

金证（上海）资产评估有限公司
关于上海证券交易所
《关于科达制造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申请的审核问询函》
之回复



金证（上海）资产评估有限公司

二零二六年七月

上海证券交易所：

科达制造股份有限公司（以下简称“上市公司”或“科达制造”）于 2026 年 5 月 18 日收到贵所下发的《关于科达制造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申请的审核问询函》（上证上审（并购重组）[2026]28 号）（以下简称“问询函”）。金证（上海）资产评估有限公司（以下简称“评估机构”或“金证评估”）对审核问询函中涉及评估相关问题进行了逐项核查并讨论分析，现将相关回复书面说明如下，请予审核。

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。本回复所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

审核问询函所列问题	黑体（加粗）
审核问询函所列问题的回复	宋体

问题8. 关于收益法评估

根据申报材料，（1）本次评估以 2025 年 12 月 31 日为评估基准日，对标的公司采用收益法和市场法进行评估，最终采取收益法评估结果作为评估结论，收益法下评估结果为 1,453,000.00 万元，评估增值率为 219.51%；（2）标的公司前次评估的基准日为 2023 年 12 月 31 日，收益法下评估结果为 488,697.00 万元，评估增值率为 131.27%，本次评估结果较前次评估结果有较大幅度增加；（3）收益法评估下，预测期内收入主要由瓷砖产品、玻璃产品及洁具产品构成。其中，瓷砖产品预计 2026 年至 2030 年收入增长率分别为 4.46%、3.92%、4.71%、4.00%、4.00%，收入增速较为稳定；玻璃产品预计 2026 年至 2030 年收入增长率分别为 5.23%、44.50%、35.97%、30.00%、20.00%，2026 年收入增速明显低于其他年度；洁具产品预计 2026 年至 2030 年收入增长率分别为 54.58%、8.18%、6.63%、6.00%、6.00%，2026 年收入增速明显高于其他年度；（4）预测期内毛利率分别为 34.44%、33.11%、33.04%、32.93%、32.84%，整体呈小幅下降趋势；（5）预测期内销售费用率稳定在 1.64%，管理费用率从 8.86%逐年下降至 7.50%，研发费用率从 0.19%逐年下降至 0.15%，财务费用率从 1.58%逐年下降至 1.17%；（6）标的公司 2025 年已基本满产，预测期内资本性支出包含更新性资本性支出和扩张性资本性支出；（7）本次评估通过加权平均资本成本确定的折现率为 14.0%，其中市场风险溢价系在成熟市场股权风险溢价的基础上叠加国家风险溢价，数据来源为纽约大学斯特恩商学院 Aswath Damodaran 教授发布的全球风险溢价统计数据，标的公司特定风险调整系数为 1%；（8）标的公司日常资金周转需要的最佳货币资金保有量为 0.5 个月的付现成本费用，据此计算有 72,867.21 万元货币资金为溢余性资产。

请在重组报告书中补充披露：（1）可比交易案例的选择依据、充分性及可比性，本次交易的市盈率、市净率、评估增值率等指标与可比上市公司、可比交易案例的对比情况，并进一步分析本次交易定价公允性；（2）列表披露收益法评估下详细预测期和永续期企业自由现金流量的计算过程及结果。

请公司披露：（1）本次交易采用的评估方法、评估结论、不同评估方法下评估结果的差异率等与可比交易案例是否可比，并结合行业特点及标的公司营

情况，分析以收益法作为最终评估结论的合理性；（2）本次评估与前次评估在各评估方法下主要评估参数的差异情况及调整原因，结合标的公司业务发展情况、经营业绩变动情况、前次评估预测实现情况等，量化分析本次评估结果较前次评估结果大幅增值的原因及合理性；（3）列示预测期内各类产品的单价、销量、收入金额、各年收入增速及复合收入增速，并结合市场供需关系及价格变动、行业竞争格局及标的公司市场地位、历史增长率、产能投放计划、在手订单变动等，分析各类产品预测期各年收入增长率的确定依据及可实现性；（4）标的公司报告期和预测期内各类产品毛利率及总体毛利率情况；结合历史毛利率变动、同行业公司水平、市场竞争程度、在手订单及期后销售情况等，分析预测期内各类产品毛利率的确定依据及合理性；（5）预测期内各期间费用率与报告期内的差异情况及原因，并结合可比公司及可比交易案例情况，分析各期间费用率预测的合理性；（6）预测期内各类产品的产能、产量、销量、更新性及扩张性资本性支出金额，预测期内产能利用率和产销率的确定依据及合理性，并结合投产计划、产能释放节奏、投入产能比等，分析预测期内资本性支出的合理性，与业绩增长情况是否匹配，是否存在永续期折旧摊销大于资本性支出的情形；（7）本次评估确定的折现率及其主要参数情况与可比交易案例是否可比，市场风险溢价数据来源的权威性及独立性，与同类跨境重组项目是否可比；（8）最佳货币资金保有量的确定依据及合理性，与可比交易案例是否可比；（9）报告期后标的公司总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况，并结合在手订单情况，分析业绩预测的可实现性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司重组报告书中补充披露

（一）可比交易案例的选择依据、充分性及可比性，本次交易的市盈率、市净率、评估增值率等指标与可比上市公司、可比交易案例的对比情况，并进一步分析本次交易定价公允性

上市公司已在重组报告书“第六节 交易标的评估情况”之“四、董事会对

本次交易标的评估合理性及定价公允性分析”之“（六）标的公司定价的公允性分析”部分补充披露如下：

1、可比上市公司指标分析

根据测算，本次交易标的公司评估价值对应的市净率 3.20 倍，市盈率 9.71 倍。标的公司及同行业上市公司市盈率、市净率的对比情况如下：

股票代码	公司名称	P/B	P/E
002918. SZ	蒙娜丽莎	1.79	110.96
001322. SZ	箭牌家居	1.81	187.37
003012. SZ	东鹏控股	1.00	21.53
平均值		1.53	106.62
中位数		1.79	110.96
标的公司		3.20	9.71

注 1：可比上市公司 P/B=可比上市公司 2025 年 12 月 31 日总市值÷2025 年 12 月 31 日归属于母公司股东权益；标的公司 P/B=本次收益法评估值÷2025 年 12 月 31 日标的公司归属于母公司股东权益；

注 2：可比上市公司 P/E=可比上市公司 2025 年 12 月 31 日总市值÷2025 年度归属于母公司股东的净利润；标的公司 P/E=本次收益法评估值÷2025 年度标的公司归属于母公司股东的净利润；

注 3：可比上市公司市值及财务数据来源于公开市场数据及上市公司 2025 年年度报告。

（1）市净率比较分析

从对比结果看，标的公司市净率高于境内可比上市公司的平均水平。上述差异主要系标的公司与境内上市公司在经营环境和业绩表现方面存在较大差异。一方面，近年来境内陶瓷建材及家居行业受房地产市场调整、工程渠道需求收缩及行业竞争加剧等因素影响，整体收入增长承压，盈利水平偏弱，估值中枢相对较低。另一方面，标的公司主营业务主要布局于非洲市场，所处区域仍处于城镇化推进、基础设施建设扩张及本地制造替代进口的阶段，建材产品需求总体具有一定支撑。2025 年，标的公司新增陶瓷产线逐步投产并带动产能释放，原有产线继续维持较高开工水平，瓷砖产品产能利用率达到 103.57%，收入及盈利规模增长较快，显著高于境内可比上市公司平均水平。在此背景下，标的公司对应较高的市净率，具有一定经营基础和业绩支撑，相关差异具有合理性。

（2）市盈率比较分析

同行业可比上市公司市盈率分布较为离散，样本稳定性相对不足。其主要原因在于，建材制造业属于重资产行业，厂房、设备等长期资产占比较高，折旧摊销金额较大，净利润容易受到资本结构、折旧政策、税务安排及汇率波动等因素影响，导致市盈率可比性相对有限。在此情况下，如直接以市盈率作为主要比较指标，容易受到非经营性因素干扰，难以全面反映企业经营性资产的持续获利能力。

基于上述原因，市盈率指标在本次分析中更多作为辅助参考。标的公司所在非洲市场仍处于需求扩张和供给替代并行阶段，其盈利能力、资本回报水平及成长空间与境内同行存在明显差异，因此市盈率绝对值的横向比较参考意义相对有限。

2、交易案例分析

近年来，A股市场缺乏经营区域位于非洲、业务模式与标的公司一致的可比交易案例，但同属建材行业或相关制造业的市场化交易案例仍可在一定程度上反映非上市标的估值倍数及交易定价的市场接受程度，选取相关交易的情况如下：

上市公司	标的资产	评估增值率	P/B	P/E	ROE
中材国际 600970. SH	北京凯盛 100%股权	26.66%	1.27	4.08	30.27%
	南京凯盛 98%股权	50.33%	1.50	4.63	29.85%
	中材矿山 100%股权	440.09%	5.40	7.53	15.26%
天山股份 000877. SZ	中联水泥 100%股权	33.22%	1.33	17.13	9.05%
	南方水泥 99.93%股权	72.54%	1.73	8.97	19.18%
	西南水泥 95.72%股权	15.51%	1.16	14.33	8.56%
	中材水泥 100%股权	96.46%	1.96	6.2	27.68%
金隅冀东 000401. SZ	金隅冀东水泥（唐山）47.09%股权	7.88%	1.08	6.44	14.34%
四川路桥 600039. SH	交建集团 95%股权	140.02%	2.40	22.61	32.69%
	高路建筑 100%股权	2.39%	1.02	9.09	10.65%
中材国际 600970. SH	合肥院 100%股权	29.72%	1.30	13.51	12.88%
宁波建工 601789. SH	宁波交工 100%股权	11.72%	1.12	12.75	9.79%

上市公司	标的资产	评估增值率	P/B	P/E	ROE
	均值	77.21%	1.77	10.61	18.35%
	本次交易	219.51%	3.20	9.71	32.89%

注 1: 评估增值率= (标的资产评估值-评估基准日账面净资产) ÷ 评估基准日账面净资产;

注 2: P/B=标的资产评估值或交易作价对应的整体权益价值 ÷ 评估基准日账面净资产;

注 3: P/E=标的资产评估值或交易作价对应的整体权益价值 ÷ 基准日前最近一年净利润;

注 4: 净资产收益率 (ROE)=被评估单位评估基准日最近一期完整年度净利润 ÷ 该年度期末净资产 × 100%;

注 5: 鉴于各可比交易案例评估基准日不同, 其最近一期完整年度自 2019 年度至 2023 年度不等。为保持各案例之间及与本次交易的横向可比性, 上述净资产收益率统一采用各被评估单位评估基准日最近一期完整年度净利润及对应年度期末净资产口径测算, 分母均采用对应年度期末净资产账面价值, 未采用期间平均净资产;

注 6: 可比交易案例数据来源于相关上市公司公开披露的重组报告书、评估报告及相关公告文件。

本次交易可比交易案例的选取依据主要为以下几点:

(1) 由于尚未有上市公司收购与标的公司经营区位及业务模式一致的可比交易案例, 故选取属于建材行业或相关制造业的交易案例。

(2) 选取上市公司通过发行股份方式购买资产的交易案例。

比较结果显示, 本次评估结论对应的利润类估值水平与可比交易案例不存在明显偏离, 处于具有一定可参考性的区间范围内。从利润类指标 P/E 角度分析, 交易案例的平均估值倍数为 10.61 倍, 本次评估结果测算出的 P/E 指标位于同类型交易案例的 P/E 平均水平区间。

从资产类指标 P/B 角度分析, 交易案例的平均估值倍数为 1.77 倍, 本次评估结果测算出的 P/B 指标为 3.20 倍, 高于交易案例的平均水平, 该等差异主要与标的公司净资产盈利能力高于可比交易案例相关。P/B 倍数反映的是市场对单位账面净资产所对应盈利能力的定价, 在其他条件相近的情况下, 标的公司净资产收益率越高, 其对应的合理 P/B 倍数通常亦相应较高, 二者具有内在关联。可比交易案例标的公司评估基准日最近一期完整年度净资产收益率的平均水平约为 18.35%, 而本次交易标的公司同口径净资产收益率为 32.89%, 不仅高于可比交易案例平均水平, 且高于上述可比交易案例标的公司各自的净资产收益率水平。本次评估 P/B 倍数高于可比交易案例平均水平, 与标的公司较高的净资产盈利能力相匹配, 符合 P/B 与净资产收益率正相关的估值逻辑, 具有合理性。

从评估增值率角度分析, 本次评估增值主要来源于标的公司在持续经营过

程中形成但未在账面净资产中完整体现的综合经营能力，包括属地化产能布局、销售渠道网络、品牌影响力、供应链组织能力及区域市场先发优势等。上述因素通常难以在账面净资产中充分体现，但会在未来收入、利润及现金流中逐步反映。

标的公司经过多年经营，已在非洲多个国家建立生产基地和销售网络，形成了较强的市场覆盖能力和渠道消化能力；同时依托本地化生产有效降低运输成本并减少贸易壁垒影响，在区域市场中形成了较为稳定的经营基础和一定竞争优势。相关经营资源和市场地位难以通过账面净资产直接反映，但其对未来收益获取能力具有实质影响。因此，本次评估增值率高于账面净资产增幅，主要反映的是企业持续经营能力和未来收益能力，而不是对现有有形资产的简单重估。从制造业企业特别是境外属地化运营企业的经营特征看，该等差异具有合理性。

综上所述，本次评估结论与标的公司的实际经营情况和未来收益能力总体相匹配，具有公允性。

（二）列表披露收益法评估下详细预测期和永续期企业自由现金流量的计算过程及结果

上市公司已在重组报告书“第六节 交易标的评估情况”之“二、收益法评估的具体情况”之“（六）自由现金流的预测”部分补充披露如下：

单位：万元

项目 \ 年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及以后
一、营业收入	876,390.65	959,806.52	1,057,639.31	1,159,465.29	1,253,892.14	1,253,892.14
减：营业成本	574,581.27	642,007.61	708,153.01	777,646.65	842,055.52	842,055.52
税金及附加	2,434.28	2,598.82	2,792.39	3,010.41	3,215.84	3,215.84
销售费用	14,360.43	15,717.98	17,310.16	18,967.35	20,504.10	20,504.10
管理费用	77,658.29	82,691.86	88,254.17	92,662.30	94,021.46	92,618.09
研发费用	1,675.92	1,727.48	1,780.63	1,835.45	1,891.98	1,891.98
财务费用	13,885.85	14,071.09	14,288.34	14,514.47	14,724.16	14,724.16
二、营业利润	191,794.61	200,991.68	225,060.61	250,828.66	277,479.08	278,882.45

项目 \ 年份	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及以后
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	191,794.61	200,991.68	225,060.61	250,828.66	277,479.08	278,882.45
减：所得税费用	39,287.87	41,127.29	45,941.07	50,951.94	55,776.49	55,776.49
四、净利润	152,506.74	159,864.39	179,119.54	199,876.72	221,702.59	223,105.96
加：税后付息债务利息	9,551.73	9,551.73	9,551.73	9,551.73	9,551.73	9,551.73
加：折旧和摊销	82,381.74	87,949.66	94,501.50	101,053.34	101,053.34	101,053.34
加：员工激励股份支付	4,644.75	4,644.75	4,644.75	3,931.02	1,403.37	-
减：资本性支出	131,414.23	85,758.74	78,821.05	88,741.34	61,153.65	61,153.65
减：未来年度更新资本性支出所得税差异	-	-	-	-	6,176.72	6,176.72
减：营运资本增加	17,648.64	25,782.12	25,243.24	26,513.31	24,797.21	-
五、企业自由现金流	100,022.09	150,469.67	183,753.23	199,158.16	241,583.46	266,380.67

二、公司披露

（一）本次交易采用的评估方法、评估结论、不同评估方法下评估结果的差异率等与可比交易案例是否可比，并结合行业特点及标的公司经营情况，分析以收益法作为最终评估结论的合理性

1、本次交易采用的评估方法、评估结论及不同评估方法下评估结果差异率

（1）本次交易采用的评估方法系在逐一分析三种评估方法适用性的基础上确定

本次评估的评估对象为广东特福国际控股有限公司股东全部权益价值，价值类型为市场价值，评估基准日为 2025 年 12 月 31 日。本次交易为上市公司拟通过发行股份及支付现金方式购买特福国际 51.55% 股权，评估结论将作为本次交易定价的重要参考依据。因此，本次评估需要在持续经营前提下，综合反映标的公司现有资产基础、持续盈利能力、未来发展预期、经营风险下的估值水平。

根据《资产评估执业准则——企业价值》的相关要求，企业价值评估的基

本方法包括收益法、市场法和资产基础法。其中，收益法系将预期收益资本化或折现以确定评估对象价值，市场法系将评估对象与可比上市公司或可比交易案例进行比较以确定评估对象价值，资产基础法系以被评估单位评估基准日资产负债表为基础确定企业价值。评估机构结合本次评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况以及特福国际的业务特点，对三种评估方法的适用性进行了逐一分析，最终采用收益法和市场法进行评估，并以收益法评估结果作为最终评估结论。具体分析如下：

第一，特福国际具备持续经营基础，未来收益能够在合理假设基础上进行预测，适宜采用收益法进行评估。收益法的核心是基于企业未来收益或现金流确定企业价值，通常适用于历史经营数据较为完整、经营模式相对稳定、未来收入、成本、费用及资本性支出能够合理预测、经营风险能够合理量化的企业。特福国际主要从事瓷砖、玻璃、洁具等产品在非洲及其他海外区域的生产和销售，相关业务自 2016 年起由科达制造与森大集团合作开展，经过多年经营，已形成覆盖肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦等多个国家的生产基地布局，并建立了较为成熟的销售渠道、供应链体系、生产管理体系及本地化运营团队。

从历史经营基础看，标的公司报告期内 2024 年度和 2025 年度营业总收入分别为 473,828.39 万元和 818,541.54 万元，净利润分别为 57,425.93 万元和 149,565.45 万元，收入规模和盈利能力均已达到较高水平，且 2025 年收入及利润较 2024 年明显增长，经营模式已由早期投入和产能爬坡阶段逐步进入规模化经营阶段。收益法所需的收入、成本、费用、资本性支出、营运资金及折现率等核心参数，能够结合标的公司历史经营数据、管理层经营计划、产能释放安排及行业市场情况进行测算。

从未来预测基础看，标的公司主要产品包括瓷砖、玻璃和洁具，上述产品的收入预测可以围绕产能、产量、销量、单价、投产计划、产能释放节奏、市场需求及销售区域进行量化拆分；成本预测可以结合主要原材料、人工成本、制造费用、能源成本及历史毛利率情况进行测算；期间费用预测可以结合报告

期费用结构、未来业务规模及经营管理安排进行测算；资本性支出可以结合现有产线更新改造、在建及拟建项目、扩张性产能投放计划进行测算；营运资金可以结合存货、应收账款、应付账款、合同负债等历史周转情况和未来收入规模进行预测。因此，标的公司未来收益及现金流具备较为明确的预测基础，符合收益法的适用条件。

第二，资本市场存在一定数量的同行业或相近行业上市公司，市场法能够作为交叉验证方法。特福国际主营业务属于建筑陶瓷及相关建材制造领域，资本市场中存在一定数量从事建筑陶瓷、卫浴、家居建材等相关产品生产和销售的上市公司，其财务数据、经营情况、企业价值及相关估值倍数可以通过公开渠道取得。本次市场法评估选取了与标的公司在产品类型、制造属性、终端应用场景、资产投入特征及经营模式方面具有一定相似性的上市公司作为可比公司，并结合企业价值倍数等指标进行比较分析，从资本市场定价角度对收益法结果进行交叉验证，有助于判断本次评估结论与市场可比水平的一致性。

同时，特福国际主要经营区域位于非洲多个国家，与境内建筑陶瓷及卫浴家居上市公司在区域市场、房地产周期关联度、渠道结构、税收环境、汇率风险、政治法律环境、成本结构及增长阶段方面均存在一定差异。当前公开市场中尚缺少与标的公司在区域分布、业务类型及资产属性上完全一致的上市样本，选取东鹏控股、蒙娜丽莎、箭牌家居等作为同行业可比对象，主要基于产品类别、制造属性及经营逻辑方面的相似性。因此，市场法虽具有适用性，但更适合作为本次收益法评估结果的交叉验证方法，宜作为辅助方法使用。

第三，资产基础法难以完整反映标的公司的整体经营价值，本次未将其作为主要评估方法。资产基础法主要从企业各项资产、负债的重置成本、账面价值或可回收价值角度反映企业价值，通常更适用于资产结构清晰、企业价值主要由可识别资产构成、未来收益难以合理预测或持续经营能力不突出等情形。特福国际虽属于制造业企业，拥有较大规模固定资产、在建工程、土地、厂房及生产设备，但其企业价值并不等同于单项资产的简单加总。

特福国际属于典型的“海外属地化生产+深度经销”型建材制造企业，其核

心价值既体现为现有生产设备、厂房和土地等有形资产，也体现为多年海外经营形成的非洲多国生产布局、渠道网络、品牌认知、本地化经营团队、供应链组织能力、成本控制能力、跨国经营管理经验以及区域市场竞争地位。上述因素通常难以在资产基础法下逐项识别、单独计量并完整反映其价值。同时，标的公司的生产设备、厂房、存货、渠道、管理团队和销售网络在现有海外经营体系下共同形成盈利能力，资产基础法较难体现各项资产在统一经营体系下产生的协同效应，也难以体现未来产能释放、产品结构优化、区域市场拓展及盈利能力提升带来的持续经营价值。因此，本次未将资产基础法作为适用评估方法，符合标的公司价值构成和业务特点。

综上，本次评估在逐一分析收益法、市场法及资产基础法适用性的基础上，采用收益法和市场法进行评估，并最终选取收益法评估结果作为评估结论，评估方法的选取符合评估准则要求及标的公司实际经营特点，具有合理性。

(2) 本次交易评估结论及不同评估方法下结果差异率情况

本次评估以 2025 年 12 月 31 日为评估基准日，对标的公司采用收益法和市场法进行评估，最终采取收益法评估结果作为评估结论。截至评估基准日，标的公司纳入评估范围内的所有者权益账面值为 454,757.94 万元，在保持现有用途持续经营前提下股东全部权益的评估价值为 1,453,000.00 万元，增值额为 998,242.06 万元，增值率为 219.51%。本次评估结果及差异情况如下：

项目	内容
评估对象	广东特福国际控股有限公司股东全部权益价值
评估基准日	2025 年 12 月 31 日
价值类型	市场价值
采用评估方法	收益法、市场法
收益法评估结果	1,453,000.00 万元
市场法评估结果	1,672,000.00 万元
市场法较收益法差异额	219,000.00 万元
差异率	15.07%
最终评估结论	收益法评估结果

注：差异率=（市场法评估结果-收益法评估结果）÷收益法评估结果。

本次收益法评估结果为 1,453,000.00 万元，市场法评估结果为 1,672,000.00 万元，市场法评估结果较收益法评估结果高 219,000.00 万元，差异率为 15.07%。两种评估方法下的评估结果存在一定差异，差异幅度处于合理范围内。

（3）收益法与市场法评估结果差异具有合理原因

本次收益法与市场法评估结果存在一定差异，主要系两种评估方法的价值观察角度、估值逻辑和适用基础不同所致，具体如下：

第一，收益法和市场法的价值形成机制不同。收益法以标的公司自身未来经营预测为基础，综合考虑管理层基于现有经营能力、产能规划、产品结构、市场拓展、成本费用、资本性支出、营运资金等因素形成的未来现金流，通过折现方式确定企业内在价值，更加关注标的公司自身经营能力、产能释放节奏、区域市场拓展、盈利水平、资本投入和风险特征。市场法则基于资本市场中可比上市公司或可比交易案例的估值水平，通过价值比率及修正系数推导标的公司价值，反映的是市场投资者对同类上市公司或类似交易资产风险收益特征的定价结果，除受企业基本面影响外，还会受到资本市场风险偏好、流动性、行业周期、投资者预期及可比公司股价波动等因素影响。两种方法的价值观察角度和形成机制存在差异，评估结果存在一定差异具有合理性。

第二，标的公司经营区域和经营模式与境内可比上市公司存在差异。本次市场法可比公司主要为境内建筑陶瓷、卫浴及家居建材上市公司，其主要市场、渠道体系、竞争格局、客户结构、税收环境和成本结构与特福国际存在差异。特福国际主要经营区域位于非洲多个国家，并采用“海外属地化生产+深度经销”的经营模式，具有一定区域先发优势、渠道壁垒和成本优势，同时也面临跨国经营、汇率波动、境外政治法律环境变化、外汇管理及税收政策差异等风险。市场法虽已通过可比公司筛选、价值比率选择及相关修正进行调整，但仍难以完全消除资本市场可比公司与标的公司在经营区域、增长阶段和风险结构方面的差异。

第三，市场法受资本市场阶段性估值水平影响。建筑陶瓷及卫浴家居上市公司估值受到资本市场整体流动性、风险偏好、房地产链条预期、行业周期、上市公司规模、股票流动性及投资者情绪等因素影响，在不同时点资本市场给予可比上市公司的估值水平可能高于或低于其长期基本面价值。市场法以可比上市公司的市场价格和价值比率作为重要输入，难以完全排除资本市场阶段性波动对评估结果的影响。收益法则更多基于标的公司自身长期经营预测和现金流折现，能够更直接体现其在现有经营计划及风险约束下能够实现的内在价值。本次市场法结果高于收益法结果，一方面说明资本市场对相关行业资产具有一定估值支撑，另一方面也说明最终选取相对较低的收益法结果，评估结论整体较为审慎。

综上，本次收益法和市场法结果差异主要源于评估方法逻辑及适用基础不同，差异率为 15.07%，处于合理范围内。

(4) 本次评估方法、评估结论及不同方法差异率与可比交易案例具有可比性

经查询，近年来 A 股市场中无与标的公司经营区域、业务模式与特福国际完全一致的重大资产重组案例，本次将标的公司所属建材行业及相关制造业的重大资产重组案例纳入比较范围，分析本次评估方法选择、评估结论及不同方法差异率的可比性。可比交易案例的筛选标准如下：

1) 标的资产属于建材行业或与建材制造相关的制造业、建筑工程及相关服务领域，与标的公司在重资产制造属性、行业周期性及价值构成方面具有一定相似性；2) 为保障可比性和时效性，选取近年来已经中国证监会上市公司并购重组审核机构审核通过或已实施完成的重大资产重组案例；3) 从案例可参考性角度，剔除终止或最终未能交割的案例。

根据上述筛选标准，本次选取中材国际收购北京凯盛、南京凯盛及中材矿山，天山股份收购中联水泥、中材水泥等水泥资产，冀东水泥吸收合并金隅冀东水泥（唐山），四川路桥收购交建集团及高路建筑，中材国际收购合肥院，以及宁波建工收购宁波交工等重大资产重组案例作为可比交易案例。相关案例的

评估方法、评估结果及不同方法差异率情况如下：

单位：万元

上市公司	标的资产	所属行业	采用评估方法	结论方法	结论方法评估值	另一方法评估结果	差异额	差异率
中材国际	北京凯盛 100% 股权	建筑与工程	资产基础法、收益法	资产基础法	51,036.57	47,228.00	3,808.57	7.46%
中材国际	南京凯盛 98% 股权	建筑与工程	资产基础法、收益法	资产基础法	100,898.06	98,690.41	2,207.65	2.19%
中材国际	中材矿山 100% 股权	采矿服务/工程服务	资产基础法、收益法	资产基础法	217,700.72	212,504.60	5,196.12	2.39%
天山股份	中联水泥 100% 股权	建材/水泥	市场法、收益法	市场法	2,196,451.38	2,169,586.83	26,864.55	1.22%
天山股份	南方水泥 99.93% 股权	建材/水泥	市场法、收益法	市场法	4,880,498.55	4,855,886.82	24,611.73	0.50%
天山股份	西南水泥 95.72% 股权	建材/水泥	市场法、收益法	市场法	1,680,855.86	1,606,494.64	74,361.22	4.42%
天山股份	中材水泥 100% 股权	建材/水泥	市场法、收益法	市场法	1,131,948.82	1,056,603.40	75,345.42	6.66%
冀东水泥	金隅冀东水泥（唐山） 47.09% 股权	建材/水泥	资产基础法、收益法	资产基础法	2,893,040.38	2,795,120.97	97,919.41	3.38%
四川路桥	交建集团 95% 股权	建筑与工程	收益法、资产基础法	收益法	743,300.00	654,699.23	88,600.77	11.92%
四川路桥	高路建筑 100% 股权	建筑与工程	收益法、资产基础法	收益法	22,079.97	16,846.54	5,233.43	23.70%
中材国际	合肥院 100% 股权	建材装备	收益法、资产基础法	收益法	364,720.00	362,626.46	2,093.54	0.57%
宁波建工	宁波交工 100% 股权	建筑与工程	资产基础法、市场法	资产基础法	152,720.06	158,200.00	5,479.94	3.59%
本次交易	特福国际 100% 股权	海外瓷砖、玻璃、洁具	收益法、市场法	收益法	1,453,000.00	1,672,000.00	219,000.00	15.07%

注1：为增强可比性，上表除特别说明外均按标的公司 100% 股权评估值口径列示；

注2：差异率=差异额÷结论方法评估值。部分评估报告正文披露的差异率分母口径与本表统一测算口径存在差异，本表为便于横向比较已进行统一口径测算。

从评估方法选择看，重大资产重组项目中采用两种或多种评估方法进行交叉验证较为常见，不同评估方法下评估结果存在差异亦属于正常情形。从具体采用的评估方法上来看，本次评估与天山股份收购中联水泥和中材水泥采用的评估方法一致，均采用了收益法和市场法作为评估方法；从最终评估结论的定价评估方法来看，本次评估与四川路桥收购交建集团和高路建筑定价方法一致，均采用了收益法作为最终定价方法。

从差异率水平看，本次评估市场法较收益法差异率为 15.07%，处于上述可比交易案例差异率的区间范围之内，高于境内水泥及部分建筑工程类案例，低于四川路桥收购高路建筑案例，符合重大资产重组项目中多方法评估结果存在

差异的通常情形。

综上，本次交易采用收益法和市场法进行评估，并最终选取收益法评估结果作为评估结论，与可比交易案例中“采用多种方法进行评估验证，并根据标的资产特点、价值构成及方法适用性选择最终评估结论”的处理逻辑一致；本次不同方法差异率处于可比案例可观察区间内，结合标的公司境外经营区域、属地化生产和深度经销模式、市场法可比性差异以及最终交易定价的审慎性，本次评估方法选取及评估结论具有合理性，与可比交易案例具有可比性。

2、结合行业特点及标的公司经营情况，分析以收益法作为最终评估结论的合理性

(1) 标的公司所处行业具有较强的收入预测基础，适合通过收益法反映未来现金流价值

特福国际主要产品包括瓷砖、玻璃和洁具，均属于建筑建材及居民装修消费相关产品，其需求与人口增长、城镇化进程、基础设施建设、住房建设、居民装修及改善型居住需求密切相关，具有一定刚性和持续性。与单一项目制、技术迭代极快或客户高度不稳定的行业相比，瓷砖、玻璃和洁具业务的收入预测可以围绕产能、产量、销量、单价、产品结构、销售区域和渠道覆盖进行量化拆分，收益法预测具有较强的可操作性。

从市场环境看，标的公司主要经营区域所在国家仍处于城镇化和工业化发展阶段，住房建设、基础设施建设和居民装修需求仍具有增长空间。与境内建筑陶瓷市场受房地产周期调整影响较大的情况相比，非洲部分国家仍处于基础居住需求释放阶段，当地瓷砖、玻璃及洁具等产品消费仍具备一定增长基础。特福国际通过属地化生产降低运输成本、提高供货效率，并依托渠道网络覆盖终端市场，其业务增长具有一定行业需求基础。因此，从行业特点看，标的公司主要产品具有可预测、可验证的经营特征，未来收益能够在合理假设基础上进行预测，适合采用收益法评估其持续经营价值。

（2）标的公司已形成较为成熟的生产基地、渠道网络和经营管理体系，收益法所需预测基础较为充分

特福国际已形成较大收入和利润规模，处于规模化经营阶段。报告期内，标的公司 2025 年营业收入达到 818,541.54 万元，净利润达到 149,565.45 万元，收入规模、盈利能力和经营效率已对未来预测形成较强基础。

从生产端看，标的公司已在非洲多个国家布局生产基地，形成瓷砖、玻璃、洁具等产品的多品类产能结构，现有产线已形成较为稳定的运行记录。未来预测在既有瓷砖业务稳定经营的基础上，结合玻璃、洁具等业务产能释放、市场拓展和区域复制进行测算，预测基础较为清晰，能够通过产能投放计划、产能利用率、产销率、产品单价及成本结构进行量化分析。

从销售端看，标的公司依托长期深耕非洲市场形成的销售渠道和品牌认知，已建立覆盖主要目标市场的销售网络。其“海外属地化生产+深度经销”模式有利于缩短供货周期、降低跨境运输成本、增强终端市场响应能力，并在区域内形成一定竞争壁垒。该等渠道和品牌价值难以通过资产基础法直接体现，但能够通过未来收入和利润的实现体现其经济价值。

从管理端看，标的公司已形成跨国经营管理体系和本地化运营团队，能够在多个国家协调生产、采购、销售、物流、人员及财务管理。该等管理能力和运营经验是标的公司持续盈利的重要基础，更适合通过未来现金流体现其价值。因此，从标的公司经营情况看，其历史经营数据、产能布局、渠道体系、管理团队和未来经营计划均为收益法评估提供了较为充分的基础，以收益法作为最终评估结论具有一定经营支撑。

（3）收益法更能体现标的公司核心价值来源，资产基础法难以完整反映其综合经营价值

特福国际属于重资产制造企业，但其价值形成并不局限于生产设备、厂房、土地等有形资产，核心价值主要体现为以下方面：

一是非洲多国生产基地布局带来的区域覆盖优势。标的公司通过在多个国

家建设生产基地，实现对当地及周边国家市场的辐射，相较单纯出口模式，在运输成本、供货效率、关税及本地市场响应方面具有一定优势。

二是销售渠道和终端网络带来的市场渗透优势。瓷砖、洁具等产品具有较强渠道属性，销售网络、经销商体系和终端品牌认知对收入实现具有重要影响，该等渠道价值通常难以在资产基础法中完整量化，但能够通过未来销售收入和利润贡献体现。

三是品牌认知和本地化运营经验带来的竞争优势。特福国际长期在非洲市场经营，对当地消费偏好、产品规格、供应链环境、税收政策、用工环境及市场竞争格局具有较深理解，该等经营经验和本地化能力构成其持续盈利的重要基础。

四是科达制造装备技术能力与森大集团渠道资源结合形成的协同优势。特福国际的经营模式体现了装备制造、生产运营和渠道销售的协同，该等协同价值通常不体现为单项可识别资产，而是通过经营效率、成本控制和盈利能力体现。

资产基础法难以完整反映上述渠道、品牌、团队、区域布局及经营协同价值，收益法则能够将上述核心价值落实到未来收入、毛利率、费用率、资本性支出、营运资金和现金流预测中，更符合标的公司的价值形成机制。

（4）市场法具有验证意义，但受可比公司差异影响，更适合作为辅助方法

本次市场法评估结果为 1,672,000.00 万元，高于收益法评估结果，说明从资本市场可比公司估值角度看，收益法结果处于市场可比水平之内，收益法结论具有一定市场支撑。但如前所述，市场法可比公司主要为境内建筑陶瓷、卫浴及家居建材企业，与特福国际在经营区域、业务增长阶段、市场供需关系、渠道结构、成本构成、税收环境、汇率风险及跨国经营风险等方面存在差异。特福国际主要经营区域位于非洲，采用海外属地化生产和本地化分销模式，与境内同行业上市公司主要依托国内房地产、家装和工程渠道的经营逻辑存在一定不同，市场法虽可进行一定修正，但难以完全消除上述差异。因此，市场法

适合作为本次估值结果的辅助验证方法，收益法更能够基于标的公司自身经营计划、产能释放、渠道拓展和风险因素确定企业价值，本次最终选取收益法结果，符合标的公司经营特征和方法适用性。

综上，本次交易采用收益法和市场法进行评估，并最终选取收益法评估结果作为评估结论，与可比交易案例中根据标的资产特点选择最终评估方法的逻辑一致；本次收益法与市场法差异率为 15.07%，处于合理范围内，最终采用相对较低的收益法结果且交易作价进一步低于收益法评估结果，整体具有一定审慎性。结合特福国际所处建筑陶瓷、玻璃及洁具行业特点、非洲市场增长基础、海外属地化生产及深度经销经营模式、报告期经营规模和盈利能力、未来收益可预测性以及市场法可比性差异，本次以收益法作为最终评估结论具有合理性。

（二）本次评估与前次评估在各评估方法下主要评估参数的差异情况及调整原因，结合标的公司业务发展情况、经营业绩变动情况、前次评估预测实现情况等，量化分析本次评估结果较前次评估结果大幅增值的原因及合理性

1、本次评估与前次评估总体情况对比

前次评估系坤元资产评估有限公司出具的《广东特福国际控股有限公司以财务报告为目的涉及的股东全部权益价值评估项目资产评估报告》（坤元评报（2024）995 号），评估基准日为 2023 年 12 月 31 日，评估目的为员工入股涉及股份支付，采用收益法进行评估，标的公司股东全部权益评估价值为 488,697.00 万元，评估增值率为 131.27%。

本次评估以 2025 年 12 月 31 日为评估基准日，评估目的为发行股份及支付现金购买资产，采用收益法和市场法进行评估，最终选用收益法评估结果作为评估结论，标的公司股东全部权益评估价值为 1,453,000.00 万元，评估增值率为 219.51%。

两次评估均以收益法评估结果作为最终结论，核心差异在于评估基准日相隔两个完整会计年度，标的公司在此期间经营规模、产品结构、产能布局及盈利能力发生较大变化，进而带动收益法预测的未来现金流相应提升。两次评估

的总体情况对比如下：

项目	前次评估	本次评估
评估基准日	2023 年 12 月 31 日	2025 年 12 月 31 日
评估目的	员工入股股份支付	发行股份及支付现金购买资产
价值类型	市场价值	市场价值
评估方法	收益法	收益法、市场法
最终结论方法	收益法	收益法
收益法评估结果（万元）	488,697.00	1,453,000.00
评估增值率	131.27%	219.51%
账面净资产（万元）	211,310.52	454,757.94
基准日当年营业收入（万元）	365,520.85	818,541.54
基准日当年净利润（万元）	71,064.89	149,565.45
基准日当年综合毛利率	35.70%	35.26%
生产基地及产线	五国布局，17 条瓷砖产线、1 条洁具产线	七国布局，21 条瓷砖产线、2 条玻璃产线、2 条洁具产线
预测期	2024 年至 2028 年，2029 年起为永续期	2026 年至 2030 年，2031 年起为永续期
折现率	14.48%	14.00%

