银信资产评估有限公司

关于

《上海证券交易所关于浙江万盛股份有限公司

资产收购相关事项的监管工作函》

上证公函【2026】1641号

之

回复

上海证券交易所：

根据贵所于 2026 年 10 月 23 日下发的《关于浙江万盛股份有限公司资产收购相关事项的监管工作函》（上证公函【2026】1641 号）有关问题和要求，银信资产评估有限公司组织评估项目组对贵所的问询问题进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本回复，现将具体情况汇报如下：

一、问题 1

关于本次交易定价。相关公告及备查文件显示，本次交易标的资产最终交易作价以东科化工的评估结果为定价参考依据，并经交易各方协商确定交易价格。针对博行新材业绩承诺方以博行新材整体估值 4.09 亿元进行收购；针对无业绩承诺股东以博行新材整体估值 3.90 亿元进行收购。因富泰科为博行新材的持股平台，无其他经营业务，确定富泰科全部股权的估值为 1.057 亿元。东科化工的评估以 2026 年 5 月 31 日为评估基准日，以收益法确定股东全部权益的评估值为 4.10 亿元，相较标的公司基准日净资产的评估增值率为 500.63%。收益法估值过程中，2027 年-2030 年营业收入预测分别为 1.94 亿元、2.21 亿元、2.48 亿元、2.69 亿元，复合增长率为 12.88%。此外，本次交易前，王忠卫、侯计金、王祥已与徐建弟签署购买协议，分别收购徐建弟合计持有的东科化工 30%股权。同时，王忠卫、侯计金、王祥、谭晓明已与博行新材签署增资协议，以各自直接持有的东科化工股权(合计为东科化工 40%股权)对博行新材增资。

结合评估过程和主要参数、同行业可比交易案例，说明本次交易估值溢价率较高的原因。

【答复】

（一）评估过程及评估结论

本次评估对象为东科化工股东全部权益，评估基准日为 2026 年 5 月 31 日，价值类型为市场价值。评估机构分析收益法、市场法、资产基础法三种基本方法的适用性后，采用收益法和市场法进行评估，并以收益法结果作为最终评估结论。

未采用资产基础法的主要原因为：东科化工核心价值体现在客户认证、技术工艺、研发团队及品牌声誉等核心无形资产，资产基础法仅能反映各项资产的重置价值，难以完整反映企业整体获利能力。

评估结果如下：收益法评估值 41,000.00 万元，较基准日股东全部权益账面价值 6,826.15 万元增值 34,173.85 万元，增值率 500.63%；市场法评估值 41,100.00 万元，增值 34,273.85 万元，增值率 502.10%；两种方法差异 100.00 万元，差异率 0.24%。收益法与市场法结果接近，相互验证。

表 1　收益法评估值构成

项目	金额（万元）	占评估值比例
预测期（2026 年 6-12 月至 2030 年）现金流现值	11,766.66	28.70%
永续期现金流现值	29,959.44	73.07%
减：付息负债及非经营性调整	-726.10	-1.77%
股东全部权益评估值	41,000.00	100.00%

（二）评估增值率较高的原因

1. 技术先进性带来的超额收益

东科化工的核心价值主要包括：一是覆铜板用阻燃剂的配方、工艺及专利技术，产品可同时满足超低介电损耗与严苛可靠性要求；二是经过 1-2 年认证周期形成的客户准入资格，产品需通过覆铜板厂商及 PCB 厂商双重认证，客户切换成本高；三是稳定的研发团队与持续的产品迭代能力；四是与下游头部覆铜板企业形成的长期供应关系。上述优势多由企业自主研发、逐步积累形成，具有差异化竞争优势，能够形成较高的产品溢价和超额收益。收益法通过未来现金流折现将这部分由技术先进性和市场壁垒带来的超额收益纳入评估范围，从而构成了评估增值的主要来源。

