了解标的公司的竞争优劣势、产品先进性、技术升级及新品开发情况、研发投入、技术优势、技术研发进展。

2、查阅消费电子行业发展相关研报及数据，获取标的公司与主要客户签订的框架协议、新产品供货协议、期后未审财务报表等，分析了未来收入增长和毛利率稳定的可实现性，以营业收入增长较高的 2024 年作为参考基准是否具备参考价值。

3、查阅研究机构报告、同行业可比公司公开信息等，了解标的公司复合功能性材料的行业技术更新、市场竞争、下游应用领域需求波动以及行业趋势，结合标的公司与同行业可比公司在企业规模、经营管理、所处阶段、抗风险能力等方面的差异情况，分析选取的特有风险调整系数的合理性。

4、通过公开信息查询使用市场法的可比上市公司的调整体系，了解对可比公司整体价值进行调整的具体依据。

5、复核标的公司预测的细分产品单价、销售数量、单位成本等数据，结合报告期情况进行对比，分析预测期业绩的确定依据、预测期内收入持续增长、毛利率的基本稳定的原因及合理性。

6、通过公开信息查询市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等指标，分析本次交易市盈率显著低于可比案例、评估增值率显著高于可比案例的原因及合理性。

（二）核查意见

经核查，评估机构认为：

1、标的公司毛利率水平高于同行业公司 and 上市公司平均水平，主要系其研发技术实力较强，产品聚焦高端化领域，具备较强的先进性，整体竞争优势较为突出，具有合理性；消费电子行业发展趋势为标的公司收入持续增长创造了良好的外部条件，同时标的公司核心产品高速增长，新老客户维护与拓展情况良好，新产品不断推出并进入下游客户，产品技术壁垒及持续研发能力有助于保护其维

持较高的毛利率，因此标的公司业绩预测期内收入持续增长、毛利率基本稳定具有合理性，以营业收入增长较高的 2024 年作为参考基准具备参考价值，收入预测较为审慎。

2、预测期内，标的公司对各产品的产销量、单价、单位成本的预测具有依据性，也充分考虑了行业技术更新、市场竞争、下游应用领域需求波动等影响。

3、结合标的公司与同行业可比公司在企业规模、经营管理、所处阶段、抗风险能力等方面的差异情况，选取的特有风险调整系数具有合理性。

4、本次评估的可比公司主要系基于上市时间、所处行业、主营业务及业务结构等维度进行筛选，相关选择依据充分且具备合理性。

5、可比公司整体价值进行调整的计算过程合理。

6、本次交易市盈率显著低于可比案例、评估增值率显著高于可比案例以及本次交易定价具有合理性。

问题 5.

报告书显示，本次交易由交易对方对标的公司在 2025 年度、2026 年度、2027 年度、2028 年度、2029 年度、2030 年度净利润分两期做出承诺，其中第一期业绩承诺标的公司于 2025 年度、2026 年度、2027 年度三个会计年度累计实现的净利润不低于 3.15 亿元。第二期业绩承诺标的公司于 2028 年度、2029 年度、2030 年度三个会计年度累计实现的净利润不低于 3.15 亿元，且不高于第一期业绩承诺期内标的公司累计实际实现净利润。

请你公司：

（1）补充说明上述业绩承诺金额的具体计算过程、计算依据，承诺业绩是否与标的公司历史业绩变动趋势存在重大差异，如是，请说明存在重大差异的原因及其合理性。

（2）补充说明上述承诺业绩是否与收益法预测结果相匹配，如否，请分析说明原因和合理性，并结合前述回答，进一步分析承诺业绩的可实现性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充说明上述业绩承诺金额的具体计算过程、计算依据，承诺业绩是否与标的公司历史业绩变动趋势存在重大差异，如是，请说明存在重大差异的原因及其合理性。

（一）补充说明上述业绩承诺金额的具体计算过程、计算依据

本次收购整体方案中，交易双方第一期业绩承诺标的公司于 2025 年度、2026 年度、2027 年度三个会计年度累计实现的净利润不低于 3.15 亿元，该业绩承诺金额主要参考了标的公司的经营情况、行业发展趋势等因素。本次交易评估机构 2025 年 6 月 26 日出具的《评估报告》对应的标的公司 2025 年度、2026 年度、2027 年度三个会计年度预测净利润分别为 9,654.60 万元、10,426.83 万元、11,278.63 万元，合计为 31,360.06 万元。2025 年 6 月，交易双方综合考虑了上述因素后，最终正式确认本次交易第一期业绩承诺为公司于 2025 年度、2026 年度、2027 年度三个会计年度累计实现的净利润不低于 3.15 亿元。