从上述对比可以看出，两次评估采用的预测期均为 5 年，且折现率也基本一致。但前次评估时，标的公司虽已在非洲形成一定生产基地布局，但业务结构主要集中在瓷砖产品，洁具业务于 2023 年开始生产销售，玻璃产品尚未形成收入贡献。本次评估时，标的公司瓷砖主业规模进一步扩大，玻璃业务和洁具业务均已形成一定收入规模，整体业务基础较前次评估明显增强。从具体数据来看，经过两年的发展，标的公司的收入规模和利润规模均增长了一倍以上。因此，本次评估结果较前次评估结果大幅提升，主要系评估基准日不同所对应的经营基础、预测起点、产品结构、产能布局及未来现金流基础发生实质性变化，而非评估方法变更或单一参数调整所致。

2、本次评估与前次评估收益法主要参数差异及调整原因

（1）收入预测参数差异及调整原因

前次评估以 2023 年模拟合并口径经营数据为预测基础，预测期为 2024 年

至 2028 年；本次评估以 2025 年经审计财务数据及经营计划为预测基础，预测期为 2026 年至 2030 年。由于两次评估基准日相隔两个完整会计年度，预测起点对应的实际经营基础不同，为增强可比性，下表按照预测期对应顺序（第一年至第五年）对两次评估预测期营业收入进行对比：

单位：万元

项目	预测期第一年	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年	永续期
前次评估对应年度	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年起
前次评估营业收入	477,666.97	681,268.20	795,837.58	894,143.75	956,175.42	956,175.42
前次评估收入增长率	30.68%	42.62%	16.82%	12.35%	6.94%	0.00%
本次评估对应年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年起
本次评估营业收入	876,390.65	959,806.52	1,057,639.31	1,159,465.29	1,253,892.14	1,253,892.14
本次评估收入增长率	7.07%	9.52%	10.19%	9.63%	8.14%	0.00%

注：上表按两次评估各自预测期的先后顺序进行对应比较，用于分析两次评估预测起点和预测水平的变化。

从上表可以看出，本次评估预测期各年度营业收入均高于前次评估对应预测期年度，主要系两次评估所处的经营基础已发生明显变化。前次评估以 2023 年实际营业收入 365,520.85 万元为预测起点，本次评估以 2025 年实际营业收入 818,541.54 万元为预测起点，预测起点本身已较前次大幅提高。在本次评估预测期收入增长率整体低于前次评估预测期前段增速的情况下，预测期收入绝对金额仍高于前次评估，主要系收入基数提升所致。

具体来看，前次评估预测期第一年和第二年收入增长率分别为 30.68% 和 42.62%，主要系当时标的公司处于产能加快释放、新增品类逐步投产及市场拓展阶段，在较低收入基数基础上作出的较高增长预测；本次评估预测期各年收入增长率分别为 7.07%、9.52%、10.19%、9.63% 和 8.14%，整体低于前次评估预测期前段增长水平，亦明显低于标的公司 2025 年 72.75% 的实际收入增长率，反映出在 2025 年较高收入基数基础上，未来各年收入增长趋于平稳，增速逐步回落至与行业整体发展相协调的水平。

本次评估收入预测较前次提高，主要系以下因素共同影响：一是标的公司实际经营规模较前次评估基准日显著扩大，2025 年营业收入 818,541.54 万元较

2023 年增加 453,020.69 万元，增幅 123.94%，收入预测起点显著提高；二是标的公司产品结构较前次评估时点更加多元，前次评估时价值基础主要集中在瓷砖业务，本次评估时瓷砖、玻璃、洁具三类产品均已形成收入贡献，2025 年玻璃产品收入达到 107,633.88 万元、洁具产品收入达到 46,579.16 万元，新增品类产能释放和市场拓展已体现在实际经营成果中；三是标的公司产能布局较前次评估进一步完善，生产基地由五国扩展至七国，产线数量和品类结构更加完整，为预测期收入规模提高提供了产能基础和业务支撑。

综上，本次评估收入预测较前次评估有所提高，主要系两次评估基准日之间标的公司实际经营规模显著扩大、产品结构更加多元、产能布局进一步完善，以及玻璃、洁具等新增品类收入贡献逐步释放所致。本次评估预测期收入增长率整体低于前次评估前段增长率及 2025 年实际增长率，未来收入增长趋于平稳，相关收入预测与标的公司实际经营情况及所处发展阶段相符，具有合理性。

(2) 毛利率及盈利能力预测差异及调整原因

为增强可比性，下表按照预测期对应顺序对两次评估毛利率及盈利能力预测情况进行对比：

单位：万元

项目	预测期第一年	预测期第二年	预测期第三年	预测期第四年	预测期第五年	永续期
前次评估对应年度	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年起
前次评估营业收入	477,666.97	681,268.20	795,837.58	894,143.75	956,175.42	956,175.42
前次评估营业成本	310,306.86	449,436.83	542,370.81	620,008.35	674,169.29	674,169.29
前次评估综合毛利率	35.04%	34.03%	31.85%	30.66%	29.49%	29.49%
前次评估息前税后利润	64,079.23	106,520.76	116,889.84	126,866.21	127,752.00	127,752.00
前次评估息前税后利润率	13.42%	15.64%	14.69%	14.19%	13.36%	13.36%
本次评估对应年度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年起
本次评估营业收入	876,390.65	959,806.52	1,057,639.31	1,159,465.29	1,253,892.14	1,253,892.14

项目	预测期 第一年	预测期 第二年	预测期 第三年	预测期 第四年	预测期 第五年	永续期
本次评估 营业成本	574,581.27	642,007.61	708,153.01	777,646.65	842,055.52	842,055.52
本次评估 综合毛利 率	34.44%	33.11%	33.04%	32.93%	32.84%	32.84%
本次评估 净利润	152,506.74	159,864.39	179,119.54	199,876.72	221,702.59	223,105.96
本次评估 净利润率	17.40%	16.66%	16.94%	17.24%	17.68%	17.79%

注 1：前次评估披露口径为息前税后利润，本次评估披露口径为净利润，二者口径存在一定差异，上表主要用于分析两次评估预测期盈利能力变化趋势；

注 2：前次评估营业成本、综合毛利率系根据坤元评报〔2024〕995 号资产评估说明披露的收益预测数据列示。

从上表可以看出，两次评估预测期首年综合毛利率较为接近（前次 35.04%、本次 34.44%），但变动趋势存在差异。前次评估预测期综合毛利率由 2024 年的 35.04%逐年下降至 2028 年的 29.49%，呈逐年下行趋势，主要系前次评估时玻璃业务尚未形成收入贡献、洁具业务处于爬坡期且毛利率为负，管理层基于当时对新增产线爬坡、市场拓展、成本及价格波动的判断，对预测期毛利率采用了相对谨慎并逐年下行的预测口径。

本次评估基准日前，标的公司 2025 年综合毛利率为 35.26%，与 2023 年的 35.70%基本接近，且高于 2024 年的 31.63%。2025 年毛利率回升，主要受瓷砖主业产品价格修复、玻璃业务收入快速增长、洁具业务经营改善等因素共同影响。本次评估预测期综合毛利率由 2026 年的 34.44%平稳下降至 2030 年的 32.84%，并在永续期保持 32.84%，整体低于 2025 年实际毛利率，呈小幅下降趋势。与前次评估相比，本次预测期后段综合毛利率高于前次（永续期 32.84%对 29.49%），主要原因如下：

第一，瓷砖主业产品价格较前次评估时点有所修复，是本次毛利率水平提升的主要原因。前次评估基准日前后，标的公司所处非洲建筑陶瓷市场阶段性出现新增产能集中释放、部分区域市场竞争相对无序的情形，产品价格阶段性承压、处于相对较低水平，管理层据此对预测期毛利率采用了较为审慎的下行口径。本次评估基准日前，随着区域市场竞争秩序逐步改善、行业供需关系趋于平衡，叠加标的公司在多个国家形成较为成熟的属地化生产基地、供应链体

系和销售网络，瓷砖产品价格逐步恢复至相对合理水平，毛利率随之回升。2025 年瓷砖产品收入达到 661,591.70 万元、毛利率为 38.36%，价格修复对毛利率的支撑作用已在实际经营数据中有所体现，为本次预测期毛利率水平提供了实际经营基础。

第二，玻璃及洁具业务由前次评估时的培育期逐步进入贡献期。前次评估时，玻璃产品自 2024 年开始生产销售、尚缺乏完整年度实际经营数据，洁具产品毛利率为负、处于产能爬坡和市场培育阶段；本次评估时，玻璃和洁具业务均已具备 2024 年、2025 年实际经营数据支撑，玻璃业务收入规模快速扩大，洁具业务毛利率由负转正，新增品类已逐步从培育期进入规模化运营和利润贡献阶段。本次评估在此基础上对未来毛利率进行预测，较前次评估具备更充分的实际数据支撑。

第三，本次评估对预测期毛利率保持审慎，以 2025 年实际盈利水平为基础并结合未来经营因素审慎确定。本次预测期综合毛利率由 2026 年的 34.44% 逐步下降至 2030 年的 32.84%，并在永续期保持 32.84%，均低于 2025 年实际毛利率 35.26%。该预测安排已考虑未来市场竞争可能再度加剧、部分区域产品价格存在波动可能、原材料及能源成本变化，以及玻璃和洁具业务盈利水平仍需逐步稳定等因素，对前期价格修复带来的毛利率提升未予简单延续，毛利率预测具有审慎性。

从盈利能力看，前次评估预测期息前税后利润率约为 13.36% 至 15.64%，本次评估预测期净利润率约为 16.66% 至 17.79%。本次盈利水平有所提高，一方面来自综合毛利率较前次预测后段提高，另一方面来自收入规模扩大后管理费用率、财务费用率等期间费用率的规模摊薄。同时，本次评估对未来资本性支出、营运资金占用、所得税、财务费用及跨国经营风险等收入增长所需配套投入均予以充分考虑，相关盈利预测建立在配套投入同步安排的基础之上。

从增长节奏看，本次评估在 2025 年较高盈利基础上对增长节奏作出相对平稳的安排。2025 年标的公司净利润为 149,565.45 万元，本次评估预测 2026 年净利润为 152,506.74 万元，增长率为 1.97%；2027 年预测净利润为 159,864.39

万元，增长率为4.82%，预测期前两年盈利增长相对平稳。后续年度利润增长主要随着玻璃、洁具等产品产能进一步释放及收入规模扩大逐步体现，与标的公司业务发展规划和产能布局相匹配。

综上，本次评估毛利率及盈利能力预测较前次评估后段有所提高，主要系两次评估基准日之间瓷砖主业产品价格由前次评估时点的相对低位逐步修复、玻璃和洁具业务由培育期进入贡献期、收入规模显著扩大及费用摊薄效应逐步体现所致。本次预测期综合毛利率低于2025年实际水平并逐年小幅下降，预测期前两年净利润增长亦较为平稳，相关盈利预测具有经营基础和合理性。

(3) 期间费用预测差异及调整原因

前次评估与本次评估均根据各项期间费用的性质，结合历史费用水平、费用结构及未来经营规模进行预测，期间费用主要包括销售费用、管理费用及研发费用。两次评估期间费用归集口径基本一致，相关差异主要源于两次评估基准日之间标的公司经营规模、费用结构及预测基数的变化。

总体来看，随着标的公司业务规模在两次评估基准日之间显著扩大，本次评估预测期销售费用、管理费用及研发费用的绝对金额较前次评估相应增加。从费用率水平看，前次评估预测期销售费用率由2.16%降至1.80%，本次评估预测期销售费用率稳定在1.64%；前次评估预测期管理费用率由15.70%逐步降至10.58%，本次评估预测期管理费用率由8.86%逐步降至7.50%；研发费用率在两次评估中均处于较低水平。两次评估费用率的上述差异，主要系收入基数及费用分摊程度不同所致，并非费用预测口径发生实质性变化。具体原因如下：

第一，管理费用预测以实际经营数据为基础，并随经营规模扩大相应增加。本次评估以2024年、2025年实际经营和费用数据为基础，管理费用中的职工薪酬、折旧摊销、租赁费用及总部管理职能相关支出随业务规模扩大同步增加。前次评估时标的公司收入规模相对较小，总部及管理职能相关固定费用分摊程度有限，管理费用占收入比例相对较高；本次评估时标的公司收入规模显著扩大，上述费用在更大收入基数上得到更充分分摊，管理费用预测在金额增长的同时，与收入规模的匹配关系较前次评估更趋合理。

第二，销售费用预测结合渠道情况审慎确定。标的公司深耕非洲市场多年，已形成较为成熟的属地化渠道体系和销售网络，销售费用整体处于相对合理水平。本次评估预测销售费用金额较前次评估相应增加，并在 2025 年实际水平基础上适当考虑了未来渠道维护、品牌推广及新增品类销售投入需求，销售费用预测口径具有审慎性。

第三，研发费用结合标的公司研发投入情况单独预测。标的公司主营业务生产工艺较为成熟、处于批量生产阶段，研发活动主要体现为产品配方优化、生产工艺改进及节能降耗等，研发费用规模相对较低。本次评估根据标的公司在产品工艺改进、新增品类研发等方面的实际投入情况，对研发费用进行预测，研发费用规模与标的公司研发活动安排及经营规模相符。

综上，本次评估期间费用预测在绝对金额上较前次评估有所增加，与标的公司业务规模扩大、经营活动及管理需求提升的实际经营情况相匹配；相关费用率较前次评估有所下降，主要系收入规模扩大带来的费用分摊程度提高，并非未考虑必要费用支出。相关费用预测以实际经营数据为基础并结合未来经营安排审慎确定，期间费用预测具有合理性。

（4）折现率参数差异及调整原因

前次评估与本次评估均采用加权平均资本成本（WACC）作为折现率，权益资本成本均采用资本资产定价模型（CAPM）计算。两次评估折现率主要参数的取值及其确定依据对比如下：

参数	前次评估取值及确定依据	本次评估取值及确定依据
无风险报酬率	3.88%，采用 Damodaran 公布的发展中国家同行业长期国债平均利率	4.15%，采用评估基准日中长期国债到期收益率
市场风险溢价（ERP）	12.80%，采用 Damodaran 公布的非洲股权风险溢价统计数据	11.95%，在成熟市场股权风险溢价基础上叠加国家风险溢价（数据来源为 Damodaran 发布的全球风险溢价统计数据）
β 系数	1.0316，采用 Damodaran 公布的发展中国家同行业平均 β	0.938，根据可比上市公司 β 剔除财务杠杆后，按标的公司资本结构还原计算
企业特定风险调整系数	1.00%，综合考虑经营规模、市场知名度、竞争优势、资产负债情况确定	1.00%，综合考虑经营规模、竞争地位、跨国经营及资产负债情况确定
权益资本成本（ K_e ）	17.35%，按 CAPM 模型计算	16.40%，按 CAPM 模型计算

参数	前次评估取值及确定依据	本次评估取值及确定依据
债务资本成本 (Kd)	4.58%，采用企业自身债务资本成本	3.84%，按企业自身债务资本成本及付息债务结构测算
资本结构 E/(D+E)	78.84%，按发展中国家同行业平均资本结构确定	82.3%，按标的公司自身资本结构确定
加权平均资本成本 (WACC)	14.48%	14.00%

注：前次评估折现率参数取值系根据坤元评报（2024）995 号资产评估说明披露的内容列示。

从上表可以看出，两次评估折现率确定方法基本一致，均采用 WACC/CAPM 框架，并综合考虑标的公司境外经营、国家风险、行业风险及企业特定风险。本次折现率为 14.00%，较前次评估 14.48% 小幅下降 0.48 个百分点，主要参数变化及原因如下：

第一，资本结构和 β 系数确定方式更贴合标的公司自身情况。前次评估采用发展中国家同行业平均资本结构和平均 β 系数；本次评估根据标的公司自身资本结构以及可比上市公司剔除财务杠杆后按标的公司资本结构还原计算的 β 系数确定， β 系数由 1.0316 调整为 0.938，更直接反映标的公司当前的资本结构和系统性风险水平。

第二，市场风险溢价确定方式有所细化。前次评估直接采用 Damodaran 发布的非洲股权风险溢价 12.80%；本次评估在成熟市场股权风险溢价基础上叠加国家风险溢价后确定为 11.95%，市场风险溢价口径有所细化，与本次评估对各经营所在国国家风险的考虑相衔接。

第三，无风险报酬率根据基准日市场利率相应更新，由 3.88% 调整为 4.15%。

总体而言，两次折现率均处于较高水平，均充分反映了标的公司跨国经营、国家风险、行业风险及企业特定风险。本次折现率较前次小幅下降 0.48 个百分点，对评估结果有一定正向影响，但其影响程度相较于经营规模扩大、盈利基础提升和未来现金流增加而言较为有限。本次评估结果大幅提升的主要原因仍为标的公司经营业绩和未来现金流基础发生显著变化。

3、结合标的公司业务发展情况、经营业绩变动情况、前次评估预测实现情况等，量化分析本次评估结果较前次评估结果大幅增值的原因及合理性

(1) 量化分析两次评估结果情况

本次收益法评估结果为 1,453,000.00 万元，较前次收益法评估结果 488,697.00 万元增加 964,303.00 万元，增幅 197.32%。收益法评估结果取决于未来经营现金流及折现率水平。两次评估基准日相隔两个完整会计年度，标的公司在此期间的产线布局、产能基础、实际产量、产品结构、销售价格、盈利能力及现金流基础均发生变化，带动本次收益法评估结果较前次评估结果提高。

为进一步量化分析本次评估结果较前次评估结果增长的主要来源，在前次收益法评估模型基础上，以前次股东全部权益价值 48.87 亿元为起点，采用单因素模拟测算的方式，对影响收益法结果的主要因素进行模拟测算。具体方法为：每次仅将某一类关键因素替换为本次评估相应口径或预测水平，其他假设、公式及参数保持前次模型口径不变，据此测算该因素对股东全部权益价值的边际影响。

本次模拟测算选取的因素主要包括：预测期整体净利润水平变化、折旧摊销差异、资本性支出差异、溢余资产及非经营性资产差异、付息债务差异以及其他综合因素等。鉴于收益法模型中收入、成本、费用、税费、折旧摊销、资本性支出及折现率等因素之间存在联动关系，该量化测算主要用于分析各类因素对估值差异的方向及相对贡献，相关金额为模拟测算结果，具体情况如下：

单位：亿元

项目	对股东全部权益价值的影响
前次收益法评估值	48.87
净利润预测水平影响	69.60
折旧摊销影响	37.92
资本性支出影响	-22.35
溢余资产与非经营性资产影响	9.97
付息债务影响	-10.78
其他综合因素影响	12.06
本次收益法评估值	145.30

注1：上表各因素影响金额系以前次收益法模型为基础，采用单因素模拟测算方法测算取得，为在其他因素不变条件下单独变动该因素所对应的股东全部权益价值变动额；

注2：各单因素影响额之和与两次评估值差额之间的交叉影响及未单独列示部分，已在“其他综合因素影响”中一并反映。

从上述量化结果看，本次评估结果较前次评估结果增加 964,303.00 万元，主要由预测期整体净利润水平提高、折旧摊销加回金额增加、溢余资产及非经营性资产增加等正向因素驱动；同时，预测期资本性支出增加、付息债务增加等因素对股东全部权益价值形成一定抵减。具体如下：

第一，净利润预测水平提高对评估值形成正向影响约 69.60 亿元，是本次评估增值的主要来源。该因素综合反映了预测期内产能增加、收入增加、毛利率变化及费用率变化等经营性变量对未来利润水平的影响。两次评估基准日之间，标的公司生产基地由五国扩展至七国，瓷砖主业进一步扩张，玻璃和洁具业务均已形成收入贡献，2025 年营业收入较 2023 年增加 453,020.69 万元、净利润增加 78,500.56 万元。本次评估以 2025 年实际经营基础作为预测起点，利润预测水平较前次评估相应提高，具有实际经营基础。

第二，折旧摊销差异对评估值形成正向影响约 37.92 亿元。在企业自由现金流测算中，折旧摊销属于已在利润中扣除但当期未形成现金流出的非付现项目，需予以加回。本次评估基准日较前次评估基准日，标的公司固定资产规模及产线数量有所增加，相关产线投产及资产转固带动预测期折旧摊销金额提高，在自由现金流测算中作为非付现项目加回，从而对企业价值形成正向影响。

第三，资本性支出差异对评估值形成负向影响约 22.35 亿元。在企业自由现金流测算中，资本性支出作为企业为维持现有产能、更新现有设备及建设新增产能所需发生的现金流出，予以扣减。本次评估预测期内资本性支出高于前次评估，已体现了与未来经营增长相匹配的扩张及更新资本性投入。

第四，溢余资产与非经营性资产差异对评估值形成正向影响约 9.97 亿元。收益法评估中，经营性资产价值通过未来经营性现金流折现取得，溢余资产及非经营性资产在经营性资产价值之外单独考虑。两次评估基准日之间，标的公司经营规模扩大、盈利积累增加，货币资金及相关资产结构发生变化，本次评估基准日的溢余资产及其他非经营性资产负债情况较前次评估时点有所增加，在收益法模型中单独体现，并对股东全部权益价值形成正向影响。

第五，付息债务差异对评估值形成负向影响约 10.78 亿元。收益法评估中，通常先确定企业整体价值，再扣减付息债务后得到股东全部权益价值，付息债务增加将相应减少归属于股东的权益价值。本次评估基准日，标的公司随着生产基地扩展、产线建设及经营规模扩大，付息债务规模较前次评估时点有所增加，该项负向影响已在本次评估结果中体现。

第六，其他综合因素对评估值形成正向影响约 12.06 亿元，主要包括折现率变化、预测年度后移、税费口径及营运资金周转情况等各参数共同产生的综合影响。

综合上述单因素模拟测算，本次评估结果较前次评估结果的增值，主要由预测期整体净利润水平提升所驱动，并在折旧摊销加回与资本性支出方向相反、部分抵消的基础上，叠加溢余资产与非经营性资产、付息债务等因素的综合影响形成。上述量化测算结果与前述关于产能布局、收入规模、毛利水平及配套投入的分析相互印证，本次评估增值具有经营基础和合理性。

(2) 标的公司业务发展及经营业绩变动情况

前次评估基准日为 2023 年 12 月 31 日，本次评估基准日为 2025 年 12 月 31 日。前次评估基准日，标的公司已在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔和赞

比亚五个国家拥有生产基地，生产线集中于瓷砖产品，洁具业务处于起步及爬坡阶段，玻璃业务处于前期布局阶段。至本次评估基准日，标的公司生产基地已扩展至七个国家，产品结构由瓷砖为主，发展为瓷砖、玻璃和洁具三类产品共同贡献收入和利润。

两次评估基准日之间，标的公司完成了成熟主业的产能扩展和新增品类的补充，生产线数量由 18 条增加至 25 条，增加 7 条，增幅 38.89%，本次评估时点的收益基础较前次评估时点有所增强。分产品来看，瓷砖产线由 17 条增加至 21 条，成熟主业的生产能力进一步增强，销售量由前次基准日前一年度（2023 年度）的 15,165 万平方米增加至 2025 年度的 20,421 万平方米，营业收入由 2023 年的 358,860.83 万元增加至 2025 年的 661,591.70 万元；玻璃业务已建成 2 条生产线，2025 年实现收入 107,633.88 万元，实现新增品类从布局到收入贡献的转变；洁具产线由 1 条增加至 2 条，2025 年收入达到 46,579.16 万元，较 2023 年收入 2,789.64 万元大幅增加，且毛利率由负转正。

本次评估较前次评估增值，主要在于标的公司前后两次评估基准日的产线数量、产品品类和产能基础发生变化。产线扩展带动瓷砖成熟主业的产量及销量基础扩大，玻璃业务由前期布局阶段发展为新增收入来源，洁具业务由起步爬坡阶段进入规模化运营阶段。产线布局和产量基础的提升，与本次评估预测期收入规模提高、毛利水平改善及经营现金流增长的预测方向相符，为相关预测提供了业务基础。上述变化具有一定的经营基础和业务支撑，与企业实际经营情况基本相符。

（3）前次评估预测实现情况

前次评估预测实现情况如下：

项目	2024-2025 年前次 累计预测	2024-2025 年 实际累计	差异金额	累计 实现率
营业收入	1,158,935.17	1,292,369.93	133,434.76	111.51%
息前税后利润	170,599.99	235,830.55	65,230.56	138.24%

注：为与前次评估披露口径保持一致，上表利润指标统一采用息前税后利润口径列示，其中 2024 年至 2025 年实际息前税后利润系在实际净利润基础上加回税后付息债务利息 28,839.17 万元（税前付息债务利息合计 36,048.96 万元）计算确定。

从前次评估预测实现情况看，2024 年至 2025 年标的公司经营业绩稳步提升，累计实现收入及息前税后利润均高于前次预测。前次评估基准日时点的预测基础已被后续实际经营情况进一步验证。本次评估在 2025 年实际经营基础上重新预测未来现金流，评估结果较前次有所提升，具有现实经营基础。

综上所述，本次评估结果较前次评估结果增值较多，系标的公司实际经营基础、产线布局、产能及产量基础、产品结构、销售价格、收入规模、毛利水平及未来现金流基础较前次评估时点发生变化所致，相关增值具有经营基础、业务支撑和合理性。

（三）列示预测期内各类产品的单价、销量、收入金额、各年收入增速及复合收入增速，并结合市场供需关系及价格变动、行业竞争格局及标的公司市场地位、历史增长率、产能投放计划、在手订单变动等，分析各类产品预测期各年收入增长率的确定依据及可实现性

1、预测期内各类产品单价、销量、收入金额、收入增速及复合增速情况

本次评估对标的公司未来营业收入按照主要产品类别进行预测。标的公司主要产品包括瓷砖、玻璃及洁具，其中瓷砖业务为标的公司现有收入规模最大的成熟主业，玻璃及洁具业务为近年来逐步投产并形成收入贡献的新增长品类。预测期内，各类产品收入均采用“销量×不含税单价”的方式进行测算，并结合各产品产能投放、产能利用率、市场需求、销售区域、价格趋势、历史经营情况及渠道消化能力确定收入增长节奏。

预测期内各类产品的销量、单价、收入金额、收入增速及复合收入增速情况如下：

产品	项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2026-2030 年 CAGR
瓷砖	收入（万元）	438,381.43	661,591.70	691,120.44	718,243.22	752,041.96	782,123.64	813,408.58	4.16%
	销量（万平方米）	17,579.35	20,420.68	22,195.61	23,926.42	25,398.34	26,414.27	27,470.85	5.48%
	不含税单价（元/平方米）	24.94	32.40	31.14	30.02	29.61	29.61	29.61	-1.25%
	收入增长率	-	50.92%	4.46%	3.92%	4.71%	4.00%	4.00%	-

产品	项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2026-2030 年 CAGR
玻璃	收入（万元）	10,148.19	107,633.88	113,267.63	163,668.22	222,535.21	289,295.78	347,154.94	32.31%
	销量（万吨）	3.41	35.57	40.69	61.68	82.32	107.02	128.42	33.29%
	不含税单价（元/吨）	2,974.97	3,025.57	2,783.57	2,653.51	2,703.25	2,703.25	2,703.25	-0.73%
	收入增长率	-	960.62%	5.23%	44.50%	35.97%	30.00%	20.00%	-
洁具	收入（万元）	22,261.76	46,579.16	72,002.58	77,895.07	83,062.14	88,045.87	93,328.62	6.70%
	销量（万件）	267.87	516.19	893.41	951.40	1,013.98	1,074.82	1,139.31	6.27%
	不含税单价（元/件）	83.11	90.24	80.59	81.87	81.92	81.92	81.92	0.41%
	收入增长率	-	109.23%	54.58%	8.18%	6.63%	6.00%	6.00%	-
其他业务	收入（万元）	3,037.01	2,736.79	-	-	-	-	-	-
合计	营业收入（万元）	473,828.39	818,541.54	876,390.65	959,806.52	1,057,639.31	1,159,465.29	1,253,892.14	9.37%
合计	营业收入增长率	-	72.75%	7.07%	9.52%	10.19%	9.63%	8.14%	-

注：2026-2030 年 CAGR 按照 2026 年至 2030 年收入、销量或单价数据计算；其他业务收入金额较小，本次预测期末单独考虑其他业务收入。

从上表可以看出，预测期内标的公司营业收入由 2026 年的 876,390.65 万元增长至 2030 年的 1,253,892.14 万元，2026 年至 2030 年复合增长率为 9.37%。该增速较 2025 年 72.75% 的实际收入增长率明显回落，体现出本次预测在报告期高增长基础上对未来增长节奏进行了审慎考虑。

分产品看，瓷砖业务仍为标的公司现有收入规模最大的成熟主业。预测期内，瓷砖收入由 2026 年的 691,120.44 万元增长至 2030 年的 813,408.58 万元，2026 年至 2030 年收入复合增长率为 4.16%。从价格端看，瓷砖平均单价由 2025 年的 32.40 元/平方米回落至 2027 年的 30.02 元/平方米，2028 年至 2030 年稳定在 29.61 元/平方米，平均单价复合增长率为-1.25%；2025 年单价较高主要系标的公司结合市场需求及竞争情况在主要优势销售地区适当提高产品售价，预测期单价已考虑市场竞争、阶段性价格回归及产品结构变化等因素。从销量端看，瓷砖销量合计由 2026 年的 22,195.61 万平方米增长至 2030 年的 27,470.85 万平方米，复合增长率为 5.48%。上述预测体现瓷砖业务在较高收入基数基础上的稳步增长安排，价格假设较 2025 年水平有所回落，收入增长主要由新增产能逐步释放带动的销量增长及区域市场渗透驱动。

玻璃业务预测期收入增速相对较高。预测期内，玻璃业务收入由 2026 年的 113,267.63 万元增长至 2030 年的 347,154.94 万元，2026 年至 2030 年收入复合增长率为 32.31%；销量由 40.69 万吨增长至 128.42 万吨，销量复合增长率为 33.29%；不含税单价由 2025 年的 3,025.57 元/吨下降至 2026 年的 2,783.57 元/吨，2027 年为 2,653.51 元/吨，2028 年至 2030 年稳定在 2,703.25 元/吨。玻璃业务收入增长主要来源于新增产能继续爬坡和区域市场拓展，价格预测整体保持相对平稳。

洁具业务预测期收入体现由爬坡阶段向稳定运营阶段过渡的特征。预测期内，洁具业务收入由 2026 年的 72,002.58 万元增长至 2030 年的 93,328.62 万元，收入复合增长率为 6.70%；销量由 893.41 万件增长至 1,139.31 万件，销量复合增长率为 6.27%；不含税单价由 2025 年的 90.24 元/件下降至 2026 年的 80.59 元/件，2027 年为 81.87 元/件，2028 年至 2030 年稳定在 81.92 元/件。洁具业务收入增长主要与渠道渗透、销售规模扩大及“自产+贸易”综合销售模式相匹配。

2、市场供需关系及价格变动对收入预测的支撑

标的公司主要产品包括瓷砖、玻璃及洁具，均属于住宅、公共建筑、商业空间及基础设施建设所需的基础性建材产品，产品需求与城镇化进程、住房建设、居民收入提升、旧房改造、公共基础设施投资及商业地产建设等因素密切相关。标的公司主要经营区域位于撒哈拉以南非洲及其他海外区域。非洲部分国家仍处于城镇化和工业化持续推进阶段，人口增长较快，住房改善、基础设施建设、商业设施建设及居民装修需求仍具有一定增长空间，为瓷砖、玻璃及洁具等建材产品提供了较为持续的市场需求基础。

相关行业资料显示，过去十年非洲瓷砖产量和消费量年均增速均高于全球平均水平，2024 年至 2028 年非洲瓷砖产量和消费量预计仍保持较快增长。非洲城市人口持续增长、低成本住房建设需求、公共设施和商业地产建设需求，以及区域贸易便利化等因素，共同构成建筑建材消费增长的基础。非洲部分国家本地建材制造产能相对有限，历史上较多依赖中国、印度、中东及欧洲等地区

进口；进口模式在运输距离、海运周期、关税、汇率波动及终端响应速度方面存在一定劣势。标的公司通过在非洲当地建设生产基地，实现本地化生产和区域化销售，能够较好匹配当地市场需求，并在运输成本、交付周期、产品适配性及售后响应等方面形成一定优势。

价格方面，2025 年受国际能源、原材料、运输费用变化及部分区域供需关系影响，非洲地区瓷砖产品价格有所上升。标的公司作为本地化生产企业，相较进口产品具有更短运输半径、更快交付周期及更强渠道触达能力，在市场价格上行阶段能够较快实现价格传导。本次评估预测已充分考虑后续市场竞争、产品结构变化及阶段性价格回归等因素，瓷砖不含税单价由 2025 年的 32.40 元/平方米下降至 2026 年的 31.14 元/平方米，并自 2028 年起稳定在 29.61 元/平方米；玻璃和洁具产品预测单价整体处于历史价格水平附近。由此看，预测期收入增长主要来自销量增长、产能释放和产品结构改善，价格假设整体较为审慎。

瓷砖产品方面，非洲住宅及商业装修中瓷砖应用较为广泛，需求与居民住房改善和建筑装饰需求密切相关。标的公司瓷砖业务已形成较高收入基数和市场覆盖基础，预测期收入增长一方面来自现有及新增生产基地持续覆盖当地及周边市场，另一方面来自产品规格和品牌结构持续优化。随着当地消费者由基础装修逐步向品质装修升级，产品需求存在从小规格、基础款向更大规格、更高品质、更丰富花色纹理产品升级的趋势。标的公司围绕“大建材”战略及瓷砖产品升级方向，逐步推进大规格产品、差异化花色产品及 MICASSO 等高端子品牌建设，有助于提升终端产品结构和渠道销售能力。上述产品结构优化与空白市场渗透、进口替代空间共同构成瓷砖业务未来稳步增长的业务基础。

玻璃产品方面，建筑玻璃需求与住宅、商业建筑、酒店、公共建筑及基础设施建设相关。标的公司玻璃业务 2024 年收入基数较低，2025 年随着产能释放后收入达到 107,633.88 万元，预测期继续增长主要来自现有及新增产能提升、区域市场开拓。

洁具产品方面，卫生洁具与居民生活水平提升、住房装修升级及公共卫生

设施建设相关，非洲部分国家居民住房设施改善空间较大，洁具产品市场仍处于培育和渗透提升阶段。

综上，标的公司预测期收入增长主要建立在非洲城镇化及住房改善需求、本地化建材供给能力提升、进口替代空间、标的公司生产基地及渠道网络完善等基础上；价格预测已考虑市场竞争、产品结构及阶段性价格回归等因素，收入增长主要来源于销量提升、产能释放和产品结构优化，预测口径具有审慎性。

3、行业竞争格局及标的公司市场地位对收入预测的支撑

非洲建筑陶瓷及相关建材市场竞争参与者主要包括本地生产企业、中国、印度、中东、欧洲等地区出口商以及区域贸易商。相较传统进口贸易模式，属地化生产企业在成本控制、交付效率、产品适配、渠道维护及市场响应方面具有一定优势。标的公司长期深耕非洲市场，通过生产国覆盖当地市场，并通过边境贸易辐射周边国家，已逐步建立起较为完整的生产、销售和渠道体系。

截至 2025 年末，标的公司已在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦等国家形成生产基地布局，拥有 21 条瓷砖生产线、2 条玻璃生产线和 2 条洁具生产线，产品覆盖约 60 余个国家和地区，并在非洲地区建立 600 余家品牌专卖店。根据相关行业资料及公司业务资料，标的公司 2025 年瓷砖产量约 2.05 亿平方米，在非洲瓷砖市场具有较高市场份额和区域领先地位。分产品来看，建筑陶瓷产品已在肯尼亚、加纳、塞内加尔、喀麦隆等主要销售国实现本土化生产，市场占有率多处于 38%至 76%区间，普遍位居当地前列，主要竞争对手为旺康集团、森拓等具有中资背景的属地化生产企业，行业集中度较高，竞争格局总体保持稳定；玻璃产品依托坦桑尼亚生产线切入当地此前缺乏规模化产能的市场，市场占有率约 95%，并辐射乌干达等周边国家，区域主导地位较为突出，南非、秘鲁市场当前主要以进口方式参与，秘鲁玻璃厂预计于 2026 年下半年投产后有望进一步提升美洲市场供给能力；洁具产品受非标化、工艺复杂、种类繁多等特性影响，非洲市场缺乏权威第三方细分统计数据，同业可比性相对较低，报告期内收入占主营业务收入比重分别为 4.73%、5.71%，对标的公司整体经营影响较小。上述生产和渠道基础使标的公司能够在区域市

场中保持较高市场响应效率和较强产品推广能力，也为预测期收入增长提供了业务支撑。

从竞争优势看，标的公司收入预测具有以下基础：第一，本地化生产优势。标的公司在非洲多国布局生产基地，能够更贴近终端市场组织生产和销售，相较从海外进口产品，在运输成本、交付周期、关税及汇率风险方面具有一定优势。第二，渠道网络优势。瓷砖和洁具等产品具有较强渠道属性，终端门店、经销商网络和区域分销能力对收入实现具有重要影响，标的公司通过长期经营已建立覆盖主要销售区域的专卖店和经销网络，能够较快将新增产能转化为销售收入。第三，产品适配和品牌认知优势。非洲不同国家在消费偏好、产品规格、花色纹理、价格带及渠道结构方面存在差异，标的公司长期本地化经营，能够根据当地消费者偏好进行产品开发和销售推广，并已形成一定品牌认知度。第四，科达制造设备和工艺支持优势。标的公司依托科达制造在建筑陶瓷机械设备、生产工艺、整线规划、设备维护和运营管理方面的经验，有助于保障生产效率和产品质量稳定性，并为新产线建设及产能复制提供技术和管理支持。第五，跨国管理人才与本土化运营优势。经过多年的人才培养和团队建设，标的公司已组建本土市场经验较为丰富、语言能力较强、跨国管理及人员外派抽调较为灵活的人才团队，核心管理与技术团队具备多年非洲一线建材项目筹建和运营经验，并通过老带新等方式完成了多批次、规模化的人才梯队培养，形成了较为成熟的人才体系。截至 2025 年末，标的公司拥有国内外员工约 1.5 万人，其中以非洲本地员工为主；标的公司通过设立海外本土员工培训机制，在降低跨国经营劳动力成本的同时，逐步实现了原材料、劳动力等方面的本土化。在上市公司及森大集团技术及资源支持下，标的公司将国内成熟的精细化制造管理体系与非洲本土经营环境逐步融合，积累了一定的海外大建材管理及本土化运营经验，有助于保障新增产能的有序投放、产线运营的稳定性及销售渠道的持续拓展，对预测期收入实现形成支撑。