2. 历史成长性及在手订单支撑盈利预测

2024 年以来，受益于磷系阻燃剂无卤替代趋势下市场需求的持续释放，以及覆铜板行业景气度提升，东科化工经营规模快速扩张。2025 年，东科化工营业收入同比增长 104.15%，净利润同比增长 552.79%；结合期后数据来看，2026 年 1-9 月，营业收入及净利润分别达到 2025 年全年的 81.98%、70.26%；截至 2026 年 9 月末在手订单 5,980 万元，对第四季度预测收入的覆盖率为 142.82%。历史成长性、订单储备及产能投放为预测期收入提供了支撑，是收益法评估值高于账面净资产的重要基础。

3. 资产结构导致增值率比对基数较低

评估基准日，东科化工股东全部权益账面价值 6,826.15 万元，资产构成包括货币资金、应收账款、存货等营运资金为主，固定资产规模较小。2025 年，东科

化工实现净利润3,856.64万元，以基准日净资产计算的净资产收益率达56.50%，因东科化工盈利能力较强、净资产较薄，故收益法评估值较账面净资产出现较高增值率。

4. 市场法结果形成交叉验证

市场法评估值为41,100.00万元，与收益法结果差异仅0.24%。市场法从可比上市公司或可比交易的价格倍数出发，反映了市场参与者对同类企业的估值水平；收益法从企业未来获利能力出发，反映企业内在价值。两种方法从不同角度得出接近的结论，说明评估值具有合理性。

（三）同行业可比交易案例比较

为说明本次评估增值率的合理性，评估机构选取了近年来A股市场覆铜板、电子材料、阻燃剂及化工助剂领域的可比交易案例，相关交易均采用收益法评估结果作为定价依据。主要情况如下：

表2　同行业可比交易案例

案例	评估基准日	评估值（亿元）	评估增值率	PE（倍）	承诺覆盖率
万盛股份收购东科化工（本次）	2026-05-31	4.10	500.63%	10.61	29.27%
安德利收购甬强科技	2026-03-31	12.75	354.38%	55.43	10.59%
隆扬电子收购德佑新材	2025-02-28	11.04	453.32%	—	—
键邦股份收购鑫浩自动化	2026-04-30	2.61	556.77%	—	—

注：2026年PE＝评估值÷承诺期首年承诺净利润；承诺覆盖率＝承诺期累计承诺净利润÷评估值；“—”表示相关案例未披露或不适用。

从上表可见，本次交易评估增值率500.63%，处于3个可比案例的中位数水平：低于键邦股份收购鑫浩自动化的 556.77%，高于安德利收购甬强科技的354.38%、隆扬电子收购德佑新材的 453.32%，与可比交易整体区间不存在显著偏离。

从市盈率看，本次交易按2025年净利润计算的市盈率为10.61倍，显著低于安德利收购甬强科技的55.43倍。甬强科技2025年尚处于亏损状态，2026年第一季度首次实现盈利，其估值更多反映高端覆铜板国产替代的成长预期；东科化

工已实现稳定盈利，估值倍数相对较低，估值逻辑更为稳健。

从业绩承诺覆盖率看，本次交易业绩承诺方承诺博行新材（东科化工持股平台）在万盛股份第二期股权转让款付款条件满足之日所在会计年度起的连续三个会计年度归属于母公司所有者的净利润（取扣除非经常性损益前后孰低值）合计不低于 1.2 亿元，占评估值的 29.27%，高于安德利收购甬强科技的 10.59%。业绩承诺为估值提供了兜底保障，进一步增强了估值合理性。

从评估方法交叉验证看，本次收益法与市场法结果差异仅 0.24%，低于隆扬电子收购德佑新材的 13.41%。两种方法结果高度一致，说明评估结论具有较高的可靠性。

（四）同行业可比公司估值比较

为进一步验证估值合理性，评估机构选取了阻燃剂、化工助剂相关上市公司，比较其市盈率及市净率。相关估值指标以评估基准日 2026 年 5 月 31 日收盘价计算，具体如下：

