

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不會就本公告全部或任何部分內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。

根據不同投票權架構，我們的股本包括A類普通股及B類普通股。對於需要股東投票的所有事項，A類普通股持有人每股可投1票，而B類普通股持有人則每股可投10票。股東及有意投資者務請留意投資不同投票權架構公司的潛在風險。我們的美國存託股（每股美國存託股代表一股A類普通股）於美國紐約證券交易所上市，代碼為ZTO。



**ZTO Express (Cayman) Inc.**

**中通快遞（開曼）有限公司**

（於開曼群島註冊成立以不同投票權控制的有限責任公司）

（股份代號：2057）

## 關連交易 收購浙江星聯100%股權

### 股權轉讓協議

於2025年11月28日，中通航空（本公司的併表附屬實體）與中通雲冷及浙江星聯訂立股權轉讓協議，據此，中通航空同意購買，而中通雲冷同意出售浙江星聯100%股權，總代價為人民幣178,000,000元。

截至本公告日期，中通雲冷持有浙江星聯100%股權。收購完成後，本集團將持有浙江星聯100%股權。浙江星聯將成為本公司一家併表附屬實體的子公司，其財務業績亦將併入本集團的財務業績。

### 《香港上市規則》的涵義

於本公告日期，中通雲冷由(i)賴梅松先生（本公司執行董事兼控股股東）控制的一家公司最終實益持有約19.5%權益，及(ii)中通快遞（本公司的併表附屬實體）最終實益持有約18%權益。中通雲冷為本公司的關連人士。因此，根據《香港上市規則》第十四A章，訂立股權轉讓協議及其項下擬進行的交易構成本公司的一項關連交易。

由於根據《香港上市規則》計算的股權轉讓協議及其項下擬進行的交易的最高適用百分比率超過0.1%但低於5%，故股權轉讓協議及其項下擬進行的交易須遵守《香港上市規則》第十四A章項下的申報及公告規定，惟獲豁免遵守獨立股東批准規定。

## 緒言

於2025年11月28日，中通航空（本公司的併表附屬實體）與中通雲冷及浙江星聯訂立股權轉讓協議，據此，中通航空同意購買，而中通雲冷同意出售浙江星聯100%股權，總代價為人民幣178,000,000元。

## 股權轉讓協議的主要條款

股權轉讓協議的主要條款載列如下：

- 日期：2025年11月28日
- 訂約方：(1) 中通雲冷（作為賣家）；
- (2) 浙江星聯（作為目標公司）；及
- (3) 中通航空（作為買家）。
- 標的事項：中通航空同意購買，而中通雲冷同意出售浙江星聯100%股權。
- 代價及支付條款：收購的總代價為人民幣178,000,000元，將按以下方式結算：
- (i) 首付款：中通航空須於與支付首付款有關的所有先決條件（詳情載於下文「先決條件」一節）獲達成（或獲中通航空書面豁免）當日起計10個營業日內向中通雲冷支付首期款項人民幣100,000,000元；及
- (ii) 尾款：中通航空須於與支付尾款有關的所有先決條件（詳情載於下文「先決條件」一節）獲達成（或獲中通航空書面豁免）當日起計15個營業日內向中通雲冷支付餘下代價人民幣78,000,000元。

先決條件： 根據股權轉讓協議：

1. 首付款的先決條件：

中通航空支付首付款的義務以下列先決條件獲達成或獲中通航空全權酌情豁免為前提：

- (i) 股權轉讓協議已正式簽署並生效；
- (ii) 浙江星聯股東及執行董事已正式通過相關書面決議，批准交易文件的簽署、交付及履行，並放棄可能影響本交易的任何其他權利（包括優先認購權、優先清算權及共同出售權）；及
- (iii) 浙江星聯及中通雲冷作出的陳述及保證均保持真實、準確、完整，且無誤導性。

2. 尾款的先決條件：

中通航空支付尾款的義務以下列先決條件獲達成或獲中通航空全權酌情豁免為前提：

- (i) 浙江星聯及中通雲冷作出的陳述及保證均保持真實、準確、完整，且無誤導性；
- (ii) 中通雲冷已履行及遵守交易文件規定須於交割日（定義見下文）或之前履行或遵守的所有契諾及承諾；
- (iii) 中通雲冷及浙江星聯已將浙江星聯的所有印章、執照及證書以及其他資產及文件轉交予中通航空；及
- (iv) 浙江星聯已向有關市場監督管理部門辦理了所規定的工商變更登記備案手續。