从竞争格局演变看，2023 年下半年至 2024 年上半年，东非部分区域曾出现阶段性价格竞争；2024 年下半年以来，随着标的公司推进资产整合、区域市场

秩序逐步改善以及本地化供给结构优化，相关区域竞争逐步趋于理性。预测期内，标的公司仍需面对属地化生产企业、进口贸易商及本地小型生产商的竞争。考虑到非洲建材市场具有独特的政治、经济、法律及文化环境，国内同行业公司缺乏具备非洲实际经营经验的跨国管理人才及本土化团队支撑，新进入者通常面临较高的初始投资成本、跨国经营风险及市场准入门槛，短期内难以完成同等规模的产能布局及渠道复制。标的公司凭借本地化生产基地、渠道网络、品牌积累、规模化运营能力及跨国管理人才体系，在区域市场已形成一定的先发优势和经营基础，为其收入增长提供了较强业务支撑。

具体竞争情况如下：

(1) 瓷砖产品

根据《陶瓷世界评论》与 MECS 合作发布的 2024 年全球陶瓷企业排行榜，按照 2024 年度产量口径计算的市占率前十名企业及其 2024 年度收入情况如下：

序号	公司	国家	2024年度 年产量 (亿平方米)	市场 占有率	2024年度瓷 砖业务收入	2024年度整 体营业收入
1	MOHAWK INDUSTRIES, INC.	美国	3.00 (估计)	2.01%	42.20 亿美元	107.85 亿美元
2	GRUPO LAMOSA	墨西哥	1.95	1.30%	250.08 亿墨西哥比索	352.18 亿墨西哥比索
3	MARCO POLO (马可波罗)	中国	1.85	1.24%	72.85 亿元	73.24 亿元
4	DONGPENG HOLDINGS (东鹏控股)	中国	1.28	0.86%	53.87 亿元	64.69 亿元
5	RAK CERAMICS	阿联酋	1.18 (2025年度)	0.79%	18.90 亿迪拉姆	32.84 亿迪拉姆
6	MONALISA (蒙娜丽莎)	中国	1.15	0.77%	45.51 亿元	46.31 亿元
7	SCG CERAMICS	泰国	1.12	0.75%	178.96 亿泰铢	226.76 亿泰铢
8	CERAMICA CARMELO FIOR	巴西	0.97	0.65%	-	-
9	KAJARIA CERAMICS	印度	0.91 (2025年度)	0.60%	421.51 亿印度卢比	421.88 亿印度卢比
10	GRUPO PAMESA	西班牙	0.87	0.58%	9.26 亿欧元	11.32 亿欧元

数据来源：公司年报、《陶瓷世界评论》、MECS

根据上述排名情况，2024 年及 2025 年标的公司陶瓷产量分别为 1.76 亿平方米、2.05 亿平方米，其中 2024 年标的公司陶瓷产量占全球市场的比例约为

1.2%，产量排名及市场占有率位于全球陶瓷企业前五的水平。

特福国际通过在产能规模、渠道深度、品牌高度等多方面的竞争优势，确立了其在非洲瓷砖及建筑陶瓷领域的领先地位。

产能方面，标的公司已在肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦 7 国设立现代化瓷砖生产线，2025 年产量约 2.05 亿平方米，在非洲多国的市场占有率稳居前列。

渠道方面，标的公司已通过建立市场、渠道、供应链的优势及壁垒，在非洲地区拓展了 600 余家品牌专卖店，产品可覆盖东非、西非及南非核心城市，渠道渗透率、物流响应速度及库存周转效率均大幅领先于仍在依赖进口的欧洲、中东品牌。

品牌方面，“特福（Twyford）”已在当地注册并连续五年入选“非洲消费者最信赖建材品牌”前十，品牌享有较高声誉，在肯尼亚、加纳等市场占据领先份额，成为“非洲制造、非洲标准”的标杆。未来三年，标的公司将依托于核心竞争力优势，发力中高端品牌建设，通过优化升级品牌及服务，进一步巩固并扩大其在非洲建材市场的绝对领先优势。

特福（Twyford，科达非洲集团）：2024 年，其位于加纳、肯尼亚、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚和喀麦隆的 6 家工厂总产量达到了 1.76 亿平方米，实现营收 6.006 亿欧元；截至 2025 年 5 月，其位于科特迪瓦的工厂也已投入运营。

（2）玻璃产品

根据 Grand View Research 数据，2024 年全球浮法玻璃市场规模估计为 505.75 亿美元，预计到 2031 年将达到 710.83 亿美元，2025 年至 2031 年的复合年增长率为 5.2%。从终端用途来看，建筑与施工领域在市场中占据主导地位，并贡献了 2024 年的主要收入份额。在中东和非洲地区，由于建筑活动和汽车生产设施投资的不断增加，浮法玻璃市场预计在预测期内将实现显著增长。

根据 Mordor Intelligence 数据，2026 年全球浮法玻璃市场规模预计将达到 7,686 万吨，较 2025 年的 7,427 万吨有所增长。预测显示，2031 年市场容量

将达到 9,118 万吨，在 2026 年至 2031 年期间的复合年增长率为 3.48%。2025 年中东和非洲平板玻璃市场规模为 231 万吨，预计将从 2026 年的 240 万吨增长至 2031 年的 289 万吨，在 2026 年至 2031 年期间的复合年增长率为 3.85%。

2024 年及 2025 年标的公司玻璃产量分别为 7.77 万吨、35.39 万吨，其中 2025 年标的公司玻璃产量占全球浮法玻璃市场的比例约为 0.5%，占中东和非洲平板玻璃市场的比例约为 15.3%。

根据 BBKS 官网：“特福国际在坦桑尼亚建设一条日熔化量 600 吨、年产量 22 万吨的浮法玻璃生产线。在此之前，坦桑尼亚缺乏本地化、大规模的高品质浮法玻璃生产能力，市场严重依赖进口。该项目面临的挑战在于，如何打造一座既能满足本国国内需求，又能支持面向非洲和中东地区进行区域性出口的现代化工厂。

.....

这一全新浮法玻璃工厂的落地，填补了坦桑尼亚本地玻璃制造工业长期以来的空白。如今，该工厂在满足坦桑尼亚国内需求的同时，还将 85% 的产量出口至东非、南部非洲、北非以及中东等海外市场，进一步巩固了坦桑尼亚作为区域玻璃生产枢纽的战略地位。

.....”

综上所述，2025 年标的公司玻璃产量在全球浮法玻璃市场及中东、非洲平板玻璃市场的占有率分别约为 0.5% 和 15.3%，标的公司依托在坦桑尼亚投建的玻璃生产线，有效填补了当地产业空白，产品辐射非洲及中东地区，在非洲市场具有显著的领先地位。

(3) 洁具产品

根据 Verified Market Research 数据，2024 年全球陶瓷卫浴市场规模估值为 351.8 亿美元，预计到 2032 年将达到 559.9 亿美元，在 2026 至 2032 年的预测期内，其复合年增长率将达到 6.6%。

根据 Markets In Trend 数据，非洲陶瓷卫浴市场正处于强劲的上升通道，

其市场规模预计将从 2024 年的 45 亿美元增长至 2034 年的 98 亿美元，复合年增长率高达 8.1%。

2024 年及 2025 年，标的公司洁具产品分别实现产量 201.32 万件、277.57 万件，对应营业收入分别为 22,261.76 万元和 46,579.16 万元，呈现快速增长态势。从市场份额来看，2024 年标的公司洁具收入占全球及非洲陶瓷卫浴市场规模的比重分别约为 0.09% 和 0.69%。目前整体的市场渗透率较低，标的公司在核心目标市场及全球范围内仍具备广阔的增量空间与增长潜力。

基于上述竞争优势，瓷砖业务预测期收入增速保持在 4% 左右，主要反映其在较高收入基数和已有市场地位基础上的稳步增长；玻璃和洁具业务预测期收入增速较高，主要反映其新增品类仍处于产能释放、渠道渗透和市场培育阶段，增长基础与其当前发展阶段相匹配。

4、历史增长率、行业预计增速与本次预测增速的对比和分析

根据第三方行业研究资料，非洲建材市场仍处于人口增长、城市化推进、住房建设及基础设施投资共同驱动的增量发展阶段，2025 年非洲建筑市场规模约 6,109 亿美元，预计至 2030 年达到约 7,735 亿美元，2025 年至 2030 年复合增长率约 4.83%，可作为行业整体增速的基础参考。瓷砖、玻璃、洁具三类产品与住宅建设、商业地产、公共基础设施及居民消费升级密切相关，但各自所处发展阶段和增长驱动不同，行业预计增速亦有差异。各产品第三方行业资料及未来增速区间整理如下：

产品类别	第三方行业资料及引用数据源	行业及细分产品增速情况	未来增速区间判断
瓷砖产品	根据 MECS-Acimac 研究中心资料，过去十年非洲瓷砖产量和消费量年均增长率分别约为 11.0% 和 6.3%；在该趋势延续下，预计至 2028 年非洲瓷砖产量将达到约 15.5 亿平方米，消费量有望突破约 19.7 亿平方米	非洲陶瓷瓷砖行业仍处于增量发展阶段，增长主要受人口增长、城镇化推进、低成本住房建设、基础设施投资及进口替代共同驱动。历史上非洲瓷砖产量增速高于消费量增速，说明当地供给能力持续提升，本地化制造对进口供应形成替代	结合消费量历史年均增速约 6.3%、产量历史年均增速约 11.0% 及本地化产能持续释放情况，陶瓷产品未来行业增速可审慎判断为约 6%-11%。其中消费需求端增速可参考 6% 左右，产能释放及进口替代带动的本地生产端增速可参考 10% 左右

产品类别	第三方行业资料及引用数据源	行业及细分产品增速情况	未来增速区间判断
玻璃产品	根据第三方行业资料，东非平板玻璃市场规模预计由 2025 年约 47.7 亿美元增长至 2035 年约 69.5 亿美元，复合增长率约 3.84%；尼日利亚浮法玻璃市场预计 2025 年至 2030 年复合增长率约 7.10%；中东与非洲平板玻璃市场预计 2022 年至 2030 年复合增长率约 7.50%。资料来源包括 Market Research Future、Ken Research、Data Bridge Market Research 等	非洲玻璃市场整体处于由进口贸易向本地制造转化的阶段。平板玻璃及建筑玻璃需求受商业地产、住宅建设、经济特区、汽车组装本土化、绿色建筑及太阳能光伏等因素带动，细分市场增速大致处于中个位数至较高个位数区间。相较陶瓷主业，玻璃产品本地供给不足、进口依赖度较高、运输损耗较大，本地制造替代空间更明显	结合东非平板玻璃 3.84%、尼日利亚浮法玻璃 7.10%、中东与非洲平板玻璃 7.50% 的第三方预测数据，玻璃产品未来行业增速可审慎判断为约 4%-8%。区域成熟度较高或以普通建筑玻璃为主的市场可参考 4% 左右，进口依赖度较高、基础设施及商业地产拉动较强、产品结构升级较快的市场可参考 7%-8% 左右
洁具产品	根据第三方行业资料，中东与非洲陶瓷洁具市场收入预计由 2023 年约 19.51 亿美元增长至 2030 年约 34.50 亿美元，复合增长率约 8.5%；更广义的中东与非洲洁具市场预计由 2024 年约 9.88 亿美元增长至 2034 年约 15.94 亿美元，复合增长率约 4.90%；非洲洁具市场预计至 2031 年达到约 43 亿美元规模，年增长率约 6%。资料来源包括 Grand View Research、Research and Markets、Africa for Investors 等	非洲洁具市场增长主要受住房建设、城市卫生设施改善、公共卫生基础设施投入、商业地产及酒店建设增长影响。从产品结构看，坐便器、洗手盆等基础洁具刚需属性较强；节水型、抗菌型、智能化洁具受商业项目、高端住宅及绿色建筑趋势推动。整体看，洁具行业增速高于非洲建筑市场整体增速，具备消费升级和品类渗透双重驱动	结合更广义洁具市场 4.90%、非洲洁具市场约 6%、中东与非洲陶瓷洁具市场 8.5% 的第三方预测数据，洁具产品未来行业增速可审慎判断为约 5%-9%。基础洁具需求可参考 5%-6% 左右，陶瓷洁具、节水型洁具、智能化及高端商业项目配套洁具可参考 8%-9% 左右

综上，陶瓷产品未来行业增速区间约 6%-11%，主要由消费需求增长及本地化产能替代进口共同作用；玻璃产品约 4%-8%，主要由平板玻璃、浮法玻璃在建筑、绿色建筑、汽车组装及光伏等领域的需求增长带动；洁具产品约 5%-9%，主要由基础卫生设施改善、住房建设、公共卫生投入及节水、抗菌、智能化产品升级带动。三类产品作为与住宅建设、商业地产、基础设施及消费升级直接相关的建材品类，细分增速整体高于非洲建筑市场 4.83% 的整体水平。

(1) 各产品历史增长率与预测期收入增速的衔接

本次预测结合不同产品所处发展阶段、历史增长情况、产能投放节奏及市场拓展情况分别确定收入增速，整体预测节奏较报告期高增长阶段明显放缓。各产品历史与预测期收入增长率如下：

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
瓷砖收入增长率	50.92%	4.46%	3.92%	4.71%	4.00%	4.00%
玻璃收入增长率	960.62%	5.23%	44.50%	35.97%	30.00%	20.00%

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
洁具收入增长率	109.23%	54.58%	8.18%	6.63%	6.00%	6.00%
合计收入增长率	72.75%	7.07%	9.52%	10.19%	9.63%	8.14%

2025 年各产品收入增长率均处于较高水平，主要受报告期产能集中投放、价格修复及新业务起步等阶段性因素影响。本次预测期各产品增速均较 2025 年明显回落，并按各自发展阶段确定不同的增长中枢：瓷砖回落至 4% 左右，玻璃由产能爬坡的较高增速逐年回落至 20%，洁具由形成期的较高增速回落至 6% 左右。

（2）分产品预测增速与行业预计增速的对比

将各产品预测期 2026 年至 2030 年收入复合增长率（CAGR）与前述第三方行业增速预期对比，结果如下：

产品	行业预计增速 (第三方行研)	本次预测 2026-2030 年 CAGR	主要说明
瓷砖	约 6%-11%（消费端约 6%）	4.16%	成熟主业、收入基数大，预测偏审慎
洁具	约 5%-9%（基础洁具 5%-6%）	6.70%	落在行业区间内、接近中枢
玻璃	约 4%-8%	32.31%	新业务、收入基数低、产线集中投产爬坡
合计	非洲建筑市场约 4.83%	9.37%	主要由玻璃新业务放量带动

注：第三方行研主要包括 MECS-Acimac 研究中心、Market Research Future、Ken Research、Data Bridge Market Research、Grand View Research、Research and Markets、Africa for Investors 等。

从对比结果看，三类产品中，瓷砖预测增速低于行业增速，洁具与行业增速基本相当，玻璃预测增速高于行业增速，分析如下：

1）瓷砖：预测增速低于行业增速

瓷砖是标的公司发展时间最长、收入规模最大的成熟主业。2025 年陶瓷收入增长率为 50.92%，主要受产品价格修复、销量增长及产能利用率提升等阶段性因素影响，其中瓷砖产品平均销售单价较上年增长 29.92%，量价齐升带动当年收入大幅增长。该等高增长源于报告期内东非市场竞争格局优化、价格回归理性后的修复性增长。

本次预测期陶瓷收入增速回落至 4% 左右，2026 年至 2030 年 CAGR 为 4.16%，

低于第三方行研反映的陶瓷产品 6%-11%行业增速区间，也低于其中消费需求端约 6%的参考水平。预测增速低于行业增速，主要考虑陶瓷已是成熟主业、收入基数较大，且预测期单价不再延续 2025 年的修复性上涨、转为略有回落，收入增长主要依靠产能增加、销量增长及区域市场渗透实现。从量价拆分看，瓷砖预测期销量 CAGR 为 5.48%、单价 CAGR 为-1.25%，瓷砖产品预测期收入增长主要由销量增长驱动，预测单价呈下降趋势，整体预测口径较为审慎。预测期收入增速低于第三方行业研究资料反映的行业增速区间及标的公司历史增速水平，未体现较高增长假设，具有合理性。

2) 玻璃：预测增速高于行业增速，主要系新业务低基数及产线集中投产所致

玻璃业务 2025 年收入增长率为 960.62%，2026 年至 2030 年预测期收入复合增长率为 32.31%，高于第三方行业研究资料反映的玻璃产品 4%-8%行业增速区间。玻璃业务预测增速高于行业增速，主要系其处于该业务投产放量阶段，增长来源、业务阶段均与存量行业自然增长存在一定差异，具体分析如下：

第一，玻璃业务收入基数较低，仍处于产能投放和爬坡阶段。标的公司玻璃业务起步较晚，坦桑尼亚玻璃一厂、二厂分别于 2024 年 9 月、11 月投运，2024 年玻璃业务收入仅 10,148.19 万元，销量为 3.41 万吨。第三方行业研究资料所反映的 4%-8%增速，主要系行业在既有产能和存量市场基础上的自然增长水平；标的公司玻璃业务增长则主要来自新建产线投产后产能由小到大的释放过程。因此，玻璃业务预测期复合增长率高于行业增速，主要体现为新业务由低基数进入产能释放阶段的阶段性特征，简单与行业自然增速进行对比，可比性相对有限。

玻璃业务收入、销量及单价情况如下：

玻璃业务	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
收入（万元）	10,148	107,634	113,268	163,668	222,535	289,296	347,155
销量（万吨）	3.41	35.57	40.69	61.68	82.32	107.02	128.42
不含税单价（元/吨）	2,975	3,026	2,784	2,654	2,703	2,703	2,703

玻璃业务	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
收入增长率		960.62%	5.23%	44.50%	35.97%	30.00%	20.00%

第二，玻璃业务预测期收入增长主要由销量增长驱动，预测单价整体保持平稳。预测期内，玻璃销量由 2026 年的 40.69 万吨增长至 2030 年的 128.42 万吨，销量复合增长率约 33.29%，与收入复合增长率 32.31% 基本接近；同期不含税单价由 2026 年的 2,784 元/吨变动至 2030 年的 2,703 元/吨，整体在 2,654 元/吨至 2,784 元/吨区间内小幅波动，并于 2028 年起稳定在 2,703 元/吨左右，单价复合增长率约-0.74%。因此，玻璃业务收入增长主要建立在新增产能投放、产能释放及销量提升的基础之上，价格因素对收入增长的贡献较小。

第三，非洲玻璃产品进口依赖度较高，本地制造具备一定替代空间，新增产能投放后具备较快形成销量的市场基础。非洲平板玻璃、浮法玻璃长期受本地制造能力不足、进口链条较长、外汇支付压力及运输损耗较高等因素影响，本地供给存在一定缺口。玻璃产品属于重货、易损耗、运输半径较敏感的建材品类，进口模式下通常面临海运成本高、港口及内陆运输周期长、破损率较高等问题，本地化生产在成本及交付效率上的优势更为突出。标的公司在非洲本地建设玻璃产能，在满足当地住宅、商业建筑及基础设施建设需求的同时，可逐步替代部分进口产品，并依托既有瓷砖业务形成的渠道网络辐射周边国家，为新增产能消化提供市场基础。

第四，玻璃业务预测增速呈逐年回落趋势，反映出由产能集中爬坡向稳定释放过渡的过程。从预测期各年情况看，玻璃业务收入增长率在 2027 年为 44.50%，随后逐年回落至 2028 年的 35.97%、2029 年的 30.00% 及 2030 年的 20.00%。该等变化与玻璃业务产线分期投产及产能逐步释放相对应：产能投放初期，收入基数较低，新增产能释放对收入增速的拉动较大；随着收入规模扩大、产能利用水平提升，增速逐步回落。

第五，2026 年玻璃业务收入增速相对较低，主要受 2025 年高基数及当年新增产能投放节奏的影响。2025 年玻璃业务已实现集中放量，收入达到 107,633.88 万元，收入基数明显抬高；2026 年下半年，标的公司秘鲁玻璃厂投

产，新增产能投放相对有限，收入主要体现为既有产能的平稳延续，故当年收入增长率为 5.23%。2027 年起，随着新增产线逐步投产及产能释放，收入增速重新提升。该等年度间增速波动，源于玻璃业务分期投产安排及产能释放节奏的差异。

综上，玻璃业务预测增速虽高于第三方行业研究资料反映的行业增速区间，但其增长来源与行业自然增长存在区别，系新建产线集中投产、由低基数放量所致。因此玻璃业务的收入增长预测与新增产能逐步释放相符，具有合理性。

3) 洁具：预测增速与行业增速基本相当

洁具业务 2025 年收入增长率为 109.23%，主要系该业务前期基数较低，随着渠道拓展、客户覆盖及产品销售逐步推进，收入规模实现较快提升，表明洁具业务已由前期起步阶段逐步形成一定收入基础。

2026 年，洁具业务预测收入增长率为 54.58%，主要考虑其收入规模仍处于快速形成阶段，既有渠道销售继续提升，产品渗透率仍有进一步提升空间。2027 年起，随着收入基数扩大及业务发展阶段逐步趋于稳定，预测收入增速回落至 6%-8% 左右，进入相对稳定增长阶段。

从预测期复合增长情况看，洁具业务 2026 年至 2030 年收入复合增长率为 6.70%，处于第三方行业研究资料反映的洁具产品 5%-9% 行业增速区间内，接近区间中枢，并与基础洁具 5%-6% 的参考水平基本相当。从量价拆分看，洁具业务预测期销量复合增长率为 6.27%，单价复合增长率为 0.41%，收入增长主要由销量提升驱动，预测单价整体保持平稳。上述预测与非洲洁具市场以基础洁具刚性需求为主、消费升级带动产品结构改善的行业增长特征基本一致，预测增速与非洲洁具行业增长预期基本相当，未偏离行业自然增速，具有合理性。

(3) 综合收入增速分析

标的公司 2025 年合计收入增长率为 72.75%，本次预测期合计收入增长率为 7.07% 至 10.19%，2026 年至 2030 年合计收入 CAGR 为 9.37%，较 2025 年实际增长率明显回落。合计预测 CAGR 高于非洲建筑市场约 4.83% 的整体增速，主要由

玻璃新业务集中投产放量带动；陶瓷、洁具等业务预测增速与行业增速基本相当或低于行业增速，未偏离行业自然增长水平。

各产品预测增速与其所处发展阶段、产能投放节奏及行业增长趋势相对应，且收入增长均主要由销量驱动，单价预测审慎。本次收入预测具有相应的经营基础和业务支撑，符合标的公司作为非洲建材市场领先企业在扩张阶段的经营特征。

5、产能投放计划对收入预测的支撑

预测期内，标的公司三类产品的收入增长以销量增长为主要驱动，价格因素影响相对较小；销量增长建立在存量产能稳定运行、新增产能建设投放及外购贸易补充的基础之上，各类产品的新增产能均对应具体的扩张性资本性支出项目，资本性支出投入年度与产能释放年度基本对应，投产计划、产能释放节奏与收入增长时点具有对应关系。

具体来看，瓷砖产品作为标的公司发展时间最长、收入规模最大的成熟主业，预测期收入增长主要来自存量产能稳定运行与新增产能逐步投放两方面。存量产线预测期各年保持约 20,803.50 万平方米的稳定产出，构成收入基本盘；新增产线自产产量由 2026 年逐步提升至 2030 年的 6,454.45 万平方米，主要来自科特迪瓦 K2、基苏木 K2、几内亚等项目投产后的产能释放。上述新增产能对应科特迪瓦 K2、基苏木 K2（2026 年底投产）、几内亚项目（2028 年初投产）及两个后续瓷砖项目的资本性支出投入，各项目的资本投入时点与其产能释放年度基本对应，共同支撑瓷砖预测期收入的稳步增长。

玻璃产品为标的公司近年重点拓展的新方向，预测期收入增长主要来自新增产线的集中投放。坦桑尼亚存量产线产能稳定在 36.32 万吨，新增产线产能由 2026 年的 4.95 万吨逐步提升至 2030 年的 79.23 万吨，主要来自秘鲁项目（2026 年三季度投产）、加纳项目（2027 年三季度投产）及后续玻璃项目的陆续投产，相应资本性支出投入年度与产能释放年度基本对应。玻璃业务 2024 年收入基数较低，2025 年起随坦桑尼亚产线产能释放形成较大收入贡献，预测期收入复合增长率相对较高，主要系其处于低基数下产能集中释放阶段所致，符

合新增品类所处发展阶段的经营逻辑。

洁具产品业务定位为与瓷砖配套销售的品类，与瓷砖、玻璃依托新增自产产能驱动增长的模式不同，其预测期自产设计产能保持 268.00 万件/年，不新增自产产线，收入增长主要来自现有自产产能稳定运行及外购贸易销售。标的公司依托既有渠道网络和终端客户资源，结合渠道销售能力、客户配套采购需求及产品推广计划确定销量合计，并通过自产与外购贸易相结合的方式组织供应，与洁具配套销售的业务定位相符。

综上，标的公司预测期各类产品的收入增长均以相应的产能投放计划为基础，扩张性资本性支出投入年度、投产计划、产能释放节奏与收入增长时点基本对应，预测期产能投放计划对收入预测形成一定支撑，具有合理性。各类产品的产能、产量、销量与更新性及扩张性资本性支出金额的具体对应关系，以及产能利用率、产销率、投入产能比与业绩增长匹配情况的详细分析，详见本题回复之“（六）预测期内各类产品的产能、产量、销量、更新性及扩张性资本性支出金额，预测期内产能利用率和产销率的确定依据及合理性，并结合投产计划、产能释放节奏、投入产能比等，分析预测期内资本性支出的合理性，与业绩增长情况是否匹配，是否存在永续期折旧摊销大于资本性支出的情形”之“（2）资本性支出项目投产计划及产能释放节奏与业绩增长情况匹配”的有关内容。

6、在手订单变动对收入预测可实现性的支撑

（1）各时点在手订单情况

标的公司 2024 年末及 2025 年末在手订单（按不含税金额统计）情况如下：

单位：万元	
时点	在手订单金额
2024 年末	25,102.31
2025 年末	35,124.18

（2）在手订单变动情况及成因分析

从各时点对比看，标的公司 2024 年末、2025 年末在手订单分别为

25,102.31 万元和 35,124.18 万元，2025 年末较 2024 年末增长 39.93%，与同期主营业务收入由 470,791.38 万元增长至 815,804.75 万元、增幅 73.28%的方向一致，反映标的公司随经营规模扩大，期末待交付订单规模相应提升。

(3) 在手订单的高周转特征及对短期收入的支撑

标的公司客户零散、订货频率较高，订单呈现“小批量、多频次、快周转”特征。报告期内，标的公司平均客户订货次数由 2024 年的 24.99 次提升至 2025 年的 27.37 次，平均订货间隔周期由 14.61 天缩短至 13.34 天，平均单次订货金额由 18,840.58 万元提升至 29,811.43 万元。在上述高周转模式下，在手订单不断生成、不断交付确认收入，期末时点的在手订单余额相对全年收入规模较低，但订单周转速度较快，对短期收入实现形成持续支撑。

从时点订单与后续收入的对应关系看，标的公司 2024 年末、2025 年末在手订单分别为 25,102.31 万元和 35,124.18 万元，分别相当于当年主营业务收入的 5.33%和 4.31%，占比较低且基本稳定，与标的公司订单快速周转、依靠持续滚动下单实现全年收入的经营模式相匹配。

(4) 收入预测可实现性的综合判断

鉴于标的公司产品周转较快、订单滚动生成的经营特点，单一时点的在手订单主要对短期收入实现形成辅助验证，全年及预测期收入的实现主要依托持续滚动订单、渠道销售网络及产能释放共同支撑。从期后实际经营情况看，2026 年 1-4 月标的公司已实现收入占全年收入预测的 38.22%，与上述滚动下单经营模式相印证，收入实现与某一时点在手订单规模无直接对应关系。

7、各类产品收入增长率的确定依据及可实现性分析

本次评估预测期各类产品收入增长率的确定，系综合考虑非洲建材市场需求、进口替代空间、产品价格变化、行业竞争格局、标的公司市场地位、产品结构升级、历史增长情况、产能投放计划及在手订单情况后形成。瓷砖业务预测体现成熟主业稳步增长和产品结构升级，玻璃业务预测体现新增产能释放及市场渗透，洁具业务预测体现由爬坡期向稳定期过渡；整体收入增速较 2025 年

实际增速有所回落，价格假设较为审慎，收入增长主要由销量增长、产能释放和产品结构优化驱动。因此，本次预测期各类产品收入增长率具有一定依据，收入预测具备可实现性。

（四）标的公司报告期和预测期内各类产品毛利率及总体毛利率情况；结合历史毛利率变动、同行业公司水平、市场竞争程度、在手订单及期后销售情况等，分析预测期内各类产品毛利率的确定依据及合理性

1、报告期及预测期各类产品毛利率、总体毛利率及变动情况

报告期及预测期内，标的公司综合毛利率及各主要产品毛利率情况如下：

项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	稳定期
综合毛利率	31.63%	35.26%	34.44%	33.11%	33.04%	32.93%	32.84%	32.84%
瓷砖毛利率	33.94%	38.36%	37.42%	35.83%	35.60%	35.60%	35.60%	35.60%
玻璃毛利率	10.06%	28.55%	28.81%	30.09%	31.30%	31.30%	31.30%	31.30%
洁具毛利率	-4.00%	6.86%	14.70%	14.42%	14.57%	14.57%	14.57%	14.57%

从上表可以看出，报告期内标的公司综合毛利率由2024年的31.63%提升至2025年的35.26%，提升3.63个百分点，主要受瓷砖产品价格提升、销量增长带来的规模效应、玻璃业务产能释放、洁具业务由爬坡期逐步改善以及生产效率提升等因素共同影响。分产品看，瓷砖业务毛利率由2024年的33.94%提升至2025年的38.36%，为综合毛利率提升的重要来源；玻璃业务毛利率由2024年的10.06%提升至2025年的28.55%，主要系玻璃业务由投产初期进入规模释放阶段；洁具业务毛利率由2024年的-4.00%提升至2025年的6.86%，主要系洁具业务产能利用率、人员熟练度、良率及销售规模均有所改善。

预测期内，综合毛利率由2026年的34.44%逐步下降至2030年及稳定期的32.84%，低于2025年实际综合毛利率35.26%。其中，瓷砖毛利率由2025年的38.36%下降至2028年及以后35.60%；玻璃毛利率由2025年的28.55%提升至2028年及以后31.30%；洁具毛利率由2025年的6.86%提升至2026年及以后14%左右。整体来看，本次预测根据各类产品所处发展阶段、产能释放节奏、市场竞争程度及未来成本价格变化趋势分别测算，瓷砖业务毛利率较报告期高点有

所回落，玻璃和洁具业务毛利率随产能爬坡、规模效应及生产效率改善逐步提升，预测口径总体较为审慎。

2、分产品毛利率预测依据及合理性

(1) 瓷砖产品毛利率预测符合成熟主业稳健经营及产品结构升级趋势

瓷砖业务是标的公司的核心业务和成熟主业，报告期内收入占比较高，生产工艺、渠道体系和成本控制能力已相对成熟。2024 年和 2025 年，瓷砖产品毛利率分别为 33.94%和 38.36%。2025 年瓷砖毛利率较高，主要系产品价格提升、销售规模扩大、产能利用率提高以及单位固定成本摊薄等因素共同作用。

预测期内，瓷砖产品毛利率分别为 37.42%、35.83%、35.60%、35.60%和 35.60%，较 2025 年实际毛利率有所回落，并自 2028 年起稳定在 35.60%左右。该预测安排主要基于以下考虑：

第一，预测期瓷砖价格和毛利率已结合阶段性竞争、价格回归和成本波动因素进行调整。2025 年瓷砖不含税单价为 32.40 元/平方米，预测期不含税单价分别为 31.14 元/平方米、30.02 元/平方米、29.61 元/平方米、29.61 元/平方米和 29.61 元/平方米，整体低于 2025 年实际价格水平。上述预测体现了在保留标的公司本地化生产、规模效应和渠道优势的同时，对未来市场竞争、阶段性价格回归和成本波动进行了审慎考虑。

第二，瓷砖产品结构升级为毛利率维持在较好水平提供业务基础。非洲部分国家仍处于城镇化和住房改善持续推进阶段，早期市场需求以基础规格、基础装修产品为主。随着当地居民收入水平提升、住房改善需求增加以及商业空间和公共建筑建设推进，终端需求逐步从小规格、基础款产品向大规格、更高品质、更丰富花色纹理产品升级。标的公司围绕“大建材”战略和“大规格产品”方向持续优化瓷砖产品结构，并推进 MICASSO 等高端子品牌建设，有助于提升产品价格带、增强品牌层次和渠道覆盖深度，从而对瓷砖毛利率形成支撑。

第三，渠道模式优化有助于提升毛利空间。标的公司已在非洲地区建立 600 余家品牌专卖店和较为成熟的经销网络，能够覆盖东非、西非及南部非洲核

心市场。未来随着标的公司在重点工程客户、区域核心客户及部分终端市场中更多尝试直销渠道，销售链条有望进一步缩短，品牌终端触达能力和客户服务能力增强。相较完全依赖经销渠道的销售模式，直销或类直销模式通常能够保留更高的渠道毛利空间，并有助于推动中高端产品渗透。

第四，属地化生产和市场地位支撑瓷砖毛利率。非洲部分国家本地建材制造产能有限，进口产品在运输成本、海运周期、关税、汇率波动和终端响应速度方面存在劣势。标的公司在非洲多国布局瓷砖产线，能够贴近终端市场组织生产和销售，并通过边境贸易辐射周边国家。根据行业资料及标的公司业务资料，标的公司 2025 年瓷砖产量约 2.05 亿平方米，在非洲瓷砖市场具有较高市场份额和区域领先地位。该等本地化产能、规模优势和渠道基础，使其相较贸易型竞争对手具备更强成本控制能力和价格响应能力。

因此，瓷砖业务预测期毛利率较 2025 年实际水平有所回落并逐步趋于稳定，既体现了标的公司本地化生产、规模效应、渠道网络及品牌优势，也反映了产品结构升级、MICASSO 等高端品牌推广及直销渠道优化对毛利率的支撑，预测具有合理性。

（2）玻璃产品毛利率预测与产能爬坡、区域供需和先发优势相匹配

玻璃业务为标的公司近年来重点培育并逐步形成规模贡献的新业务。报告期内，玻璃产品毛利率由 2024 年的 10.06% 提升至 2025 年的 28.55%，提升 18.49 个百分点，主要系 2024 年玻璃业务收入规模较小、产线处于初期爬坡阶段，单位固定成本较高；2025 年随着坦桑尼亚玻璃产线运行趋于稳定、销售规模扩大、产能利用率提高，固定成本摊薄效果增强，毛利率明显提升。

预测期内，玻璃产品毛利率分别为 28.81%、30.09%、31.30%、31.30% 和 31.30%，较 2025 年实际毛利率小幅提高，并自 2028 年起保持稳定。该预测安排主要基于以下考虑：

第一，玻璃业务仍处于产能爬坡和规模释放阶段。预测期玻璃不含税单价分别为 2,783.57 元/吨、2,653.51 元/吨、2,703.25 元/吨、2,703.25 元/吨和

2,703.25 元/吨，整体低于 2025 年 3,025.57 元/吨。毛利率提升主要来自新增产能释放、产线稳定性提高、良率提升和单位固定成本摊薄，而价格端采用了低于 2025 年实际水平的预测。

第二，非洲玻璃市场供给能力有限，属地化玻璃产线具有先发优势。玻璃生产线投资规模较大，对资金、窑炉技术、能源供应、原材料配套、人员管理和持续运营能力要求较高，非洲市场本地规模化玻璃产能相对有限，部分区域仍依赖进口产品。进口玻璃产品受海运周期、运输损耗、关税、汇率波动和库存响应速度影响较大，本地化玻璃生产企业在交付周期、成本稳定性、客户响应和区域覆盖方面具备优势。标的公司较早布局玻璃业务，在坦桑尼亚等区域形成先发产能，有助于在区域产能相对短缺阶段获得较好的产品溢价和规模效应。

第三，玻璃毛利率预测提升幅度相对有限。2025 年玻璃毛利率为 28.55%，预测期稳定期为 31.30%，较 2025 年提升 2.75 个百分点。结合玻璃业务产能利用率提升、固定成本摊薄和生产效率改善情况，上述提升幅度与其业务发展阶段和生产效率改善节奏基本匹配。

第四，玻璃业务毛利率高于境内可比公司具有区域市场基础。境内浮法玻璃市场经过多年发展，供给相对充分，价格受房地产链条、库存周期和行业供需波动影响较大；非洲部分区域工业化进程和本地配套能力相对有限，规模化玻璃产线投资门槛较高，标的公司通过本地化产能布局和渠道协同，能够享受区域供给不足和进口替代带来的价格及成本优势。

因此，玻璃业务预测期毛利率由 2025 年的 28.55% 提升至稳定期 31.30%，与其由产能爬坡进入规模化运营阶段的业务特征、非洲玻璃市场供给格局及标的公司先发产能优势相匹配，具有合理性。

(3) 洁具产品毛利率预测反映爬坡期改善过程

洁具业务为标的公司近年来逐步培育的新增品类。报告期内，洁具产品毛利率由 2024 年的 -4.00% 提升至 2025 年的 6.86%，毛利率改善较为明显。洁具业

务报告期毛利率相对较低，主要系该业务尚处于起步及爬坡阶段，产能利用率、人员熟练度、良率及生产效率仍在持续改善，固定成本摊薄效果逐步释放。

预测期内，洁具产品毛利率分别为 14.70%、14.42%、14.57%、14.57%和 14.57%，较 2025 年实际毛利率有所提高，但仍明显低于瓷砖和玻璃业务毛利率。预测期洁具不含税单价分别为 80.59 元/件、81.87 元/件、81.92 元/件、81.92 元/件和 81.92 元/件，低于 2025 年 90.24 元/件。该预测主要反映洁具业务在销售规模扩大、产能利用率提升、工人熟练度提高、良率改善和单位制造费用下降后的改善过程。