表 3　同行业可比公司估值指标

公司	市盈率 PE（倍）	市净率 PB（倍）
万盛股份	-9.07（亏损）	3.35
晨化股份	35.32	1.93
雅克科技	50.90	6.33
东科化工	10.61	6.01

注：可比公司 PE、PB 为同花顺 iFinD 公告的 2026 年 5 月 31 日数据

从市盈率看，雅克科技、晨化股份 PE 分别为 50.90 倍、35.32 倍，两者平均数为 43.11 倍；东科化工按 2025 年净利润计算的 PE 为 10.61 倍，仅为上述两家可比公司平均数的 24.61%，即使考虑非上市公司流动性折价（通常为 20%-40%），仍显著低于可比公司水平。

从市净率看，雅克科技、万盛股份、晨化股份 PB 分别为 6.33 倍、3.35 倍、1.93 倍，中位数为 3.35 倍；东科化工 PB 为 6.01 倍，高于中位数但低于雅克科技 6.33 倍。PB 偏高的原因与评估增值率偏高的原因同源：东科化工评估基准日账面净资产仅 6,826.15 万元，而盈利能力较强，2025 年度以基准日净资产计算

的净资产收益率为 56.50%，净资产基数较薄导致 PB 指标对其估值的解释力有限，不宜作为主要判断依据。

综合 PE、PB 及毛利率比较，东科化工评估值对应的市盈率显著低于同行业可比公司，PB 偏高系目前的资产结构导致净资产基数较低所致，估值不存在高估情形。

（五）关键评估参数的合理性

1. 折现率

本次评估折现率采用 WACC，取值为 10.79%。其中，无风险报酬率 Rf 取评估基准日中债 10 年期国债收益率；β 系数参考同行业可比上市公司剔除财务杠杆后的 β 值，并按目标资本结构重新加杠杆；市场风险溢价参考中国证券市场的特征指数沪深 300 为基本指数确定；特定风险溢价综合考虑东科化工的经营规模、客户集中度、产能扩张及技术迭代风险后确定；债务资本成本参考公司现时平均融资利率，权数参考同行业上市公司平均债务结构。

表 4　同行业可比交易案例

案例	评估基准日	折现率（WACC）
万盛股份收购东科化工（本次）	2026-05-31	10.79%
安德利收购甬强科技	2026-03-31	10.88%
隆扬电子收购德佑新材	2025-02-28	11.44%
键邦股份收购鑫浩自动化	2026-04-30	11.04%

从同行业可比交易案例看，本次评估折现率 10.79%和行业水平接近。除受到中债 10 年期国债收益率（本次评估基准日 Rf 处于阶段性低位，为四个交易案例中最低值）等参数影响外，其他差异原因主要在于标的所处阶段与风险特征不同：相比甬强科技等公司尚处于国产替代的早期成长阶段，故对应的特定风险溢价也相对较高，东科化工 2025 年已实现净利润 3,856.64 万元，2026 年 1-9 月净利润达 2,709.75 万元，经营确定性相对更强，折现率低于上述成长期或修复期标的具有合理性。因此，10.79%的取值与东科化工的实际风险状况及同行业定价惯例相匹配，具有合理性。

2. 毛利率与费用率

表 5　可比交易案例毛利率与期间费用率预测对比

案例	毛利率（首年→末年）	变动	期间费用率（首年→末年）
万盛股份收购东科化工（本次）	36.36%→29.56%	−6.80pp	13.52%→8.02%
安德利收购甬强科技	27.6%→27.5%	−0.10pp	19.10%→10.00%
隆扬电子收购德佑新材	48.26%→47.06%	−1.20pp	21.14%→18.51%
键邦股份收购鑫浩自动化	46.78%→47.15%	+0.37pp	22.49%→19.68%

本次预测东科化工预测期毛利率由 36.36%逐年下降至 29.56%，费用率由 13.52%下降至 8.02%。毛利率下降主要考虑下游年降压力、竞争加剧及原材料价格波动；费用率下降主要考虑收入规模扩大带来的规模效应。前述指标和公司历史经营数据基本匹配。