交割：訂約方應盡最大努力於可能情況下促使盡快達成所有先決條件。中通航空作為浙江星聯股東在市場監督管理部門完成登記後（「交割日」），中通航空享有相應的股東權利，承擔相應的股東義務；中通雲冷應確保中通航空自交割日起獲得對浙江星聯的實際控制權。

## 代價基準

收購的代價乃由中通航空與中通雲冷經參考浙江星聯的評估價值後公平磋商釐定。根據獨立估值師中同華資產評估（上海）有限公司（「估值師」）於2025年11月18日出具的估值報告（「估值報告」），在使用市場法進行估值後，浙江星聯股東於估值基準日（即2025年9月30日）的全部股權的估值為人民幣179,000,000元。

本集團將以其內部資源結算收購的代價。

## 估值報告

### 估值方法的選擇

在估值報告中，估值師已考慮採用三種基本估值方法，即收益法、資產基礎法及市場法。

採用市場法需要滿足以下條件：(i)標的實體的可比參考對象存在公開市場及活躍交易；及(ii)能夠獲取相關交易資料。在上市公司中，存在足夠數量與標的實體可比的上市公司。此外，可比公司的經營狀況、財務數據、股票市價等相關資料通常能夠通過公開市場及渠道獲取。這為數據收集及相關差異的量化分析提供了條件，令市場法具備適用性。

採用收益法需滿足以下條件：(i)估值對象的未來收益能夠合理預測並能以貨幣形式計量；(ii)與預期收益有關的風險可量化；及(iii)收益期可確定或合理估算。標的實體未來計劃轉型開展國際貨運業務，但當前國際貿易格局動盪。受美國關稅政策影響，貿易流向發生轉移，企業被迫調整航運路線，導致運營成本大幅波動。此外，相關政策增加了國際運輸的合規壓力，這將進一步推高運營成本。鑒於複雜的國際環境，標的實體發現難以對未來收入及利潤作出可靠預測，因此收益法不適用。

採用資產基礎法需滿足以下條件：(i)估值對象處於正常使用或當前在用狀態；(ii)估值對象可通過重置渠道獲取；及(iii)能夠合理估算估值對象的重置成本及相關折舊。截至估值日期，浙江星聯的資產負債表內外資產及負債均可識別，並能採用適當方法進行單獨估值。因此，本次估值適用資產基礎法。

考慮到本次估值的目的及標的實體的特點，結合上述分析，本次估值採用市場法及資產基礎法。

## 估值結果的選取

一般而言，資產基礎法僅能反映公司有形資產的內在價值，無法全面、合理地體現其整體價值。此外，該方法無法考量客戶資源、商譽及人力資本等無形資產的價值。

浙江星聯成立於2018年，多年來已形成其獨特的經營理念、戰略及方法論。估值師在調查該公司財務狀況及分析其歷史業績後，根據資產評估準則，結合本次估值的對象、目的及適用價值類型，經對比分析得出結論：市場法能更全面、更合理地反映被估值實體的所有者權益價值。

基於上述因素，市場法估值結果作為最終估值結論：在持續經營假設下，經市場法評估的浙江星聯的總權益價值為人民幣179,000,000元。

有關估值報告的進一步詳情（包括編製該估值所採用的主要假設、估值模型及輸入值等），請參閱本公告附錄一。

## 估值師的背景及獨立性

估值師為中國具備專業資質的合資格估值師。鑒於估值師獨立於本公司及本公司的關連人士，且具備商業估值所需的資質和經驗，董事信納估值師的獨立性，且認為其有能力開展本次估值。

經考慮(i)估值師的獨立性；及(ii)估值的基準及方法以及得出浙江星聯估值的相關數據後，董事（包括獨立非執行董事）認為，代價屬公平合理。

## 有關浙江星聯的資料及收購的財務影響

浙江星聯是一家根據中國法律成立的有限公司，主營業務為航空貨運服務。浙江星聯成立於2018年，註冊資本為人民幣160,000,000元。於本公告日期，中通雲冷持有浙江星聯100%股權。

以下為基於根據中國公認會計原則編製的浙江星聯截至2023年及2024年12月31日止兩個年度以及截至2025年9月30日止九個月的未經審計合併財務報表呈列的浙江星聯財務資料：

|       | 截至12月31日<br>止年度<br><b>2023年</b><br>人民幣千元<br>(未經審計) | 截至12月31日<br>止年度<br><b>2024年</b><br>人民幣千元<br>(未經審計) | 截至9月30日<br>止九個月<br><b>2025年</b><br>人民幣千元<br>(未經審計) |
|-------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 稅前淨利潤 | 6,213                                              | 6,655                                              | 3,414                                              |
| 稅後淨利潤 | 6,539                                              | 6,571,                                             | 3,338                                              |