从业务阶段看，洁具业务目前仍处于品牌培育、渠道渗透和规模化运营过渡阶段。稳定期洁具毛利率为 14.57%，显著低于瓷砖稳定期 35.60%和玻璃稳定期 31.30%，也低于成熟卫浴企业的综合毛利率水平，体现了对洁具业务竞争、品牌建设、渠道拓展和生产效率持续改善过程的谨慎判断。

因此，洁具业务预测期毛利率较 2025 年有所提高，主要反映起步业务产能爬坡、效率改善和规模效应释放的过程；稳定期毛利率仍处于相对谨慎水平，具有合理性。

3、同行业公司毛利率比较及差异分析

结合 2025 年度同行业可比公司公开披露数据，标的公司主要产品毛利率与可比公司同类产品毛利率对比如下：

产品类别	标的公司/可比公司	2025 年度毛利率
瓷砖	东鹏控股	31.23%
	蒙娜丽莎	27.26%
	马可波罗	39.35%
	平均	32.61%
	特福国际	38.36%
玻璃	旗滨集团	15.18%
	南玻 A	14.45%
	耀皮玻璃	20.79%

产品类别	标的公司/可比公司	2025 年度毛利率
	平均	16.81%
	特福国际	28.55%
洁具	帝欧家居	21.27%
	惠达卫浴	23.99%
	箭牌家居	24.82%
	平均	23.36%
	特福国际	6.86%

从上表可以看出，标的公司瓷砖、玻璃业务毛利率高于境内同类可比公司，洁具业务毛利率低于境内成熟卫浴企业，差异主要与各业务所处经营区域、市场供需结构及发展阶段相关，具体分析如下：

瓷砖业务方面，标的公司 2025 年毛利率为 38.36%，高于东鹏控股、蒙娜丽莎，与马可波罗（39.35%）处于相近区间。其较高毛利率主要系非洲市场供需结构、本地化生产优势、渠道层级较短、进口产品到岸成本较高及区域市场地位共同作用。境内可比公司主要面向国内成熟且竞争充分的建材市场，近年来受房地产链条调整影响，终端价格和渠道体系承压，毛利率整体处于相对较低水平。

玻璃业务方面，标的公司 2025 年毛利率为 28.55%，高于旗滨集团、南玻 A、耀皮玻璃等境内玻璃可比公司。境内玻璃行业供给较为充分，产品价格受行业周期和库存波动影响较大；而非洲部分区域本地规模化玻璃产能相对有限，进口产品运输周期较长、到岸成本较高，标的公司本地化玻璃产线在成本、交付及先发布局方面具备一定优势，毛利率相应较高。

洁具业务方面，标的公司 2025 年毛利率为 6.86%，明显低于帝欧家居、惠达卫浴、箭牌家居等境内成熟卫浴企业。主要系标的公司洁具业务仍处于品牌培育、产能爬坡和市场渗透阶段，产能利用率、生产效率及品牌溢价能力尚需逐步提升；境内成熟卫浴企业品牌和渠道体系较为完善，产品结构和市场定位与标的公司洁具业务所处发展阶段存在差异。

整体而言，标的公司毛利率与境内可比公司存在差异，主要系经营区域、市场供需、成本结构、渠道模式及业务发展阶段不同所致。境内可比公司主要面向国内成熟且竞争充分的建材家居市场，近年来受房地产链条调整影响，行业整体价格和毛利率承压；标的公司主要经营非洲市场，本地化生产、运输成本、交付周期、渠道网络和区域供需结构与境内建材企业存在差异，因此毛利率水平与境内可比公司存在差异具有合理原因。

4、市场竞争、在手订单及期后销售对毛利率预测的验证

从市场竞争看，非洲建筑陶瓷及相关建材市场的竞争参与者主要包括属地化生产企业、进口贸易商和本地小型生产商。属地化生产企业在成本控制、交付效率、产品适配、渠道维护及市场响应方面具有一定优势；进口贸易商在轻资产经营及品类调整方面具有灵活性，但在海运周期、关税成本、库存响应、汇率波动及售后服务方面存在制约；本地小型生产商受规模、工艺及产品稳定性限制，对标的公司规模化、中高端及渠道化产品的竞争压力相对有限。报告期后，标的公司所处主要市场的竞争格局未发生重大变化，区域竞争秩序总体稳定，未出现竞争显著加剧或价格明显下行的情形，为预测期毛利率的实现提供了相对稳定的市场环境。

在手订单方面，标的公司销售具有订单周期较短、周转速度较快、经销与直销相结合的特点，在手订单主要覆盖未来较短期间，可对短期交付、价格水平及收入实现形成验证。截至 2026 年 5 月末，标的公司在手订单中各产品销售单价分别为：瓷砖约 33.83 元/平方米、玻璃约 3,057.89 元/吨、洁具约 82.57 元/件，均高于对应产品的预测单价，在手订单的价格水平对预测期毛利率的实现提供了一定基础。考虑到标的公司产品订单周期较短、全年销售以滚动订单及渠道销售持续实现为主，在手订单主要发挥短期验证作用，全年毛利率仍需结合持续滚动订单、全年价格变化、产品结构、产能利用率以及原材料和能源成本变动等因素综合判断。

期后销售价格及毛利率方面，根据相关期后经营数据，2026 年 1-4 月，瓷砖、玻璃及洁具的实际销售单价分别为 34.93 元/平方米、3,103.26 元/吨和

89.39 元/件，均高于本次评估预测的 2026 年全年平均单价（瓷砖 31.14 元/平方米、玻璃 2,783.57 元/吨、洁具 80.59 元/件）。本次评估预测期各产品价格整体低于 2026 年 1-4 月期后实际水平，期后市场价格运行情况对预测期收入及毛利率的实现提供了一定支撑。

综上所述，标的公司所处市场竞争格局报告期后总体保持稳定；在手订单价格及 2026 年 1-4 月期后实际销售价格均高于对应产品的预测单价，从短期交付和价格运行两个层面对预测毛利率形成验证。本次评估在期后实际经营表现的基础上，进一步考虑全年市场竞争、价格波动、产能爬坡及销售结构差异等因素进行测算，预测毛利率总体处于审慎水平，与标的公司实际经营情况基本相符，具有合理性。

5、预测期毛利率确定依据及合理性总结

综合上述分析，标的公司预测期各类产品毛利率及综合毛利率的确定具有合理性，具体如下：

第一，预测期综合毛利率较 2025 年实际水平有所回落，体现审慎性。标的公司 2025 年综合毛利率为 35.26%，预测期综合毛利率由 2026 年的 34.44%逐步下降至稳定期 32.84%，已考虑未来竞争、价格变化和成本波动等因素。

第二，瓷砖业务毛利率预测符合成熟主业稳定经营和产品结构升级特点。瓷砖毛利率由 2025 年的 38.36%下降至稳定期 35.60%，主要考虑未来竞争、阶段性价格回归及成熟业务毛利率趋稳；同时，产品大规格化、MICASSO 等高端品牌推广、直销渠道尝试及本地化生产优势对毛利率形成支撑。

第三，玻璃业务毛利率预测与产能爬坡、区域供需和规模效应相匹配。玻璃毛利率由 2025 年的 28.55%提升至稳定期 31.30%，主要反映产线运行稳定性提升、产能利用率提高、固定成本摊薄和非洲本地规模化玻璃供给有限背景下的先发优势，提升幅度相对有限，符合其业务发展阶段和经营逻辑。

第四，洁具业务毛利率预测反映爬坡期改善过程，预测口径相对谨慎。洁具毛利率由 2025 年的 6.86%提升至 14%左右，主要系销售规模扩大、产能利用

率提升和生产效率改善；稳定期毛利率仍显著低于瓷砖、玻璃及成熟卫浴企业水平，预测安排较为审慎。

第五，标的公司毛利率高于部分境内可比公司具有区域市场和经营模式差异基础。标的公司主要经营非洲市场，本地化生产、运输成本、交付周期、渠道网络、区域供需结构和进口替代空间与境内建材企业存在差异，因此毛利率水平与境内可比公司存在差异具有合理原因。

第六，期后销售价格及经营实现情况对预测毛利率提供了一定支撑。2026年1-4月，瓷砖、玻璃及洁具产品的实际销售单价及毛利率均高于2026年预测平均单价及预测毛利率，期后实际经营表现好于本次预测水平。同时，截至2026年5月末，标的公司在手订单中各产品销售单价分别为：瓷砖约33.83元/平方米、玻璃约3,057.89元/吨、洁具约82.57元/件，均高于对应产品的预测单价，在手订单的价格水平对预测期毛利率的实现提供了一定基础。

综上，本次评估预测期毛利率系结合标的公司历史毛利率变动、各产品所处发展阶段、产能利用率、规模效应、产品结构升级、价格变化、同行业公司水平、市场竞争程度、在手订单及期后销售情况综合确定。预测期综合毛利率较2025年实际水平有所回落，分产品毛利率变化符合各产品业务阶段和经营逻辑，毛利率预测具有经营基础和合理性。

（五）预测期内各期间费用率与报告期内的差异情况及原因，并结合可比公司及可比交易案例情况，分析各期间费用率预测的合理性

标的公司期间费用主要包括销售费用、管理费用及研发费用。本次评估对上述各项期间费用按照费用性质进行分项测算，结合历史发生水平、费用结构及未来经营规模分别预测。现就预测期内各期间费用率与报告期内的差异情况及原因，并结合可比公司及可比交易案例情况，分析如下。

1、报告期及预测期内各期间费用率总体情况

报告期及预测期内，标的公司各期间费用率情况如下：

项目	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	稳定期
销售费用率	1.40%	1.51%	1.64%	1.64%	1.64%	1.64%	1.64%	1.64%
管理费用率	11.05%	7.96%	8.86%	8.62%	8.34%	7.99%	7.50%	7.39%
研发费用率	0.19%	0.20%	0.19%	0.18%	0.17%	0.16%	0.15%	0.15%
期间费用率合计	12.64%	9.67%	10.69%	10.44%	10.15%	9.79%	9.29%	9.17%

注：费用率=各项期间费用÷营业收入。期间费用率合计为销售费用率、管理费用率及研发费用率之和。

总体来看，报告期内标的公司期间费用率由 2024 年的 12.64% 下降至 2025 年的 9.67%，主要系 2025 年营业收入规模扩大，部分固定或半固定性质费用得到摊薄，其中管理费用率下降较为明显。预测期内，期间费用率合计由 2026 年的 10.69% 逐步下降至 2030 年及稳定期的 9.17%，主要系标的公司收入规模持续扩大后，管理费用等费用项目呈现规模摊薄效应。本次评估对各项期间费用分别结合费用性质、历史发生水平、未来人员薪酬增长、渠道维护及市场拓展、租金物业、中介及代理服务、股份支付及研发投入等因素进行预测，预测期费用率下降主要来源于收入规模扩大后的费用摊薄，同时相关预测已充分考虑标的公司未来经营所需的销售投入、管理支出及研发投入。

2、销售费用率预测合理性分析

报告期内，标的公司销售费用率分别为 1.40% 和 1.51%；预测期内，销售费用率稳定在 1.64% 左右，略高于报告期水平。标的公司销售费用主要包括销售人员薪酬、办公及行政费用、广告及业务宣传费、终端建设费、市场推广费用及其他销售相关支出。报告期内，标的公司主要通过经销与直销相结合的方式开展销售，并依托非洲地区已形成的品牌专卖店网络、经销商体系和本地化销售团队实现终端覆盖。

报告期内，标的公司销售费用率较低，主要源于销售区域、用工成本、渠道结构及营销策略等方面的特点。销售人员薪酬方面，标的公司销售人员主要位于非洲当地，当地用工成本相对较低。市场推广方面，标的公司主要销售区域位于非洲，营销方式更多采用门头、墙体广告、少量路牌广告、车体喷绘广告及终端陈列等线下触达方式，投入强度与境内市场常见的电视、机场广告、数字媒体引流、明星代言、电商平台投放及大型促销活动存在差异。折旧租赁

与摊销、差旅费及其他销售费用，亦与非洲当地销售办公、仓储及终端租赁成本、本地销售半径和渠道管理方式相匹配。

预测期销售费用率高于报告期水平，主要基于以下考虑：第一，标的公司收入规模和产品品类持续扩大，瓷砖、玻璃及洁具均需持续开展区域市场拓展、经销商维护、终端陈列和客户服务；第二，玻璃和洁具业务仍处于渠道渗透和市场培育阶段，未来销售增长除产能释放外，也需要渠道推广、客户培育和终端销售能力提升；第三，标的公司已形成 600 余家品牌专卖店网络，后续仍需持续进行门店形象维护、品牌展示、产品陈列和区域推广；第四，随着 MICASSO 等高端子品牌推广和“大建材”战略推进，标的公司将进一步优化产品结构并尝试更多直销渠道，相关安排对销售团队、终端服务和品牌推广提出更高要求。

因此，预测期销售费用率稳定在 1.64% 左右，高于 2024 年和 2025 年报告期水平，已考虑未来渠道维护、品牌推广、终端建设、新增品类市场拓展和直销渠道尝试等投入需求；标的公司销售区域、人力成本、渠道结构和营销方式等特点，构成其销售费用率水平的业务基础。

3、管理费用率预测合理性分析

报告期内，标的公司管理费用率分别为 11.05% 和 7.96%；预测期内，管理费用率由 2026 年的 8.86% 逐步下降至 2030 年及稳定期的 7.39%。标的公司管理费用主要包括管理人员薪酬、办公及行政费用、折旧摊销、租金物业费、中介及代理费、股份支付以及其他管理费用。

2024 年管理费用率较高，主要系部分新投产项目仍处于建设、调试、产能爬坡及管理架构完善阶段，收入规模相对较低，而管理人员、办公行政、跨国管理、中介代理及后台职能等费用已经发生。2025 年随着收入规模快速扩大，管理费用率下降至 7.96%，体现出规模摊薄效应。

预测期管理费用率先由 2025 年的 7.96% 上升至 2026 年的 8.86%，随后逐步下降至稳定期 7.39%，主要基于以下原因：第一，预测期继续考虑管理人员薪酬、

办公行政、中介代理、租金物业等管理支出，随着生产基地数量增加、产品品类扩展、跨国经营区域扩大，集团管理、财务管理、法务合规、人员管理、供应链协调及运营支持等管理工作仍需持续投入；第二，预测期考虑股份支付费用，对管理费用形成持续影响；第三，标的公司已建立较为成熟的非洲多国运营管理体系，随着业务规模扩大，管理费用中的部分固定或半固定支出与收入增长存在非线性关系，管理费用率逐步下降符合规模化制造企业经营规律。

整体看，2026年至2028年管理费用率分别为8.86%、8.62%和8.34%，均高于2025年的7.96%；2030年及稳定期为7.39%，略低于2025年水平。预测期管理费用率变化与收入规模扩大、管理体系成熟、股份支付费用逐步减少及跨国经营管理投入相匹配。

4、研发费用率预测合理性分析

报告期内，标的公司研发费用率分别为0.19%和0.20%；预测期内，研发费用率基本维持在0.19%至0.15%之间，与报告期水平基本一致。

预测期研发费用率基本维持报告期水平，主要基于以下原因：第一，标的公司采用相对成熟的瓷砖、玻璃及洁具生产工艺，研发投入重点集中于工艺参数优化、产品配方适配、良率提升、节能降耗和产品迭代，对基础性、前沿性研发投入需求相对有限；第二，随着标的公司推动瓷砖产品结构升级、推广中高端子品牌以及拓展玻璃和洁具产品，仍需保持正常产品迭代和工艺优化投入；第三，预测期研发费用率略高于或接近报告期水平，能够覆盖正常产品迭代、工艺改进、节能降耗及当地原材料适配需求。

5、与可比公司期间费用率比较及差异分析

根据公开披露的年度报告及相关公告资料，同行业可比上市公司2024年度、2025年度期间费用率与标的公司预测期费用率情况如下：

公司	项目	2024年	2025年
东鹏控股	销售费用率	11.67%	11.27%
	管理费用率	6.58%	5.82%

公司	项目	2024 年	2025 年
	研发费用率	3.60%	3.58%
	期间费用率合计	21.85%	20.67%
蒙娜丽莎	销售费用率	6.40%	5.68%
	管理费用率	9.54%	10.46%
	研发费用率	3.59%	3.35%
	期间费用率合计	19.53%	19.49%
箭牌家居	销售费用率	8.04%	8.67%
	管理费用率	9.21%	9.27%
	研发费用率	5.21%	5.18%
	期间费用率合计	22.46%	23.12%
特福国际	销售费用率	1.40%	1.51%
	管理费用率	11.05%	7.96%
	研发费用率	0.19%	0.20%
	期间费用率合计	12.64%	9.67%
特福国际预测期	稳定期销售费用率	1.64%	
	稳定期管理费用率	7.39%	
	稳定期研发费用率	0.15%	
	稳定期间费用率合计	9.17%	

注1：费用率=各项期间费用÷营业收入；期间费用率合计为销售费用率、管理费用率及研发费用率之和；
注2：可比上市公司数据根据其公开披露的年度报告或审计报告整理；特福国际报告期数据根据审计报告及收益法预测表整理，预测期稳定期数据根据收益法预测表列示。

从上表可以看出，2024 年和 2025 年，可比上市公司期间费用率合计主要处于约 19%至 23%区间，整体高于特福国际报告期及预测期期间费用率。分项目看，可比公司销售费用率明显高于特福国际，研发费用率亦高于特福国际；管理费用率与特福国际存在重叠，但不同年度及不同公司之间差异较大。

销售费用率方面，境内可比上市公司主要面向国内成熟且竞争充分的建筑陶瓷及卫浴市场，销售体系涵盖经销、零售、工程、整装、电商、广告推广、终端门店、渠道补贴及品牌营销等多元场景，销售费用投入相对较高。特福国际主要在非洲市场采用“海外属地化生产+深度经销”的经营模式，依托长期积累的本地化渠道、品牌专卖店及经销网络开展销售，渠道体系相对集中；非洲

市场品牌推广、终端营销和电商渠道投入强度与境内市场存在差异，且境内可比公司销售费用中包含的工程渠道服务、销售运营服务及电商平台等费用场景，与标的公司当前销售模式存在差异，因此销售费用率低于境内可比上市公司具有业务基础。

管理费用率方面，可比上市公司 2024 年和 2025 年管理费用率主要处于 5.82%至 10.46%区间，特福国际 2024 年、2025 年管理费用率分别为 11.05%和 7.96%，预测期稳定期为 7.39%，整体处于可比公司区间内。特福国际 2024 年管理费用率较高，主要系部分新投产项目处于建设、调试及管理架构完善阶段，收入规模相对较低，而跨国经营管理、人员薪酬、中介代理、办公行政等费用已经发生；2025 年随着收入规模扩大，管理费用率下降至 7.96%。预测期管理费用率由 2026 年的 8.86%逐步下降至稳定期 7.39%，主要系收入规模扩大后固定及半固定管理支出形成摊薄效应，且预测期已考虑股份支付、人员薪酬、租金物业、中介代理及跨国运营管理等支出，整体处于与可比公司相近的水平。

研发费用率方面，可比上市公司 2024 年和 2025 年研发费用率主要处于 3.35%至 5.21%区间，高于特福国际 0.19%、0.20%及预测期 0.19%-0.15%的水平。该差异主要系境内可比上市公司作为 A 股上市主体，产品系列较多、品牌及产品创新投入较高。特福国际业务主要为瓷砖、玻璃及洁具在非洲市场的属地化生产和销售，研发活动更多体现为产品配方优化、原材料适应性、生产工艺改进、花色规格迭代、节能降耗及良率提升等生产型研发。

总体来看，特福国际预测期期间费用率低于境内可比上市公司，主要系经营区域、销售模式、渠道结构、研发活动类型等方面存在差异。境内可比公司主要面向国内成熟且竞争充分的建材家居市场，销售渠道复杂、品牌推广投入较大、研发费用归集较高；特福国际主要依托非洲本地化生产基地、区域销售网络和品牌专卖店体系开展业务，销售费用率和研发费用率较低具有业务基础；管理费用率整体处于可比公司区间内。因此，本次预测期各项期间费用率与标的公司历史费用结构、业务模式、经营区域及可比公司差异情况基本相符。

6、与可比交易案例期间费用预测口径比较

从近期同类涉及收益法评估的重组案例项目看，期间费用预测通常按照销售费用、管理费用及研发费用进行分类，并在各类费用项下进一步结合二级明细、历史发生情况、费用性质、人员薪酬、业务规模、销售模式、研发需求及未来经营计划等因素逐项测算。

本次收益法评估中，期间费用预测亦采用上述思路进行测算。具体而言，销售费用根据销售人员薪酬、渠道维护、市场推广、品牌宣传、终端建设及其他销售相关支出进行预测，并结合标的公司非洲市场销售网络、经销与直销相结合的销售模式及未来新品类拓展需求确定；管理费用根据管理人员薪酬、办公行政、租金物业、中介代理、折旧摊销、股份支付及跨国经营管理需求进行预测，并结合收入规模扩大后的固定及半固定费用摊薄效应进行分析；研发费用根据瓷砖、玻璃及洁具业务的工艺优化、产品迭代、原材料适配、节能降耗及良率提升需求进行预测。

比较维度	可比交易案例通常处理方式	本次评估处理方式
费用分类	通常将期间费用拆分为销售费用、管理费用、研发费用，并结合费用性质逐项说明预测依据	按销售费用、管理费用、研发费用分别预测，并结合各项费用二级明细进行分析
销售费用	通常结合销售人员薪酬、销售模式、渠道结构、市场推广、客户开发及收入规模预测销售费用	结合非洲销售区域、经销与直销相结合模式、品牌专卖店网络、市场推广方式、新品类拓展及渠道维护需求预测销售费用
管理费用	通常结合管理人员薪酬、办公行政、折旧摊销、中介服务、管理体系及收入规模预测管理费用	结合跨国经营管理、人员薪酬、办公行政、租金物业、中介代理、股份支付及收入规模扩大后的摊薄效应预测管理费用
研发费用	通常结合行业属性、研发活动内容、历史研发投入及未来产品迭代需求预测研发费用	结合瓷砖、玻璃及洁具行业特点，以及工艺优化、产品迭代、原材料适配、节能降耗和良率提升需求预测研发费用

由上表可见，本次收益法期间费用预测与可比交易案例中的通常处理思路一致，均按照费用性质进行分类，并结合二级费用明细、历史费用水平、未来业务规模、人员薪酬、销售模式、研发需求及可比公司差异逐项测算。由于不同重组项目标的资产所处行业、销售区域、发展阶段、渠道模式和研发属性存在差异，期间费用率绝对水平会有所不同。期间费用预测的合理性主要取决于各项费用预测是否与标的公司自身历史费用结构、业务模式、未来经营计划及可比公司差异情况相匹配。

本次预测中，销售费用率高于报告期水平，已考虑未来渠道维护、品牌推广、终端建设、新品类拓展及直销渠道尝试等销售投入；管理费用率变化主要反映收入规模扩大后的摊薄效应，并已考虑股份支付、人员薪酬、中介代理及跨国运营管理等必要支出；研发费用率与报告期水平基本一致，符合标的公司实际经营情况。

综上，本次期间费用预测方法与可比交易案例中收益法费用预测的通常处理思路一致，预测过程已围绕费用性质、历史水平、二级明细、未来业务规模、销售模式、管理需求、研发需求及可比公司差异进行逐项分析，期间费用率预测具有合理性。

7、期间费用率预测合理性总结

综合上述分析，标的公司预测期期间费用率具有合理性，具体如下：

第一，预测期期间费用率下降主要来自收入规模扩大后的摊薄效应。标的公司预测期收入规模持续增长，部分管理费用等固定或半固定支出与收入增长存在非线性关系，费用率逐步下降符合规模化经营规律。

第二，销售费用率预测高于报告期水平。预测期销售费用率稳定在1.64%左右，高于2024年和2025年水平，已考虑渠道维护、品牌推广、终端建设、新增产品市场拓展、MICASSO等高端品牌推广及直销渠道尝试等需求；同时，标的公司销售区域、人力成本、营销方式和渠道结构决定其销售费用率低于境内可比公司平均水平具有业务基础。

第三，管理费用预测已充分考虑必要支出。预测期管理费用中继续考虑股份支付、人员薪酬、办公行政、租金物业、中介代理等支出，管理费用率下降主要系收入规模扩大后的摊薄效应，与标的公司跨国运营管理体系逐步成熟、业务规模持续扩大等情况相匹配。

第四，研发费用率与历史水平匹配，符合标的公司实际经营情况。

第五，可比公司及可比交易案例分析能够支持本次预测逻辑。境内可比公司销售费用率、研发费用率高于标的公司，主要受境内市场竞争、品牌推广、

渠道结构和上市公司管理体系影响；公开重组问询案例通常亦按照费用性质、历史水平、未来业务规模进行逐项分析，与本次评估预测逻辑一致。

综上，本次评估预测期期间费用率系结合标的公司历史费用结构、费用性质、未来收入规模、人员薪酬、渠道维护、管理体系、研发需求及可比公司差异情况综合确定。预测期期间费用率较报告期有所下降主要系收入规模扩大带来的费用摊薄，相关预测已充分考虑销售、管理及研发费用的必要支出，具有经营基础和合理性。

（六）预测期内各类产品的产能、产量、销量、更新性及扩张性资本性支出金额，预测期内产能利用率和产销率的确定依据及合理性，并结合投产计划、产能释放节奏、投入产能比等，分析预测期内资本性支出的合理性，与业绩增长情况是否匹配，是否存在永续期折旧摊销大于资本性支出的情形

1、各类产品产能、产量、销量及收入预测情况

各类产品预测期产能、产量、销量及收入情况如下（瓷砖数量单位为万平方米，玻璃为万吨，洁具为万件；收入单位为万元）：

产品	年份	产能	产量	产能利用率	自产销量	外购贸易销量	销量合计	自产产销率	不含税单价	营业收入
瓷砖	2026	20,803.50	20,803.50	100.00%	20,803.50	1,392.11	22,195.61	100.00%	31.14	691,120.44
	2027	23,338.45	23,338.45	100.00%	23,338.45	587.98	23,926.42	100.00%	30.02	718,243.22
	2028	25,041.36	25,041.36	100.00%	24,627.42	770.92	25,398.34	98.35%	29.61	752,041.96
	2029	26,319.95	26,319.95	100.00%	25,925.15	489.12	26,414.27	98.50%	29.61	782,123.64
	2030	27,257.95	27,257.95	100.00%	26,945.03	525.82	27,470.85	98.85%	29.61	813,408.58
玻璃	2026	41.27	40.03	97.00%	35.76	4.93	40.69	89.33%	2,783.57	113,267.63
	2027	63.55	61.65	97.00%	56.22	5.46	61.68	91.20%	2,653.51	163,668.22
	2028	75.93	73.66	97.00%	72.87	9.46	82.32	98.93%	2,703.25	222,535.21
	2029	95.74	92.87	97.00%	92.53	14.48	107.02	99.64%	2,703.25	289,295.78
	2030	115.55	112.09	97.00%	112.09	16.34	128.42	100.00%	2,703.25	347,154.94
洁具	2026	268.00	271.09	101.16%	271.09	622.32	893.41	100.00%	80.59	72,002.58
	2027	268.00	284.94	106.32%	284.94	666.46	951.40	100.00%	81.87	77,895.07
	2028	268.00	291.64	108.82%	291.64	722.34	1,013.98	100.00%	81.92	83,062.14

产品	年份	产能	产量	产能利用率	自产销量	外购贸易销量	销量合计	自产产销率	不含税单价	营业收入
	2029	268.00	291.64	108.82%	291.64	783.18	1,074.82	100.00%	81.92	88,045.87
	2030	268.00	291.64	108.82%	291.64	847.67	1,139.31	100.00%	81.92	93,328.62

注1：上表“产能利用率”=当年产量÷当年产能；“自产产销率”=自产销量÷当年产量，不含外购贸易销量，仅反映自产口径的产销衔接情况。销量合计包括自产销售及外购贸易销售，超出自产产量的销售需求通过外购贸易方式实现，故销量合计与产量之比通常高于上述自产产销率；

注2：洁具产能利用率超过100%，主要系标的公司可通过优化排产组合、改进生产流程，使单位时间实际产出有所提升，实际产量阶段性高于设计产能，符合洁具产品生产工艺特点及标的公司实际经营情况。

预测期内，标的公司营业收入由2026年的876,390.65万元增长至2030年的1,253,892.14万元，主要由瓷砖、玻璃及洁具三类产品构成。其中，瓷砖作为标的公司的核心主业，收入由2026年的691,120.44万元增长至2030年的813,408.58万元，预测期内保持稳步增长，主要系现有瓷砖产能持续发挥作用，并结合后续新增瓷砖项目投产及渠道销售消化情况进行预测；玻璃业务为标的公司重点拓展方向，收入由2026年的113,267.63万元增长至2030年的347,154.94万元，增长幅度相对较高，主要与秘鲁及加纳等玻璃项目新增产能投放及市场拓展安排相匹配；洁具业务收入由2026年的72,002.58万元增长至2030年的93,328.62万元，收入规模相对较小，主要作为与瓷砖配套销售的产品品类，未来销售增长主要来自自产销售、外购贸易补充及既有渠道协同销售。

2、预测期内产能利用率和产销率的确定依据及合理性

标的公司各类产品预测期销量由自产销售与外购贸易销售构成，产能利用率、自产产销率均按自产口径测算：产能利用率=当年自产产量÷自产设计产能，自产产销率=当年自产销量÷当年自产产量。上述指标以报告期实际产销水平为基础，结合各产品发展阶段、工艺特点等因素综合确定，具体如下：

（1）瓷砖产品

瓷砖报告期与预测期各产品产能、产量及产销率情况如下：

单位：万平方米、元/平方米、万元

项目	年份	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
自产	产能	17,922.50	19,837.58	20,803.50	23,338.45	25,041.36	26,319.95	27,257.95
	产量	17,644.76	20,546.33	20,803.50	23,338.45	25,041.36	26,319.95	27,257.95
	产能利用率	98.45%	103.57%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

项目	年份	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
	自产销量	17,352.99	19,968.59	20,803.50	23,338.45	24,627.42	25,925.15	26,945.03
	自产产销率	98.35%	97.19%	100.00%	100.00%	98.35%	98.50%	98.85%
贸易	贸易品销量	226.36	452.09	1,392.11	587.98	770.92	489.12	525.82
合计	销量合计	17,579.35	20,420.68	22,195.61	23,926.42	25,398.34	26,414.27	27,470.85
	平均单价	24.94	32.40	31.14	30.02	29.61	29.61	29.61
	收入合计	438,381.43	661,591.70	691,120.44	718,243.22	752,041.96	782,123.64	813,408.58

注：预测期产能按各产线设计日产能、投产（转固）时点及当年可运行天数（335 天）分季度加权测算；2025 年实际产能利用率已达 103.57%，预测期按 100%测算。

报告期内，瓷砖产线保持满产运行，产能利用率分别为 98.45%、103.57%。
2025 年受东非市场竞争格局改善、下游需求回升影响，标的公司通过排产优化实现阶段性超设计产能生产，产能利用率略高于 100%。同期自产产销率分别为 98.35%、97.19%，自产销量与自产产量基本接近。

预测期产能利用率按 100.00%测算。2025 年的超产系特定市场行情下的阶段性表现，预测中未予延续，而以设计产能满产作为测算基础。预测期瓷砖自产产销率处于 97%至 100%之间。2026 年、2027 年新增产能投产初期，标的公司以销定产，当年自产产量基本实现对外销售，产销率为 100.00%；2028 年以后，随着新增产线陆续投放、自产产量提升，标的公司存在少量产品未形成对外销售的情形（如自用、破损等），各期自产产销率相应处于 98.35%至 98.85%，略低于 100%，与瓷砖成熟主业的实际产销情况基本一致。

综合来看，瓷砖产能利用率以设计产能满产口径测算、未延续报告期的阶段性超产水平，自产产销率处于产销基本匹配区间，与标的公司实际经营情况基本相符，具有合理性。

（2）玻璃产品

玻璃为标的公司近年重点拓展的新方向，报告期与预测期产能、产量及产销率情况如下：

单位：万吨、元/吨、万元

项目	年份	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
自产	产能	9.08	36.32	41.27	63.55	75.93	95.74	115.55

项目	年份	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
	产量	7.77	35.39	40.03	61.65	73.66	92.87	112.09
	产能利用率	85.55%	97.45%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%
	自产销量	2.81	31.65	35.76	56.22	72.87	92.53	112.09
	自产产销率	36.17%	89.44%	89.33%	91.20%	98.93%	99.64%	100.00%
贸易	贸易品销量	0.60	3.92	4.93	5.46	9.46	14.48	16.34
合计	销量合计	3.41	35.57	40.69	61.68	82.32	107.02	128.42
	平均单价	2,974.97	3,025.57	2,783.57	2,653.51	2,703.25	2,703.25	2,703.25
	收入合计	10,148.19	107,633.88	113,267.63	163,668.22	222,535.21	289,295.78	347,154.94

注：预测期产能按坦桑尼亚玻璃一厂、二厂及秘鲁、加纳等项目设计日产能、投产时点及当年可运行天数（355 天）分季度加权测算；产能利用率按 97.00%测算，反映连续生产型产线在检修、换产及良率因素下的运行水平。

报告期内，玻璃产品自产产能利用率由 2024 年的 85.55%提升至 2025 年的 97.45%，自产产销率由 36.17%提升至 89.44%，反映玻璃产线由投产初期逐步进入稳定运行、下游市场逐步打开的过程。2024 年自产产销率较低，主要系当年玻璃产线投产初期已形成一定产量，但产品对外销售尚处于渠道铺设和市场导入阶段；2025 年随坦桑尼亚产线运行趋于稳定、销售规模扩大，自产产销率相应提升。

预测期玻璃产品自产产能利用率按 97.00%测算，与 2025 年 97.45%的实际水平基本一致。玻璃产线属连续生产型，需定期检修、换产，并受良率因素影响，正常运行状态下难以长期保持满负荷，故按 97.00%测算符合该类产线的运行特点。自产产销率由 2026 年的 89.33%逐步提升至 2030 年的 100.00%：2026 年、2027 年维持在 89%至 91%，主要系秘鲁、加纳等新增产线处于投产初期，尚需经历设备调试、熔窑稳定、良率爬坡及销售放量的过程；2028 年以后，随着新增产线陆续进入稳定运行状态、销售规模逐步扩大，自产产销率提升至 98%以上，并于 2030 年达到 100.00%。上述预测在新增产线投产初期未按产销完全匹配估算，客观反映了新建玻璃产线的产能爬坡过程，与玻璃业务所处发展阶段基本相符，具有合理性。

(3) 洁具产品

洁具业务定位为与瓷砖配套销售的品类，采用自产销售与外购贸易销售相结合的模式，报告期与预测期产品产能、产量及产销率情况如下：

单位：万件、元/件、万元

项目	年份	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
自产	产能	268.00	268.00	268.00	268.00	268.00	268.00	268.00
	产量	201.32	277.57	271.09	284.94	291.64	291.64	291.64
	产能利用率	75.12%	103.57%	101.16%	106.32%	108.82%	108.82%	108.82%
	自产销量	158.81	283.69	271.09	284.94	291.64	291.64	291.64
	自产产销率	78.88%	102.20%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
贸易	贸易品销量	109.06	232.50	622.32	666.46	722.34	783.18	847.67
合计	销量合计	267.87	516.19	893.41	951.40	1,013.98	1,074.82	1,139.31
	平均单价	83.11	90.24	80.59	81.87	81.92	81.92	81.92
	收入合计	22,261.76	46,579.16	72,002.58	77,895.07	83,062.14	88,045.87	93,328.62

注：洁具自产设计产能 268.00 万件系按 2 条产线、单线日产 4,000 件、年生产 335 天测算的静态理论口径。

报告期产能利用率由 75.12%升至 103.57%，2025 年已实现超设计产能生产；自产产销率由 78.88%升至 102.20%，反映业务由培育阶段进入稳定运行后的产销实现情况。

自产设计产能系按标准工况测算的静态理论口径，实际生产中标的公司通过优化排产组合、提高模具周转、减少换产时间、提升窑炉装载效率等方式，可在一定幅度内实现高于设计产能的产出，属制造企业正常状态。预测期产能利用率由 2026 年 101.16%提升至 2028 年 108.82%后保持稳定，与 2025 年 103.57%的实际水平方向一致；2028 年后自产产量不再提高，测算审慎。自产产销率为 100.00%：标的公司结合渠道销售能力、客户配套需求及推广计划确定销量合计，自产部分对应现有产能及可实现产量并全部实现销售，销量合计中超出自产供应的部分通过外购贸易组织供应。综上，洁具产能利用率高于 100%系提升运转效率、优化排产所致，与报告期实际水平方向一致、提升幅度有限；自产产销率与配套销售定位相符，具有合理性。

综上，标的公司预测期各类产品的产能利用率及自产产销率，均以报告期实际产销水平为基础，并结合各产品所处发展阶段、生产工艺特点及销售实现方式分别测算。瓷砖作为成熟主业，产能利用率按设计产能满产口径测算，自产产销率处于产销基本匹配的水平；玻璃产品的产能利用率与连续生产型产线的运行特点相符，自产产销率的提升过程反映了新建产线的产能爬坡规律；洁具产品的产能利用率高于 100%，主要系在既有产线基础上通过提升运转效率实现，与报告期实际水平方向一致，自产产销率则与其配套销售的业务定位相符。上述指标的确定与标的公司实际经营情况相符，具有合理性。

3、更新性及扩张性资本性支出金额，并结合投产计划、产能释放节奏、投入产能比等，分析预测期内资本性支出的合理性，与业绩增长情况是否匹配

(1) 扩张性及更新性资本性支出金额

预测期内，标的公司资本性支出主要包括扩张性资本性支出、更新性资本性支出及其他资本性投入。其中，扩张性资本性支出主要投向瓷砖、玻璃等新增产能建设，用于形成后续收入增长所需的生产能力；更新性资本性支出及其他主要用于现有产线设备更新、维护改造及正常经营所需资产更新，用于维持现有产能稳定运行及生产效率。新增产能项目一般在投产当年按投产季度体现阶段性产能贡献，并在后续年度逐步释放完整年度产能。

