

**金证（上海）资产评估有限公司**

**《关于国旅文化投资集团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**

**二零二六年五月**

## 上海证券交易所：

国旅文化投资集团股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“国旅联合”）于2025年9月26日收到贵所下发的《关于国旅文化投资集团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）（2025）80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“评估师”）就审核问询函所提问题进行了认真讨论分析，现将相关回复说明如下，请予审核。

除非文义另有所指，本问询函回复中的简称与《国旅文化投资集团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报告书（申报稿）》（以下简称“重组报告书”）中的释义具有相同含义。

本问询函回复部分表格中单项数据加总数与表格合计数可能存在微小差异，均因计算过程中的四舍五入所致。

#### 问题 4. 关于收益法评估

重组报告书披露，（1）本次交易以收益法评估结果作为最终评估结论，评估值 300,900.00 万元，增值率 153.83%；（2）2023 年和 2024 年，标的公司营业收入分别为 115,194.74 万元和 126,009.72 万元，预测期内标的公司营业收入由 138,984.72 万元增长至 186,666.15 万元；（3）2020 年至 2024 年，包装饮用水市场复合增速降至 5.5%，预测期内标的公司营业收入增速高于上述市场增速，且不同产品营业收入增速存在差异；（4）标的公司拥有的吉安润田和永丰润田采矿权将于 2025 年 12 月到期，温汤水电持有的取水许可证也将于 2025 年 12 月到期；（5）预测期内标的公司营业成本由 89,171.59 万元增长至 122,046.97 万元；（6）预测期内标的公司销售费用和管理费用有所上升，折旧摊销和资本性支出变动不匹配，2025 年 5-12 月营运资金增加较多，按照最佳货币资金保有量为 0.5 个月的付现成本费用，测算溢余资产为 29,815.75 万元；（7）本次交易权益资本成本和折现率取值 9.2%；（8）本次交易市盈率为 17.13，低于同行业可比公司和可比交易案例；（9）2020 年 12 月，润田实业将标的公司 24.30% 的股份转让给金开资本，标的公司整体估值为 261,573.60 万元。

请公司说明：（1）预测期内标的公司营业收入和各类产品收入增速及复合增速情况，各类产品销量和价格变化情况及原因；上述增速与行业增速、标的公司历史业绩变化以及未来市场拓展安排等的匹配性，不同产品收入增速存在差异的原因及合理性；（2）预测期内标的公司在不同区域的收入、增速及复合增速情况，是否存在差异及原因；不同区域的市场竞争格局，标的公司主要投放和拓展的产品、竞争优势及市场进入障碍，目前已作和拟作的市场拓展和渠道建立工作，相关收入增速的确定依据及合理性；（3）标的公司各类产品自有产能和委外产能情况，委外产能的稳定性和可保障性，上述产能能否覆盖标的公司永续期销量，是否需扩建产能，评估预测对上述情况的具体考虑；（4）标的公司目前矿泉水源可取水量，能否满足永续期销量需求，相关预测的合理性；各矿泉采矿权（含外购矿泉水源和外购产能）到期时间，能否顺利续期、矿泉取水是否受限，若未能续期对于生产经营的影响；外购矿泉水源和外购产能的稳定性和可保障性，评估预测是否充分考虑自有矿泉采矿权未来续期费用及依据；

(5) 预测期内标的公司成本构成情况，各类成本与收入变动的匹配性，主要原材料采购价格的确定依据、变化情况及合理性；预测期内标的公司及各类产品毛利率情况、变动原因及合理性，与报告期内的差异情况及原因，是否充分考虑销售价格和成本变动趋势、运输半径、委托加工比例等变化对毛利率的影响；(6) 预测期内标的公司期间费用率情况及预测依据，与报告期内的差异情况及原因，对销售渠道建立相关费用的考虑情况及充分性；折旧摊销与资本性支出变动情况及原因，二者不匹配的合理性；2025年5-12月营运资金增加较多的原因；最低现金保有量为0.5个月付现成本费用的依据及合理性，是否与标的公司现金周转率相匹配；(7) 参照《监管规则适用指引——评估类第1号》，说明权益资本成本各参数取值是否符合相关要求，权益资本成本及主要参数是否与同行业可比案例可比，本次交易权益资本成本较低的原因及合理性，权益资本成本对本次交易评估值的具体影响；(8) 本次交易市盈率、市净率与同行业可比公司、可比交易案例的对比情况，说明可比公司和可比交易案例的筛选过程、选择依据及可比性；(9) 本次交易估值、增值与前次转让之间的差异，结合市场环境、标的公司经营业绩、净资产积累等变化，说明前后两次估值差异的原因及合理性；(10) 截至目前，标的公司及各类产品的收入、毛利率和净利润情况，结合目前业绩完成情况、同比变动情况以及在手订单、未来市场需求和销售拓展等，说明2025年和预测期内标的公司业绩可实现性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、预测期内标的公司营业收入和各类产品收入增速及复合增速情况，各类产品销量和价格变化情况及原因；上述增速与行业增速、标的公司历史业绩变化以及未来市场拓展安排等的匹配性，不同产品收入增速存在差异的原因及合理性