和可比交易案例相比，从毛利率看，本次预测降幅 6.80 个百分点，较为谨慎；从期间费用率看，本次预测降幅 5.50%，低于安德利收购甬强科技 9.10%，高于隆扬电子收购德佑新材 2.63%与键邦股份收购鑫浩自动化 2.81%，处于可比区间中部，也处于相对合理的水平。

二、问题 2

关于本次交易定价。相关公告及备查文件显示，本次交易标的资产最终交易作价以东科化工的评估结果为定价参考依据，并经交易各方协商确定交易价格。针对博行新材业绩承诺方以博行新材整体估值 4.09 亿元进行收购；针对无业绩承诺股东以博行新材整体估值 3.90 亿元进行收购。因富泰科为博行新材的持股平台，无其他经营业务，确定富泰科全部股权的估值为 1.057 亿元。东科化工的评估以 2026 年 5 月 31 日为评估基准日，以收益法确定股东全部权益的评估值为 4.10 亿元，相较标的公司基准日净资产的评估增值率为 500.63%。收益法估值过程中，2027 年-2030 年营业收入预测分别为 1.94 亿元、2.21 亿元、2.48 亿元、2.69 亿元，复合增长率为 12.88%。此外，本次交易前，王忠卫、侯计金、王祥已与徐建弟签署购买协议，分别收购徐建弟合计持有的东科化工 30%股权。同时，王忠卫、侯计金、王祥、谭晓明已与博行新材签署增资协议，以各自直接持有的东科化工股权(合计为东科化工 40%股权)对博行新材增资。

结合本次差异性交易定价安排，评估值与东科化工股权转让、博行新材增资的交易估值之间的差异，说明本次交易就是否为业绩承诺方的差异化定价的合理性，以及本次收益法评估值较账面净资产大幅增值的原因及合理性。

【答复】

（一）本次交易的定价安排及差异化定价情况

1. 定价基础

博行新材为东科化工的持股平台，其生产经营由东科化工实施，故本次交易对东科化工股东全部权益进行整体评估，并以评估结果为定价参考依据。银信资产评估有限公司出具《资产评估报告》（银信评报字〔2026〕第 C00119 号），评估基准日为 2026 年 5 月 31 日，东科化工股东全部权益评估值为 41,000.00 万元（收益法），较账面净资产 6,826.15 万元增值 34,173.85 万元，增值率 500.63%。

2. 差异化定价安排

经交易各方协商，本次交易根据交易对方是否承担业绩承诺区分定价，具体如下：

（1）业绩承诺方，包括实际控制人王忠卫、侯计金、王祥，核心团队持股平台青岛富博合创企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“富博合创”）及谭晓明，按博行新材整体估值 40,900.00 万元（4.09 亿元）定价；

（2）无业绩承诺股东成都科宜高分子科技有限公司（以下简称“成都科宜”），按博行新材整体估值 39,000.00 万元（3.9 亿元）定价；

（3）富泰科 100%股权由王忠卫、侯计金合计持有，富泰科直接和间接合计持有博行新材 25.84%股权，无其他经营业务，按博行新材整体估值 4.09 亿元为依据，确定富泰科 100%股权估值为 10,568.98 万元。

据此，公司以 17,942.13 万元受让博行新材 44.16%股权，以 10,568.98 万元受让富泰科 100%股权，交易对价合计 28,511.11 万元；交易完成后，公司直接及间接持有博行新材 70%股权。具体如下：

表 6　本次交易定价安排

交易对方	收购标的及比例	对价（万元）	隐含博行新材整体估值（亿元）
业绩承诺方：王忠卫、侯计金、王祥、谭晓明、富博合创	博行新材 36.9460%股权	15,113.85	4.09
无业绩承诺方：成都科宜	博行新材 7.2181%股权	2,828.28	3.92
业绩承诺方：王忠卫、侯计金	富泰科 100%股权（间接持有博行新材 25.84%）	10,568.98	4.09
合计	博行新材 70%股权（直接及间接）	28,511.11	4.07