浙江星聯基於其於2025年9月30日的未經審計合併賬目的總資產約為人民幣212.9百萬元。中通雲冷於2021年以總代價人民幣177.3百萬元收購浙江星聯100%股權。

收購完成後，本集團將持有浙江星聯100%股權。浙江星聯將成為本公司一家併表附屬實體的子公司，其財務業績亦將併入本集團的財務業績。此外，浙江星聯及其子公司一直與本公司存在若干持續關連交易（包括但不限於向本集團提供貨運代理服務）。收購完成後，浙江星聯及其子公司將不再為本公司關連人士，因此該等持續關連交易將不再為本集團的關連交易。



## 有關其他訂約方的資料

### 本公司及本集團

本公司於2015年4月8日根據開曼群島法律註冊成立。本公司證券於紐交所及香港聯交所雙重主要上市。本集團主要透過全國網絡合作夥伴模式在中國從事快遞服務。

### 中通航空

中通航空是根據中國法律於2025年成立的本公司一家併表附屬實體，主營業務為公共航空運輸、道路貨物運輸（不含危險貨物）、倉儲服務及通用航空服務。

### 中通雲冷

中通雲冷為一家根據中國法律於2020年成立的公司，主營業務為提供航空貨運代理及物流服務。於本公告日期，中通雲冷由(i)賴梅松先生控制的一家公司最終實益持有約19.5%權益，(ii)本公司執行董事王吉雷先生控制的一家公司最終實益持有約4.5%權益，及(iii)中通快遞（本公司的併表附屬實體）最終實益持有約18%權益。

## 進行收購的理由及裨益

由於浙江星聯的主營業務為航空貨運服務，收購將提升本集團的端到端境內外航空物流能力，並將增強本集團在航空貨運服務領域的整體競爭力。董事（包括獨立非執行董事）認為，此次收購符合本集團日常及一般業務的運營流程，特別是該收購涉及組建中通航空以優化運營及組織協同效應。

經計及浙江星聯基於估值報告的評估價值及浙江星聯於估值基準日的財務狀況後，本公司認為收購的代價屬公平合理。

此外，收購完成後，浙江星聯將成為本公司併表附屬實體中通航空的全資子公司，其財務業績將全面併入本集團財務業績。因此，鑒於浙江星聯的穩定運營及往績盈利，收購預期將增厚本集團的業績並提升對股東的回報。

鑒於上文所述，董事（包括獨立非執行董事）認為，股權轉讓協議的條款乃經公平磋商後按正常商業條款擬定，屬公平合理，且符合本公司及其股東的整體利益。

## 《香港上市規則》的涵義

由於中通雲冷由(i)賴梅松先生控制的一家公司最終實益持有約19.5%權益，及(ii)中通快遞（於本公告日期為本公司的併表附屬實體）最終實益持有約18%權益，故中通雲冷為賴梅松先生的聯繫人，因此為本公司的關連人士。因此，根據《香港上市規則》第十四A章，訂立股權轉讓協議及其項下擬進行的交易構成本公司的關連交易。

由於根據《香港上市規則》計算的股權轉讓協議及其項下擬進行的交易（按合併基準計）的最高適用百分比率超過0.1%但低於5%，故股權轉讓協議及其項下擬進行的交易須遵守《香港上市規則》第十四A章項下的申報及公告規定，惟獲豁免遵守獨立股東批准規定。

賴梅松先生及王吉雷先生（作為中通雲冷的股權持有人）各自被視為或可能被視為於股權轉讓協議中擁有重大權益，因此已就批准股權轉讓協議的董事會決議案放棄投票。除上述董事外，概無其他董事於股權轉讓協議中擁有重大權益或須就批准股權轉讓協議項下交易的董事會決議案放棄投票。