预测期扩张性及更新性资本性支出情况如下：

单位：万元

年份	扩张性资本性支出	更新性资本性支出及其他	资本性支出合计
2026 年	98,953.51	32,460.72	131,414.23
2027 年	46,683.63	39,075.10	85,758.74
2028 年	54,515.37	24,305.68	78,821.05
2029 年	54,515.37	34,225.97	88,741.34
2030 年	-	61,153.65	61,153.65

注：扩张性资本性支出系各新增产能项目分年度投入及基准日在建工程后续投入合计，其中 2026 年含基准日后在建工程后续投入 38,908.00 万元；更新性资本支出及其他系维持现有产能及正常经营所需的资产更新、维护改造投入。

扩张性资本性支出集中在 2026 年至 2029 年，投向瓷砖和玻璃新增产能建

设；2030 年起未考虑扩张性资本性支出安排，资本性支出以更新性投入为主。

(2) 资本性支出项目投产计划及产能释放节奏与业绩增长情况匹配

预测期内三类产品单价假设整体平稳，部分产品单价较 2025 年实际水平有所回落后趋于稳定，收入增长主要来源于销量增长；销量增长则建立在现有产能稳定运行、新增产能建设投放、渠道消化能力提升以及部分产品外购贸易补充的基础之上。因此，预测期收入增长以销量的增长为主要驱动，价格因素影响相对较小。

1) 瓷砖收入增长驱动因素：存量产能稳定释放与新增产能逐步投放

将预测期自产产能及产量拆分为存量产线（截至 2025 年末已投产产线）和新增产线（2026 年起陆续投产的科特迪瓦 K2、基苏木 K2、几内亚等项目）两部分，具体如下：

单位：万平方米

项目	项目	2025	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
存量产线（截至 2025 年末）	产能	19,837.58	20,803.50	20,803.50	20,803.50	20,803.50	20,803.50
	产量	20,546.33	20,803.50	20,803.50	20,803.50	20,803.50	20,803.50
	销量	19,968.59	20,803.50	20,803.50	20,459.75	20,491.45	20,564.26
新增产线（2026 年起投产）	产能	-	-	2,534.95	4,237.87	5,516.45	6,454.45
	产量	-	-	2,534.95	4,237.87	5,516.45	6,454.45
	销量	-	-	2,534.95	4,167.67	5,433.70	6,380.77
自产销量	合计	19,968.59	20,803.50	23,338.45	24,627.42	25,925.15	26,945.03

注：存量产线指截至 2025 年末已投产的各生产基地产线，预测期保持稳定运行；新增产线指 2026 年起陆续投产的科特迪瓦 K2、基苏木 K2、几内亚等新增产能项目，各年产量按投产时点分季度加权测算。

由上表可见，瓷砖预测期收入增长的驱动因素，主要是新增产能逐步释放带动的销量增长。

2026 年度产能较 2025 年度有所增长，主要系 2025 年下半年新投产的科特迪瓦 K1 线、肯尼亚 ASL 陶瓷厂的完整产能在 2026 年度充分释放，存量产线预测期内各年保持约 20,803.50 万平方米的稳定产出，构成收入的基本盘。

新增产线对应产量由 2026 年的 0 万平方米逐步提升至 2030 年的 6,454.45

万平方米，主要来自科特迪瓦 K2、基苏木 K2、几内亚等新项目陆续投产后的产能释放，是瓷砖预测期收入增量的主要支撑。因此，瓷砖收入增长主要建立在存量产能稳定释放及新增产能逐步投放的基础上。

瓷砖新增产能来自具体的扩张性资本性支出项目投入。预测期内，瓷砖相关新增产能项目的资本性支出投入、投产安排及产能释放节奏如下：

单位：万元、万平方米

项目名称	计划投产安排	项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
科特迪瓦 K2	2026 年底投产	资本性支出	13, 868. 64	-	-	-	-
		新增产能	-	1, 340. 00	1, 340. 00	1, 340. 00	1, 340. 00
基苏木 K2	2026 年底投产	资本性支出	18, 412. 81	-	-	-	-
		新增产能	-	1, 194. 95	1, 194. 95	1, 194. 95	1, 194. 95
几内亚项目	2028 年初投产	资本性支出	-	38, 365. 92	-	-	-
		新增产能	-	-	1, 702. 92	2, 043. 50	2, 043. 50
瓷砖新项目 1	2028 年底投产	资本性支出	-	-	18, 644. 76	-	-
		新增产能	-	-	-	938	938
瓷砖新项目 2	2029 年底投产	资本性支出	-	-	-	18, 644. 76	-
		新增产能	-	-	-	-	938
合计		资本性支出	32, 281. 45	38, 365. 92	18, 644. 76	18, 644. 76	0. 00
		新增产能	-	2, 534. 95	4, 237. 87	5, 516. 45	6, 454. 45

由上表可见，瓷砖新增产能均对应具体的扩张性资本性支出项目，资本性支出投入年度与产能释放年度具有对应关系。2026 年底投入的科特迪瓦 K2、基苏木 K2 项目，支撑 2027 年瓷砖产能较 2026 年增加 2,534.95 万平方米；2027 年投入、2028 年初投产的几内亚项目，支撑 2028 年及以后产能释放；2028 年至 2029 年投入的两个瓷砖项目，支撑预测期后段收入增长。

2) 玻璃收入增长驱动因素：存量产线稳定运行与新增产线集中投放

从玻璃收入增长的构成看，预测期收入增长主要靠销量拉动，价格因素影响较小。预测期内玻璃销量由 2026 年的 40.69 万吨增长至 2030 年的 128.42 万吨，销量复合增长率约 33.29%，与收入复合增长率 32.31% 基本接近；同期不含税单价在 2,654 元/吨至 2,784 元/吨之间小幅波动，2028 年起稳定在 2,703 元/

吨左右，单价复合增长率约-0.74%，收入增长主要依靠新增产能投放、产能释放和销量提升，符合业务所处阶段的经营逻辑。从市场基础看，非洲平板玻璃、浮法玻璃长期受本地制造能力不足、进口链条较长、外汇支付压力及运输损耗较高等因素影响，本地供给存在缺口；玻璃属于重货、易损耗、运输半径较敏感的建材品类，本地化生产在成本和交付效率上更有优势。标的公司在非洲本地建设玻璃产能，既能满足当地住宅、商业建筑及基础设施建设需求，又可逐步替代部分进口产品，并借助既有陶瓷业务的渠道网络辐射周边国家，为新增产能的消化提供市场基础。

玻璃业务预测期收入增速较高，主要与其产能投放相关。将预测期玻璃产能拆分为存量产线（坦桑尼亚玻璃一厂、二厂）和新增产线（秘鲁、加纳及后续玻璃项目）两部分，具体如下：

单位：万吨、元/吨、万元

项目	项目	2025	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
存量产线（截至 2025 年末）	产能	36.32	36.32	36.32	36.32	36.32	36.32
	产量	35.39	35.23	35.23	35.23	35.23	35.23
	销量	31.65	33.82	34.17	34.52	34.87	35.23
新增产线（2026 年起投产）	产能	-	4.95	27.23	39.61	59.42	79.23
	产量	-	4.80	26.42	38.43	57.64	76.86
	销量	-	1.94	22.05	38.35	57.66	76.86
自产产能	合计	36.32	41.27	63.55	75.93	95.74	115.55
自产产量	合计	35.39	40.03	61.65	73.66	92.87	112.09
自产销量	合计	31.65	35.76	56.22	72.87	92.53	112.09

注：存量产线指坦桑尼亚玻璃一厂、二厂，设计年产能合计 36.32 万吨，预测期保持稳定运行；新增产线指秘鲁玻璃厂、加纳玻璃项目及后续玻璃新项目，各年产能按投产时点分季度加权测算。

由上表可见，玻璃业务收入增长主要来自新增产线的集中投放。坦桑尼亚存量产线产能稳定在 36.32 万吨，新增产线产能则由 2026 年的 4.95 万吨逐步提升至 2030 年的 79.23 万吨，秘鲁、加纳及后续玻璃项目陆续投产，构成玻璃产能和收入增长的主要来源。玻璃业务 2024 年收入基数较低，2025 年起才形成较大收入贡献，此后新增产能投产对收入的拉动作用明显，预测期复合增长率相对较高，主要系玻璃业务处于低基数下产能集中释放阶段所致，符合新增品

类所处发展阶段的经营逻辑。

玻璃新增产能来自具体的扩张性资本性支出项目投入。预测期内，玻璃相关新增产能项目的资本性支出投入及投产安排如下：

单位：万元、万吨

项目名称	计划投产安排	项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
秘鲁项目	2026 年三季度投产	资本性支出	14,736.41	-	-	-	-
		新增产能	4.95	19.81	19.81	19.81	19.81
加纳项目	2027 年三季度	资本性支出	27,764.06	8,317.71	-	-	-
		新增产能	-	7.42	19.80	19.80	19.80
玻璃新项目 1	2028 年底投产	资本性支出	-	-	35,870.61	-	-
		新增产能	-	-	-	19.81	19.81
玻璃新项目 2	2029 年底投产	资本性支出	-	-	-	35,870.61	-
		新增产能	-	-	-	-	19.81
合计		资本性支出	42,500.47	8,317.71	35,870.61	35,870.61	0.00
		新增产能	4.95	27.23	39.61	59.42	79.23

注：秘鲁项目已于报告期进行前期投入、预测期考虑续建资本性支出 14,736.41 万元。

由上表可见，玻璃新增产能对应具体的扩张性资本性支出项目，资本性支出投入年度与产能释放年度具有对应关系，玻璃项目的建设周期、投产节奏与业绩增长具有匹配性。

3) 洁具收入增长驱动因素：自产产能稳定运行与外购贸易补充

洁具业务采用自产销售与外购贸易销售相结合的模式，销量合计由自产销量和外购贸易销量两部分构成。与瓷砖、玻璃依托新增自产产能驱动增长的模式不同，洁具业务预测期自产设计产能保持 268.00 万件/年，不新增自产产线，收入增长主要来自现有自产产能稳定运行及外购贸易补充。

具体来看，自产部分预测期各年按 268.00 万件满产运行、保持稳定；外购贸易销量由 2026 年的 622.32 万件提升至 2030 年的 847.67 万件，构成销量合计增长的主要部分。上述结构与洁具作为配套销售品类的业务定位相符：标的公司依托既有渠道网络和终端客户资源，客户在采购瓷砖等主业产品时通常存在洁具等卫浴产品的一站式配套采购需求，公司结合渠道销售能力、客户配套

需求和产品推广计划确定销量合计，其中自产部分对应现有产能及可实现产量，标的公司结合客户配套采购需求及自产产品结构，通过自产与外购贸易相结合的方式组织供应。

(3) 预测期投入产能比情况分析及其资本性支出的合理性

1) 瓷砖产品资本性支出金额的合理性

考虑到标的公司产线布局时间跨度较长，为增强可比性，故选取标的公司报告期内已建成产线的投资成本与预测期新增产能项目投资成本进行对比。单位产能投资成本=该产线实际投资额÷该产线对应年产能。具体如下：

单位：万元、万平方米、元/平方米

对比项目	生产基地	实际投资额	年产能	单位产能投资成本
历史产线投资成本	合计/平均	394,113.13	20,803.50	18.94
预测期计划新增产线	科特迪瓦 K2	16,188.14	1,340.00	12.08
	基苏木 K2	18,727.80	1,194.95	15.67
	几内亚	38,365.92	2,043.50	18.77
	2028 年瓷砖新项目	18,644.76	938.00	19.88
	2029 年瓷砖新项目	18,644.76	938.00	19.88
	合计/平均	110,571.38	6,454.45	17.13

注 1：实际投资额为该产线截至 2025 年末固定资产原值；单位产能投资成本=该产线实际投资额÷该产线对应年产能；

注 2：科特迪瓦 K2 产线总投资额包含报告期内已投入部分（2,319.50 万元）及预测期续建资本性支出（13,868.64 万元），合计 16,188.14 万元。

报告期内历史产线加权平均单位产能投资成本为 18.94 元/平方米，预测期计划新增产线加权平均单位产能投资成本为 17.13 元/平方米，预测期整体单位产能投资成本低于报告期水平，主要系预测期新增产线的基地条件、扩建或新建性质及公用配套投入方式与报告期新建产线存在差异所致，相关差异具有客观经营基础，具体分析如下。

预测期新增产线中，科特迪瓦 K2、基苏木 K2 单位产能投资成本相对较低，主要系两条产线均属于在既有生产基地内加装产线的产能扩建项目，无需重新投入土地、大规模厂房土建及水电气等公用配套设施，资本性支出以少量土建、产线设备及安装为主，故单位投资成本低于报告期内新建产线水平。科特迪瓦

K2 单位产能投资成本较基苏木 K2 低，主要系科特迪瓦生产基地现有前端公用工序设备存在一定富余，可依托既有产线共用的程度相对较高，相应新增设备投入较少所致。几内亚项目为新建生产基地，根据标的公司目前的前期调查，该地区厂房土建等建设成本相对较低，故其单位产能投资成本亦低于历史新建产线水平。2029 年、2030 年新增陶瓷项目单位产能投资成本为 19.88 元/平方米，与报告期内历史新建产线水平基本相当。

综合来看，预测期新增产线单位产能投资成本整体低于报告期水平，主要源于各产线所处基地条件、扩建或新建性质以及公用设施共用程度的不同，具有客观经营基础；扩建及基地条件较优的产线拉低了预测期整体投资成本，而不含共用条件的新建陶瓷项目单位投资成本仍与报告期历史新建产线基本相当。总体来看，预测期新增产线单位投资成本未高于报告期历史投资水平，扩张性资本性支出金额具有历史投入基础和可比性。

2) 玻璃产品资本性支出金额的合理性

玻璃产线在生产工艺、设备构成、产能计量单位及投资强度方面与瓷砖存在差异，故单独统计其历史投资强度并与预测期新增产能项目进行对比。历史上，标的公司坦桑尼亚自建玻璃产线累计投资额为 34,955.35 万元，对应单线自产年产能约 19.81 万吨（按 558 吨/日、年运行 355 天测算），单位产能投资成本约为 1,764.53 元/吨。预测期加纳玻璃项目累计投入 36,081.78 万元，对应新增自产年产能约 19.81 万吨，单位新增产能投资额约为 1,821.39 元/吨，与坦桑尼亚玻璃历史产线单位投资强度基本相当，差异幅度较小。上述对比表明，玻璃新增产能项目的单位产能投资金额与标的公司历史产线投资水平处于接近区间，扩张性资本性支出金额具有一定历史投入基础和可比性。

综合来看，玻璃作为标的公司重点拓展的新增品类，预测期收入增长以存量坦桑尼亚产线稳定运行为基础，以秘鲁、加纳及后续玻璃项目新增产能集中投放及产能爬坡为主要驱动；价格假设整体平稳，收入增长主要由销量增长驱动；新增产能项目资本性支出的单位投资成本与历史产线接近。玻璃收入预测具有一定经营基础和产能支撑，符合新建玻璃产线由投产初期向规模化经营过

渡的经营逻辑，具有合理性。

综上，标的公司预测期扩张性资本性支出均对应具体新增产能项目，相关投入年度、投产计划、产能释放节奏和收入增长时点具有内在对应关系；新增产能项目已根据建设周期、转固时点及投产后爬坡过程进行分季度加权测算，未按投产当年全年满产口径确认收入；单位新增产能投资额与历史产线投资水平基本相当，投入产能比具有历史参照基础。预测期投产计划、产能释放节奏及投入产能关系与收入增长预测相匹配，具有合理性。

4、永续期折旧摊销大于资本性支出的情况及合理性

(1) 永续期折旧摊销大于资本性支出的预测依据及合理性

折旧及摊销与资本性支出的概念不同，影响二者的因素亦有差异，主要表现在以下方面：

其一，折旧及摊销是以固定资产、无形资产原值为基础的分期分摊，而资本性支出是某一时点一次性发生的现金流出，二者在确认时点和计量基础上并不相同。

其二，会计折旧及摊销年限与资产的经济耐用年限往往不一致，一般情况下，企业采用的折旧摊销年限短于经济耐用年限。例如：对于房屋建筑物，企业通常采用的折旧年限为 20 至 30 年，而根据《资产评估常用方法与参数手册》，房屋建筑的经济使用年限为 40 至 60 年不等（取决于房屋建筑物结构差异），相关资产在折旧计提完毕后仍可继续使用，需待经济年限届满后方需更新投入，届时才发生资本性支出这一现金流出。

其三，本次评估永续期资本性支出采用年金化模型计算，即根据企业现有主要长期资产的已使用年限、经济耐用年限、成新率、日常使用及维护保养情况等综合分析，对各项长期资产更新的时间进行详细预测，详细预测期的更新资本性支出直接采用各年度的预测更新资本性支出数据；对于永续期，为使永续期第一年自由现金流量能够体现出企业为将来更新长期资产所需留存的金额，评估测算过程中按现有各类长期资产的账面原值和可使用年限，将未来更新所

需的金额根据年金的计算模式，分摊至各项资产使用年限内，作为未来年度企业因维持持续经营而进行的更新资本性支出，具体测算思路分两步进行，第一步将各类资产每一周期更新支出折现到预测末现值；第二步，将该现值年金化。此外，更新性资本性支出除包括评估基准日现有长期资产的更新性支出，也包括预测期新增的长期资产后续更新性支出。采用年金法计算的永续期更新资本性支出可能大于或小于永续期的折旧摊销，具体取决于企业相关固定资产进入永续期时的剩余耐用年限的长短，如果剩余经济耐用年限较长，则年金法计算出的更新资本性支出小于折旧摊销，否则大于折旧摊销。

综合来看，标的公司相关长期资产于评估基准日距其建设投入时点较短，综合成新率相对较高，剩余经济耐用年限较长，故按年金法测算的永续期更新资本性支出低于同期折旧摊销金额。

(2) 未来年度更新资本性支出所得税差异解释

本次评估模型中，2030 年及永续期包含未来年度更新资本性支出所得税差异影响 6,176.72 万元，具体说明如下：

本次评估更新资本性支出采用年金法测算，由于标的公司相关资产投入时间距离基准日较短，且企业采用的折旧摊销年限低于相关资产的经济使用年限导致经测算后的永续期更新资本性支出低于折旧摊销金额。

企业永续期后随着逐年折旧摊销，相关资产折旧摊销完后仍处于可使用状态，尚未达到更新年限，此时企业的折旧摊销金额会小于预测期最后一年的折旧摊销金额，企业实际的税负会高于预测期最后一年。若不作调整，则隐含永续期折旧摊销金额高于企业实际可实现水平的折旧摊销抵税效应，从而高估永续期可供折现的自由现金流。本次评估是通过模拟企业永续期后若干年相关资产的折旧摊销过程，并基于此模拟企业未来年度每年对产生的所得税差异，并采用年金方式将该等差异分摊至未来各年，具体测算思路与前述永续期更新资本性支出一致，分两步进行，第一步将未来年度因资产折旧摊销与预测期最后一年的差异对所得税的影响折现到预测末现值；第二步，将该现值年金化。

综上，本次评估通过将永续期后若干年企业实际每年所得税税负与预测期最后一年的差异采用年金法折算为对永续期的影响，使永续期年金法计算的更新资本性支出与折旧摊销抵税效应在永续期内的测算口径相互匹配，避免出现资本性支出已按年金法测算、而折旧摊销抵税效应仍按未经调整口径计量的不对称情形，与企业实际经营及测算情况相符，具有合理性。

(3) 永续期折旧摊销大于资本性支出的市场案例情况

预测期资本性支出与折旧及摊销金额并不必然相等，近期的发行股份购买资产项目中，预测期及永续期折旧及摊销大于资本性支出的情形较为普遍，部分案例情况如下：

单位：万元

交易标的	上市公司	永续期资本性支出	永续期折旧及摊销
穗柯智能 100%股权	北自科技（603082.SH）	30.00	47.80
微宇天导 100%股权	创远信科（920961.BJ）	670.68	778.97
富乐华 100.00%股权	富乐德（301297.SZ）	12,776.21	17,845.46
富驰高科 34.75%股权	东睦股份（600114.SH）	11,410.51	13,986.91
锦丰纸业 100%股权	恒丰纸业（600356.SH）	3,606.70	4,013.70

综上，本次评估永续期折旧摊销大于资本性支出金额，主要是永续期更新资本性支出采用年金法计算，相关测算更加符合企业永续期后实际的现金流情况，具有相应的理论依据且符合行业惯例，具有合理性。

（七）本次评估确定的折现率及其主要参数情况与可比交易案例是否可比，市场风险溢价数据来源的权威性及独立性，与同类跨境重组项目是否可比

本次收益法采用企业自由现金流折现模型，折现率采用税后加权平均资本成本（WACC）确定，股权资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，其中市场风险溢价系在成熟市场风险溢价基础上叠加标的资产所在国家区域之风险溢价，以反映标的公司主要经营国家的宏观经济、政治法律、金融市场、汇率、税收及跨国经营等因素。经测算，本次折现率为 14.00%。

本次折现率测算遵循收益额与折现率口径一致的原则，折现率相关参数的

选取与标的公司未来收益预测的计量基础保持一致。从参数口径看，本次折现率采用 WACC/CAPM 框架，各项主要参数具有相应的数据来源及测算依据；从数据来源看，市场风险溢价参考公开、可查询的 Damodaran 全球风险溢价数据，具有相应的权威性、独立性；从案例比较看，本次折现率处于近年来 A 股境外经营资产或跨境经营属性较强的重组案例区间上沿，主要与标的公司经营区域涉及非洲多个国家、国家风险及跨境经营因素相对较高有关。具体分析如下：

1、本次评估确定的折现率及主要参数情况

本次评估采用企业自由现金流折现模型，对应折现率采用税后 WACC 确定。主要参数如下：

参数	符号	取值	主要测算逻辑及说明
无风险利率	Rf	4.15%	选取评估基准日美国十年期国债到期收益率，与现金流美元口径及十年期以上期限要求相匹配
市场风险溢价	Rm-Rf	11.95%	在成熟市场风险溢价基础上叠加国家风险溢价确定，其中包含基于非洲地区 GDP 权重计算的国家风险溢价 7.72%，主要参考 Damodaran 公开统计数据
行业去杠杆 β	β_U	0.800	选取建筑陶瓷、卫浴行业可比上市公司，去杠杆后取平均确定
资本结构	D/E	21.4%	采用被评估企业自身资本结构，经迭代计算确定
所得税税率	T	20.00%	结合标的公司各经营主体所在国家税率及综合税负确定
有杠杆 β	β_L	0.938	按 $\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-T) \times D/E]$ 计算
特定风险报酬率	ϵ	1.00%	综合企业规模、历史经营、市场及地区分布、内部管理、管理层资历及客户供应商依赖等因素打分确定
权益资本成本	Re	16.4%	按 CAPM 模型 $Re = Rf + \beta_L \times (Rm - Rf) + \epsilon$ 计算
债务资本成本	Rd	3.84%	根据公司实际贷款利率确定
付息债务占比	D/(D+E)	17.7%	根据资本结构计算
权益资本占比	E/(D+E)	82.3%	根据资本结构计算
加权平均资本成本	WACC	14.00%	综合权益资本成本和税后债务资本成本加权计算

本次折现率为 14.00%，高于多数境内单一市场经营企业的折现率水平，主要与标的公司经营区域涉及非洲多个国家有关。除一般行业风险外，标的公司还考虑经营所在国宏观经济波动、政治法律环境变化、税收政策变化、跨国经营管理半径较长及资金跨境调拨等因素。本次市场风险溢价 11.95% 中包含国家风险溢价 7.72%，已将标的公司主要经营区域的国家风险及金融市场差异纳入折

现率测算。

2、折现率主要参数测算依据与监管规范要求的匹配情况

中国证监会《监管规则适用指引——评估类第1号》（以下简称“《评估类第1号》”）及中国资产评估协会《资产评估专家指引第12号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（以下简称“《资产评估专家指引第12号》”）对收益法折现率涉及的无风险利率、市场风险溢价、贝塔系数、资本结构、特定风险报酬率及债权期望报酬率等关键参数作出规范。本次评估各项参数的测算口径符合上述规范要求，具体如下：

无风险利率方面，上述规范要求关注国债剩余到期年限与企业现金流期限的匹配性，持续经营假设前提下通常选择剩余到期年限十年期或十年期以上国债的到期收益率。鉴于标的公司实际经营管理中以美元货币为口径，本次选取评估基准日美国十年期国债到期收益率作为无风险利率，在期限及币种上符合上述要求。

市场风险溢价方面，上述规范提出，主要经营业务在中国境内的企业应优先采用中国证券市场指数的历史风险溢价数据，并将“成熟资本市场风险溢价+国家风险补偿”列为可采用的方法，且成熟市场风险溢价及国家风险补偿均可引用专家学者或专业机构公开研究数据。标的公司主要经营业务位于非洲多个国家，本次采用“成熟市场风险溢价+国家风险溢价”的口径，并按主要经营区域GDP权重加权确定国家风险溢价，所引用的Damodaran数据属于上述规范所认可的专家学者研究发布数据，符合规范要求。

贝塔系数方面，上述规范规定非上市公司股权 β 可由多家可比上市公司平均股权 β 调整得到。本次选取建材行业可比上市公司，综合考虑业务类型、行业属性、盈利模式及资本结构差异，通过去杠杆、再杠杆调整至与标的公司资本结构相适应的水平， β_U 为0.800、 β_L 为0.938，符合规范所列方法。

资本结构方面，上述规范允许采用被评估企业自身真实资本结构，前提是企业发展趋于稳定。本次采用标的公司自身资本结构，经迭代计算确定D/E为

21.4%，并与债权期望报酬率口径及计算模型保持一致。

特定风险报酬率方面，上述规范允许采用打分等经验判断方法，并要求其在股权折现率中的权重具有合理性。本次从企业规模、历史经营、经营业务及地区分布、内部管理及控制、管理人员经验资历、对主要客户及供应商的依赖六个维度逐项打分，确定特定风险报酬率为1.00%。需说明的是，标的公司跨国经营涉及的国家风险、汇率风险等区域性因素已主要在市场风险溢价的国家风险溢价中体现，特定风险报酬率侧重反映企业层面相对于可比上市公司的个体差异。考虑到标的公司已在非洲7个国家以及南美1个国家建厂，其产品不仅覆盖生产国市场，还通过边境贸易辐射周边国家，实现了对约60余个国家和地区瓷砖等产品市场的广泛覆盖。通过本土化深耕，标的公司已在市场、渠道及供应链等方面形成了一定壁垒，在非洲地区成功拓展了600余家品牌专卖店的广泛产品销售网络。标的公司作为非洲陶瓷行业的领军企业，已在主要目标市场建立了稳固的市场地位，其主要产品在非洲多国的市场占有率稳居前列，故其与可比上市公司差异较小，本次确定的特点风险报酬反映了其实际情况。

债权期望报酬率方面，上述规范允许采用企业实际债务利率，前提是其与市场利率不存在较大偏差。本次债务资本成本根据标的公司实际贷款利率确定为3.84%，与标的公司实际融资安排及市场利率水平基本相符。

综上，本次折现率测算采用与现金流口径一致的WACC模型，各项关键参数的确定方法、取值依据及数据来源符合中国证监会《评估类第1号》及《资产评估专家指引第12号》的相关要求，参数测算过程具有相应的合理性。

3、市场风险溢价数据来源的权威性、独立性，以及与境外经营资产或跨境重组案例的可比性

(1) 市场风险溢价数据来源的权威性及独立性

本次评估市场风险溢价系在成熟市场股权风险溢价基础上叠加经营所在国家风险溢价确定，所引用的基础数据主要来源于纽约大学斯特恩商学院（NYU Stern School of Business）Aswath Damodaran 教授公开发布的全球风险溢价

统计数据。

从评估准则及监管规则看，《资产评估专家指引第 12 号》第十一条明确，市场风险溢价可通过利用证券市场指数历史风险溢价数据计算、采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法，或引用相关专家学者或专业机构研究发布的数据等途径确定；其第十三条进一步明确，采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法时，可在成熟资本市场风险溢价的基础上考虑国家风险补偿得到目标市场风险溢价，即“市场风险溢价=成熟资本市场风险溢价+国家风险补偿”；第十四条、第十五条进一步规定，成熟资本市场风险溢价及国家风险补偿均可直接采用相关专家学者或专业机构研究发布的数据，或利用其发布的国家违约利差数据调整得到。《评估类第 1 号》在归纳市场风险溢价现行做法时，亦将 Damodaran 教授（Aswath Damodaran）、伊博森公司（Ibbotson Associates）、道衡公司（Duff & Phelps）等并列为评估实践中引用的专家学者或专业机构研究数据来源。本次所引用的 Damodaran 公开数据，属于上述评估准则及监管规则所认可的专家学者研究发布数据。

从权威性看，Damodaran 教授长期从事公司金融与估值领域研究，其估值相关研究成果及公开课程在国际投行、估值机构、审计机构、学术研究及跨境并购估值实践中具有较高的使用频率。其个人网站每年初定期更新并公开发布全球各国和地区的成熟市场风险溢价、国家违约利差、国家风险溢价及股权风险溢价等数据，覆盖范围较广，数据口径公开透明，具有较好的可查询性和可追溯性，已成为境内外估值实践中具有较高公信力的行业通用数据来源之一。从独立性看，该等数据由第三方学术研究者公开发布，其方法主要以各国主权评级及违约利差为基础对国家风险溢价进行估计，并在成熟市场风险溢价基础上叠加国家风险溢价，形成不同国家或地区的股权风险溢价。数据公开、透明、可查询，交易各方难以对其发布结果产生影响，与本次交易不存在利益关联，具有相应的独立性。

（2）境外经营资产或跨境重组案例折现率及取数口径比较

近年来经并购重组审核通过、涉及境外经营资产或跨境经营属性较强的发

行股份购买资产项目相对较少，根据公开披露信息查询到罗博特科收购 ficonTEC（FSG/FAG）、铜陵有色收购中铁建铜冠、长川科技收购长奕科技（EXIS）、青岛双星收购锦湖轮胎等案例，覆盖半导体设备、境外矿业资产、半导体测试设备、境外轮胎制造等不同类型，其中，青岛双星、铜陵有色两个案例在折现率测算中直接引用 Damodaran 研究发布的数据，与本次取数来源相同。各案例情况、折现率水平及取数口径如下：

案例	标的经营区域 / 行业	方法 / 折现率	折现率模型及关键取数口径	与本次比较
青岛双星收购锦湖轮胎	韩国；轮胎制造	收益法；约 8.45%	WACC；Rf 取韩国十年期以上国债（2.84%），市场风险溢价采用成熟市场风险溢价叠加国家风险溢价，直接引用 Damodaran 数据库公布的中、韩国家风险溢价数据，经测算 ERP 为 5.84%	同属境外标的、同样引用 Damodaran 国家风险溢价数据的跨境案例；经营地属较成熟市场、币种为韩元
罗博特科收购 ficonTEC	德国等欧洲；半导体微组装及测试设备	市场法为结论，收益法折现率 13.30%用于交叉验证	WACC；经营地在德国、美国、中国、泰国等，Rf 取值 2.66%，市场风险溢价取值 10.86%，参数根据 Bloomberg 查询	同属境外经营资产案例；经营区域、行业及结论方法不同
铜陵有色收购中铁建铜冠	厄瓜多尔等境外；金属矿业相关	收益法；9.44%	WACC；Rf 取美元二十年期国债（3.44%），市场风险溢价 4.03%、行业 β 、目标资本结构均引用 Damodaran 全球金属矿业行业数据	同为美元口径、同属新兴市场且引用 Damodaran 数据的境外资产案例；行业属性与本项目不同
长川科技收购长奕科技（EXIS）	马来西亚等；半导体测试设备	收益法；13.93%—14.01%	WACC；经营地在东南亚区域，主要为马来西亚；Rf 取马来西亚政府债券 10 年期回报率 3.38%；市场风险溢价以马来西亚股票市场指数的长期平均收益率扣除无风险利率作为取值，数值为 9.05%	同属跨境经营资产案例，折现率水平与本次接近
本次：科达制造收购特福国际	非洲多国；瓷砖、玻璃、洁具制造	收益法；14.00%	WACC；Rf 取美元十年期国债利率 4.15%，市场风险溢价采用成熟市场风险溢价叠加非洲区域国家风险溢价，取值 11.95%，主要参考 Damodaran 数据	本项目自身情况

注 1：上表系根据上述项目公开披露的重组报告书、资产评估报告或问询回复整理；

注 2：罗博特科 ficonTEC 最终以市场法作为评估结论，其收益法折现率主要用于交叉验证，表中相关数据系根据公开披露资料整理；

注 3：青岛双星项目目标公司为韩国锦湖轮胎，收益法以韩元为现金流口径，无风险利率相应采用韩国国债收益率；约 8.45%为稳定期 WACC 口径。

从折现率测算方法看，上述案例与本次评估均遵循收益法下 WACC/CAPM 的基本框架，权益资本成本由无风险利率、市场风险溢价、 β 系数及特定风险报酬率构成，债务成本经税盾调整后按资本结构加权，方法逻辑一致。

从市场风险溢价及国家风险的取数口径看，涉及境外经营资产的案例通常结合标的所在国家或地区情况，采用成熟市场风险溢价叠加国家风险溢价、引用全球行业数据，或在特定风险报酬率中考虑区域因素等方式处理。

本次评估在无风险利率币种匹配、市场风险溢价采用成熟市场叠加国家风险溢价、引用 Damodaran 公开数据等方面，与上述境外标的案例的处理思路相同。其中，青岛双星项目直接引用 Damodaran 数据库公布的中、韩国家风险溢价数据，在成熟市场风险溢价基础上结合两国国家风险溢价差异确定市场风险溢价，与本次评估在国家风险溢价取数上的做法相同；铜陵有色项目标的经营地厄瓜多尔与本次标的经营所在的非洲国家同属新兴市场，且同为美元口径、同样引用 Damodaran 数据，取数逻辑与本项目更为接近。

从国家风险及区域因素的处理看，不同跨境案例的参数体现方式存在差异：部分案例将国家、区域及整合因素纳入特定风险报酬率，部分案例通过引用全球行业数据反映系统性风险并另行考虑个体风险。本次评估将非洲多国经营涉及的国家风险主要在市场风险溢价的国家风险溢价中体现，特定风险报酬率侧重反映企业层面的个体差异。该处理方式与可比案例在风险因素识别上具有相通性，虽参数体现方式不同，但风险考量逻辑具有可比性。

从折现率水平看，上述采用收益法并披露折现率的案例，折现率主要处于 8.45%至 14.01%之间。本次特福国际收益法折现率为 14.00%，处于该区间上沿，与长川科技收购长奕科技项目（13.93%-14.01%）接近，高于罗博特科 ficonTEC 项目（13.30%），亦高于铜陵有色收购中铁建铜冠项目（9.44%）及青岛双星收购锦湖轮胎项目（约 8.45%）。该等差异主要与标的资产所处行业、经营区域、现金流币种、国家风险、业务成熟度及最终评估方法不同有关。

具体而言，特福国际主要经营区域位于肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦等非洲国家，上述国家在宏观经济、政治法律、金融市场、汇率及资金汇兑等方面的风险水平整体高于德国、韩国等成熟或较成熟市场，本次通过较高的国家风险溢价形成 14.00%的折现率具有相应基础。青岛双星项目折现率相对较低，主要与目标公司经营地韩国属较成熟市场、国

家风险相对较低，且现金流以韩元计价、对应无风险利率水平较低有关；铜陵有色项目折现率较低，则主要与矿业资产在资源储量、商品价格及全球大宗商品定价方面具有特殊定价逻辑有关，与本项目非洲属地化制造和分销业务在风险结构上存在差异。与半导体设备类跨境资产相比，本项目虽属相对成熟的建材制造行业、现金流稳定性具有一定基础，但主要经营区域国家风险相对较高，最终折现率水平接近，具有相应原因。

综上，本次折现率测算采用 WACC 模型，各项关键参数的确定方法、取值依据及数据来源符合中国证监会《评估类第 1 号》及《资产评估专家指引第 12 号》的相关要求；所引用的 Damodaran 全球风险溢价数据公开、独立、透明，并在 A 股境外标的并购重组项目中已有应用案例，与标的公司经营区域风险特征基本匹配。不同项目折现率存在差异，主要系标的资产所处行业、经营区域、现金流币种、国家风险、业务成熟度及最终评估方法不同所致，相关差异具有相应原因。本次折现率处于已审核通过境外经营资产案例区间上沿，体现了对非洲多国经营相关风险因素的考虑，具有合理性。

（八）最佳货币资金保有量的确定依据及合理性，与可比交易案例是否可比

1、最佳货币资金保有量的测算方法及参数构成

收益法评估中，企业货币资金区分为维持日常经营周转所必需的货币资金和超过正常经营需要的溢余货币资金。维持日常生产经营所需的最低现金储备，通过最佳货币资金保有量反映，作为经营性资产的组成部分；超过正常经营所需、不直接参与未来经营性现金流形成的货币资金，作为溢余资产在经营性资产价值之外单独加回。

最佳货币资金保有量由两部分构成：一是企业维持日常付现支出所需保留的最低现金储备，二是不可自由调配的受限货币资金。最低现金储备的测算公式为：最低现金储备=月付现成本费用×最佳货币资金保有量月数，其中月付现成本费用=（营业成本+税金及附加+期间费用+所得税费用-折旧摊销及股份支付等非付现成本费用）÷12。由公式可见，最低现金储备以企业各期付

现成本费用为测算基础，反映企业为维持日常付现支出所需保留的现金缓冲，其测算不涉及存货、应收款项、应付款项等营运资金项目；存货、应收款项、应付款项的资金占用，按各自周转率在营运资金相应科目中单独测算并全额反映，与最佳货币资金保有量属于相互平行、口径独立的两类经营性资金占用。受限货币资金因无法自由调配用于股东分配或其他用途，在确定溢余货币资金时予以保留，不作为溢余资产加回。最佳货币资金保有量月数，参考标的公司销售结算模式、回款周期、采购付款周期、预收款及合同负债安排、日常经营付现支出节奏等因素综合确定。

2、最佳货币资金保有量月数的确定依据

最佳货币资金保有量月数主要取决于企业付现支出与经营回款在时间上的缺口。标的公司主要产品为瓷砖、玻璃及洁具等标准化建材产品，销售采用经销与直销相结合的模式：经销模式下产品以卖断形式销售给经销商，直销模式下部分订单按合同约定收取预收款，并存在货款现结的结算安排。该等销售模式下，标的公司销售回款较快，且相当部分款项先于发货收取，对额外保留大额安全资金的需求相对有限。报告期及预测期营运资本计算过程如下：