交易双方第二期业绩承诺标的公司于 2028 年度、2029 年度、2030 年度三个会计年度累计实现的净利润不低于 3.15 亿元，且不高于第一期业绩承诺期内标的公司累计实际实现净利润。第二期业绩承诺数额的确定原则主要考虑了与第一期业绩承诺的承诺金额（即 3.15 亿元），以及标的公司第一期业绩承诺的具体实现情况，兼顾了业绩承诺的激励作用和可实现性。

（二）承诺业绩是否与标的公司历史业绩变动趋势存在重大差异，如是，请说明存在重大差异的原因及其合理性

根据容诚出具的《审计报告》显示：2023 年度标的公司营业收入为 23,635.91 万元，净利润为 2,935.30 万元；2024 年度标的公司营业收入为 41,891.16 万元，净利润为 9,479.72 万元，2024 年度业绩大幅上涨主要系标的公司新产品聚丙烯酸泡棉胶带产品实现大批量出货且毛利率较高，预计未来具备可持续性。有关详细分析请参见本问询函回复之“问题 4”之“一、（四）行业发展趋势有利于标的公

司预测期收入持续增长”“一、(五)标的公司预测期业绩的确定依据”和“一、(六)预测期内的毛利率基本稳定具有合理性”。

报告期内，标的公司业绩大幅提高，承诺业绩与标的公司历史业绩变动趋势不存在重大差异。

二、补充说明上述承诺业绩是否与收益法预测结果相匹配，如否，请分析说明原因和合理性，并结合前述回答，进一步分析承诺业绩的可实现性

标的公司承诺业绩与收益法预测结果情况如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	合计
预测净利润情况	9,654.60	10,426.83	11,278.63	31,360.06
承诺净利润情况	未单独承诺			31,500.00
差异率	不适用			0.44%

标的公司承诺净利润与评估预测结果差异率为 0.44%，两者相匹配。

评估预测标的公司的 2028 年度、2029 年度、2030 年度净利润累计为 39,391.16 万元，而交易双方约定第二期业绩承诺不低于 31,500.00 万元，两者也相匹配。

结合前述分析：

（1）业绩承诺金额主要系结合标的公司的经营情况、行业发展趋势等因素而定，计算过程合理，计算依据充分。

（2）承诺业绩与历史业绩变动趋势相一致，不存在重大差异。

（3）消费电子行业发展趋势为标的公司收入持续增长创造了良好的外部条件，同时标的公司核心产品高速增长，新老客户维护与拓展情况良好，新产品不断推出并进入下游客户，产品技术壁垒及持续研发能力有助于保护其维持较高的毛利率，因此标的公司业绩预测期内收入持续增长、毛利率基本稳定具有合理性。详见本问询函回复“问题 4”之“一、补充说明标的公司较同行业公司的竞争优势、产品先进性、毛利率水平与同行业公司 and 上市公司相比存在差异的原因及合理性，并进一步结合行业趋势等，说明标的公司预测期业绩的确定依据，预测期收入持续增长、毛利率基本稳定的原因及合理性，以营业收入增长较高的 2024 年作为参考基准是否具备参考价值，收入预测是否审慎”。

综上，标的公司承诺业绩具有可实现性。

三、中介机构核查情况

（一）核查程序

评估师执行了如下核查程序：

- 1、查阅审计机构出具的《审计报告》；
- 2、查阅本次交易相关的《股份收购协议》《业绩承诺及补偿协议》；
- 3、测算并分析业绩承诺利润与评估预测利润间的差异率；
- 4、分析标的公司预测期内收入增长、毛利率相对稳定的原因及合理性，进而分析承诺业绩的可实现性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次收购整体方案中，交易对方第一期业绩承诺主要系结合标的公司的经营情况、行业发展趋势，参考市场上市盈率合理交易倍数确定；交易对方第二期业绩承诺确定原则主要考虑了与第一期业绩承诺的承诺金额，以及标的公司第一期业绩承诺的具体实现情况，兼顾了业绩承诺的激励作用和可实现性；承诺业绩与标的公司历史业绩变动趋势不存在重大差异。

2、标的公司承诺净利润与评估预测结果不存在重大差异，两者相匹配，业绩承诺具有较强的可实现性。

（此页无正文，为《中水致远资产评估有限公司关于深圳证券交易所《关于对隆扬电子（昆山）股份有限公司的重组问询函》（并购重组问询函〔2025〕第6号）中评估相关问题的回复》之签章页）

资产评估师：

徐向阳

胡菲

史先锋

中水致远资产评估有限公司

年 月 日