## 釋義

於本公告內，除文義另有所指外，下列詞彙具有以下涵義：

|          |   |                                                                           |
|----------|---|---------------------------------------------------------------------------|
| 「收購」     | 指 | 中通航空根據股權轉讓協議收購中通雲冷持有的浙江星聯100%股權                                           |
| 「聯繫人」    | 指 | 具有《香港上市規則》賦予該詞的涵義                                                         |
| 「董事會」    | 指 | 董事會                                                                       |
| 「A類普通股」  | 指 | 本公司股本內每股面值0.0001美元的A類普通股，A類普通股持有人可就本公司股東大會提呈的任何決議案享有每股一票的投票權              |
| 「B類普通股」  | 指 | 本公司股本內每股面值0.0001美元的B類普通股，享有本公司不同投票權，使B類普通股持有人可就本公司股東大會提呈的任何決議案享有每股10票的投票權 |
| 「本公司」    | 指 | 中通快遞（開曼）有限公司，一家於2015年4月8日於開曼群島註冊成立為獲豁免公司的公司，及（如文義所需）其不時的子公司及併表附屬實體        |
| 「交割日」    | 指 | 具有本公告「股權轉讓協議的主要條款－交割」一節賦予該詞的涵義                                            |
| 「關連人士」   | 指 | 具有《香港上市規則》賦予該詞的涵義                                                         |
| 「控股股東」   | 指 | 具有《香港上市規則》賦予該詞的涵義                                                         |
| 「董事」     | 指 | 本公司董事                                                                     |
| 「股權轉讓協議」 | 指 | 中通航空與中通雲冷於2025年11月28日簽訂的關於轉讓浙江星聯100%股權的股權轉讓協議                             |
| 「本集團」    | 指 | 本公司及其不時的子公司及併表附屬實體                                                        |

|            |   |                                    |
|------------|---|------------------------------------|
| 「《香港上市規則》」 | 指 | 《香港聯交所證券上市規則》，經不時修訂或補充             |
| 「香港聯交所」    | 指 | 香港聯合交易所有限公司                        |
| 「紐交所」      | 指 | 紐約證券交易所                            |
| 「中國」       | 指 | 中華人民共和國                            |
| 「人民幣」      | 指 | 中國法定貨幣人民幣                          |
| 「股份」       | 指 | 本公司股本中的A類普通股及B類普通股（視文義需要而定）        |
| 「股東」       | 指 | 股份（如文義需要，為美國存託股）持有人                |
| 「子公司」      | 指 | 具有《香港上市規則》賦予該詞的涵義                  |
| 「主要股東」     | 指 | 具有《香港上市規則》賦予該詞的涵義                  |
| 「美元」       | 指 | 美國的法定貨幣美元                          |
| 「估值基準日」    | 指 | 2025年9月30日                         |
| 「估值報告」     | 指 | 具有本公告「股權轉讓協議的主要條款－估值報告」一節賦予該詞的涵義   |
| 「估值師」      | 指 | 具有本公告「股權轉讓協議的主要條款－估值報告」一節賦予該詞的涵義   |
| 「浙江星聯」     | 指 | 浙江星聯航空貨運有限公司，一家根據中國法律成立的公司         |
| 「中通航空」     | 指 | 中通航空有限公司，一家根據中國法律成立的公司，為本公司的併表附屬實體 |

|        |   |                                      |
|--------|---|--------------------------------------|
| 「中通快遞」 | 指 | 中通快遞股份有限公司，一家根據中國法律成立的公司，為本公司的併表附屬實體 |
| 「中通雲冷」 | 指 | 中通雲冷網絡科技(浙江)有限公司，一家根據中國法律成立的公司       |

承董事會命  
中通快遞(開曼)有限公司  
賴梅松  
主席

香港，2025年11月28日

於本公告日期，董事會包括董事會主席兼執行董事賴梅松先生；執行董事王吉雷先生及胡紅群先生；非執行董事劉星先生及許迪女士；以及獨立非執行董事魏臻先生、黃沁先生、*Herman YU*先生、高遵明先生及謝芳女士。

## 附錄一 — 估值報告的進一步詳情

### 估值模型及參數

#### 市場法中的估值模型選擇

市場法有兩種常用方法，分別為指引公眾公司法及指引交易法。鑒於浙江星聯主要從事航空貨運代理服務，指引交易法在產權交易市場並不適用。這是因為數據收集存在局限性，導致無法充分考量標的實體與交易案例間的差異對股權價值的影響。相反，證券市場存在足夠數量與標的實體相似的上市公司，其特點在於交易活躍、交易及財務數據公開可查閱，且信息完備。故本次市場法評估採用指引公眾公司法。

#### 可比公司選擇及可比性分析

由於標的實體為主要從事航空貨運代理業務的盈利企業，估值師於本次估值中初步採用下列基礎標準篩選可比公司：

1. 可比公司須屬於申萬行業分類：交通運輸 — 物流 — 跨境物流；
2. 可比公司須至少有四年上市歷史；
3. 可比公司於最近三個年度持續盈利；及
4. 可比公司僅發行A股。