(一) 预测期内标的公司营业收入和各类产品收入增速及复合增速情况，各类产品销量和价格变化情况及原因、标的公司历史业绩变化以及未来市场拓展安排等的匹配性，不同产品收入增速存在差异的原因及合理性

### 1、首次评估标的公司收入相关预测情况

预测期内，标的公司各类产品的收入、收入增速、复合增速、销量及单价情况如下：

单位：万元

产品		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	复合增长率
瓶装纯净水	收入	95,023.32	99,359.87	103,831.06	108,503.46	113,386.12	118,488.49	4.51%
	增速	7.95%	4.56%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	
	销量(万吨)	134.65	142.00	149.72	157.06	164.65	172.30	5.05%
	单价(元/吨)	705.71	699.72	693.49	690.83	688.63	687.68	-0.52%
瓶装矿泉水	收入	28,643.83	32,095.34	35,742.97	38,602.41	41,304.58	43,782.85	8.86%
	增速	9.78%	12.05%	11.36%	8.00%	7.00%	6.00%	
	销量(万吨)	21.07	23.81	26.61	28.54	30.30	31.95	8.69%
	单价(元/吨)	1,359.74	1,348.17	1,343.29	1,352.46	1,363.00	1,370.27	0.15%
桶装水	收入	10,892.71	12,141.83	13,308.68	14,337.17	15,172.78	16,058.04	8.07%
	增速	11.39%	11.47%	9.61%	7.73%	5.83%	5.83%	
	销量(万吨)	56.99	64.06	70.72	76.86	81.77	86.80	8.78%
	单价(元/吨)	191.13	189.54	188.19	186.55	185.56	185.00	-0.65%
饮料	收入	3,400.52	4,408.58	5,227.52	5,750.27	6,325.30	6,957.83	15.39%
	增速	155.40%	29.64%	18.58%	10.00%	10.00%	10.00%	
	销量(万吨)	0.85	1.12	1.35	1.48	1.63	1.79	16.01%

产品	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	复合增长率
单价 (元/吨)	3,982.07	3,921.17	3,874.83	3,879.57	3,882.62	3,877.84	-0.53%
主营业务收入合计	137,960.38	148,005.62	158,110.24	167,193.31	176,188.78	185,287.21	6.08%

注：上述复合增长率数据基于 2025 年至 2030 年的数据计算得出，下同

预测期内瓶装纯净水、桶装水、饮料单价整体呈现下降趋势，销量增长与收入增长速率相近，是收入上升的根本因素。矿泉水产品毛利率、价格弹性相比纯净水较高，标的公司瓶装矿泉水产品 2025-2027 年处于市场开拓阶段，单价预测由 1,359.74 元/吨逐步下降至 1,343.29 元/吨，后又略有回升，主要原因系各区域同品类矿泉水销售单价受销售政策等影响存在一定差异，华东等区域尚处于拓展阶段，秉承“同质价优”“同价质优”的经营打法，出货定价略低于江西区域，通过以价换量加速布局新兴市场区域，因此预测期前期瓶装矿泉水平均单价有所下降，后期收入增速放缓后，瓶装矿泉水平均单价有所回升，预测期内总体价格稳定。

## 2、标的公司最近一期及全年预测收入完成情况

标的公司 2025 年各品类收入预测及实现情况如下表所示：

单位：万元

收入实现情况	2025年 1-10月	2025年 11-12月	2025年全年	2025年评估预测	全年完成率
瓶装纯净水	90,918.40	4,990.33	95,908.73	95,023.32	100.93%
瓶装矿泉水	22,782.47	2,897.82	25,680.29	28,643.83	89.65%
桶装水	8,646.41	1,431.45	10,077.86	10,892.71	92.52%
饮料	2,450.96	97.19	2,548.15	3,400.52	74.93%
其他收入	804.45	167.21	971.66	1,024.35	94.86%
营业收入合计	125,602.69	9,584.00	135,186.69	138,984.72	97.27%
净利润合计	22,415.02	-1,823.13	20,591.89	17,485.06	117.77%

注：2025 年 11-12 月及 2025 年全年数据未经审计。

根据未经审计的全年业绩情况，标的公司 2025 年实现营业收入 135,186.69 万元，预测完成率为 97.27%，净利润实现 20,591.89 万元，伴随经营规模提升释放规模效应及材料成本下降等因素，净利润超额完成了 2025 年全年预测目标。标的公司 2025 年预测总体实现情况较好，预测较为谨慎。

从各类收入实现来看，标的公司瓶装矿泉水受经济环境及消费降级影响，与瓶装纯净水出

现了互补效应，消费降级增加了瓶装纯净水消费需求，标的公司瓶装纯净水收入实现情况较好，包装饮用水的整体消费需求持续上升的长期趋势仍未改变。饮料新品上市时点较晚，故 2025 年全年收入实现情况相对滞后。