注：对价及股权比例引自公司《关于收购青岛金博行新材料科技有限公司控制权的公告》（公告编号 2026-063）；隐含整体估值＝对价÷收购比例；合计数对应博行新材 70%股权，隐含整体估值＝28,511.11÷70%＝40,730.16 万元。

3. 差异化定价的幅度

承诺方估值 4.09 亿元与无承诺方估值 3.9 亿元相差 1,900.00 万元，以无承诺方估值为基数计算差异率 4.87%。因无承诺方成都科宜低于承诺方定价，公司相应少支付对价约 124.5 万元。

（二）评估值与东科化工股权转让、博行新材增资估值的差异及原因

1. 与东科化工股权转让估值的差异

（1）交易背景及定价依据

东科化工股权转让的定价基于东科化工原股东徐建弟与博行新材实控人王忠卫、侯计金、王祥（简称博行新材实控人三人）于 2024 年 9 月共同签署的《合作意向协议》。根据《合作意向协议》，原股东徐建弟与博行新材实控人三人合作前，东科化工无研发团队，产品工艺老旧、产品利润较低，生产人才匮乏，技术研发、市场开发与生产管理体系不健全，持续经营面临较大压力；东科化工为摆脱经营困境，原股东徐建弟欲引入新实控人经营东科化工。博行新材实控人三人分别具备技术研发、管理经营、市场营销及渠道销售、生产与安环等东科化工所需的各种急需能力，同意通过增资及赋能方式对东科化工实施纾困。在此背景下，各方约定合作意向协议签署之日起三年内博行新材实控人三人有权以不超过各方确认的东科化工净资产的 4 倍为基础收购徐建弟所持东科化工的 30%股权。

博行新材增资的定价与本次上市公司收购博行新材股权对应的公司估值一致。

东科化工的评估值略高于收购博行新材股权对应的博行新材估值，主要原因是博行新材为博行新材实控人三人收购东科化工的控股公司和对外融资的主体，博行新材的生产经营主要通过东科化工完成，本次万盛收购博行新材股权的交易定价主要基于东科化工的评估值。经过各方协商谈判后，本次万盛收购博行新材的定价略低于东科化工的评估值。

（2）与本次评估值的差异

上述约定系合作前基于东科化工净资产确定的定价安排，与本次评估值存在差异。博行新材实控人三人收购东科化工 30%股权对应的金额为 7,800.00 万元，相当于评估值为 26,000.00 万元，按评估基准日东科化工账面净资产 6,826.15 万元测算，约为净资产的 3.8 倍；30%股权对应的金额为 7,800.00 万元，较本次评估值 41,000.00 万元口径下 30%股权 12,300.00 万元低 4,500.00 万元。

（3）差异的合理性

①时点及经营状态不同。上述约定形成于各方合作之前，其时东科化工经营困难、盈利能力较弱、净资产规模较小；本次评估基准日为 2026 年 5 月 31 日，东科化工已完成产能释放与产品结构改善，2025 年度营业收入同比增长 104.15%，净利润 3,856.64 万元，经营状态已发生实质变化。

②交易性质不同。前者系纾困背景下的股权让渡安排，对价中包含原股东对新实际控制人技术、管理、市场及渠道能力输入的让渡，具有管理层激励与风险共担属性；后者系上市公司收购控制权，按企业整体获利能力定价，二者定价目的不同。