基於上述四項原則，估值師利用同花順數據系統進行篩選。

首先，自中國A股上市公司中選擇12家屬於交通運輸－物流－跨境物流板塊的公司：

| 序號 | 公司  | 營業利潤<br>(人民幣萬元) |            |            |
|----|-----|-----------------|------------|------------|
|    |     | 2022年           | 2023年      | 2024年      |
| 1  | 公司G | 7,394.46        | 4,789.03   | 2,863.63   |
| 2  | 公司H | -411.67         | 1,560.75   | -7,875.95  |
| 3  | 公司A | 572,112.33      | 374,866.53 | 392,857.60 |
| 4  | 公司I | 520,387.63      | 547,343.95 | 493,981.35 |
| 5  | 公司J | -66,844.19      | -24,822.57 | 1,693.86   |
| 6  | 公司C | 117,713.55      | 83,982.90  | 71,513.96  |
| 7  | 公司D | 19,808.60       | 19,075.80  | 23,026.27  |
| 8  | 公司E | 51,781.89       | 17,074.11  | 15,113.22  |
| 9  | 公司F | 80,102.77       | 120,829.46 | 149,819.71 |
| 10 | 公司B | 36,073.71       | 35,855.41  | 41,154.69  |
| 11 | 公司K | 41,844.93       | 20,983.41  | 13,870.76  |
| 12 | 公司L | 417,594.97      | 156,514.54 | 259,272.41 |

經剔除上市未滿四年、2022年至2024年營業利潤為負、主營業務未包含跨境物流及非僅發行A股的公司後，最終選定以下六家上市公司作為可比公司：

| 可比公司 | 公司背景                                                                                 |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 公司A  | 公司A主要從事航空快遞、綜合地面服務及一站式物流解決方案。該公司的主要產品包括航空快遞、綜合地面服務及一站式物流解決方案。                        |
| 公司B  | 公司B主要從事跨境集裝箱物流、工程物流及資源轉運物流。該公司的主要產品為跨境集裝箱物流、工程物流及資源轉運物流。                             |
| 公司C  | 公司C主要從事綜合國際物流服務。該公司的主要產品包括綜合物流服務、國際空運、國際海運、跨境電商物流、特種物流、第三方倉儲物流、國際工程物流、鐵路貨運代理及其他物流服務。 |

## 可比公司

## 公司背景

### 公司D

公司D主要從事為製造業客戶提供定制化物流解決方案及端到端一站式供應鏈服務。該公司的主要產品包括智能倉儲、裝卸搬運、包裝、運輸及協同配送、增值加工、物流信息傳輸等綜合物流服務，以及量身定制的物流解決方案。

### 公司E

公司E主要從事為各類進出口實體提供標準化物流服務及針對跨境業務的定制化供應鏈解決方案。該公司的核心產品包括：— 基礎分段式物流 — 一站式合同物流 — 精益供應鏈物流 — 供應鏈貿易。

### 公司F

公司F主要從事跨境多式聯運綜合物流服務，以及基於此拓展的供應鏈貿易服務與陸港項目服務。該公司的主要產品包括跨境多式聯運綜合物流服務、焦煤供應鏈貿易服務、非焦煤供應鏈貿易服務、陸港項目服務及PPP項目合同。

## 估值的定價倍數、調整及輸入數據

進行本次估值時，估值師已考慮多種估值倍數，包括企業價值／未計利息、稅項、折舊及攤銷前盈利(EV/EBITDA)比率、市盈率(P/E比率)、市賬率(P/B比率)及市銷率(P/S比率)。估值師對本次評估中選定的六家可比公司的常用價值比率進行相關性分析，結果如下：

| 價值比率  | EV/EBITDA | P/E     | P/B     | P/S     |
|-------|-----------|---------|---------|---------|
| 相關性系數 | 0.91626   | 0.83377 | 0.70611 | 0.39559 |

分析顯示，可比公司與標的實體間存在資本結構差異，可能導致利息付款有所不同，故採用EV以中和資本結構對估值的影響。此外，可比公司與標的實體的資產規模存在顯著差異，致使折舊與攤銷金額差異較大，進而影響利潤指標。故此，採用EBITDA以消除折舊與攤銷對估值的影響。相關性分析表明，EV與EBITDA之間具有顯著強相關性，其相關性系數達0.91626。



基於上述分析，EV/EBITDA指標相比其他估值倍數的相關性更強，最終選定該指標作為估值比率。

各可比公司的EV/EBITDA倍數計算如下：

(1) 計算可比公司的EV

可比公司的EV=(股權公允市場價值－非經營性資產淨值(包括盈餘))×(1－缺乏流通性折讓率)×(1＋控制權溢價率)+計息債務+少數股東權益

① 股權公允市場價值

股權公允市場價值=股份數目×股價

股份數目及股價根據可比公司於基準日的股份總數及收市價釐定。

② 可比公司的非經營性資產淨值(包括盈餘)