### 3、本次加期评估收入相关预测情况

标的公司坚定现有产品矩阵策略，同时结合国内消费环境的实际变化、区域客户开拓的情况，本次加期评估对收入预测进行了调整，调整后具体情况如下：

单位：万元

产品		2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	复合增长率
瓶装 纯净水	收入	95,908.73	101,802.62	107,172.62	112,439.63	117,430.18	122,434.39	5.00%
	增速	8.96%	6.15%	5.27%	4.91%	4.44%	4.26%	
	销量 (万吨)	132.43	144.45	152.79	161.08	169.18	177.39	6.02%
	单价 (元/吨)	724.21	704.76	701.43	698.03	694.13	690.20	-0.96%
瓶装 矿泉水	收入	25,680.29	27,375.19	29,660.21	32,513.03	34,788.94	37,050.22	7.61%
	增速	-1.57%	6.60%	8.35%	9.62%	7.00%	6.50%	
	销量 (万吨)	18.48	19.91	21.66	23.84	25.45	27.05	7.92%
	单价 (元/吨)	1,389.46	1,374.91	1,369.38	1,364.05	1,367.05	1,369.57	-0.29%
桶装 水	收入	10,077.86	10,860.00	11,620.00	12,378.33	13,121.02	13,842.68	6.55%
	增速	3.06%	7.76%	7.00%	6.53%	6.00%	5.50%	
	销量 (万吨)	50.71	55.06	58.99	63.03	67.01	70.89	6.93%
	单价 (元/吨)	198.72	197.25	196.99	196.39	195.81	195.28	-0.35%
饮料	收入	2,548.15	3,490.00	4,188.00	4,816.20	5,538.63	6,092.49	19.05%
	增速	91.38%	36.96%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	
	销量 (万吨)	0.65	0.81	0.93	1.06	1.20	1.30	14.98%
	单价 (元/吨)	3,948.35	4,330.93	4,490.51	4,547.62	4,627.15	4,697.18	3.53%
主营业务收入合计		<b>134,215.03</b>	<b>143,527.81</b>	<b>152,640.83</b>	<b>162,147.18</b>	<b>170,878.77</b>	<b>179,419.79</b>	<b>5.98%</b>

#### (1) 瓶装矿泉水

基于 2025 年消费环境尚未完全复苏，瓶装矿泉水销售收入 2025 年全年瓶装矿泉水收入实现率为 89.65%。2020-2025 年，标的公司瓶装矿泉水业务收入复合增长率 6.94%，具体情况如下：

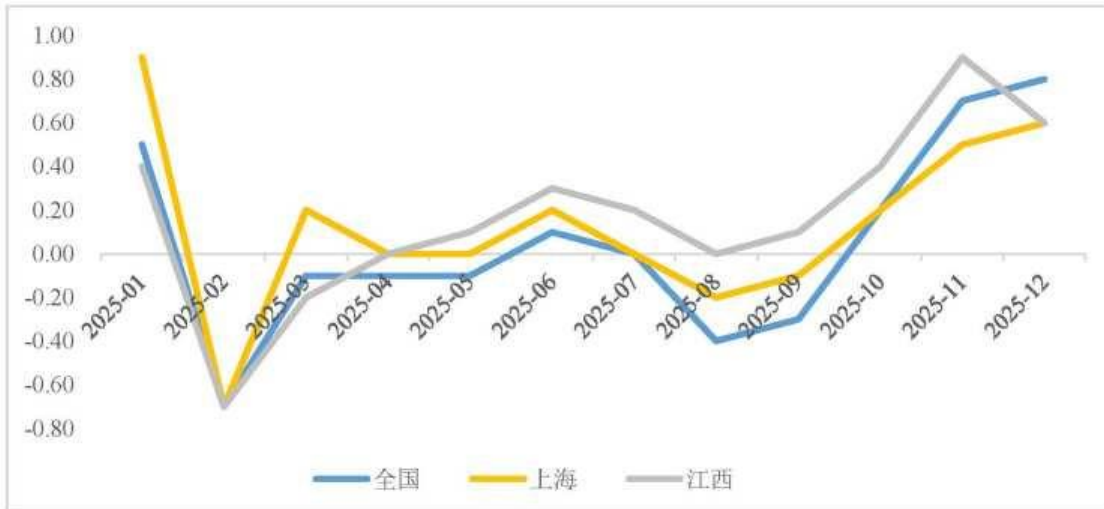
单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	复合增速
瓶装矿泉水收入	18,360.45	21,671.90	22,598.50	24,686.84	26,091.07	25,680.29	6.94%
增速		18.04%	4.28%	9.24%	5.69%	-1.57%	

本次加期评估结合当下市场变化情况，出于谨慎考虑，调低了未来矿泉水收入预期增长率，2026 年预测收入增速由 12.05% 调整为 6.60%，预测期收入复合增长率由 8.86% 调整为 7.61%，2026 年收入增速低于历史期增速，预测期复合增速略高于历史期增速，可完成预期较强，分析如下：