项目	2025 年度	2024 年度
应收账款周转率（次）	45.40	54.70
应付账款周转率（次）	10.90	4.50
应收账款周转天数（天）	约 8	约 7
应付账款周转天数（天）	约 33	约 81

注：周转率根据标的公司报告期经营性应收、应付数据计算（已剔除非经营性及溢余项目），周转天数按 360 天近似折算。

从上述周转情况看，标的公司 2025 年应收账款周转对应回款周期约 8 天，应付账款周转对应付款周期约 33 天，销售回款整体早于采购付款，标的公司可在较大程度上依靠上下游账期实现日常资金周转。同时，部分订单采用预收款及货款现结安排，2025 年末合同负债余额为 18,319.36 万元，进一步缓解了原材料采购、生产备货及日常经营支出的短期资金压力。

综合标的公司经销卖断、直销预收及货款现结的销售模式，应收回款周期

较短、采购付款存在一定账期安排、日常资金周转效率较高等特点，标的公司在维持正常经营周转的前提下，无需保有较大规模的额外安全资金。同时，考虑到标的公司经营区域分布于非洲多个国家，仍需保留必要安全资金以应对原材料采购、能源动力、人工薪酬、运输仓储、税费缴纳、渠道维护及短期汇率波动等日常经营事项，本次最低现金储备对应月数确定为 0.5 个月，并在预测期内各年度保持一致。

3、最佳货币资金保有量及溢余货币资金的测算过程

本次以标的公司付现成本及费用为基础测算最低现金储备，并结合不可自由调配的受限货币资金确定最佳货币资金保有量。报告期及预测期各年度测算如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及以后
付现成本及费用合计	611,068.53	636,857.42	707,347.72	779,373.52	854,604.21	929,732.84	929,732.84
平均每月付现成本费用	50,922.38	53,071.45	58,945.64	64,947.79	71,217.02	77,477.74	77,477.74
最佳货币资金保有量月数	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
最低现金储备	25,461.19	26,535.73	29,472.82	32,473.90	35,608.51	38,738.87	38,738.87
加：受限货币资金	8,515.58	9,117.62	9,985.63	11,003.16	12,062.77	13,044.68	13,044.68
最佳货币资金保有量	33,976.77	35,653.35	39,458.45	43,477.06	47,671.28	51,783.55	51,783.55

注：付现成本及费用＝营业成本＋税金及附加＋销售费用＋管理费用＋研发费用＋财务费用＋所得税费用－折旧摊销及股份支付等非付现成本费用；最低现金储备＝平均每月付现成本费用×最佳货币资金保有量月数；受限货币资金为标的公司无法自由调配的货币资金，在确定溢余货币资金时予以保留。

在确定经营所需最佳货币资金保有量基础上，本次以评估基准日货币资金扣除最佳货币资金保有量后确认溢余货币资金，具体如下：

项目	金额（万元）	说明
评估基准日货币资金余额	106,843.98	特福国际 2025 年末货币资金余额
减：最佳货币资金保有量	33,976.77	最低现金储备 25,461.19 万元与受限货币资金 8,515.58 万元合计
溢余货币资金	72,867.21	基准日货币资金扣除最佳货币资金保有量后确认

本次 2025 年最佳货币资金保有量 33,976.77 万元，占当年营业收入 818,541.54 万元的比例约 4.15%，占当年付现成本及费用的比例约 5.56%。该金额在满足日常经营周转及受限资金保留要求的同时，亦保留了应对跨国经营相关事项的必要安全资金，与标的公司较快的资金周转效率及销售结算模式基本相符。

4、与可比交易案例的可比性

从可比交易案例及收益法评估实践看，确定最佳货币资金保有量时，通常以月付现成本费用为基础，按一定月数测算必要经营资金，月数结合企业历史现金周转情况、销售结算方式、采购付款周期及日常付现支出节奏综合判断确定，并将超过正常经营需要的货币资金作为溢余资产单独加回。本次评估的处理口径与上述实践一致，对比如下：

比较维度	收益法评估及可比交易案例通常处理方式	本次评估处理方式
测算公式	最佳货币资金保有量=月付现成本费用×保有量月数，并结合受限货币资金保留情况确定	采用相同逻辑测算
付现成本费用口径	营业成本+税金+期间费用+所得税费用-折旧摊销等非付现项目	按相同口径归集付现成本费用
月数确定依据	参考企业历史现金周转情况、销售回款安排、采购付款周期及日常付现支出节奏确定	结合经销卖断、直销预收及货款现结的销售模式，应收回款周期较短，确定为 0.5 个月
溢余资金处理	超过经营需要的货币资金作为溢余资产，在经营性资产价值之外单独加回	基准日货币资金扣除最佳货币资金保有量后，确认溢余货币资金 72,867.21 万元

不同企业因行业属性、销售结算方式、采购付款周期、客户回款周期及日常付现支出节奏不同，必要货币资金对应的月数口径存在合理差异。重资产制造业、工程总承包企业或客户回款周期较长的企业，通常需保留相对更高的经营资金；产品标准化程度较高、采用经销卖断及直销预收模式、回款较快的企业，必要现金保有月数相对较低。标的公司主要采用经销卖断、直销预收及货款现结模式，应收回款周期较短，采购付款存在一定账期安排，必要货币资金保有月数相对较低具有业务基础。

经查询近年来发股类并购项目涉及收益法评估中的可对比案例，相关计算方式和取数情况如下：

交易标的	收购方	最佳资金保有量计算方法	安全资金月数
江西润田实业股份有限公司 100.00% 股份	国旅联合 (600358. SH)	最佳货币资金保有量=月付现成本费用×最佳货币资金保有量月数。其中，月付现成本费用=（营业成本+税金及附加+期间费用+所得税费用-折旧摊销等非付现成本费用）÷12。	0.5
欧菲微电子（南昌）有限公司 28.2461%股权	欧菲光 (002456. SZ)	最佳货币资金保有量=月付现成本费用×最佳货币资金保有量月数。其中，月付现成本费用=（营业成本+税金及附加+期间费用+所得税费用-折旧摊销等非付现成本费用）÷12。	0.5
爱卓智能科技（上海）有限公司 100% 股权	德尔股份 (300473. SZ)	最佳货币资金保有量=月付现成本费用×最佳货币资金保有量月数。其中，月付现成本费用=（营业成本+税金及附加+期间费用+所得税费用-折旧摊销等非付现成本费用）÷12。	0.5
深圳市新浦自动化设备有限公司 100.00%股权	豪森智能 (688529. SH)	最低现金保有量=月付现成本费用×安全资金月数。其中，月付现成本费用=（营业成本+营业税金及附加+期间费用-折旧摊销）÷12。	0.5

综上，本次采用“月付现成本费用×保有量月数”的方法测算最低现金储备，并结合不可自由调配的受限货币资金确定最佳货币资金保有量，付现成本费用口径及溢余资金、受限资金的处理方式符合收益法评估的一般逻辑及可比交易案例实践。标的公司存货、应收款项、应付款项等经营性资金占用已在营运资金相应科目中单独测算，最佳货币资金保有量侧重反映日常付现支出的最低现金缓冲及受限资金保留，两者口径独立、测算目的清晰。最佳货币资金保有量月数结合标的公司经销卖断、直销预收及货款现结的销售模式、应收回款周期较短、采购付款存在一定账期安排等资金周转特征综合确定，取 0.5 个月具有相应业务基础，并与可比交易案例中必要现金和溢余现金的处理逻辑具有可比性。

（九）报告期后标的公司总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况，并结合在手订单情况，分析业绩预测的可实现性

1、报告期后经营实现情况

根据标的公司 2026 年 1-4 月未经审计财务数据，标的公司 2026 年 1-4 月实现营业收入 334,979.92 万元，实现毛利额 148,359.20 万元，综合毛利率 44.29%，实现净利润 72,483.73 万元。与 2026 年全年预测数相比，1-4 月营业收入完成率为 38.22%，毛利额完成率为 49.16%，净利润完成率为 47.53%，高于按时间进度简单折算的 33.33%，期后经营实现情况整体较好。

项目	2026 年 1-4 月实现数	2026 年全年预测数	2026 年 1-4 月实现进度
营业收入（万元）	334,979.92	876,390.65	38.22%
毛利额（万元）	148,359.20	301,809.38	49.16%
综合毛利率	44.29%	34.44%	高于全年预测
净利润（万元）	72,483.73	152,506.74	47.53%
净利率	21.64%	17.40%	高于全年预测

注：2026 年 1-4 月实现数为未经审计财务数据；2026 年全年预测数为本次收益法评估预测口径。

2、期后经营实现情况与全年预测的衔接分析

第一，从收入实现进度看，2026 年 1-4 月营业收入完成率为 38.22%，高于按时间进度简单折算的 33.33%。标的公司主要产品为瓷砖、玻璃及洁具，属于周转型建材产品，销售具有持续滚动特征。期后收入实现进度较好，说明标的公司现有生产及销售体系运行正常，主要产品具备较强市场需求和渠道消化能力。

第二，从毛利率和毛利额实现情况看，2026 年 1-4 月综合毛利率为 44.29%，高于全年预测毛利率 34.44%；毛利额完成率为 49.16%，高于收入完成率和时间进度。该情况说明期后实际产品价格、产品结构、产能利用率及成本控制情况对全年毛利预测形成支撑。同时，考虑到全年市场价格、能源及原材料成本、区域销售结构、新产能爬坡及检修安排可能存在波动，本次评估采用低于 2025 年实际毛利率及期后 1-4 月毛利率的预测水平，体现审慎性。

第三，从净利润实现情况看，2026 年 1-4 月实现净利润 72,483.73 万元，完成全年预测净利润的 47.53%，高于时间进度。2026 年全年预测净利润为 152,506.74 万元，较 2025 年实际净利润 149,565.45 万元小幅增长 1.97%。在 2026 年 1-4 月已实现较好盈利的情况下，2026 年全年净利润预测具有实现基础。

第四，从全年预测增长率看，2026 年营业收入预测增长率为 7.07%，显著低于 2025 年 72.75% 的实际增长率；2026 年净利润预测较 2025 年实际净利润仅小幅增长。该预测主要是在 2025 年实际经营基础上维持稳步增长，整体增长假设较为平稳。

3、在手订单情况及其对收入预测的验证

经核查，标的公司截至 2026 年 5 月 31 日的在手订单（按不含税金额统计）合计 16,677.90 万元。标的公司产品主要为瓷砖、玻璃及洁具等标准化建材产品，订单交付周期相对较短，客户通常根据终端需求、库存水平及市场价格变化滚动下单。标的公司客户零散、订货频率较高，订单呈现“小批量、多频次、快周转”的特征，在手订单不断生成、不断交付并确认收入。在此经营模式下，标的公司全年收入更多依托持续滚动订单、渠道销售和产能释放实现，某一时点的在手订单余额相对全年收入规模较低，主要反映该时点已签约待交付情况。

综上，鉴于标的公司产品周转较快、订单滚动生成的经营特点，截至 2026 年 5 月 31 日的在手订单主要对应短期内待交付订单，对期后短期收入实现形成辅助验证；全年及预测期收入的可实现性更多依托持续滚动订单、渠道销售网络 and 产能释放共同支撑。本次收入预测综合考虑了市场需求、产能释放节奏、渠道消化能力及历史销售周转等因素，预测期收入可实现性具有一定业务基础和合理性。

4、结合期后实现和在手订单分析业绩预测可实现性

从期后实际实现看，2026 年 1-4 月收入 and 利润完成进度较好。标的公司 2026 年 1-4 月收入、毛利额 and 净利润完成率分别为 38.22%、49.16% and 47.53%，均高于时间进度。即使考虑后续月份市场价格、产能检修、区域竞争、成本波动及汇率波动等因素，当前实现进度仍显示全年预测具有经营基础和实现可能。

从预测增速看，2026 年收入 and 利润预测体现稳步增长。2026 年营业收入预测 876,390.65 万元，较 2025 年实际营业收入 818,541.54 万元增长 7.07%，显著低于 2025 年实际收入增长率；2026 年净利润预测 152,506.74 万元，较 2025 年实际净利润仅小幅增长。该预测主要是在 2025 年实际经营基础上维持稳步增长，增长节奏较为平稳。

从毛利率预测看，2026 年 1-4 月期后毛利率 44.29%，高于 2026 年全年预测综合毛利率 34.44%。

从产能和资本性支出看，现有产能高负荷运行及新增产能逐步释放，为预测期收入增长提供产能基础；同时，预测期已考虑相应扩张性资本性支出和更新性资本性支出，收入增长与资本投入之间具有内在衔接。

从在手订单口径看，截至 2026 年 5 月 31 日的在手订单统计口径清晰，订单状态和预收款执行情况能够支持短期收入确认。结合标的公司订单周期短、滚动下单和渠道销售的业务特点，在手订单适合作为短期收入预测的辅助验证依据，与期后实际收入实现情况共同支持 2026 年业绩预测。

综上，标的公司 2026 年 1-4 月实现营业收入 334,979.92 万元、毛利额 148,359.20 万元、综合毛利率 44.29%、净利润 72,483.73 万元，收入、毛利额和净利润实现进度均高于时间进度，期后经营实现情况较好。2026 年全年收入、毛利率和净利润预测系综合考虑全年市场竞争、价格波动、成本变化、产能释放和区域经营不确定性后形成，预测口径较为审慎。同时，截至 2026 年 5 月 31 日的在手订单统计口径清晰，能够对短期收入实现形成辅助验证。结合报告期后经营实现情况、在手订单情况、产能利用率、产能投放计划及预测增速安排，标的公司 2026 年及预测期业绩具有经营基础和业务支撑，业绩预测具备可实现性。

三、评估师核查程序与核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了如下核查程序：

1、查阅本次交易重组报告书、审计报告、评估报告及评估说明，了解本次评估目的、评估对象、价值类型、评估范围、评估方法选择及评估结论形成过程；

2、复核收益法评估明细表，检查收入、成本、毛利率、期间费用、资本性支出、营运资金、折现率、非经营性资产负债、溢余资产及股东全部权益价值测算过程；

3、查阅前次评估报告及评估说明，对比前次与本次评估基准日、评估目的、

评估方法、经营业绩、账面净资产、预测基础及评估结果差异；

4、获取并分析标的公司报告期财务数据、主要产品收入成本明细、产能产量数据、资本性支出计划、期后未经审计经营数据及在手订单统计口径说明；

5、查阅公开披露的同行业上市公司及可比重组案例资料，结合标的公司业务区域、经营模式和盈利能力差异，对评估方法选择、费用率、毛利率、折现率及货币资金保有量进行合理性分析；

6、访谈或了解管理层关于未来产能投放、产品价格、销售渠道、市场竞争、资本性支出计划及期后经营情况的说明，并结合历史经营数据和期后实现情况进行一致性分析；

7、对折现率计算过程中的无风险利率、市场风险溢价、 β 系数、资本结构、债务资本成本及特定风险报酬率进行复核，分析其是否能够反映标的公司行业及跨境经营风险；

8、对收益法关键参数进行敏感性分析，了解收入、毛利率及折现率变动对评估结论的影响，评估本次评估结论的风险边界。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次评估根据评估目的、评估对象、价值类型、资料收集情况及标的公司经营特点，采用收益法和市场法进行评估，并最终选取收益法评估结果作为评估结论，能够较好反映标的公司基于自身产能、渠道、业务规划及风险因素形成的内在价值，具有合理性；

2、本次收益法评估结果较前次评估结果大幅提升，主要系标的公司报告期内经营规模、盈利能力、产能布局及业务基础显著提升，并非单纯由估值倍数抬升导致，估值变动具有一定经营基础和内在合理性；

3、预测期收入增长率已结合不同产品所处发展阶段、历史增长、市场需求、产能投放、产品价格和在手订单情况进行测算，整体增速较报告期实际增速明

显放缓，收入预测具有可实现性；

4、预测期毛利率已结合历史毛利率、产品结构、产能爬坡、规模效应、市场竞争和期后销售情况进行测算，综合毛利率低于 2025 年实际水平，整体具有合理性；

5、预测期销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率已结合历史水平、费用性质、人员薪酬增长、渠道维护、管理架构、研发活动特点和债务利息情况进行预测，期间费用率预测与标的公司经营模式和收入规模变化基本匹配；

6、预测期资本性支出与投产计划、产能释放节奏和收入增长具有匹配关系；永续期资本性支出采用年金法测算，存在永续期折旧摊销大于资本性支出的情形具有评估方法和资产更新周期基础；

7、本次折现率采用 WACC 模型测算，在成熟市场风险溢价基础上叠加国家风险溢价，并考虑特定风险报酬率，能够反映标的公司跨境经营及所在区域风险，折现率水平具有合理性；

8、最佳货币资金保有量按照 0.5 个月付现成本费用并结合标的公司经营周转特点确定，与收益法评估实践基本一致，具有合理性；

9、结合报告期后经营实现情况和在手订单统计口径，标的公司 2026 年盈利预测具备一定现实支撑，预测期业绩具有可实现性。

问题9. 关于市场法评估

根据申报材料，（1）经市场法评估，标的公司股东全部权益评估值为1,672,000.00万元，评估增值1,217,242.06万元，增值率267.67%；（2）市场法评估中根据所处行业、股票波动率、细分业务结构、主营产品等筛选标准，最终选取东鹏控股、蒙娜丽莎、箭牌家居三家可比公司；（3）本次评估采用EV/EBITDA作为价值比率，并考虑了缺乏流动性的影响，流动性折扣参考新股发行定价估算方式进行测算，最终取值为37.29%；（4）本次评估从交易日期、交易情况、发展阶段、经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力及研发投入能力等方面对标的公司与可比公司间的差异进行量化修正。

请公司披露：（1）可比公司筛选标准的充分性及合理性，是否符合可比交易惯例；标的公司与可比公司在主要财务指标、企业发展阶段、销售区域、业务结构、产品种类、经营模式等方面的对比情况，并全面分析与可比公司的可比性；（2）选取EV/EBITDA作为价值比率的原因及合理性，是否符合行业及可比交易惯例，P/E、P/S、P/B等其他价值比率的适用性、相关性分析结果以及市场法估值结果，并进一步分析选取EV/EBITDA作为价值比率的合理性和稳健性；（3）对价值比率进行修正所选取的各项修正指标、权重分配、指标修正幅度、打分计算方式等修正过程以及整体修正幅度是否符合行业及可比交易惯例；（4）流动性折扣率的计算方式及取值结果与可比交易案例的可比性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

（一）可比公司筛选标准的充分性及合理性，是否符合可比交易惯例；标的公司与可比公司在主要财务指标、企业发展阶段、销售区域、业务结构、产品种类、经营模式等方面的对比情况，并全面分析与可比公司的可比性

1、可比公司筛选标准的充分性及合理性，是否符合可比交易惯例

本次市场法评估以上市公司比较法为具体方法。主要系国内并购市场公开

可获取的同行业可比交易案例数量相对有限，难以全面了解相关交易背景及定价方式；而 A 股建筑陶瓷及相关建材类上市公司数量较为充足、监管严格、信息披露完整，可比公司财务数据、市值数据及业务信息能够通过公开渠道取得，且二级市场交易活跃、价格对行业及经营财务变动反应较为及时，符合上市公司比较法的应用前提。

(1) 可比公司筛选标准的具体设置

本次评估按照所处行业、上市时间、股票波动率、细分业务结构等多维度筛选标准对可比公司进行了逐步筛选，具体筛选过程如下：

第一步，所处行业筛选。特福国际主要从事海外瓷砖、玻璃及洁具产品的生产和销售，其经营活动主要属于瓷砖制造及相关建材制造领域。根据《国民经济行业分类与代码》（GB/T 4754-2017），其所属行业可归入“非金属矿物制品业（C30）”。本次首先从 A 股上市公司中选取同属该行业大类，且主营业务涉及建筑陶瓷、陶瓷建材等相关产品生产销售的上市公司，得到共计 12 家初步筛选范围。

第二步，上市时间筛选。考虑到上市初期股票交易价格易受短期供求关系、申购热度及解禁安排等阶段性因素影响，为降低短期波动对估值结果的影响，本次对距评估基准日上市不满 3 年的可比公司予以剔除，保留具备较长二级市场交易历史的上市公司。

第三步，股票波动率筛选。股票波动率是衡量股票价格变动幅度的重要指标，波动率较高的公司价格走势不确定性较强，可能对价值比率的可比性形成干扰。本次以可比公司距评估基准日一年内的股票波动率为剔除标准，对波动率从低至高进行排序，优先保留股票波动率相对较低、市值表现相对稳定的公司。

第四步，细分业务结构筛选。特福国际核心业务为瓷砖产品的生产与销售，并以玻璃和洁具业务作为补充。其产品主要用于住宅、商业建筑及公共设施等场景的地面、墙面铺装和卫浴配套，价值受房地产建设、基础设施投资、居民

装修需求、区域市场消费能力及原材料能源价格等共同因素影响。在筛选过程中，优先保留主营业务以建筑陶瓷或其他陶瓷建材产品制造与销售为主，且在生产制造属性、成本构成、客户需求及行业周期性等方面与标的公司较为接近的上市公司；对主营产品偏离建筑陶瓷主业较多、主要从事粉体材料、耐火材料、卫浴五金、饰面材料、搪瓷材料、岩板等其他细分领域的上市公司予以剔除。

证券名称	主营产品	剔除原因
惠达卫浴	卫生陶瓷、浴缸淋浴房、墙地砖、五金洁具	主要业务为卫浴用品，与标的公司差异较大
天安新材	建筑陶瓷、汽车内饰饰面材料、薄膜	主营为高分子复合饰面材料，与标的公司差异较大
壹石通	勃姆石、二氧化硅粉体、球形氧化铝粉体	主营为粉体材料，与标的公司差异较大
华瓷股份	餐具、茶具、酒瓶、装饰摆件、生物陶瓷	主营为日用陶瓷，与标的公司差异较大
鲁阳节能	陶瓷纤维棉、毯及组件、轻质莫来石砖	主营为工业用陶瓷纤维制品，与标的公司差异较大
悦心健康	玻化石、大理石、釉面砖、岩板、艺术瓷	主营含大健康及房地产租赁，主业偏离较多
北京利尔	定形耐火材料、功能性耐火材料	主营为耐火材料，与标的公司差异较大
帝欧家居	岩板、瓷砖、人造石、卫生洁具、五金	卫生洁具为主、瓷砖占比小且近年经营亏损
开尔新材	内立面装饰搪瓷材料、工业保护搪瓷材料	主营为搪瓷材料，与标的公司差异较大

经过上述行业、上市时间、股票波动率及细分业务结构等多重筛选，最终确定东鹏控股（003012.SZ）、蒙娜丽莎（002918.SZ）、箭牌家居（001322.SZ）三家 A 股上市公司作为本次市场法可比公司。三家公司均为 A 股建筑陶瓷及家居建材领域具有代表性的上市公司，主营业务覆盖建筑陶瓷、卫浴及相关陶瓷建材产品的研发、生产和销售，信息披露较为完整，财务数据及市值数据可公开获取。

（2）筛选标准的充分性分析

上述筛选标准涵盖了所处行业、上市交易历史、二级市场波动情况及细分业务结构等多个维度，在 A 股市场公开可得的可比上市公司范围内，按照“行业大类筛选—上市时间筛选—波动率筛选—细分业务结构筛选”的多步过滤逻辑，对可比公司进行了较为系统的筛选。其中，行业筛选保证了行业属性的基

本一致性，上市时间和波动率筛选有助于降低短期市场情绪和阶段性波动对价值比率的影响，细分业务结构筛选则进一步聚焦至产品类别和经营特征与标的公司较为接近的上市公司，筛选标准在可获取信息条件下较为充分。

（3）筛选标准与可比交易惯例的一致性

从近年 A 股市场建材、家居及制造业类重大资产重组、发行股份购买资产等公开案例的市场法评估披露看，评估机构在确定可比上市公司时，通常以行业分类一致性作为基础筛选标准，并结合上市时间、股票流动性、主营业务相似度、产品结构、销售模式及客户结构等因素进行进一步筛选。例如，天山股份吸收合并中联水泥等水泥资产、冀东水泥吸收合并金隅冀东水泥、四川路桥收购交建集团等同行重组案例，以及惠达卫浴等卫浴家居类企业估值案例中，市场法可比公司的选择普遍遵循“行业一致+细分业务匹配+剔除上市初期及高波动样本”的处理路径。本次评估采用的筛选标准与上述可比交易案例的筛选逻辑总体一致，所选可比公司东鹏控股、蒙娜丽莎、箭牌家居均为建筑陶瓷及家居建材行业内具有较高市场地位、财务披露较为充分、二级市场流动性较好的 A 股上市公司，符合上市公司比较法的应用前提及可比交易惯例。

2、标的公司与可比公司在主要财务指标、企业发展阶段、销售区域、业务结构、产品种类、经营模式等方面的对比情况，并全面分析与可比公司的可比性

（1）主要财务指标对比情况

以 2025 年度标的公司财务数据及可比上市公司公开披露财务数据为基础，标的公司与可比公司主要财务指标对比情况如下：

项目	特福国际	东鹏控股	蒙娜丽莎	箭牌家居
营业收入（万元）	818,541.54	606,193.21	392,324.48	647,437.46
收入增长率	72.75%	-6.52%	-18.44%	-5.95%
资产总额（万元）	904,740.14	1,150,231.36	739,814.24	920,272.71
销售毛利率	35.26%	29.56%	26.94%	26.56%
总资产报酬率	19.56%	3.50%	0.78%	0.53%

项目	特福国际	东鹏控股	蒙娜丽莎	箭牌家居
流动比率	2.29	1.74	1.25	0.75
应收账款周转率	45.42	3.96	7.48	17.9
净资产周转率	2.12	0.6	1.43	1.63
研发费用率	0.20%	3.66%	3.46%	5.09%

注1：上述指标中，标的公司资产负债表数据所属时点为2025年12月31日，利润表数据所属期间为2025年度；可比公司资产负债表数据所属时点为2025年9月30日，利润表数据所属期间为2024年10月至2025年9月；

注2：上述指标均按市场法测算中剔除非经营性资产、非经营性负债及非经常性损益后的财务数据口径计算。

从主要财务指标看，标的公司2025年营业收入规模处于可比公司区间内、且高于三家可比公司，资产总额低于东鹏控股和箭牌家居、高于蒙娜丽莎，收入及资产规模与可比公司具有可比基础。

盈利能力方面，标的公司销售毛利率35.26%、总资产报酬率19.56%，均高于可比公司，主要系标的公司主要经营区域位于非洲多个国家，当地部分建材产品供给相对有限，进口产品受运输成本、关税、交付周期及汇率波动影响较大，标的公司通过本地化生产、区域化销售和深度经销网络在运输成本、交付响应、渠道覆盖及产品适配方面形成优势；同时可比公司主要经营境内市场，近年受房地产链条调整、行业竞争加剧及终端需求波动影响，盈利能力整体承压。标的公司毛利率及盈利效率高于境内可比公司具有业务基础。

营运能力方面，标的公司应收账款周转率45.42次，显著高于可比公司的3.96次、7.48次及17.90次，主要系两方面原因：一是销售模式差异，标的公司在非洲市场以经销卖断、直销预收为主，回款及时、应收账款占用较少；境内可比公司面向房地产商、家装公司及工程渠道，账期相对较长、应收规模较大。二是区域及行业差异，境内房地产链条调整后，可比公司应收账款回收放缓，周转率走低。该差异具有明确业务基础，并已在营运能力修正中量化考虑。

偿债能力方面，标的公司流动比率2.29高于可比公司，反映其短期偿债能力和流动性储备整体较好，与报告期经营现金流、货币资金余额及销售回款情况相匹配。研发投入方面，标的公司研发费用率0.20%低于可比公司，主要系标的公司研发活动以产品配方优化、原材料适配、生产工艺改进、节能降耗及良

率提升等生产型研发为主，境内可比公司作为 A 股上市主体产品系列更丰富、品牌及创新投入较高、研发归集口径较为完整。

（2）企业发展阶段对比情况

发展阶段方面，可比公司均为已上市且经营较为成熟的 A 股上市公司，主营以境内市场为主，受境内房地产链条调整及行业竞争加剧影响，2024 年和 2025 年营业收入呈不同程度下降，处于成熟期叠加阶段性调整阶段；标的公司目前处于规模扩张和品类拓展阶段，瓷砖为成熟主业，玻璃及洁具业务处于产能爬坡和市场渗透阶段，2025 年收入增长 72.75%、高于可比公司，整体仍处于较快增长阶段。

销售区域方面，可比公司主要销售区域为境内市场，所处宏观经济、政策及行业监管环境相对稳定，房地产周期影响较为显著；标的公司主要销售区域位于肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦等非洲国家，并辐射东非、西非及南部非洲多个市场，非洲市场城镇化、住房建设及基础设施投资仍处于持续推进阶段，需求增长基础与境内市场存在差异，同时标的公司面临汇率、政治法律环境、税收政策及跨境资金调拨等跨境经营风险。

业务结构及经营模式方面，可比公司中蒙娜丽莎产品结构相对集中于瓷砖，东鹏控股、箭牌家居涵盖瓷砖、卫浴及家居建材多品类；标的公司已形成“陶瓷+玻璃+洁具”多品类业务结构，核心产品与可比公司在瓷砖、卫生陶瓷等方面存在重叠。可比公司主要采用境内集中生产、经销加直销并辅以工程及零售渠道的模式；标的公司采用“海外属地化生产+深度经销”模式，在非洲多国建设生产基地，通过本地化生产降低运输及关税成本，依托品牌专卖店及经销商网络实现终端覆盖。两类经营模式在生产基地分布、供应链组织、客户结构及销售渠道方面存在差异，已在其他因素及区域因素修正中体现。

（3）销售区域对比情况

可比公司主要销售区域均为境内市场，包括东鹏控股、蒙娜丽莎、箭牌家居在国内一二三线城市及下沉市场的家装、工程、电商及零售渠道，所处宏观

经济、政策及行业监管环境相对稳定，房地产周期对其经营表现影响较为显著。

标的公司主要销售区域位于非洲多个国家，包括肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚、喀麦隆、科特迪瓦等，并通过区域贸易辐射东非、西非及南部非洲多个市场，少量产品销往美洲等其他海外区域。非洲市场城镇化、住房建设和基础设施投资仍处于持续推进阶段，市场需求增长基础与境内市场存在差异；同时，标的公司也面临汇率、政治法律环境、税收政策及跨境资金调拨等跨境经营风险。销售区域差异是标的公司与可比公司在估值层面的重要差异之一，本次评估通过区域因素修正对该差异进行了量化处理。

(4) 业务结构、产品种类和经营模式对比情况

业务结构方面，可比公司中，东鹏控股主营瓷砖、岩板、卫浴、辅材及整装家居等多品类产品；蒙娜丽莎主营瓷砖产品，产品结构相对集中；箭牌家居主营卫生陶瓷、龙头五金、浴室家具、浴缸浴房及建筑陶瓷等卫浴及家居建材产品。标的公司主营瓷砖、玻璃和洁具，已形成“陶瓷+玻璃+洁具”的多品类业务结构。从产品种类看，可比公司与标的公司在建筑陶瓷、卫生陶瓷等核心产品上存在重叠，在产品应用场景、生产工艺、装备技术等方面具有较高相似性。

经营模式方面，可比公司主要采用境内集中生产、经销加直销并辅以工程渠道、家装渠道和零售渠道的销售模式，客户结构涵盖大型房地产商、家装公司、电商平台及终端零售客户。标的公司采用“海外属地化生产+深度经销”的经营模式，在非洲多个国家建设生产基地，通过本地化生产降低运输成本和关税成本，并依托品牌专卖店及经销商网络实现终端覆盖，主要客户包括非洲及美洲地区的大型工程承包商、建材分销商、房地产开发商及零售终端客户。两类经营模式在生产基地分布、供应链组织、客户结构和销售渠道方面存在差异，本次评估中已通过其他因素修正等环节体现该等差异。

(5) 与可比公司可比性的综合分析

综合上述对比，标的公司与可比公司具有以下方面的可比性：第一，行业

属性基本一致，均属于建筑陶瓷及相关建材制造行业，核心产品建筑陶瓷、卫生陶瓷等存在较高重叠；第二，生产工艺和装备特征相似，均属于资产投入较大、生产规模化、固定成本占比较高的重资产制造业；第三，下游需求驱动因素类似，均与房地产建设、住房改善、商业建筑及基础设施投资相关；第四，主要财务数据均可通过公开渠道获取，市场估值倍数具备可比性基础。

同时，标的公司与可比公司在销售区域、发展阶段、经营模式及经营风险方面存在差异。销售区域方面，可比公司主要面向境内市场，标的公司主要面向非洲市场；发展阶段方面，可比公司处于成熟期叠加阶段性调整阶段，标的公司处于规模扩张和品类拓展阶段；经营模式方面，标的公司采用海外属地化生产和深度经销模式，与境内可比公司存在差异；经营风险方面，标的公司面临跨境经营、汇率波动、政治法律及税收政策差异等风险。

针对上述差异，本次评估在确定 EV/EBITDA 价值比率时，分别从交易日期、交易情况、发展阶段、经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力、研发投入、其他因素及区域因素等维度对可比公司进行了量化修正，对差异较为显著的发展阶段、其他因素（客户开发和行业地位）及区域因素分别给予了不同方向和幅度的调整。整体而言，本次选取的可比公司与标的公司在行业属性、产品类别、生产模式及估值基础等方面具有可比性，差异部分已通过价值比率修正进行处理，可比性分析具有合理性。

（二）选取 EV/EBITDA 作为价值比率的原因及合理性，是否符合行业及可比交易惯例，P/E、P/S、P/B 等其他价值比率的适用性、相关性分析结果以及市场法估值结果，并进一步分析选取 EV/EBITDA 作为价值比率的合理性和稳健性

1、选取 EV/EBITDA 作为价值比率的原因及合理性，是否符合行业及可比交易惯例

（1）价值比率体系及本次选取过程

价值比率通常以企业价值或股权价值作为分子，以与企业价值密切相关的

财务指标或非财务指标作为分母，用以反映同行业资产的市场定价倍数。常用的价值比率体系包括资产价值比率（如 P/B）、收入价值比率（如 EV/Sales、P/S）及盈利价值比率（如 P/E、EV/EBIT、EV/EBITDA）。本次评估对上述价值比率的适用性进行了分析，并最终选用 EV/EBITDA 作为本次市场法的价值比率。

（2）选取EV/EBITDA作为价值比率的原因

第一，EV/EBITDA 能够较好反映建筑陶瓷及相关建材制造行业的核心盈利能力。该行业属于资产投入较大的重资产制造业，生产设备、窑炉、厂房等长期资产占比较高、折旧摊销规模较大，且不同企业在设备使用年限、产能规模、折旧政策和资本结构上存在差异，会对净利润、息税前利润形成扰动。EBITDA 剔除了折旧摊销、利息支出及所得税影响，能够较好剔除折旧政策和资本结构差异，更能反映企业经营活动形成的核心盈利能力。

第二，EV/EBITDA 能够与企业整体价值口径形成对应。EV 为企业整体价值，包含权益价值与付息债务价值，反映企业全部资本来源对应的经营价值；EBITDA 为剔除利息影响后的息税折旧摊销前利润，与企业整体经营活动产生的现金流口径相匹配，两者匹配使用能够较好体现企业整体经营价值，并通过加回付息债务的方式与权益估值结合。

第三，EV/EBITDA 有助于降低不同企业资本结构差异对估值的影响。标的公司与可比公司在债务规模、付息债务结构及财务费用水平方面存在差异，EV/EBITDA 在分子端包含付息债务、分母端剔除利息支出，能够在一定程度上中和资本结构差异对估值倍数的扰动，提高可比公司之间的可比性。

（3）是否符合行业及可比交易惯例

从行业惯例看，在建筑陶瓷、家居建材、卫浴及相关重资产制造行业的资本市场估值中，EV/EBITDA 是较为常用的价值比率之一，在该类企业的并购重组估值及券商研究报告中，EV/EBITDA 与 P/E 同为主要参考估值指标。从价值比率选择逻辑看，近年 A 股建材、消费品及制造业类重大资产重组项目中，市场法价值比率的选择通常根据标的资产的盈利稳定性、资本结构特征及资产负债情

况确定：对于盈利已较为稳定、资本投入较大、折旧摊销影响较为显著的标的资产，较多选择 EV/EBITDA 作为价值比率；对于盈利能力波动较大或资产负担较轻的标的资产，则可能选用 EV/Sales 或 P/E 等比率。标的公司属于资本投入较高、近年盈利已较为稳定且具备规模的重资产制造企业，选用 EV/EBITDA 作为价值比率符合上述选择逻辑。

从可比交易实践看，以 EV/EBITDA 作为市场法价值比率在不同行业的并购重组项目中应用较为广泛，已成为重资产或盈利相对稳定标的市场法评估的常见选择。例如，中芯国际（688981.SH）收购中芯北方集成电路制造（北京）有限公司股权，标的为半导体晶圆代工资产，市场法以 EV/EBITDA 为价值比率、经多维度修正后倍数为 10.60 倍；湖南华升（600156.SH）收购北京易信科技有限公司股权，标的为 IDC 互联网数据中心，市场法以 EV/EBITDA 为价值比率、经财务驱动因素修正后倍数为 20.02 倍。上述案例覆盖半导体、互联网数据中心等不同行业，最终均选用 EV/EBITDA 作为市场法价值比率，且普遍采用对可比公司差异进行量化修正、并结合缺乏流动性折扣进行调整的处理路径。

综上，本次评估选用 EV/EBITDA 作为价值比率，并对可比公司进行多维度量化修正、结合新股发行定价方式测算缺乏流动性折扣，与建筑陶瓷及相关重资产制造行业的估值惯例及上述可比交易案例的处理方式一致，符合行业及可比交易惯例。

2、P/E、P/S、P/B 等其他价值比率的适用性、相关性分析结果以及市场法估值结果

（1）P/E（市盈率）的适用性分析

P/E 为权益市值与净利润的比率，反映了投资者为获得一单位净利润所愿意支付的价格。P/E 适用于盈利能力稳定、资本结构相对接近、折旧摊销政策一致性较高的企业之间比较。但在本次评估中，标的公司与可比公司在资本结构（标的公司付息债务规模与权益规模与可比公司存在差异）、折旧摊销政策（标的公司海外重资产投入较大，折旧摊销规模较高）、所得税率（标的公司经营涉及多个非洲国家，所得税率与境内可比公司不同）等方面存在差异，单纯采用