可比公司的非經營性資產淨值(包括盈餘)乃通過與標的實體進行可比分析釐定。由於EV範圍不包括現金及現金等價物，其被計入非經營性資產計算。

### ③ 缺乏流通性折讓

對於非上市公司類目標公司，需進行缺乏流通性折讓（「缺乏流通性折讓」）調整。具體方式為對比併購交易中非上市公司與上市公司的P/E比率，通過二者之間的差異估算缺乏流通性折讓率。

| 序號 | 年份    | 缺乏流通性折讓率      |             |              |             | 缺乏流通性折讓率<br>(行業平均) |
|----|-------|---------------|-------------|--------------|-------------|--------------------|
|    |       | 非上市公司<br>樣本數量 | 平均<br>P/E比率 | 上市公司<br>樣本數量 | 平均<br>P/E比率 |                    |
| 1  | 2024年 | 519           | 22.08       | 2298         | 33.52       | 28.70%             |
| 2  | 2023年 | 821           | 20.73       | 2453         | 30.46       | 30.00%             |
| 3  | 2022年 | 471           | 21.72       | 3196         | 33.54       | 32.00%             |
| 4  | 2021年 | 798           | 23.03       | 3042         | 36.43       | 32.70%             |
| 5  | 2020年 | 679           | 23.59       | 2423         | 37.09       | 28.10%             |
| 6  | 2019年 | 394           | 20.75       | 1990         | 35.97       | 36.00%             |
| 7  | 2018年 | 628           | 22.42       | 2299         | 33.55       | 29.30%             |
| 8  | 2017年 | 1179          | 16.14       | 1450         | 36.57       | 54.30%             |
| 9  | 2016年 | 988           | 19.64       | 951          | 44.07       | 52.40%             |

主要數據資料來源包括萬得、同花順及產權交易所等。

估值師通過對比2024年發生的非上市公司併購案例與截至2024年末的相關上市公司，對兩類公司的P/E比率數據進行了分析計算。分析結果顯示，2024年中國的缺乏流通性折讓率為28.70%。

### ④ 控制權溢價

控制權指根據公司法及公司章程賦予股東管理公司營運的權利，本質上是對業務管理的控制權。與無控制權的少數股東相比，控股股東擁有多項少數股東無法獲得的特權。普遍認為，控股股東能夠取得非控股股東無法獲得的利益，即額外利益。控股與非控股權益之間的價值差異構成了控制權溢價或缺乏控制權折讓的基礎。

鑒於本次估值目的涉及擬收購股權，採用市場法估值時未考慮控制權溢價。

### ⑤ 少數股東權益

少數股東權益按賬面價值確定。

## (2) 計算標的實體及可比公司的EBITDA

EBITDA = 淨利潤+ 所得稅+ 折舊及攤銷+ 支付利息的現金

下表列示選取的可比公司的原本及經調整EV/EBITDA比率詳情：

| 可比公司             | 可比公司的調整前EV/EBITDA<br>(人民幣萬元) |            |              |            |            |              |
|------------------|------------------------------|------------|--------------|------------|------------|--------------|
|                  | 公司C                          | 公司D        | 公司F          | 公司B        | 公司E        | 公司A          |
| 估值基準日收市價         | 5.97                         | 11.73      | 14.30        | 11.13      | 13.52      | 15.75        |
| 股本               | 130,904.65                   | 51,091.82  | 136,800.87   | 34,666.67  | 20,523.52  | 158,755.56   |
| 股權公允市場價值         | 781,500.76                   | 599,307.09 | 1,956,252.38 | 385,840.05 | 277,478.04 | 2,500,400.00 |
| 減：非經營性資產淨值       | 227,966.53                   | 57,180.87  | 187,489.90   | 76,074.00  | 138,647.98 | 877,758.18   |
| 非經營性調整後股權價值      | 553,534.22                   | 542,126.22 | 1,768,762.48 | 309,766.05 | 138,830.06 | 1,622,641.82 |
| 缺乏流通性折讓          | 28.70%                       | 28.70%     | 28.70%       | 28.70%     | 28.70%     | 28.70%       |
| 控制權溢價            | -                            | -          | -            | -          | -          | -            |
| 經調整股東權益價值總額      | 394,669.90                   | 386,536.00 | 1,261,127.65 | 220,863.19 | 98,985.83  | 1,156,943.62 |
| 加：計息債務           | 172,063.19                   | 151,944.88 | 47,915.24    | 49,482.79  | 60,095.25  | 584,489.73   |
| 少數股東權益賬面價值       | 12,711.87                    | 799.30     | 15,559.37    | 20,866.05  | 3,278.13   | 205,095.49   |
| EV (不包括現金及現金等價物) | 579,444.96                   | 539,280.18 | 1,324,602.26 | 291,212.03 | 162,359.21 | 1,946,528.84 |
| EBITDA           | 69,884.95                    | 43,831.25  | 157,063.58   | 63,819.01  | 21,945.64  | 546,874.54   |
| EV/EBITDA        | 8.29                         | 12.30      | 8.43         | 4.56       | 7.40       | 3.56         |