### 1、饮品消费市场出现回暖

自 2025 年第四季度开始，全国范围内 CPI 指数开始上涨回正，以人均消费水平及人均收入水平较高的华东地区（以上海为代表）为例，居民消费价格指数（CPI）已结束下行周期并实现触底回正，一定程度反映了终端消费信心的初步企稳。2025 年各月全国范围、江西省、上海市的 CPI 指数如下：



可比上市公司代表企业的 2025 年的包装饮用水收入均录得两位数增速，其中农夫山泉 2025 年包装饮用水产品收入同比增长 17.28%，其产品主要为 2 元红瓶包装水。地方区域品牌方面，泉阳泉主要聚焦北方市场，专卖矿泉水产品，2023 年及 2024 年矿泉水销售量分别为 100 万吨、112 万吨，同比增长 12.09%，营业收入分别实现 8.00 亿元、8.22 亿元，同比增长 2.72%。根据泉

阳泉披露的 2025 年度报告，2025 年矿泉水销量提升至 150.34 万吨，较上年同期提升 33.84%，营业收入 10.03 亿元，同比增长 22.05%。收入增速空间打开持续向市场传递信心。3 月 30 日，白酒龙头企业贵州茅台公告其标杆产品提价，向市场传递消费市场复苏的积极信号。

## 2、新增客户订单量预计可覆盖 2026 年瓶装矿泉水收入增量

标的公司加快新兴市场品牌布局与渠道覆盖的同时，重点发力封闭及半封闭渠道，积极拓展具有行业影响力的集团型客户，依托合作方的全国性网络资源，快速扩大品牌曝光度与市场渗透率，实现销售增长与品牌推广的协同推进。

2025 年下半年开始，标的公司积极开拓经销渠道和直销客户，瓶装矿泉水方面 2026 年新增经销商 19 家，对应经销任务为 972 万元，保守根据标的公司 2025 年瓶装矿泉水完成率 89.65% 进行打折，预期可形成销售收入 771.15 万元；直销客户新增 13 家，例如，标的公司与京东平台已洽谈达成润田矿泉水京东渠道专供，充分发挥京东平台及专供优势，新增直销客户对应年销售收入 373.45 万元，预计在 2025 年瓶装矿泉水销售收入的基础上，依靠增量客户预期可为 2026 年增加收入 1,144.60 万元。具体列示情况如下：

### (1) 经销新增客户

经销商名称	预计年销售额（万元）	合同起始时间
义乌市翠泉商贸有限公司	268.95	2026/1/1
上海丽舞贸易有限公司	161.37	2026/1/1
南昌业兴文化传媒有限公司	89.65	2026/1/1
湖南家天下餐饮管理有限公司	38.55	2026/1/1
其他 15 家新增经销商	312.88	-
<b>合计销售额（含税）</b>	<b>871.40</b>	-
<b>合计营业收入</b>	<b>771.15</b>	-

### (2) 直销及电商新增客户

直销客户或电商名称	预计年销售额（万元）	合同起始时间
北京积分时代科技有限公司	120.00	2025/12/17
上海乾霖实业有限公司	72.00	2026/1/1
京东专供	65.00	2026/1/1
上海机场贵宾厅赠饮	60.00	2026/1/1

直销客户或电商名称	预计年销售额（万元）	合同起始时间
其他 9 家新增直销客户	105.00	-
合计销售额（含税）	<b>422.00</b>	-
合计营业收入	<b>373.45</b>	-

除新开拓的客户外，对于已有集团型客户，标的公司持续深耕并取得成效，标的公司与招商局集团的合作持续深化：2025 年 9 月前，标的公司仅为招商局集团深圳总部提供饮用水供应服务；自 2025 年 9 月起，双方合作范围已由单一总部拓展至旗下各成员企业，实现对招商局集团全国范围内的统一供货。合作范围的全面升级一方面有效扩大了标的公司瓶装矿泉水的销售规模，直接带动产品销量及营业收入提升；另一方面，借助招商局集团的全国化布局与行业影响力，进一步提高了标的公司品牌在全国重点场景的曝光度与市场渗透力，对标的公司品牌建设及渠道拓展具有积极意义。根据与招商局客户的访谈了解，预估新增成员客户年采购额约 150 万元。

综上所述，截至本回复出具日，上述 2026 年新增客户及存量客户招商局集团下沉带来的合计增量收入预计有 1,294.60 万元，可覆盖 2026 年的瓶装矿泉水增量 1,694.90 万元的 79.19%。考虑现有渠道及客户的收入贡献，瓶装矿泉水 2026 年预测完成具有可行性。本次按区域统计新增客户及存量客户招商局集团下沉带来的合计增量占比情况如下：

区域	不含税销售额（万元）	占比
华东大区	604.00	46.65%
江西大区	216.50	16.72%
北方大区	119.41	9.22%
其他区域	354.71	27.40%
合计	<b>1,294.62</b>	<b>100.00%</b>

从上述各区域新增客户情况看，华东大区及其他区域占比较高，为未来收入增长目标的达成具备较高的可实现性。预测期伴随消费市场逐步回暖，预测期瓶装矿泉水收入增速具有可行性。