P/E 进行比较可能受到上述非经营性因素影响，因此本次评估未采用 P/E 作为主要价值比率。

(2) P/S（市销率）的适用性分析

P/S 为权益市值与营业收入的比率，主要适用于尚未实现稳定盈利、盈利水平波动较大或处于早期成长阶段的企业。标的公司 2024 年和 2025 年均已实现较大规模收入和利润，盈利能力已能够较好反映企业价值，采用 P/S 可能弱化盈利能力差异对估值的影响，难以充分反映企业内在盈利价值，因此本次评估未采用 P/S 作为主要价值比率。

(3) P/B（市净率）的适用性分析

P/B 为权益市值与所有者权益账面价值的比率，更适用于以净资产为主要价值基础的金融、地产、资源类企业，或者历史成本与公允价值差异较小的企业。建筑陶瓷及相关建材制造企业价值中包含较多无法在账面充分体现的渠道、品牌、区域市场覆盖、本地化经营经验等价值要素；同时，标的公司及可比公司账面所有者权益规模与企业价值之间相关性较弱，P/B 难以充分反映其核心价值来源，因此本次评估未采用 P/B 作为主要价值比率。

(4) 其他价值比率的相关性分析及估值结果

本次评估在选定 EV/EBITDA 作为最终价值比率的同时，对 P/E、P/S、P/B 等价值比率亦进行了相关性分析。可比公司 P/E、P/S 及 P/B 等价值比率与 EV/EBITDA 之间存在方向性一致，但分散度较高，受到可比公司资本结构、折旧政策及非经常性损益等因素的影响。以 P/E 为例，可比公司间 P/E 倍数差异较大，部分公司 2024 年和 2025 年盈利能力出现阶段性波动，导致 P/E 倍数稳定性较弱；P/S 和 P/B 则受可比公司所属细分业务结构和资产构成差异影响，离散度同样较为明显。因此，本次最终选取 EV/EBITDA 作为主要价值比率，而未将 P/E、P/S、P/B 作为主要价值比率，其他价值比率主要用于辅助参考和合理性验证，未对评估结论形成实质性影响。

3、选取 EV/EBITDA 作为价值比率的合理性和稳健性

第一，EV/EBITDA 与标的公司行业属性和经营特征匹配度较高。标的公司属于资本投入较大、折旧摊销规模较高、盈利能力已逐步稳定的重资产制造企业，EV/EBITDA 能够较好剔除资本结构和折旧政策对盈利指标的影响，有助于聚焦企业核心经营盈利能力。

第二，EV/EBITDA 能够与企业整体价值口径形成对应。本次市场法评估通过可比公司 EV/EBITDA 倍数与标的公司 EBITDA 相乘得到企业整体价值，扣减付息债务后即可得到股东全部权益价值，整体估值链条较为完整。

第三，EV/EBITDA 倍数受短期非经常性损益和资本结构差异影响相对有限。相较 P/E 倍数，EBITDA 剔除了折旧摊销、利息和所得税等项目对盈利的影响，使得不同企业间的倍数比较具有更强的可比基础。

第四，本次以可比公司经审计或公开披露的近 12 个月 EBITDA 为基础测算价值比率，并通过量化修正对可比公司在交易日期、交易情况、发展阶段、经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力、研发投入、其他因素及区域因素方面与标的公司的差异进行处理，提升了 EV/EBITDA 倍数应用于本次估值的稳健性。

第五，从结果稳健性看，本次估值采用的可比公司经修正后 EV/EBITDA 为 7.02 倍，与可比公司 EV/EBITDA 算术平均 7.33 倍和中位数 6.87 倍较为接近，市场法评估结果与收益法评估结果差异率为 15.07%，差异处于合理范围，估值结论具有稳健性。

（三）对价值比率进行修正所选取的各项修正指标、权重分配、指标修正幅度、打分计算方式等修正过程以及整体修正幅度是否符合行业及可比交易惯例

本次评估在确定 EV/EBITDA 价值比率时，从交易日期、交易情况、发展阶段、经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力、研发投入、其他因素及区域因素十个维度对可比公司与标的公司之间的差异进行了量化修正。现就各项修

正指标的选取、权重分配、修正幅度及打分方式说明如下：

1、修正指标的选取依据

本次修正指标的设置遵循“涵盖经营基本面主要维度+反映标的公司与可比公司主要差异”的原则。具体而言：交易日期和交易情况主要用于核查可比公司价格的时点一致性和公允性；发展阶段主要通过收入增长率反映企业所处生命周期阶段；经营规模通过资产规模反映企业体量；偿债能力通过流动比率和利息保障倍数反映短期和长期偿债能力；营运能力通过应收账款周转率和净资产周转率反映企业资产运营效率；盈利能力通过销售毛利率和总资产报酬率反映企业获利水平；研发投入通过研发费用率反映企业创新投入水平；其他因素和区域因素则主要针对客户开发、行业地位、销售区域等定性差异给予调整。

上述十项修正指标涵盖了发展阶段、规模、偿债、运营、盈利、研发、市场和区域等经营基本面主要维度，符合A股建筑陶瓷、家居建材及相关制造业市场法评估中常见的修正指标体系。

2、权重分配及打分计算方式

在指标权重方面，偿债能力修正中流动比率和利息保障倍数权重各为50%，营运能力修正中应收账款周转率和净资产周转率权重各为50%，盈利能力修正中销售毛利率和总资产报酬率权重各为50%，体现对短期与长期、内外部经营能力的均衡考虑；其他维度修正指标各自独立计算修正系数。

在打分方式上，本次评估以标的公司各项指标作为基准（基准值统一为100），按照各项指标的具体数值高低及方向（正向或反向）对可比公司分别进行打分，并根据指标差异的相对幅度确定打分系数。对于正向修正指标（指标越大对企业价值越有利），可比公司指标值高于标的公司则向上修正，反之向下修正；对于反向修正指标（指标越大对企业价值越不利），调整方向相反。

3、指标修正幅度及修正结果

本次评估对蒙娜丽莎、箭牌家居、东鹏控股各项修正指标的打分系数情况如下：

修正维度	蒙娜丽莎	箭牌家居	东鹏控股
交易日期修正	100.0	100.0	100.0
交易情况修正	100.0	100.0	100.0
发展阶段修正	95.0	95.0	95.0
经营规模修正	98.0	100.0	103.0
偿债能力修正	100.0	95.0	101.5
营运能力修正	96.5	98.5	95.0
盈利能力修正	97.0	97.0	97.0
研发投入修正	105.0	105.0	105.0
其他因素修正	115.0	115.0	115.0
区域因素修正	115.0	115.0	115.0

从修正幅度看，单项修正幅度集中在±5个百分点以内，对经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力差异较小的指标基本采用接近100的打分系数，未出现单项过度修正的情形；对发展阶段（标的公司收入快速增长，可比公司收入下降）、研发投入（标的公司研发费用率低于可比公司）、其他因素（可比公司客户开发程度和行业地位高于标的公司）及区域因素（可比公司主要面向境内市场，经营环境相对稳定）等显著差异维度，单项修正幅度为±5至±15个百分点。

整体修正幅度方面，可比公司经多维度修正后EV/EBITDA对应的综合修正系数处于合理区间，未通过单一维度大幅修正或多维度过度修正显著拉低可比公司倍数水平。最终标的公司可比EV/EBITDA倍数为7.02，处于可比公司EV/EBITDA倍数（蒙娜丽莎10.58、箭牌家居10.57、东鹏控股4.56）之间，未出现明显偏离。

4、与行业及可比交易惯例的一致性

本次修正指标的选取（发展阶段、经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力、研发投入、其他因素及区域因素）与近期A股制造业类重大资产重组、并购项目中市场法修正体系基本一致。类似可比交易案例中，评估机构通常以发展阶段、经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力等财务及非财务指标为

修正基础，对涉及海外经营或区域风险显著差异的项目，还会单独引入区域因素或政策因素修正。本次评估修正过程逻辑清晰，权重设置合理，单项打分幅度未出现明显偏离，整体修正结果与可比公司倍数水平具有较强的对应关系，符合行业及可比交易惯例。

（四）流动性折扣率的计算方式及取值结果与可比交易案例的可比性

1、流动性折扣率的计算方式

本次市场法评估采用上市公司比较法，可比公司价值基础为评估基准日二级市场市值，对应权益资产具有较强流动性；而标的公司股权为非上市公司股权，流动性较低。为反映标的公司股权与可比公司二级市场股票之间的流动性差异，本次评估在测算过程中引入缺乏流动性折扣，对可比公司二级市场市值进行向下调整后再计算 EV，形成与标的公司可比的非上市股权口径价值比率。

本次流动性折扣率采用“新股发行定价估算方式”进行测算。新股发行定价估算方式以国内 A 股 IPO 新股发行价与其上市后一定时点收盘价之间的差异作为反映非上市股权与上市股权价值差异的实证依据。基本原理在于：IPO 首发价格通常代表非上市状态下的股权发行定价，上市后一定时点的二级市场收盘价代表流动性显著增强后的股权交易价格，两者之差近似反映了由非上市状态进入上市状态所获得的流动性溢价，其相对值即可作为缺乏流动性折扣率。

2、流动性折扣率的具体取值过程

本次评估根据筛选后可比公司所属细分行业分类，收集了在该行业分类下距评估基准日上市满一年的所属行业新股发行价数据，并分别研究其与上市后第 90 交易日、120 交易日、250 交易日收盘价之间的关系。综合考虑新股上市后短期价格波动较大、中长期价格趋于稳定的实证经验，本次评估选用上市后第 120 交易日的流动性折扣率作为本项目流动性折扣的取值依据。经测算，所选样本上市后第 120 交易日流动性折扣率算术平均为 37.29%，本次评估将该比例确定为本项目缺乏流动性折扣率。

3、流动性折扣率与可比交易案例的可比性

从 A 股近年市场法估值案例及监管问询回复看，缺乏流动性折扣的测算方法主要包括以下几种：第一，新股发行定价估算方式，即采用 IPO 发行价与上市后某一时点收盘价之间的差异确定流动性折扣率；第二，限售股流通价差方式，即采用限售股解禁前后股价变动幅度估算流动性折扣率；第三，参考期权定价模型方法，即基于 Black-Scholes 或类似模型测算流动性期权价值。其中，新股发行定价估算方式因数据来源公开、口径透明、样本量充足、可重复验证，在 A 股市场法估值实践中应用较为广泛。

本次评估采用新股发行定价估算方式，并以上市后第 120 交易日作为取值时点，主要基于以下考虑：上市后 90 日内股票价格仍可能受市场情绪和短期资金面影响波动较大；上市后 250 日的价格则可能受公司基本面变化和市场环境长期变化影响，与首发时的流动性溢价对应关系相对减弱；上市后 120 日处于上市初期波动减弱、市场基本面影响尚未充分释放的相对中间时点，能够较好反映由非上市状态进入上市状态所对应的流动性溢价水平。

从可比交易案例看，A 股市场建材、消费品、制造业及医疗等领域近年重大资产重组项目中，缺乏流动性折扣率取值范围通常在 20%至 40%之间。本次 37.29%的流动性折扣率处于上述可比交易案例区间，与可比交易案例具有可比性。不同案例中流动性折扣率受所选样本时间区间、样本数量、上市时点选择及行业差异等因素影响，存在一定差异。本次评估所选样本均为 A 股新股发行定价数据，数据来源公开透明，样本量较为充足，测算方法与 A 股市场法评估实践具有较强一致性，整体取值具有合理性。

二、评估师核查程序与核查意见

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了如下核查程序：

1、查阅本次评估报告及评估说明，了解市场法可比公司筛选过程、价值比率选择依据、可比公司数据来源、价值比率修正过程及流动性折扣率取值方法；

2、复核可比公司的二级市场市值、付息债务、非经营性资产负债、少数股东权益、EBITDA 等关键参数的取数依据和计算过程；

3、查阅可比公司 2024 年年度报告、2025 年三季度报告及定期报告，对其主营业务、产品结构、销售区域、客户结构、盈利能力、营运能力及偿债能力等指标进行核对；

4、查阅 A 股建材、家居及制造业类近年重大资产重组、IPO 及再融资项目中市场法可比公司选取、价值比率选取、修正指标设置及流动性折扣率取值情况，分析本项目处理方式与行业惯例的一致性；

5、对市场法估值结果与收益法估值结果进行对比分析，了解两种方法估值差异原因及交叉验证情况。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次市场法可比公司的筛选系按照所处行业、上市时间、股票波动率及细分业务结构等多维度筛选标准逐步筛选确定，最终选取东鹏控股、蒙娜丽莎、箭牌家居三家 A 股上市公司，筛选过程及标准与可比交易惯例基本一致，可比公司与标的公司在行业属性、产品类别及估值基础上具有一定可比性；

2、本次价值比率选取 EV/EBITDA，符合建筑陶瓷、家居建材等重资产制造行业的估值惯例及可比交易案例处理方式，能够较好反映企业核心经营盈利能力，并降低折旧摊销政策和资本结构差异对估值的扰动；P/E、P/S、P/B 等其他价值比率在本项目中适用性相对有限，未作为主要价值比率使用具有一定合理性；

3、本次价值比率修正所选取的修正指标涵盖发展阶段、经营规模、偿债能力、营运能力、盈利能力、研发投入、其他因素和区域因素等多个维度，权重分配合理，单项修正幅度未出现明显偏离，整体修正幅度与可比公司倍数水平形成合理对应，符合行业及可比交易惯例；

4、本次流动性折扣率采用新股发行定价估算方式，以上市后第 120 交易日

的流动性折扣率算术平均 37.29%作为取值依据，数据来源公开透明，与 A 股建材、家居及制造业类近年重大资产重组项目中流动性折扣率取值水平及测算方法具有可比性；

5、本次市场法评估在可比公司筛选、价值比率选取、价值比率修正及流动性折扣率取值方面，处理逻辑较为清晰，与行业及可比交易惯例基本一致，市场法评估结果与收益法评估结果差异率为 15.07%，处于合理范围，本次市场法评估具有一定合理性。

问题12. 关于标的公司采购和供应商

根据申报材料，（1）标的公司生产所需的原材料主要为泥砂料、化工料和包装材料等；除釉料、化工料等原材料主要从中国进口以外，其他生产用胚料主要由非洲当地供应；报告期内，标的公司主要原材料的合计采购金额分别为127,362.10万元和132,954.02万元，2025年采购额增速明显低于收入增速；（2）报告期内，标的公司前五大原材料供应商的合计采购金额占当期原材料采购总额的比例分别为24.21%和19.03%，主要供应商存在一定变动；（3）报告期内，标的公司生产所需的能源主要为电力、天然气、煤、柴油、重油等；报告期内，标的公司能源合计采购金额分别为82,547.66万元和126,884.48万元，各类能源的采购量变动趋势存在较大差异；根据公开信息，受美伊冲突影响，国际石油、天然气价格出现较大幅度上涨。

请在重组报告书中补充披露：区分境内外采购，列示标的公司报告期内原材料和能源的采购金额及占比，选择境内或境外采购的原因及依据，并分析变动情况及原因。

请公司披露：（1）标的公司报告期内主要原材料的来源国、采购金额及占比，非洲地区主要供应商情况及供应的稳定性；（2）标的公司报告期内各类产品主要原材料采购单价的变动情况及原因，预计变动趋势以及标的公司的应对措施；结合市场公开价格、向不同供应商的采购价格、同行业可比公司的采购价格等，分析原材料采购价格的公允性；（3）报告期内各类产品主要原材料的采购量、使用量与成品产量的匹配性，并分析原材料实际投入产出比与理论投入产出比的差异情况及原因；（4）报告期内标的公司各类产品的能源消耗量与产品产量的匹配性；结合公开市场价格、期后采购等，分析各类能源采购价格的变动情况及预计变动趋势，标的公司的应对措施及有效性，并进一步分析对标的公司未来经营业绩及本次交易估值的影响。

请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见，请评估师对事项（4）进行核查并发表明确意见。

回复：

（四）报告期内标的公司各类产品的能源消耗量与产品产量的匹配性；结合公开市场价格、期后采购等，分析各类能源采购价格的变动情况及预计变动趋势，标的公司的应对措施及有效性，并进一步分析对标的公司未来经营业绩及本次交易估值的影响

1、报告期内标的公司各类产品能源消耗量与产品产量的匹配性

报告期内，标的公司境外生产主体使用主要能源情况如下：

公司名称	产品	电力	煤炭	天然气
科达加纳公司	瓷砖、洁具	√	不适用	√
科达坦桑尼亚公司	瓷砖	√	√	不适用
	玻璃	√	不适用	√
科达肯尼亚公司	瓷砖	√	√	不适用
科达肯尼亚国际公司	瓷砖、洁具	√	√	不适用
科达塞内加尔公司	瓷砖	√	√	不适用
科达赞比亚公司	瓷砖	√	√	不适用
科达喀麦隆公司	瓷砖	√	不适用	√
科达科特迪瓦公司	瓷砖	√	√	不适用

（1）瓷砖

标的公司瓷砖产品主要使用电力、煤炭和天然气进行生产。标的公司电力来源于外部采购或者自有设备发电，用于工厂各类生产设备运转；同时由于工厂设计及当地资源禀赋差异，标的公司使用煤炭或者天然气用于窑炉燃烧，具体能源耗用及产量情况如下：

项目	耗用情况	2025 年度	2024 年度
电力	耗用电量（万千瓦时）	39,125.82	31,554.36
	产量（万平方米）	20,546.33	17,644.76
	单位产量耗用电量（千瓦时/平方米）	1.90	1.79
煤炭	煤炭耗用（吨）	455,327.63	410,740.58
	使用煤炭瓷砖产量（万平方米）	11,828.54	10,287.44
	单位产量耗用煤炭（吨/万平方米）	38.49	39.93

项目	耗用情况	2025 年度	2024 年度
天然气	天然气耗用（万立方米）	16,195.84	13,651.44
	使用天然气瓷砖产量（万平方米）	8,717.79	7,357.31
	单位产量耗用天然气（立方米/平方米）	1.86	1.86

注 1：标的公司为了保证电力持续供应、避免电力中断影响瓷砖生产而使用自有设备发电；
 注 2：科达坦桑尼亚公司、科达赞比亚公司、科达塞内加尔公司、科达肯尼亚公司、科达科特迪瓦公司和科达肯尼亚国际公司瓷砖产线中的窑炉使用煤炭进行生产；
 注 3：科达喀麦隆公司和科达加纳公司瓷砖产线中的窑炉使用天然气进行生产。

报告期内，标的公司瓷砖产品单位产量耗用电量分别为 1.79 千瓦时/平方米和 1.90 千瓦时/平方米，总体变化不大，2025 年度瓷砖产品单位产量耗用电量略有上升，主要系 2025 年度标的公司大尺寸产品占比有所增加所致。报告期内，标的公司使用煤炭用于窑炉燃烧的瓷砖产线，单位产量耗用煤炭 39.93 吨/万平方米和 38.49 吨/万平方米，单位产量耗用煤炭量波动较小；标的公司使用天然气用于窑炉燃烧的瓷砖产线，单位产量耗用天然气 1.86 立方米/平方米和 1.86 立方米/平方米，单位产量耗用天然气量波动较小。

（2）玻璃

标的公司玻璃产品主要使用电力和天然气进行生产。标的公司电力来源于外部采购或者自有设备发电，用于工厂各类生产设备运转；天然气来源于外采，用于熔炉燃烧，具体情况如下：

项目	2025 年度	2024 年度
耗用电量（万千瓦时）	5,186.36	1,496.98
产量（万吨）	35.39	7.77
单位产量耗用电量（千瓦时/吨）	146.55	192.73
天然气耗用（万立方米）	7,195.80	1,876.57
产量（万吨）	35.39	7.77
单位产量耗用天然气（立方米/吨）	203.33	241.61

注：标的公司为了保证电力持续供应、避免电力中断影响玻璃生产而使用自有设备发电。

报告期内，标的公司玻璃产品单位产量耗用电量分别为 192.73 千瓦时/平方米和 146.55 千瓦时/平方米，单位产量耗用天然气分别为 241.61 立方米/吨和 203.33 立方米/吨，2025 年度较 2024 年度均有所下降，一方面系标的公司坦桑尼亚玻璃一厂、二厂分别于 2024 年 9 月、11 月投产，投产初期产能利用率处

于爬坡阶段，规模效应尚未体现；另一方面系玻璃厂投产初期需要进行热炉、调试等步骤，相关步骤消耗了电力、天然气等能源但未有产品产出，导致 2024 年度单位产品能源消耗相对较高。

(3) 洁具

标的公司洁具产品主要使用电力、煤炭、天然气进行生产。标的公司电力来源于外部采购或者自有设备发电，用于工厂各类生产设备运转；天然气和煤炭来源于外采，用于熔炉燃烧，具体情况如下：

项目	耗用情况	2025 年度	2024 年度
电力	耗用电量（万千瓦时）	1,027.64	1,009.54
	产量（万件）	277.57	201.32
	单位产量耗用电量（千瓦时/件）	3.70	5.01
煤炭	煤炭耗用（吨）	5,798.80	7,286.41
	使用煤炭洁具产量（万件）	277.57	201.32
	单位产量耗用煤炭（千克/件）	2.09	3.62
天然气	天然气耗用（万立方米）	240.46	199.72
	使用天然气洁具产量（万件）	277.57	201.32
	单位产量耗用天然气（立方米/件）	0.87	0.99

注 1：标的公司为了保证电力持续供应、避免电力中断影响玻璃生产而使用自有设备发电；

注 2：科达肯尼亚国际公司洁具产线中的窑炉使用煤炭进行生产；

注 3：科达加纳公司洁具产线中的窑炉使用天然气进行生产。

报告期内，标的公司洁具产量分别为 201.32 万件和 277.57 万件，2025 年度标的公司洁具产品单位产量耗用电量、煤炭和天然气均出现一定程度下滑，一方面系标的公司洁具产品产能利用率及产品良率均大幅提升，降低了洁具产品单位产量能源耗用；另一方面系标的公司洁具产品主要由台柱、台盆、马桶、盖板、洗手盆等构成，洁具产品种类较多，不同种类洁具产品在尺寸大小、原材料及能源耗用量上存在明显差异，导致标的公司 2024 年度和 2025 年度洁具产品单位产量能源耗用存在一定差异。

报告期内，标的公司采购柴油分别为 1,103.84 万升和 1,138.47 万升，总体采购数量不大，主要用于运输设备燃料灌注及工厂发电，对应发电量已计入

瓷砖产品电力耗用统计；报告期内，仅科达塞内加尔公司采购重油，采购数量分别为 1.38 万吨和 1.35 万吨，总体采购数量较小，科达塞内加尔公司采购重油主要用于工厂发电，对应发电量已计入瓷砖产品电力耗用统计。

综上所述，报告期内，标的公司各类产品能源消耗量与产品产量具备匹配性。

2、结合公开市场价格、期后采购等，分析各类能源采购价格的变动情况及预计变动趋势，标的公司的应对措施及有效性，并进一步分析对标的公司未来经营业绩及本次交易估值的影响

(1) 结合公开市场价格、期后采购等，分析各类能源采购价格的变动情况及预计变动趋势

2024 年度、2025 年度和 2026 年 1-4 月，标的公司电力、天然气和煤炭的采购价格情况如下：

项目	2026 年 1-4 月	2025 年度	2024 年度
电力（元/度）	0.68	0.75	0.73
天然气（元/立方米）	2.00	1.89	1.41
煤炭（元/吨）	862.11	838.00	855.49

1) 电力

2024 年度、2025 年度和 2026 年 1-4 月，标的公司电力采购价格分别为 0.73 元/度、0.75 元/度和 0.68 元/度，总体采购价格相对平稳。标的公司境外生产主体均备有发电装置，采用光伏设备、重油或者柴油发电装置进行发电，以保证电力持续供应、避免电力中断影响生产。

2) 天然气

2024 年度、2025 年度和 2026 年 1-4 月，标的公司天然气采购价格分别为 1.41 元/立方米、1.89 元/立方米和 2.00 元/立方米。标的公司天然气采购价格为当地基础能源价格或国际大宗商品市场价格加上运输、清关等成本，2025 年度标的公司天然气单价上涨较多，主要系标的公司主要生产国加纳工厂从 2025

年3月开始政府取消了天然气补贴，天然气单价由1.13元每立方米调整至1.93元每立方，2026年1-4月标的公司天然气采购价格逐步趋于平稳。

标的公司境外生产主体中采用天然气作为主要能源动力的包括科达加纳公司、科达喀麦隆公司以及科达坦桑尼亚公司玻璃产线。科达加纳公司使用的天然气主要产自加纳本国，通过管道进行运输，另有部分从尼日利亚进口，供应风险小，价格相对有所浮动，但总体可控；科达喀麦隆公司所使用的天然气采购自喀麦隆本国近岸的天然气，供应稳定性较强，天然气价格短期内调整幅度较小；科达坦桑尼亚公司玻璃产线所使用的天然气全部为坦桑尼亚本国开采，产能富裕且不依赖进口，供应稳定性较强，天然气价格短期内调整幅度较小。

3) 煤炭

2024年度、2025年度和2026年1-4月，标的公司煤炭采购价格分别为855.49元/吨、838.00元/吨和862.11元/吨。标的公司煤炭采购价格为当地基础能源价格或国际大宗商品市场价格加上海运、清关等成本。标的公司的煤炭主要从东非坦桑尼亚和南非采购，煤炭现货价格受国际原油等能源价格联动影响，2026年以来价格总体略有上涨所致。

综上所述，标的公司电力、天然气和煤炭等能源的采购单价总体趋于平稳。

(2) 标的公司建立了有效的风险应对机制，能源采购价格波动不会对未来业绩产生不利影响

受国际能源价格联动影响，标的公司煤炭和天然气采购成本略有上涨，但总体供应风险较小。标的公司已通过属地化供应布局、政府政策协调及自身配套设施升级，建立了有效的风险应对机制。随着中东地缘冲突逐步平息，国际能源价格回落，预计未来能源采购成本变动将趋于稳定，不会对公司的持续盈利能力及未来业绩产生重大不利影响。

(3) 本次交易估值具备合理性，能源采购价格波动不会对本次交易估值产生不利影响

2026年以来国际能源价格波动主要系中东地区地缘政治冲突升级后，原油、

天然气及成品油供应预期趋紧所致。由于非洲部分国家和地区在能源供应方面与国际市场联系较为紧密，国际能源价格波动会通过燃料动力采购、物流运输以及部分辅助生产环节逐步向当地制造业传导，标的公司所在地区亦不可避免受到一定影响。

从经营传导机制看，国际能源价格变化对企业成本端的影响通常仍需结合当地能源定价机制、企业采购周期、库存安排、订单执行节奏以及单位成本结构等因素综合判断，相关影响并非即时、线性和等比例反映于企业实际经营成本。因此，判断该等事项是否对企业未来成本预测形成实质影响，仍应以企业近期实际采购价格变化、成本结构变动及经营执行情况为主要依据，而不宜仅依据外部情况变化直接推导未来成本显著上升。

从后续变动情况看，若国际能源价格受地缘政治冲突影响持续处于高位，该等影响不属于针对标的公司单一主体的个别因素，而是制造业企业普遍面临的外部经营环境变化，具有一定行业共性。在原材料、能源及物流成本普遍承压的情况下，行业内企业通常会结合市场供需关系、客户合作模式、订单履行安排等情况，对相关成本压力进行逐步消化和传导。因此，若该等影响持续，对企业经营的影响更多体现为行业成本中枢的整体变化，而不是对标的公司核心经营能力、生产组织能力或市场竞争格局形成单独的不利冲击。该类事项对企业短期利润水平可能形成一定扰动，但对标的公司核心经营竞争能力的影响相对有限。

2026 年以来国际能源价格波动，与前期国际公共卫生事件、俄乌冲突等事项具有一定相似性，均属于企业正常经营预测过程中难以提前准确预见、且难以在评估基准日可靠量化的外部特殊扰动因素。该类因素的发生时间、持续周期、影响范围及传导程度，通常受国际政治经济形势、区域政策变化及全球供应链调整等多重因素影响，具有较强不确定性。在收益法评估中，管理层对未来经营的预测主要基于评估基准日时点可获取的信息、当时的经营环境、在手订单、已有采购安排、历史经营表现以及对未来市场的综合判断形成。对于该等突发性较强、持续时间及影响程度尚无法合理确定的特殊事项，管理层未在

本次预测中单独设置专项参数予以量化反映，而是在评估假设中对宏观经济波动、市场环境变化及其他不可预见因素可能带来的影响进行了原则性揭示，具备合理性。

综上所述，近期国际能源市场波动及其对非洲当地能源采购价格的影响，客观上对标的公司所处外部经营环境形成了一定扰动，但该影响目前尚未显示出足以单独改变营业成本预测基础的情形。若后续相关因素持续存在，其对制造业企业的影响亦具有一定行业普遍性，相关成本压力通常会在产业链中逐步传导和消化，对标的公司核心经营竞争能力的影响相对有限。同时，该类地缘事件属于评估基准日后具有突发性和不确定性的宏观经济扰动因素，其影响程度和持续时间较难准确判断，管理层在本次预测中未对其进行专项量化考虑，符合评估基准日时点的经营判断基础和收益法评估的一般逻辑。因此，本次营业成本预测整体上具备合理性，能源采购价格波动不会对本次交易估值产生不利影响。

三、评估师核查程序与核查意见

（一）核查程序

针对上述问题（4），评估师履行了以下核查程序：

1、查阅标的公司能源采购耗用明细表，了解标的公司与主要能源供应商的交易情况，并对主要能源供应商进行了走访、函证等实质性程序；

2、访谈标的公司管理层，了解标的公司针对能源采购价格波动所建立的风险应对机制及其有效性，了解能源采购价格波动对本次交易估值的影响。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

报告期内，标的公司各类产品能源消耗量与产品产量具备匹配性；结合期后采购价格来看，标的公司电力、天然气和煤炭等能源的采购单价总体趋于平稳；标的公司建立了有效的风险应对机制，能源采购价格波动不会对未来业绩产生重大不利影响；本次交易估值具备合理性，能源采购价格波动不会对本次

交易估值产生重大不利影响。

问题16. 关于标的公司股份支付

根据申报材料，（1）本次交易对手方泰安福锦和泰安福豪为标的公司实施股权激励的员工持股平台，交易对价中股份及现金支付比例分别为 60%和 40%；（2）2024 年 4 月标的公司发生股权转让，森大公司将其持有的标的公司 824.51 万元出资额分别转让给佛山福诚、佛山福精、佛山福团、佛山福进、佛山福奋、佛山福衷；（3）收益法评估下，预测期内管理费用中包含股份支付费用，2026 年至 2030 年股份支付合计金额为 19,268.64 万元。

请公司披露：（1）报告期内股份支付计入成本、费用的金额，标的公司股权激励计划的主要内容，股权激励授予日、等待期、公允价值的确定依据及准确性，股份支付金额的计算是否准确，是否符合《企业会计准则》的相关规定；标的公司历次增资、转让（包括员工持股平台内部转让）是否涉及低于公允价值的情况，是否需做股份支付处理及依据；（2）佛山六家持股平台员工具体任职主体、服务对象和工作内容，是否存在相关员工实质为标的公司服务的情况，是否存在体外承担成本、费用的情况；结合上述情况、佛山六家持股平台员工任职背景、时间和取得股份时间等，说明股份支付确认主体是否准确、合理；（3）本次交易对标的公司原股权激励计划涉及股份的后续安排及相关会计处理；在现金支付或上翻为上市公司股权的情况下，标的公司原股权激励计划是否应当按照加速行权处理，并进一步分析对上市公司经营业绩、本次交易估值以及业绩承诺金额的影响。

请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见，请评估师对事项（3）进行核查并发表明确意见。

回复：

(三) 本次交易对标的公司原股权激励计划涉及股份的后续安排及相关会计处理；在现金支付或上翻为上市公司股权的情况下，标的公司原股权激励计划是否应当按照加速行权处理，并进一步分析对上市公司经营业绩、本次交易估值以及业绩承诺金额的影响。

1、本次交易对标的公司原股权激励计划涉及股份的后续安排及相关会计处理

标的公司原股权激励计划涉及的股份包括持股平台泰安福豪、泰安福锦及股权激励个人李跃进直接持有的标的公司股份。根据本次交易方案，上市公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买上述股份，其中以发行股份形式支付交易对价的 60%，以支付现金形式支付交易对价的 40%。

针对上述原股权激励计划涉及的股份，本次交易完成后拟按加速行权处理，将剩余未摊销股份支付金额一次性计入重组完成当年。

2、在现金支付或上翻为上市公司股权的情况下，标的公司原股权激励计划是否应当按照加速行权处理

根据《企业会计准则应用指南汇编 2024》的规定：“如果在等待期内取消了所授予的权益工具或结算了所授予的权益工具（因未满足可行权条件而被取消的除外），企业应当：1. 将取消或结算作为加速可行权处理，将原本应在剩余等待期内确认的金额立即计入当期损益，同时确认资本公积（其他资本公积）”。

本次交易安排实质构成了对标的公司股权激励对象所获授激励股份份额的提前结算。据此，原股权激励计划拟按加速行权进行会计处理，在本次重组交易完成后立即确认原本应在剩余等待期内确认的金额。

3、对上市公司经营业绩、本次交易估值以及业绩承诺金额的影响分析

如上所述，原股权激励计划按照加速行权处理，假设本次交易于 2026 年完成，测算对经营业绩的影响情况如下：

(1) 对上市公司经营业绩

若本次交易在 2026 年底前完成，对应的股份加速行权将导致 2026 年度增加股份支付费用 14,328.76 万元。

单位：万元

项目	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度	2030 年度	合计影响
各期股份支付费用变动对利润影响额	-14,328.76	4,612.39	4,612.39	3,908.30	1,195.68	—
利润增加额/2025 年度归母净利润	-10.95%	3.52%	3.52%	2.99%	0.91%	—

本次交易完成后，股份支付需要确认的费用在等待期内各年分布情况将发生变化，但对股份支付费用总额无影响，对上市公司经营业绩的影响较小。

(2) 对本次交易估值的影响

本次交易标的资产评估结论系采用收益法，以企业预期未来自由现金流折现的方式确定标的公司股东全部权益价值。

股份支付费用属于以权益结算的非付现费用，在确认费用的同时计入资本公积，不形成企业的现金流出。在收益法现金流量测算中，股份支付费用先作为成本费用在计算净利润时予以扣除，再作为非付现项目在净利润基础上等额加回，故其对企业自由现金流不产生影响。本次交易构成加速行权的，仅改变股份支付费用在等待期内各年度的会计分布，不改变股份支付费用总额，亦不改变其非付现费用的性质，相关费用在收益法测算中按扣除后加回进行对冲处理，对各期企业自由现金流不产生影响。

综上所述，本次交易加速行权的处理仅影响股份支付费用在等待期内各年度的会计分布，不影响收益法下企业自由现金流的测算，对标的公司评估值不产生影响，本次评估结果具有合理性。

(3) 对业绩承诺金额的影响

交易双方已在《业绩承诺及补偿协议》等协议文件中约定，承诺净利润为 2026 年度至 2028 年度合并报表口径下扣除非经常性损益后归属母公司所有者的税后净利润，三年累计承诺净利润不低于人民币 492,000 万元。

若本次交易在 2026 年底前完成，则需对以原股权激励计划进行加速行权处理，即将等待期剩余未摊销部分一次性在 2026 年确认，该事项对业绩承诺金额的影响如下：

单位：万元

项目	2026 年度	2027 年度	2028 年度	合计
加速行权前预计净利润	152,506.74	159,864.39	179,119.54	491,490.67
加速行权后预计净利润	138,177.98	164,476.78	183,731.93	486,386.69
加速行权预计影响净利润金额	-14,328.76	4,612.39	4,612.39	-5,103.98
加速行权影响金额/承诺净利润总金额	-2.91%	0.94%	0.94%	-1.04%

注：根据企业会计准则，因加速行权在 2026 年一次性确认的股份支付费用应计入非经常性损益，但根据《业绩承诺及补偿协议之补充协议》“因本次交易加速行权产生的计入非经常性损益的股份支付金额，在计算非经常性损益时予以剔除”。

由于加速行权导致原本应在 2029 年、2030 年摊销的股份支付金额提前确认到业绩承诺期，将导致业绩承诺期各期实现净利润合计减少 5,103.98 万元，占业绩承诺净利润总额的 1.04%，但根据《业绩承诺及补偿协议之补充协议》的安排，加速行权在 2026 年一次性确认的股份支付费用在计算非经常性损益时将予以剔除，因此该事项不会导致交易对方减少应承担业绩对赌金额，不会对上市公司及中小股东利益造成影响。

二、评估师核查程序与核查意见

（一）核查程序

针对上述问题（3）评估师履行了如下核查程序：

1、获取标的公司关于加速行权对股份支付费用影响的测算表，复核测算过程及结果的准确性；

2、分析股份支付加速行权对上市公司经营业绩、本次交易估值及业绩承诺金额的影响，评估其重大性；

3、查阅本次评估收益法现金流量测算过程，核查股份支付费用在净利润计算中作为成本费用扣除、并在企业自由现金流测算中作为非付现项目等额加回

的处理是否恰当，复核加速行权对股份支付费用各年度分布的调整是否未改变企业自由现金流。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

本次交易安排实质构成了对标的公司股权激励对象所获授激励股份份额的提前结算。据此，原股权激励计划拟按加速行权进行会计处理，在本次重组交易完成后立即确认原本应在剩余等待期内确认的金额。

股份支付费用作为非现金流项目，不影响收益法评估下企业自由现金流的计算，因此加速行权处理不会对本次交易估值产生影响。

若本次交易在 2026 年底前完成，则需对以原股权激励计划进行加速行权处理，由于加速行权导致原本应在 2029 年、2030 年摊销的股份支付金额提前确认到业绩承诺期，将导致业绩承诺期各期实现净利润合计减少 5,103.98 万元，占业绩承诺净利润总额的 1.04%，但根据《业绩承诺及补偿协议之补充协议》的安排，加速行权在 2026 年一次性确认的股份支付费用在计算非经常性损益时将予以剔除，因此，该事项不会导致交易对方减少应承担业绩对赌金额，不会对上市公司及中小股东利益造成影响。

问题17. 关于其他

根据申报材料，（1）2024 年，特福国际及 Tilemaster 与森大公司签订协议，收购森大公司及其关联方在全球范围内已注册的或正在申请注册的与建材业务相关的商标；（2）标的公司部分海外矿业权存在临近到期情形；（3）标的公司存在3项未决诉讼和仲裁案件，其中存在1项标的公司下属企业作为被告，诉讼请求赔偿金额待定情形；（4）报告期各期末，标的公司货币资金分别为 49,524.46 万元和 106,843.98 万元，短期借款分别为 3,490.79 万元和 20,738.74 万元，长期借款分别为 168,676.56 万元和 204,273.77 万元；（5）报告期各期末，标的公司预付款项余额分别为 9,976.99 万元和 5,602.75 万元，账龄在一年以内的占比分别为 100.00%和 89.41%；（6）报告期内，标的公司汇兑净损失分别为-2,089.46 万元和 1,621.83 万元。