根據《企業績效評價標準值2024》，本次估值在綜合考慮被評估企業經營狀況的基礎上，選取整個倉儲行業的績效評價指標作為價值比率調整依據。下表列示全行業績效評價標準值：

| 指標類別   | 指標          | 評價標準值 |      |      |       |       |
|--------|-------------|-------|------|------|-------|-------|
|        |             | 優秀    | 良好   | 中等   | 較低    | 較差    |
| 盈利回報指標 | 淨資產收益率(%)   | 10.1  | 4.3  | 2.0  | -1.5  | -7.9  |
|        | 總資產報酬率(%)   | 8.0   | 4.0  | 2.6  | -2.8  | -8.9  |
|        | 營業收入利潤率(%)  | 3.6   | 2.4  | 1.6  | -0.5  | -3.7  |
| 資產運營指標 | 總資產周轉率(次)   | 23.9  | 15.1 | 9.2  | 5.9   | 3.0   |
|        | 應收賬款周轉率(次)  | 0.7   | 0.5  | 0.3  | 0.2   | 0.1   |
|        | 流動資產周轉率(次)  | 1.7   | 1.1  | 0.4  | 0.2   | 0.1   |
| 風險防控指標 | 資產負債率(%)    | 110.0 | 80.0 | 50.0 | 30.0  | 20.0  |
|        | 已獲利息倍數      | 53.5  | 58.5 | 63.5 | 73.5  | 88.5  |
|        | 速動比率        | 3.9   | 2.2  | 1.4  | 0.7   | -1.4  |
| 持續發展指標 | 營業總收入增長率(%) | 11.9  | 3.1  | -7.2 | -18.5 | -27.8 |
|        | 利潤總額增長率(%)  | 12.4  | 5.6  | 0.3  | -13.3 | -25.9 |
|        | 研發經費投入強度(%) | 0.7   | 0.4  | 0.3  | 0.2   | 0.1   |

下表列示可比公司與浙江星聯於基準期間的財務指標：

| 指標          | 財務指標  |      |       |       |       |      | 浙江星聯  |
|-------------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|
|             | 公司C   | 公司D  | 公司F   | 公司B   | 公司E   | 公司A  |       |
| 淨資產收益率(%)   | 3.9   | 4.5  | 9.9   | 7.1   | 0.8   | 7.6  | 2.6   |
| 總資產報酬率(%)   | 5.4   | 7.1  | 16.9  | 10.8  | 2.5   | 13.5 | 2.1   |
| 營業收入利潤率(%)  | 3.3   | 20.4 | 16.4  | 5.1   | 1.0   | 17.1 | 2.2   |
| 總資產周轉率(次)   | 0.8   | 0.1  | 0.5   | 1.0   | 1.1   | 0.4  | 1.0   |
| 應收賬款周轉率(次)  | 2.2   | 0.9  | 10.5  | 2.6   | 2.3   | 4.4  | 9.6   |
| 流動資產周轉率(次)  | 1.1   | 0.5  | 1.0   | 1.7   | 1.3   | 1.0  | 1.0   |
| 資產負債率(%)    | 46.1  | 44.5 | 29.2  | 41.1  | 49.9  | 31.1 | 19.1  |
| 已獲利息倍數      | 35.2  | 10.9 | 185.6 | 46.4  | 6.6   | 41.0 | —     |
| 速動比率        | 1.7   | 1.4  | 1.4   | 1.6   | 2.0   | 2.4  | 5.2   |
| 營業總收入增長率(%) | 2.0   | 3.9  | -12.0 | -22.6 | -6.4  | -0.3 | -15.8 |
| 利潤總額增長率(%)  | -27.9 | 0.2  | -25.5 | 8.5   | -58.4 | 7.3  | -31.6 |
| 研發經費投入強度(%) | 0.2   | 1.9  | 0.3   | 0.1   | 0.1   | 0.5  | —     |