### 3、瓶装矿泉水与瓶装纯净水存在互补效应

标的公司瓶装矿泉水产品主要销往江西大区、华东大区，占全年瓶装矿泉水销售额的 85% 左右。全区域及新兴华东区域的瓶装矿泉水销售量在报告期内均持续提升。因此从销量端来看，

标的公司在区域、产品的市场拓展依然有效。报告期内瓶装矿泉水收入增速放缓的原因，主要是受到持续性的消费降级影响，以华东大区为代表的新兴区域瓶装矿泉水销售量持续放量，但受价格影响收入增速放缓；江西大区人均收入及消费水平较低，因此受到消费降级影响更为显著，瓶装矿泉水的需求被瓶装纯净水明显替代，2025 年瓶装纯净水销量增速更是突破两位数，收入同比增速超过 2024 年，具体情况如下：

单位：万元、万吨

项目		2023 年	2024 年	同比增速	2025 年	同比增速
华东大区-瓶装矿泉水	收入	4,652.98	5,228.16	12.36%	5,088.39	-2.67%
	销量	2.05	2.28	11.30%	2.41	5.76%
华东大区-瓶装纯净水	收入	11.51	144.22	1,153.11%	374.61	159.75%
	销量	0.01	0.18	1,386.43%	0.52	191.02%
江西大区-瓶装矿泉水	收入	15,596.85	15,610.01	0.08%	15,300.15	-1.99%
	销量	13.11	13.82	5.35%	13.82	0.04%
江西大区-瓶装纯净水	收入	63,998.70	68,920.18	7.69%	75,588.84	9.68%
	销量	80.71	87.21	8.05%	96.76	10.95%

注：2025 年数据为标的公司实际发生数，未经审计

因此，标的公司不断强大客户拓展和深耕，预期一定程度上可减小经济形势对流通渠道矿泉水市场的影响。结合当前市场情况，短期看 2026 年瓶装矿泉水产品的收入增量即便存在不确定性，依然可以被瓶装纯净水的替代增量所弥补，未来收入规模有所增长。

## （2）瓶装纯净水

瓶装纯净水销售收入 2025 年较预期超额完成，完成率 100.93%。2020-2025 年，标的公司瓶装纯净水业务收入复合增长率 5.59%，具体情况如下：

单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	复合增速
瓶装纯净水收入	73,058.97	70,718.08	74,989.18	79,721.70	88,022.72	95,908.73	5.59%
增速		-3.20%	6.04%	6.31%	10.41%	8.96%	

瓶装纯净水作为消费降级环境下包装饮用水消费的首选，作为替代消费品，部分吸纳了瓶装矿泉水的替代需求，2025 年 1-10 月，标的公司瓶装纯净水销量维持 10%左右增长，同比增速显著。本次加期评估考虑到纯净水未来一定期间内仍作为国内消费包装饮用水的代表品类，

2026年预测收入增速由4.56%调整为6.15%，预测期收入复合增长率由4.50%调整为5.00%，贴合纯净水产品实际市场需求，低于标的公司历史增长水平，低于2023年至2025年瓶装纯净水复合增速9.68%，接近国内GDP增速。

### (3) 桶装水

标的公司2025年全年桶装水收入实现率为92.52%。2020-2025年，标的公司桶装水业务收入复合增长率9.27%，具体情况如下：

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	复合增速
桶装水收入	6,468.17	7,673.65	8,790.84	9,239.83	9,778.97	10,077.86	9.27%
增速		18.64%	14.56%	5.11%	5.83%	3.06%	

本次加期评估适当调低桶装水收入预测，2026年预测收入增速由11.47%调整为7.76%，预测期收入复合增长率由8.07%调整为6.55%，均显著低于2020年至2025年复合增速。

桶装水与瓶装水市场格局存在区别，桶装水业务受运输半径的制约更为突出，桶装水与瓶装水市场格局存在区别，桶装水业务受运输半径的制约更为突出，通常来说，瓶装水在消费市场积淀了深厚的品牌美誉度与良好口碑后，取得稳定的市占率，可顺势开启桶装水市场的布局。历史期内标的公司依托“瓶桶结合”策略，已在江西大区市场打开市场取得稳定市场格局。

基于当前消费市场形势，标的公司稳步深耕江西省内其他城市的桶装水市场，复制南昌与宜春的成功销售范式，持续进行市场下沉。与此同时，在北方大区、其他大区等省外市场“瓶桶联动”协同发展，预期一定程度上可减小经济形势对桶装水消费市场的影响。

### (4) 饮料

标的公司饮料销售收入2025年全年饮料收入实现2,548.15万元，收入实现率为74.93%，较首次评估预测低852.37万元，主要归因于两方面：一方面，茶饮料产品未能按计划推进上市节奏，实际推出时间滞后于预期；另一方面，其他饮料品类的收入增长预期未能兑现。