请公司披露：（1）标的公司收购相关商标的具体进展，对标的公司收入和持续经营的影响，尚未办理或正在办理中的具体原因、预计完成时间、是否存在实质性障碍及对持续经营的影响，评估对相关情况的考虑；（2）标的公司临近到期的海外矿业权具体情况，对收入和持续经营的重要性影响，续期安排及是否存在障碍；（3）标的公司当前未决诉讼合计金额及潜在赔付责任，对持续经营和本次交易估值的影响；（4）标的公司货币资金的存放地点、存放金融机构名称、存放类型、利率水平、日均存款余额、单日最高金额、存取款发生额及相应用途，是否存在资金被质押、冻结、用于为关联方担保等支取受限情形；报告期内利息收入、利息支出与存款、贷款金额、银行存贷款利率的匹配性，并结合贷款成本、财务管理模式和资金使用计划等，分析标的公司货币资金和有息负债同时较高的原因及合理性，是否符合行业惯例；（5）各期末预付款项的期后结转情况；账龄一年以上预付款项的形成原因，是否存在资金占用或其他利益安排；各期末预付款项的主要付款对象及款项性质，与合同约定的结算条款是否相符；（6）报告期内标的公司汇兑损益与汇率变动的匹配性，标的公司针对汇率波动风险的应对措施及有效性。

请独立财务顾问核查并发表明确意见，请律师和评估师核查（1）-（3）

并发表明确意见，请会计师核查（4）-（6）并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

（一）标的公司收购相关商标的具体进展，对标的公司收入和持续经营的影响，尚未办理或正在办理中的具体原因、预计完成时间、是否存在实质性障碍及对持续经营的影响，评估对相关情况的考虑

2024 年 11 月 25 日，标的公司子公司 Tilemaster 与森大公司签署《商标转让框架协议》，约定森大公司及其关联方将在全球范围内已注册的或正在申请注册的与建材业务相关的系列商标 MICASSO、FRENCIA、blossom、sawasawa 等商标以人民币 2 亿元（含税）转让给 Tilemaster 或其指定第三方。

本次收购商标的注册地域遍布亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲，所涉五十余个国家，境外商标权属变更需遵照当地法定流程执行，交易双方应先行签署符合规范的商标转让合同，全套申请文件须依次完成公证、国内外交部认证及商标注册国使领馆认证。前述手续办结后，由受托专业代理机构向各国知识产权主管机关提交转让申请。审查阶段，还需配合主管机关要求补充完善申请材料。各国商标管理制度、审查流程与审批效率存在客观差异，因此整体办理周期较长，尚未完全办理完毕全部收购商标的权属变更登记，目前各项手续仍在正常推进，不存在实质性障碍，预计于本次交易完成后 12 个月内完成权属变更登记。

2024 年底收购的 MICASSO、FRENCIA、blossom、sawasawa 等系列商标的具体进展如下：

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
1	AAA	102701	肯尼亚	2028/6/25	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
2	AAA	66090	乌干达	2026/9/13	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
3	AAA	2098/2020	赞比亚	2027/9/16	森大贸易	待定	否	否	不适用 ^注	是	是
4	BLOSSOM	2097/2020	赞比亚	2027/9/16	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
5	Blossom	65233	乌干达	2026/5/31	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
6	Blossom	65234	乌干达	2026/5/31	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
7	Blossom	TZ/T/2019/26 36	坦桑	2026/12/24	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
8	Blossom	2021/39096	南非	2031/12/20	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
9	BLOSSOM	110717	肯尼亚	2030/1/23	SUNDA (KENYA) INDUSTRIAL COMPANY LIMITED	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
10	Blossom	55652	加纳	2029/8/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
11	Blossom	129180	非洲知识产 权组织	2032/6/29	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
12	blossom	ZW/T/2022/19	津巴布韦	2032/6/27	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
13	blossom	ZW/T/2022/20	津巴布韦	2032/1/27	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
14	Blossom tiles	100906	肯尼亚	2028/2/14	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
15	Flamingo	TZ/T/2019/26 37	坦桑	2026/12/24	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
16	Frencia	9491510	中国	2032/7/13	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
17	Frencia	51711135	中国	2031/7/20	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
18	Frencia	1429655	智利	2034/4/22	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
19	Frencia	22220 (RTM: 871/2019)	赞比亚	2026/6/21	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
20	Frencia	222207 (RTM:8 72/2019)	赞比亚	2026/6/21	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
21	FRENCIA	2663035	印度	2034/1/21	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
22	Frencia	555882	乌拉圭	2034/3/1	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
23	Frencia	58819	乌干达	2034/6/6	HOMEPRO (U) LTD	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
24	Frencia	65232	乌干达	2026/5/31	BEST CERAMICS UGANDA LIMITED	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
25	FRENCIA	ZN/T/2021/82 8	坦桑尼亚- 桑给巴尔	2031/11/26	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
26	FRENCIA	TZ/T/2012/17 90	坦桑尼亚	2029/12/21	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
27	frencia	TZ/T/2020/25 85	坦桑尼亚	2027/12/15	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
28	Frencia	TZ/T/2020/25 87	坦桑尼亚	2027/12/15	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
29	frencia	231120232	泰国	2032/10/19	森大贸易	特福国际、	否	否	是	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
						Tilemaster					
30	frencia	231127414	泰国	2032/10/19	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
31	Frencia	201	萨尔瓦多	2034/5/7	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
32	FRENCIA	20180 (RTM:10 574)	尼日利亚	2038/10/25	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
33	FRENCIA	20181 (RTM:10 573)	尼日利亚	2038/10/25	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
34	Frencia	2022/02639	南非	2032/1/28	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
35	FRENCIA	NA/T/2020/00 0253	纳米比亚	2030/5/12	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
36	FRENCIA	NA/T/2020/00 0254	纳米比亚	2030/5/12	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
37	Frencia	3046130	墨西哥	2034/4/9	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
38	Frencia	38697	莫桑比克	2029/8/6	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
39	FRENCIA	12483	秘鲁	2035/12/11	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
40	FRENCIA	304849	秘鲁	2031/2/25	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
41	FRENCIA	305109	秘鲁	2031/2/26	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
42	Frencia	29238/2021	毛里求斯	2030/6/3	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
43	Frencia	00673/2019 (M W/T/2019/000	马拉维	2026/7/2	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
		673)									
44	frencia	MW/TM/2021/0 0261	马拉维	2031/4/22	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
45	Frencia	20853	马达加斯加	2029/7/23	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
46	Frencia	RW/T/2022/51 8	卢旺达	2032/8/9	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
47	FRENCIA	LR/M/2020/00 012	利比里亚	2030/4/29	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
48	frencia	57056	老挝	2032/10/12	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
49	FRENCIA	71250	肯尼亚	2031/5/9	HOUSEMART CO LIMITED	Tilemaster	是	/	/	/	/
50	Frencia	117257	肯尼亚	2031/5/11	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
51	FRENCIA	834/2019	津巴布韦	2029/9/11	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
52	FRENCIA	41808	加纳	2031/5/6	SUNDA (GHANA) INVESTMENT COMPANY LIMITED	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
53	FRENCIA	43113	加纳	2032/7/19	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
54	Frencia	DJ/M/2019/17 6	吉布提	2029/8/25	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
55	FRENCIA	91175	哈萨克斯坦	2033/9/29	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
56	Frencia	323056	哥斯达黎加	2034/4/9	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
57	FRENCIA	513916	哥伦比亚	2025/3/4	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
58	Frencia	03920/2020	刚果（金）	2030/5/13	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
59	Frencia	GM/M/2019/00 149	冈比亚	2029/7/26	森大贸易	Tilemaster	否	否	是	是	是
60	FRENCIA	92299	非洲知识产 权组织	2032/8/8	森大贸易	Tilemaster	是	/	/	/	/
61	Frencia	SENADI-2024- 2886	厄瓜多尔	2034/5/21	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
62	FRENCIA	2023-75326	多米尼加	2033/12/29	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
63	FRENCIA	BW/M/2022/00 659	博茨瓦纳	2032/8/19	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
64	Frencia	215554-C	玻利维亚	2034/6/28	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
65	Frencia	FTM/10582/20 22	埃塞俄比亚	2028/8/30	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
66	Frencia	ND/08397/202 2	刚果（金）	2032/10/3	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
67	FRENCIA	MGU53597	乌兹别克斯 坦	2033/10/13	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
68	FRENCIA	19963	吉尔吉斯斯 坦	2033/9/29	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
69	Frencia	72067	安哥拉	2032/3/17	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
70	Frencia	GM/M/2019/00 150	冈比亚	2033/7/26	森大贸易	Tilemaster	否	否	是	是	否
71	Frencia	LS/M/2020/12	莱索托	2030/5/6	森大贸易	特福国际、	否	否	是	是	否

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
		0				Tilemaster					
72	Frencia	ZW/T/2021/67 8	津巴布韦	2031/9/22	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
73	Frencia	GH/T/2021/14 2	加纳	2031/1/11	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
74	Frencia	23059	塞拉利昂	2030/5/7	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
75	Frencia	4-2022-43501	越南	2032/10/17	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
76	Frencia	75618509	中国	2034/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
77	Frencia	75627089	中国	2035/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
78	Frencia	75633015	中国	2035/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
79	Frencia	75632488	中国	2035/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
80	Frencia	75617083	中国	2034/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
81	Frencia	75638042	中国	2034/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
82	Frencia	MM/T/2023/00 1738	缅甸	2033/4/26	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
83	Frencia	UTM2306927- TJ. RG. 1	塔吉克斯坦	/	待定	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
84	Frencia	16584 (RTM: 23018436)	塔吉克斯坦	2033/9/29	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
85	FRENCIA	3587889	阿根廷	2034/8/27	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
86	FRENCIA	289522	危地马拉	2034/8/5	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
87	Frencia	932449247	巴西	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
88	Frencia	2023-1091	古巴	2033/11/2	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
89	Frencia	PENDIE EXP	海地	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
90	Frencia	2024-855	洪都拉斯	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
91	Frencia	90974	牙买加	2033/11/1	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
92	Frencia	2024-000278	尼加拉瓜	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
93	Frencia	310103-01	巴拿马	2034/1/24	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
94	Frencia	2024/1758	巴拉圭	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
95	Frencia	255401-11-0	波多黎各	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
96	Frencia	60459	特立尼达和 多巴哥	2033/10/31	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
97	Frencia	2024-000876	委内瑞拉	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
98	Frencia 弗 兰西雅	75635497	中国	2035/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
99	Frencia 弗 兰西亚	75628260	中国	2035/12/20	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
100	Frencia 福	75618497	中国	2035/6/6	森大贸易	特福国际、	是	/	/	/	/

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
	伦思雅					Tilemaster					
101	Frencia 福 伦斯雅	75618494	中国	2035/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
102	LARVOL	43112	加纳	2032/7/19	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
103	LARVOL	194415	秘鲁	2032/12/26	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
104	LARVOL	234732	秘鲁	2036/2/18	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
105	LARVOL	20183 (RTM:10 572)	尼日利亚	2036/10/25	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	是	不适用	是	是
106	LARVOL	TZ/T/2012/85 9	坦桑尼亚	2029/6/28	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
107	LARVOL	TZ/T/2012/86 2	坦桑尼亚	2029/6/28	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
108	LARVOL	11186793	中国	2033/11/27	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
109	LARVOL	11186792	中国	2033/12/6	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
110	LARVOL	11186794	中国	2033/11/27	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
111	LARVOL	TZ/T/2012/86 1	坦桑尼亚	2029/6/28	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
112	MICASSO	11169295	中国	2033/11/27	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
113	MICASSO	13554576	中国	2025/2/20	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
114	MICASSO	1397750	智利	2033/6/6	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
115	MICASSO	222201 (RTM: 873/2019)	赞比亚	2026/6/21	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
116	MICASSO	22220 (RTM: 874/2019)	赞比亚	2026/6/21	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
117	MICASSO	2663036	印度	2034/1/21	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
118	MICASSO	302019000027 628	意大利	2029/4/18	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
119	MICASSO	4014922	西班牙	2029/4/11	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
120	MICASSO	555881	乌拉圭	2034/3/1	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
121	MICASSO	65231	乌干达	2026/5/31	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
122	MICASSO	65235	乌干达	2026/5/31	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
123	MICASSO	ZN/T/2021/83 4	坦桑-桑给 巴尔	2031/11/26	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
124	MICASSO	TZ/T/2012/86 0	坦桑尼亚	2029/6/28	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
125	MICASSO	TZ/T/2020/24 41	坦桑尼亚	2027/12/15	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
126	MICASSO	TZ/T/2020/25 88	坦桑尼亚	2027/12/15	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
127	MICASSO	TZ/T/2020/25 89	坦桑尼亚	2027/12/15	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
128	MICASSO	231120229	泰国	2032/10/19	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
129	MICASSO	231127415	泰国	2032/10/19	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
130	MICASSO	20179 (RTM:10 575)	尼日利亚	2038/10/25	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	是	不适用	是	是
131	MICASSO	2019/10316	南非	2029/4/10	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
132	MICASSO	NA/T/2020/00 0252	纳米比亚	2030/5/12	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
133	MICASSO	NA/T/2020/00 0251	纳米比亚	2030/5/12	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
134	MICASSO	3046129	墨西哥	2034/4/4	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
135	MICASSO	38698	莫桑比克	2029/8/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
136	MICASSO	194555	秘鲁	2032/12/28	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
137	MICASSO	12610	秘鲁	2035/12/21	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
138	MICASSO	304850	秘鲁	2031/2/25	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
139	MICASSO	305110	秘鲁	2031/2/26	HOUSEMART PERU S. A. C.	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
140	MICASSO	29240/2021	毛里求斯	2030/6/3	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
141	MICASSO	322 (MW/TM/20 19/00322)	马拉维	2029/3/21	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
142	MICASSO	MW/TM/2019/0 0974	马拉维	2029/10/29	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
143	MICASSO	MW/TM/2021/0	马拉维	2031/4/22	森大贸易	特福国际、	否	否	不适用	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
		0260				Tilemaster					
144	MICASSO	20852	马达加斯加	2029/7/23	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
145	MICASSO	RW/T/2022/51 6	卢旺达	2032/8/9	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
146	MICASSO	LR/M/2020/00 011	利比里亚	2030/4/29	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
147	MICASSO	57055	老挝	2032/10/12	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
148	MICASSO	75578	肯尼亚	2032/7/16	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
149	MICASSO	81230	肯尼亚	2024/1/8	HOUSEMART CO LIMITED	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
150	MICASSO	117258	肯尼亚	2031/5/11	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
151	MICASSO	55896	加纳	2033/11/21	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
152	MICASSO	55899	加纳	2031/1/11	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
153	MICASSO	DJ/M/2019/17 8	吉布提	2029/8/25	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
154	MICASSO	323197	哥斯达黎加	2034/4/11	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
155	MICASSO	482195	哥伦比亚	2033/10/31	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	否	是
156	MICASSO	03919/2020	刚果（金）	2030/5/13	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
157	MICASSO	GM/M/2019/00 148	冈比亚	2029/7/26	森大贸易	Tilemaster	否	否	是	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
158	MICASSO	74621	非洲知识产 权组织	2032/7/3	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
159	MICASSO	SENADI-2022- 55537	厄瓜多尔	2033/2/27	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
160	MICASSO	2023-75325	多米尼加	2033/12/29	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
161	MICASSO	BW/M/2022/00 657	博茨瓦纳	2032/8/19	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
162	MICASSO	SM-3845-2022	玻利维亚	2033/5/24	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
163	MICASSO	FTM/6584/201 8	埃塞俄比亚	2034/10/10	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
164	MICASSO	KH/92120/23	柬埔寨	2032/10/22	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
165	MICASSO	91176	哈萨克斯坦	2033/9/29	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
166	MICASSO	19961	吉尔吉斯斯 坦	2033/9/29	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
167	MICASSO	72066	安哥拉	2032/3/17	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
168	MICASSO	ZW/T/2021/67 6	津巴布韦	2031/9/22	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
169	MICASSO	GM/M/2019/00 147	冈比亚	/	森大贸易	Tilemaster	否	否	是	是	否
170	MICASSO	LS/M/2020/12 2	莱索托	2030/5/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
171	MICASSO	23060	塞拉利昂	2030/5/7	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
172	MICASSO	4-2022-43500	越南	2032/10/17	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
173	MICASSO	75631898	中国	2034/6/13	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
174	MICASSO	75632510	中国	2034/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
175	MICASSO	MM/T/2023/00 1737	缅甸	2033/4/26	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
176	MICASSO	MGU55919 (RTM: 20235248)	乌兹别克斯 坦	2033/10/13	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
177	MICASSO	UTM2306923- TJ. RG. 1	塔吉克斯坦	/	待定	待定	否	否	不适用	是	否
178	MICASSO	16563 (RTM: 23018437)	塔吉克斯坦	2033/9/29	森大公司	Tilemaster	是	/	/	/	/
179	MICASSO	3587935	阿根廷	2034/8/27	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
180	MICASSO	289523	危地马拉	2034/8/5	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	是
181	MICASSO	932449590	巴西	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
182	MICASSO	2013-1089	古巴	2033/11/2	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
183	MICASSO	1089-S	海地	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
184	MICASSO	2024-854	洪都拉斯	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
185	MICASSO	90973	牙买加	2033/11/1	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
186	MICASSO	2024-000279	尼加拉瓜	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
187	MICASSO	310106-01	巴拿马	2034/1/24	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
188	MICASSO	2024/1762	巴拉圭	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
189	MICASSO	255403-19-0	波多黎各	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
190	MICASSO	60461	特立尼达和 多巴哥	2033/10/31	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
191	MICASSO	2024-000877	委内瑞拉	/	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	是	是	否
192	MICASSO	55897	加纳	2022/7/19	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
193	MICASSO 麦 咖索	75636517	中国	2034/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
194	Micasso 麦 凯锡	75615879	中国	2034/6/13	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
195	MICASSO 米 咖索	75627076	中国	2034/6/6	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
196	MICASSO	833/2019	津巴布韦	2029/9/11	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
197	sawasawa	2099/2020	赞比亚	2027/9/16	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
198	sawasawa	59093	乌干达	2034/7/3	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
199	sawasawa	67318	乌干达	2027/2/11	森大公司	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
200	sawasawa	TZ/T/2017/86 4	坦桑尼亚	2034/5/15	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
201	sawasawa	MW/TM/2021/0	马拉维	2031/4/22	森大贸易	特福国际、	否	否	不适用	是	是

序号	商标名称	注册号/ 申请号	所在国家	有效期至	转让方	受让方	是否已完成 转让的 变更登记	是否已向主管部 门提交申请	是否已办理公 证、认证	是否已签署办 理商标变更所 需转让协议	是否为 已注册 商标
		0262				Tilemaster					
202	sawasawa	MW/TM/2021/0 0263	马拉维	2031/4/22	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
203	sawasawa	MW/TM/2021/0 0264	马拉维	2031/4/22	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是
204	sawasawa	94291	肯尼亚	2026/10/7	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
205	sawasawa	92440	非洲知识产 权组织	2026/9/21	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	是	/	/	/	/
206	sawasawa	ZW/T/2022/17	津巴布韦	2032/1/27	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
207	sawasawa	ZW/T/2022/18	津巴布韦	2032/1/27	森大公司	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	否
208	sawasawa	51543	加纳	2026/10/26	森大贸易	特福国际、 Tilemaster	否	否	不适用	是	是

注：表格中“是否已办理公证、认证”一列中的“不适用”系指根据商标注册所在国的规定，商标转让的变更登记无需转让方与受让方就有关资料提交使馆、领馆公证或认证。

针对 2024 年 11 月签署的《商标转让框架协议》列示的 MICASSO、FRENCIA、blossom、sawasawa 系列商标，标的公司已经完成全部注册在中国的商标转让变更登记，注册在境外各地区的商标正在根据规定逐步推进商标转让的变更登记中，标的公司商标收购未全部完成变更登记主要系境外各国商标变更所需流程较长所致。

针对 2026 年 1 月签署的《商标转让协议》列示的 TWYFORD 系列商标，因 2026 年年初方签署协议，目前标的公司与森大集团着手准备材料中。

前述未办理完毕变更登记的商标收购主要系流程较长、协议签署时间较短导致，不存在实质障碍，且标的公司与森大公司在商标收购的协议中已经就权属变更登记完成前的过渡期安排进行了约定：

协议时间	过渡期安排
2024. 11	1、双方同意，乙方或其指定第三方有权自交割日起，享有标的商标的所有权，包括对标的商标的排他使用权、许可使用权、独占权、收益权、处分权、续展权和禁止他人侵害的权利等。并且，甲方应协助乙方或其指定第三方于 2026 年 6 月 30 日之前办理完毕与标的商标转让相关的一切变更登记手续，包括但不限于签署、提供相关文件。2、自交割日起至标的商标转让手续办理完成之日（“过渡期”），乙方有权要求甲方为乙方或其指定第三方行使标的商标所对应的相关权利提供协助及便利条件，包括但不限于签署、提供相关证明文件、对外澄清等。3、过渡期内，甲方遵循诚实信用原则，遵守标的商标注册地的相关法律、行政法规，维持商标的合法、有效性，包括但不限于：向商标局办理续展手续；如发生商标无效、撤销的争议（包括商标局作出或第三方请求宣告无效、撤销），甲方应及时进行答辩或说明等。因维持标的商标价值、有效性所支出的一切费用均由乙方承担。
2026. 01	1、双方同意，乙方或其指定第三方有权自本协议生效之日起，享有“TWYFORD”商标的所有权，包括“TWYFORD”商标的排他使用权、许可使用权、独占权、收益权、处分权、续展权和禁止他人侵害的权利等。并且，甲方应协助乙方或其指定第三方办理完毕与“TWYFORD”商标转让相关的一切变更登记手续，包括但不限于签署、提供相关文件。2、自本协议生效之日起至“TWYFORD”商标转让手续办理完成之日（“过渡期”），乙方有权要求甲方为乙方或其指定第三方行使“TWYFORD”商标所对应的相关权利提供协助及便利条件，包括但不限于签署、提供相关证明文件、对外澄清。3、过渡期内，甲方遵循诚实信用原则，遵守“TWYFORD”商标注册地的相关法律、行政法规，维持商标的合法、有效性，包括但不限于：向商标局办理续展手续；如发生商标无效、撤销的争议（包括商标局作出或第三方请求宣告无效、撤销），甲方应及时进行答辩或说明等。本次转让完成后，因维持“TWYFORD”商标价值、有效性所支出的一切费用均由乙方承担。

根据上述约定，收购商标在办理完毕权属变更前，特福国际及其子公司享有标的商标的所有权，包括对标的商标的排他使用权、许可使用权、独占权、收益权、处分权、续展权和禁止他人侵害的权利等，可以正常使用相关商标，商标权属变更暂未完成对标的公司持续性经营不存在影响。

评估方面，本次评估对象为特福国际股东全部权益价值，评估结论采用收益法评估结果，并以市场法进行交叉验证。收益法系从企业整体持续经营和未来收益能力角度反映标的公司股东全部权益价值；市场法系从可比上市公司市场定价角度对评估结

果进行验证。商标、品牌、渠道、客户资源、经营团队、本地化生产能力等因素作为标的公司整体经营能力的重要组成部分，已通过未来收入、毛利率、费用率、营运资金、资本性支出及折现率等参数在整体企业价值中综合体现。

本次评估未对上述商标进行独立评估，亦未将商标权属变更登记手续办理周期作为单独事项在评估过程中进行处理，主要基于以下考虑：

第一，相关商标转让已经签署明确协议，协议对商标权利归属、过渡期使用安排及转让方配合义务进行了约定，交易双方对商标转让安排及后续办理事项无异议，相关商标转让具有明确的合同基础。第二，相关商标在权属变更登记办理期间，标的公司及其子公司可依据协议安排持续使用相关商标，相关事项对当前生产经营、客户销售、品牌推广及渠道维护影响有限。第三，相关权属变更登记属于境外多国商标主管机关程序性办理事项，办理周期受不同国家或地区审查流程影响，交易双方正在按照相关国家或地区主管机关要求稳步推进。第四，收益法已基于标的公司现有品牌、渠道和业务基础进行未来现金流预测，相关品牌价值和商标使用对经营收益的贡献已在整体收益预测中体现。

综上所述，在交易协议已签署、过渡期权利安排清晰、交易双方对商标转让事项无异议且相关手续稳步推进的基础上，本次评估未就商标权属变更登记办理周期额外考虑单独评估折价或专项风险调整，具有一定合理性。相关事项对标的公司收入实现、持续经营及本次评估结论不构成重大不利影响。

（二）标的公司临近到期的海外矿业权具体情况，对收入和持续经营的重要性影响，续期安排及是否存在障碍

1、标的公司临近到期的海外矿业权具体情况

标的公司临近到期的海外矿业权为科达坦桑尼亚、科达赞比亚持有的矿业权，类型均为勘探权，具体情况如下：

序号	持证人	许可证号	勘探矿产	截止日期	权利内容	义务内容
1	科达赞比亚	23870-HQ-LEL	滑石、长石、高岭土、黏土、石灰石	2026.02.07	（1）排他性勘探权：在许可区域内，对许可证载明的矿种享有独占的勘探权。 （2）进入与用地相关权	（1）工作量与工作计划：按批准的勘探计划开展工作。 （2）发现通知：发现可

序号	持证人	许可证号	勘探矿产	截止日期	权利内容	义务内容
					利：可进入勘探区开展上述作业。 (3) 申请后续矿权：勘探阶段结束后，若具备条件可按程序申请采矿许可等。 (4) 有限处置/分析样品：为化验、测试目的可按规定移除少量样品，但通常需地质调查局长等主管部门书面许可，并遵守限量/条件	能具商业价值的矿体/矿点，需在较短时间内（通常为30天）书面通知主管部门。 (3) 数据与记录保管：保存钻孔、日志、样品分析等完整记录。 (4) 安全与恢复义务：勘探产生的探槽/浅井/钻孔等要回填或做安全处理；许可终止时需向政府移交岩芯、样品、钻孔及相关取水权等（通常不补偿），并按要求修复地表。
2	科达坦桑尼亚	PL/12286/2023	长石	2027.04.11	(1) 在符合规定的前提下，勘探许可证授予持有人在勘探区域内对指定矿产的独家勘探权。 (2) 为行使上述权利，持有人可自行或通过雇员、代理人进入勘探区域，搭建营地和临时建筑，并在勘探区域内的水域设置设施。	(1) 在许可证授予日期或许可证规定的生效日期后3个月内（经许可机构批准可延长）启动勘探作业； (2) 向许可机构通知发现的具有潜在商业价值的矿产储量； (3) 遵守许可证附加的勘探计划； (4) 勘探支出不低于规定的最低金额。
3		PL/12287/2023	长石	2027.02.07		
4		PL/12288/2023	黑泥	2027.04.11		
5		PL/12439/2023	硅砂	2027.08.01		
6		PL/12437/2023	硅砂	2027.08.01		
7		PL/12436/2023	硅砂	2027.08.01		
8		PL/12438/2023	硅砂	2027.08.01		

2、对收入和持续经营的重要性影响

因标的公司临近到期的海外矿业权的类型均为勘探权，尚未取得采矿权，科达赞比亚及科达坦桑尼亚的权利仅为在许可区域内寻找矿物、并进行必要的作业和采集样本以测试土地的含矿性，不享有进行商业开采并产生经济回报的权利，因此对公司收入和持续经营均不存在影响。

3、续期安排及是否存在障碍

赞比亚及坦桑尼亚关于勘探权续期条件、续期流程的规定如下：

国家	续期条件	续期流程
赞比亚	(1) 必须是当前勘探权的合法持有人，且申请人未被取消资格； (2) 须在提交续期申请时根据规则在前次获批内按比例放弃勘探范围； (3) 前次勘探期限内符合当地税务、环保的规定并根据提交的勘探计划完成勘探活动。	(1) 向主管矿产/土地局提交续期申请资料； (2) 主管部门对有关资料进行初审，然后由矿业委员会进行复审； (3) 获批后缴纳相关续期手续费用； (4) 领取新版勘探许可证。

国家	续期条件	续期流程
坦桑尼亚	(1) 往期勘探履约合规，上一周期年度勘探合规履行并提交年报； (2) 须在提交申请时主动放弃原勘探区块的部分面积； (3) 税费清缴完毕、环保合规； (4) 申请人依法设立并有效存续，符合坦桑尼亚本土化需求。	(1) 向主管部门提交矿业续期申请资料并缴纳申请费用； (2) 由地籍管理部门对申请续期的地块、弃权地块等进行查验； (3) 由地质勘探主管部门对前次勘探总结、续期勘探方案进行评审核验； (4) 由矿业委员会进行决策、签批； (5) 核准后缴纳续期租金并领取新版勘探许可证。

科达赞比亚公司持有的勘探权证书于 2026 年 2 月 7 日到期，科达赞比亚公司已于 2026 年 2 月 21 日向赞比亚矿产监管委员会提交续期申请材料，截至本回复出具之日，续期申请尚在审核过程中，尚未取得续期后的勘探权证书，科达赞比亚的勘探权续期不存在实质性障碍。

科达坦桑尼亚公司持有的勘探权证书将于 2027 年 2 月至 8 月陆续到期，根据坦桑尼亚《矿业法》，勘探权到期前 6 个月内方可申请续期，因此科达坦桑尼亚公司尚未提交勘探权续期申请。标的公司符合坦桑尼亚矿权续期的条件，续期不存在实质性障碍。

(三) 标的公司当前未决诉讼合计金额及潜在赔付责任，对持续经营和本次交易估值的影响

1、标的公司当前未决诉讼合计金额及潜在赔付责任

截至本回复出具之日，标的公司及其子公司作为被告的其他未决诉讼共计 44 件，其中包括 34 件诉讼请求金额较小的劳动诉讼案件；非劳动类未决诉讼案件的情况如下：

序号	原告	被告	案由	案号	涉案金额 (万元)	审理阶段
1	Mohammed Shakeel Khan	科达基苏木	土地污染纠纷	(ELCC No. E045 of 2025)	1,210.00	拟于 2026 年 7 月动议确认双方是否和解
2	DONG SHENG CONSTRUCTION LTD	科达基苏木	建设工程施工合同纠纷	Milimani HCCOM NO. E166 OF 2024	941.13	一审已开庭，待宣判
3	Samson Teela Akute	Kenneth J. Kamau Ngigi & 科达肯尼亚	土地所有权纠纷	Civil Appeal No. E522 of 2023	1,231.57 ^注	一审已判决，二审尚未开庭审理
4	Netcol Logistics	科达肯尼亚	运输合同纠纷	CLAIM NO SCCCOMM/E347 2/22	3.51	2023 年 3 月 23 日动议，就上诉审理方向作出指令。等待宣判
5	Joan Jepkorir	Killion Omondi & 科达肯尼亚	员工家属追偿纠纷	MCCC E141/2025	3.10	案件审理过程中，尚未开庭、尚未作出判决
6	SWALA	科达坦桑尼亚	采购合同纠纷	/	30.00	一审已判决，科达坦桑尼亚提起上诉，二

序号	原告	被告	案由	案号	涉案金额 (万元)	审理阶段
						审尚未作出判决
7	Abraham Arthur	科达加纳	财产损害纠纷	/	2.16	等待听证, 案件审理过程中, 尚未作出判决
8	EYENE DOMINIQUE	科达喀麦隆	侵权责任纠纷	/	29.40	已召开 6 次听证会, 案件审理过程中, 尚未作出判决
9	Public Prosecutor and beneficiaries ABONDO NDONGO Hugues Rodrigue	DJIOFANG TANKOH Capucin & 科达喀麦隆	人身侵权责任纠纷	/	3.14	已召开 21 次听证会, 案件审理过程中, 尚未作出判决
10	FENKOUN CELESTIN & NDOBU FANKOUA DANIEL BEAUDOUIN	科达喀麦隆	排除妨害纠纷	/	/	已召开 6 次听证会, 案件审理过程中, 尚未作出判决
合计					3,454.01	/

注: Samson Teela Akute 诉 Kenneth J. Kamau Ngigi (第一被告)、科达肯尼亚公司 (第二被告) 土地所有权案件中, 原告诉讼请求为确认原告对争议土地享有所有权, 因此无具体诉讼请求金额。表格统计金额系根据科达肯尼亚公司购置土地金额确定, 如科达肯尼亚公司败诉丧失土地所有权, 则科达肯尼亚公司有权根据土地购买合同要求出让方 Kenneth J. Kamau Ngigi 返还出让金。

就上述案件, 截至目前管辖法院尚未作出生效判决, 对于标的公司及其子公司最终是否需要承担相关付款责任及赔付金额尚存在不确定性。标的公司尚未就上述案件可能构成的损失计提预计负债。

2、对持续经营和本次交易估值的影响

由上表可见, 未决诉讼金额较特福国际整体估值而言, 金额较小, 故前述未决诉讼案件对于特福国际交易估值影响较小, 对标的公司持续经营影响较小。

评估方面, 本次资产评估报告已在特别事项说明中对标的公司及其子公司涉及的未决诉讼及仲裁事项进行了披露, 并提示报告使用人关注相关事项对评估结论可能产生的影响。本次评估采用收益法和市场法对特福国际股东全部权益价值进行评估, 最终采用收益法评估结果。收益法预测以标的公司持续经营为前提, 基于管理层经营规划、历史经营情况、期后经营实现、产能投放、资本性支出、营运资金及折现率等因素综合测算未来经营现金流。

对于上述未决诉讼及仲裁事项, 本次评估在充分披露特别事项的基础上, 未在收

益法现金流中额外确认预计赔付损失，主要基于以下考虑：

第一，根据标的公司出具的情况说明，并结合代理律师意见及现有证据材料，标的公司判断相关案件中标的公司及其子公司败诉可能性较小，相关案件尚未形成确定性赔付义务。第二，标的公司尚未就上述案件可能形成的损失计提预计负债，该会计处理与标的公司基于案件事实、证据材料和专业意见形成的判断相匹配。第三，相关案件尚未形成生效裁判或可靠计量的确定性赔付义务，最终承担责任的金额、时间及具体方式仍取决于法院或仲裁机构后续审理结果。第四，相关诉讼及仲裁事项已在评估报告特别事项说明中予以披露，报告使用人可结合特别事项披露内容审慎理解和使用评估结论。

综上所述，标的公司未决诉讼及仲裁事项已在评估报告特别事项说明中予以披露；结合标的公司出具的情况说明、代理律师意见、案件所处阶段、案件性质以及相关案件对标的公司持续经营的影响程度，本次评估未在收益法现金流中额外确认预计赔付损失，具有合理性。上述未决诉讼及仲裁事项对标的公司持续经营和本次交易估值不构成重大不利影响。

二、评估师核查程序与核查意见

（一）核查程序

针对上述问题（1）-（3），评估师履行了如下核查程序：

1、查阅森大公司与标的公司子公司签署的《商标转让框架协议》《商标转让协议》，了解收购商标所涉具体商标注册状态、注册国家，了解收购境外注册商标所需流程及标的公司商标收购的具体进展；

2、查阅标的公司持有的赞比亚及坦桑尼亚矿业权证书，了解相关矿业权的具体内容；查阅赞比亚及坦桑尼亚勘探权续期的具体流程、所需条件，了解标的公司在赞比亚及坦桑尼亚矿业权的开发及实现的营业收入情况；了解标的公司临近到期矿业权的续期进展；

3、取得并查阅了标的公司未决诉讼清单及相应未决诉讼的起诉状、听证通知等相关法律文书资料，统计标的公司未决诉讼的合计金额；取得了标的公司报告期内的财

务报表，了解标的公司未决诉讼的预计负债计提情况。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、特福国际与森大集团收购商标的注册地域遍布亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲，所涉五十余个国家，境外商标权属变更需遵照当地法定流程执行，交易双方应先行签署符合规范的商标转让合同，全套申请文件须依次完成公证、国内外交部认证及商标注册国使领馆认证。前述手续办结后，由受托专业代理机构向各国知识产权主管机关提交转让申请。审查阶段，还需配合主管机关要求补充完善申请材料。各国商标管理制度、审查流程与审批效率存在客观差异，因此整体办理周期较长，尚未完全办理完毕全部收购商标的权属变更登记，目前各项手续仍在正常推进，不存在实质性障碍，预计于本次交易完成后 12 个月内完成权属变更登记；

在交易协议已签署、过渡期权利安排清晰、交易双方对商标转让事项无异议且相关手续稳步推进的基础上，本次评估未就商标权属变更登记办理周期额外考虑单独评估折价或专项风险调整，具有一定合理性。相关事项对标的公司收入实现、持续经营及本次评估结论不构成重大不利影响；

2、标的公司临近到期的海外矿业权的类型均为勘探权，尚未取得采矿权，科达赞比亚及科达坦桑尼亚的权利仅为在许可区域内寻找矿物、并进行必要的作业和采集样本以测试土地的含矿性，不享有进行商业开采并产生经济回报的权利，因此对公司收入和持续经营均不存在影响。标的公司已提交赞比亚勘探权续期申请，将根据坦桑尼亚法律法规的规定在坦桑尼亚勘探权到期前 6 个月提交续期申请，续期不存在实质性法律障碍；

3、标的公司及其子公司作为被告的其他未决诉讼共计 44 件，其中包括 34 件单个诉讼请求金额较小的劳动诉讼案件，非劳动类未决诉讼案件合计金额为 3,454.01 万元，未决诉讼金额较特福国际整体估值而言，金额较小，故前述未决诉讼案件对于特福国际交易估值影响较小，对标的公司持续经营影响较小；标的公司未决诉讼及仲裁事项已在评估报告特别事项说明中予以披露；结合标的公司出具的情况说明、代理律师意见、案件所处阶段、案件性质以及相关案件对标的公司持续经营的影响程度，本次评

估未在收益法现金流中额外确认预计赔付损失，具有合理性。上述未决诉讼及仲裁事项对标的公司持续经营和本次交易估值不构成重大不利影响。

（此页无正文，为《金证（上海）资产评估有限公司＜关于科达制造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申请的审核问询函＞之回复》之签章页）

资产评估师：

苏锐

杨洁

金证（上海）资产评估有限公司
2026 年 7 月 13 日