③定价基础不同。前者以净资产倍数为锚，属资产基础视角；后者以收益法未来现金流折现为基础，将客户认证、技术工艺、研发团队等纳入评估范围，二者不具直接可比性。

2. 与博行新材增资估值的差异

博行新材增资系王忠卫、侯计金、王祥、谭晓明以各自直接持有的东科化工股权（合计为东科化工 40%股权）作价出资，增资完成后博行新材注册资本由

568.25 万元增至 945.54 万元，博行新材持有东科化工 100%股权。该次增资的作价依据为东科化工的评估值，与本次交易定价基础一致，不存在估值差异。

（三）业绩承诺方差异化定价的合理性

1. 差异化定价与承诺义务相匹配

承诺方取得的对价高于无承诺方，系因其承担了业绩承诺及补偿义务。根据《收购协议》，王忠卫、侯计金、王祥及核心团队、谭晓明承诺博行新材在万盛股份第二期股权转让款付款条件满足之日所在会计年度起的连续三个会计年度归属于母公司所有者的净利润（取扣除非经常性损益前后孰低值）合计不低于 1.2 亿元，未实现时按约定向公司进行补偿；无承诺方成都科宜不参与业绩承诺，不承担补偿责任。定价差异 4.87%系对承诺方承担承诺义务与补偿风险的对价，权利与义务相匹配。

2. 差异幅度与承诺金额的对比

承诺方估值 4.09 亿元与无承诺方估值 3.9 亿元相差 1,900.00 万元，以无承诺方估值为基数计算差异率 4.87%。因无承诺方成都科宜低于承诺方定价，公司相应少支付对价约 124.5 万元；而承诺方承诺的三年累计净利润不低于 12,000.00 万元，承诺金额为上述溢价金额的 18.83 倍。以承诺方估值 4.09 亿元计算，承诺覆盖率（承诺累计净利润÷估值）为 29.34%。差异化定价的溢价幅度相对于所获得的业绩保障而言处于较低水平，未损害上市公司利益。

3. 差异化定价的合规性

（1）差异化定价仅体现为不同交易对方的成交价格差异，评估机构对东科化工的评估结论未因交易对方不同而调整，评估值保持独立、客观；

（2）承诺方与无承诺方的定价均以评估值为基础，4.09 亿元与 3.9 亿元均不高于东科化工评估值 4.10 亿元，不存在通过差异化定价抬高整体作价的情形；

（3）差异化定价系交易各方在评估值基础上结合业绩承诺安排协商确定，已经公司第六届董事会第十二次会议审议通过，并履行了相应的决策程序。

（四）收益法评估值较账面净资产大幅增值的原因

本次评估值 41,000.00 万元较评估基准日账面净资产 6,826.15 万元增值 34,173.85 万元，增值率 500.63%，主要原因：一是客户认证、配方工艺、研发团队、客户关系等核心无形资产由企业自主研发、逐步积累形成，未在账面确认或账面价值较低；二是东科化工盈利能力较强，2025 年度净利润 3,856.64 万元，以基准日净资产计算的净资产收益率达 56.50%，收益法以企业未来获利能力为基础，将上述客户认证、配方工艺、研发团队、客户关系等价值纳入评估范围；三是东科化工账面净资产较薄，故收益法评估值较账面净资产出现较高增值率；四是市场法评估值 41,100.00 万元与收益法结果差异仅 0.24%，两种方法相互验证。

综上评估机构认为：东科化工股权转让的定价系合作前基于纾困背景与净资产倍数形成的期权性安排，与本次评估值在时点、交易性质及定价基础上均存在差异，不具直接可比性；博行新材增资的作价依据与本次交易一致；博行新材、富泰科的估值均以评估值为基础且低于评估值，各层级估值勾稽关系合理；差异化定价系根据交易对方是否承担业绩承诺确定，承诺方估值 4.09 亿元与无承诺方估值 3.9 亿元相差 1,900.00 万元，以无承诺方估值为基数计算差异率 4.87%；因无承诺方成都科宜低于承诺方定价，公司相应少支付对价约 124.5 万元，而承诺方承诺三年累计净利润不低于 1.2 亿元，定价差异与承诺义务相匹配，决策程序完备；收益法评估值较账面净资产大幅增值，系核心无形资产未在账面体现所致，具有合理性。

银信资产评估有限公司

二〇二六年十一月五日