标的公司原计划于2025年8月推出茶饮料产品，受研发进程制约，上市时间被迫延后至10月，较原定计划推迟了两个月。不过，茶饮料产品在2025年10月推出后，10月当月实现收入109万元，后续天气变冷进入淡季；2026年1-2月仍旧处于销售淡季，随着3月天气变暖，2026年3月茶饮料实现收入134万元，市场整体反馈积极向好。鉴于3月和10月非天气较热的销售

旺季，若在天气较热 8 月推出，单月收入预计不低于 150 万元。因此，据此测算，茶饮料上市延迟两月对 2025 年全年饮料销售收入造成的负面影响约 300 万元。

综合 2025 年饮料板块的业绩表现，在加期评估过程中，出于审慎原则，对预测期内各阶段的收入规模进行了调整，相较于首次评估下调约 1,000 万元。鉴于茶饮料产品的平均单价高于其他饮料品类，且市场认可度持续提升，预计未来其在整体销售结构中的占比将逐步扩大，因此，在后续预测期内，饮料品类的平均单价将小幅增长。

多元化产品矩阵是包装饮用水行业企业赖以生存的根基，充分应对市场需求和可能存在的竞争风险。我国饮料市场近几年处于高速增长阶段，整体增速水平较高。经公开查询，国内饮料上市公司 2022 年-2024 年饮料产品收入复合增速均超过 30%，具体如下：

单位：万元

项目\年份	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	复合增速
农夫山泉饮料产品收入	1,088,748.8	1,088,748.8	2,109,405.3	2,576,150.4	33.25%
增长率		25.12%	54.85%	22.13%	
华润饮料饮料产品收入	52,207.60	71,703.80	106,816.80	139,719.80	38.84%
增长率		37.34%	48.97%	30.80%	
东鹏饮料饮料产品收入	696,384.74	849,133.26	1,125,048.42	1,582,176.41	31.46%
增长率		21.93%	32.49%	40.63%	

结合饮料细分赛道可比公司收入增速及标的公司销售情况，本次加期评估后饮料收入复合增长率 19.05%，但预测期各期收入相较首次评估调低约 1,000 万元，预测可实现性较高。

#### 4、关于标的公司预测收入稳健性分析

标的公司自成立以来，深耕区域市场，丰富产品矩阵，现今已在江西区域建立了完善的销售渠道，拥有较强的定价话语权，在全国包装饮用水市场中形成了差异化竞争优势，是一家拥有多元产品矩阵的品牌软饮公司。

食品饮料消费行为是个体因素与外部环境交织影响的动态决策过程，软饮产品销售在个别年份可能存在品类之间的互补关系，但从长期来看，我国人均饮用水量上升的长期趋势并未改变。本次加期评估中，标的公司部分产品品类收入预测高于历史复合增速，本次基于标的公司历史收入增长情况，对标的公司部分品类产品预测收入进

行稳健性调整，测算对评估值的影响，具体分析过程如下：

(1) 收入调整

2020年至2025年，标的公司分品类收入增长率及复合增速如下：

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2020-2025年复合增速	2021年-2025年复合增速
瓶装纯净水收入	73,058.97	70,718.08	74,989.18	79,721.70	88,022.72	95,908.73	5.59%	7.92%
增速		-3.20%	6.04%	6.31%	10.41%	8.96%		
瓶装矿泉水收入	18,360.45	21,671.90	22,598.50	24,686.84	26,091.07	25,680.29	6.94%	4.33%
增速		18.04%	4.28%	9.24%	5.69%	-1.57%		
桶装水收入	6,468.17	7,673.65	8,790.84	9,239.83	9,778.97	10,077.86	9.27%	7.05%
增速		18.64%	14.56%	5.11%	5.83%	3.06%		

注：饮料产品系标的公司2024年开始经营的新产品，由于无历史增幅数据，且占比较小，本次分析不进行调整。

①瓶装纯净水：2020年-2025年收入复合增长率5.59%，2021年-2025年收入复合增长率7.92%。加期评估2025年-2030年预测复合增长率5.00%，低于历史复合增速水平，本次稳健性分析不做调整。

②瓶装矿泉水：鉴于瓶装矿泉水2020年-2025年收入复合增长率6.94%，2021年-2025年收入复合增长率4.33%，考虑到瓶装矿泉水短期内受到消费降级的影响，因此本次稳健性分析参考历史增速的孰低值4.33%，将2026年至2030年瓶装矿泉水收入增长率统一下调3.5%，调整后2026年至2030年收入复合增长率为4.11%，低于2021年-2025年收入复合增长率（4.33%），且低于我国2026年经济增长预期目标（4.5%至5%）。

③桶装水：鉴于桶装水2020年-2025年收入复合增长率9.27%，2021年-2025年收入复合增长率7.05%。考虑到桶装水历史期收入增长率呈现逐年下降趋势，本次参考2025年桶装水的收入增长率3.06%，假设预测期均保持绝对低增速，将2026年至2030年桶装水收入增长率统一下调5%，调整后2026年至2030年收入复合增长率1.55%，预测期各期增速、复合增速均低于2025年增长率（3.06%）。