下表列示基於前述評分標準及可比公司與被評估實體的財務指標計算得出的經調整系數：

| 指標          | 財務指標          |               |               |               |               |               |               |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|             | 公司C           | 公司D           | 公司F           | 公司B           | 公司E           | 公司A           | 浙江星聯          |
| 淨資產收益率(%)   | 4.8           | 6.4           | 8.0           | 6.4           | 3.2           | 6.4           | 4.8           |
| 總資產報酬率(%)   | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 6.4           | 8.0           | 4.8           |
| 營業收入利潤率(%)  | 5.4           | 9.0           | 9.0           | 7.2           | 3.6           | 9.0           | 5.4           |
| 總資產周轉率(次)   | 8.0           | 1.6           | 6.4           | 8.0           | 8.0           | 4.8           | 8.0           |
| 應收賬款周轉率(次)  | 0.0           | 0.0           | 5.4           | 0.0           | 0.0           | 1.8           | 5.4           |
| 流動資產周轉率(次)  | 6.4           | 4.8           | 4.8           | 8.0           | 6.4           | 4.8           | 4.8           |
| 資產負債率(%)    | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           |
| 已獲利息倍數      | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 8.0           | 1.6           |
| 速動比率        | 9.0           | 9.0           | 9.0           | 9.0           | 9.0           | 9.0           | 9.0           |
| 營業總收入增長率(%) | 4.8           | 4.8           | 3.2           | 1.6           | 3.2           | 3.2           | 1.6           |
| 利潤總額增長率(%)  | 0.0           | 5.4           | 1.8           | 7.2           | 0.0           | 7.2           | 0.0           |
| 研發經費投入強度(%) | 3.2           | 8.0           | 4.8           | 1.6           | 1.6           | 6.4           | 0.0           |
| 總計          | <b>65.6</b>   | <b>73.0</b>   | <b>76.4</b>   | <b>73.0</b>   | <b>57.4</b>   | <b>76.6</b>   | <b>53.4</b>   |
| 經調整系數       | <b>0.8140</b> | <b>0.7315</b> | <b>0.6990</b> | <b>0.7315</b> | <b>0.9303</b> | <b>0.6971</b> | <b>1.0000</b> |

- (3) 可比公司的經調整EV/EBITDA倍數（按就個別因素調整可比公司的EV/EBITDA倍數釐定）為5.50。
- (4) 基於上述分析及計算，浙江星聯的經營性資產的價值採用EV/EBITDA釐定。浙江星聯的股東權益價值總額在評估浙江星聯的盈餘資產及非經營性資產及負債價值後釐定。

## 估值的假設

估值報告所依據的主要假設詳情如下：

### 一般假設

1. 交易假設：假設所有被評估資產當前正處於交易過程中。估值師根據被評估資產的交易條款模擬市場環境，進而釐定其價值。



2. 公開市場假設：假設在市場上交易的資產，或擬進行市場交易的資產，所涉及的交易雙方處於平等地位。雙方均有充分的機會和時間獲取足夠的市場信息，從而對資產的功能、用途及交易價作出理性判斷。
3. 持續經營假設：假設被評估實體完全遵守所有相關法律法規，並在可預見的未來無限期持續經營。

## 特殊假設

1. 本次估值以估值報告所載的具體評估目的為基本前提。
2. 現行相關法律法規、國家宏觀經濟狀況、利率、匯率、稅基與稅率、政策性收費等外部經濟條件未發生重大變動，且外部經濟環境不存在不可預見的重大變動。
3. 本次估值假設被評估實體的未來管理團隊將勤勉履職，持續維持現有管理模式，且經營範圍及方式與當前方向保持一致。
4. 本次估值假設被評估資產將按其現有用途、使用方式、規模、頻次及環境持續使用，未考慮單項資產的最優利用方式。
5. 假設在公司現有管理方式及水平的基礎上，不存在其他不可控或不可預見因素將對企業造成重大不利影響。
6. 被評估實體及委託方提供的相關基本資料及財務數據真實、準確、完整。
7. 估值師所依據的可比公司財務報告及交易數據真實可靠。
8. 本次估值範圍嚴格限定於委託方及被評估實體提供的估值申報表中申報的資產及負債，不包括任何超出申報清單範圍的可能存在的或有資產和負債。
9. 本次估值假設企業於整個會計年度均勻產生現金流量淨額。