稳健性调整后预测收入与加期评估收入对比如下：

单位：万元

项目	情形	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
瓶装纯净水	加期评估	95,908.73	101,802.62	107,172.62	112,439.63	117,430.18	122,434.39
	稳健性分析	95,908.73	101,802.62	107,172.62	112,439.63	117,430.18	122,434.39
	差异率	无差异					
瓶装矿泉水	加期评估	25,680.29	27,375.19	29,660.21	32,513.03	34,788.94	37,050.22
	稳健性分析	25,680.29	26,476.38	27,759.70	29,458.14	30,489.17	31,403.84
	差异率	0.00	-898.81	-1,900.51	-3,054.89	-4,299.77	-5,646.38
桶装水	加期评估	10,077.86	10,860.00	11,620.00	12,378.33	13,121.02	13,842.68
	稳健性分析	10,077.86	10,356.11	10,563.04	10,724.23	10,831.48	10,885.63
	差异率	0.00	-503.89	-1,056.96	-1,654.10	-2,289.54	-2,957.05
饮料	加期评估	2,548.15	3,490.00	4,188.00	4,816.20	5,538.63	6,092.49
	稳健性分析	2,548.15	3,490.00	4,188.00	4,816.20	5,538.63	6,092.49
	差异率	无差异					
全品类	加期评估	134,215.03	143,527.81	152,640.83	162,147.19	170,878.77	179,419.78
	稳健性分析	134,215.03	142,125.11	149,683.36	157,438.20	164,289.46	170,816.36
	差异率	0.00	-1,402.70	-2,957.47	-4,708.99	-6,589.31	-8,603.42

## (2) 成本及毛利率

模拟测算毛利率与加期评估的毛利率预测一致。

## (3) 费用调整

本次加期评估中，标的公司销售费用—广告及业务宣传费主要用于新兴市场区域矿泉水相关渠道的拓展。本次稳健性分析中，假设瓶装矿泉水预测期收入增速低于历史期增速，且低于我国 2026 年经济增长预期目标（4.5%至 5%），未来标的公司无需就瓶装矿泉水的区域开拓（主要为华东大区）新增大规模的营销投入，相应地人力物力开支增量减少，未来广告及业务宣传费占收入的比重保持与 2025 年相同水平。

本次基于历史收入增长情况进行稳健性分析，对广告及业务宣传费进行同步调整：假设 2026 年仍坚持标的公司拓展新兴市场区域矿泉水相关渠道相关政策，2026 年销售费用—广告及业务宣传费占收入比例仍为 4.50%，未来适当降低，自 2028 年开始至永续

期占收入比例调整为 3.78%，与 2025 年持平，且高于 2024 年水平（3.70%）。

其余费用测算逻辑保持不变。

#### （4）净利润

基于上述预测调整后，模拟测算净利润与加期评估差异对比情况如下：

单位：万元

项目	情形	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
净利润	加期评估	20,591.89	19,191.10	20,553.19	21,915.56	23,100.77	24,209.78
	稳健性分析	20,591.89	18,847.14	20,394.37	21,564.73	22,208.15	22,868.20
	差异	0.00	-343.96	-158.82	-350.83	-892.62	-1,341.58

（5）营运资金：采用周转率法对营运资金进行预测，测算逻辑保持不变，主要随营业收入、营业成本联动变化。

#### （6）资本性支出、折旧摊销

标的公司拟在万安新建一处矿泉水生产基地，并已于加期评估基准日后获得探矿权证及土地。本次稳健性分析虽基于瓶装矿泉水历史增长情况下调了预测增速，但考虑到万安矿泉水基地投资已有较为明确的投建计划，本次不做调整。

本次稳健性分析的折旧和摊销及资本性支出预测逻辑与加期评估一致。

（7）净现金流量：由于净利润、营运资金变动，预测期净现金流量也发生变动。

（8）折现率：与加期评估折现率保持一致。

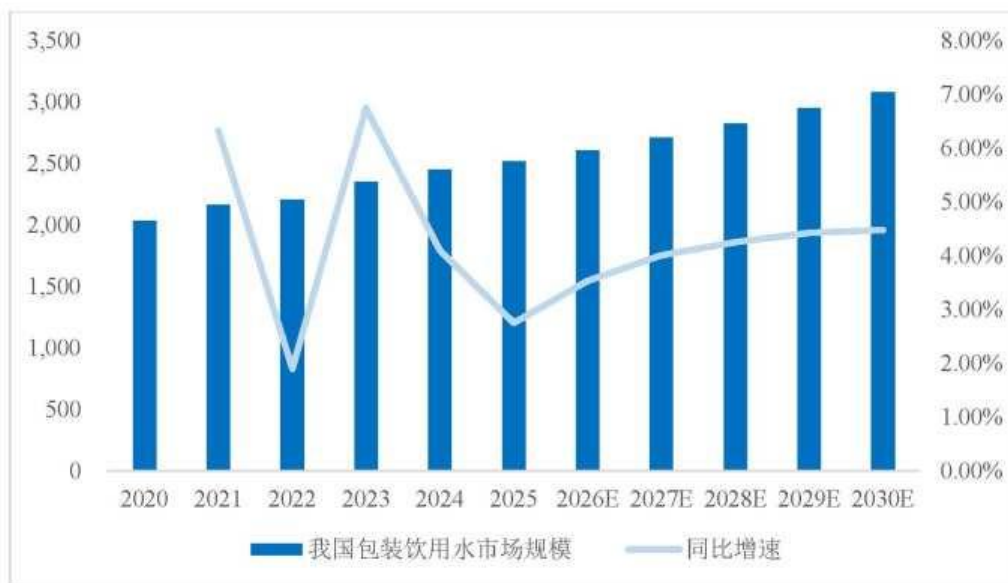
经上述稳健性分析，标的公司评估结果为 302,200.00 万元，仍高于本次交易对价。

## （二）收入预测增速与行业增速具有匹配性

随着健康消费理念的普及和饮水安全意识的提升，包装饮用水市场加速扩容。根据欧睿国际统计，从市场规模的增速来看，2014 年至 2024 年复合增长率约 7.5%，而 2020 年至 2024 年复合增速降至 5.5%，主要系公共卫生事件对销量产生冲击，且同期宏观经济增速放缓，消费者决策更加谨慎，价格升级趋势放缓。

结合人均饮用量角度从长远来看，2024 年我国包装饮用水年均人均饮用量达到 39.4L/人，

远低于美国（118.4L/人）、韩国（97.5L/人）等发达国家。从包装饮用水价格端看，我国 2024 年包装饮用水平均单价在 4.0 元/L 左右，和海外市场发达国家存在差距，且我国包装饮用水行业 2019 年至 2024 年单价复合增长率仅为 0.2%，显著低于其他国家，且低于同期 CPI 指数。对标海外发达国家，我国包装饮用水的零售消费市场仍有巨大的增长潜力。预计随着居民消费意愿提升以及健康饮水意识进一步增强，我国人均包装饮用水的销量、价格有望实现同步增长。根据全球领先的市场数据、行业分析和消费者洞察研究机构欧睿国际（Euromonitor International）最新的行业统计数据，2025 年国内包装饮用水市场规模为 2,517 亿元，2025-2030 年复合增速为 4.14%，市场规模及增速预测情况如下：



数据来源：欧睿国际

纵观国内包装饮用水市场，国内主要包装饮用水上市公司 2021-2023 年产品收入稳步上涨，2024 年受到市场竞争影响略有波动，收入增速情况如下：

单位：万元

项目\年份	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
农夫山泉水产品收入	1,705,848.30	1,826,261.40	125,224.21	134,215.03
增长率		7.06%	10.95%	-21.27%
华润饮料水产品收入	1,081,780.50	1,190,573.80	1,244,656.00	1,212,404.80
增长率		10.06%	4.54%	-2.59%
泉阳泉水产品收入	67,470.48	71,627.55	79,980.88	82,158.23
增长率		6.16%	11.66%	2.72%

其中，农夫山泉与华润饮料作为全国性领军品牌，其市场覆盖广度与规模体量，显著高于泉阳泉、润田实业等区域性品牌。全国性品牌龙头在巩固既有市场份额基础上，谋求无限制区域和规模扩张已不再是首要目标，也不具备经济性。以农夫山泉为例，2024年农夫山泉包装水业务营收159.52亿元，同比下降21.27%，核心原因一方面系2024年2月底起针对品牌及创始人的负面舆情集中爆发，消费者信任度下滑导致天然水核心基本盘销量受到冲击，根据中金数据，其3-6月包装水销量连续四个月同比跌幅超20%；另一方面为应对市场竞争紧急推出1元绿瓶纯净水，虽挽回部分下沉市场份额，但拉低产品整体均价、挤压毛利率，且天然水与纯净水双线作战导致资源分散，高端定位被稀释，同时经销商补贴压力较大影响终端动销效率。从2025年中期报告来看，农夫山泉正走出恶性竞争的经营逻辑，2025年上半年包装饮用水产品收入同比增长10.7%，茶饮料、功能饮料、果汁饮料产品收入同比增长19.7%、13.6%和21.3%。

区域性品牌迎来结构性机遇，普遍选择在深度巩固核心市场基本盘的基础上，采取审慎而稳健的扩张策略，避免陷入盲目追求规模与范围的无序竞争，聚焦深耕、提质增效的发展路径已显现成效。以泉阳泉为例，泉阳泉作为东北地区龙头矿泉水企业，吉林省近四年销量复合增长率接近10%，2024年在辽宁和黑龙江“两翼”市场销量增长率分别为25.96%、101.13%，2025年全年矿泉水销量预计同比增长33.84%，全年矿泉水收入预期录得良性增长。区域深耕为区域性品牌开辟了广阔的增长蓝海，精准聚焦并渗透特定区域市场，收获较为可观的发展增速。

标的公司目前市占率水平、经营规模相较于全国性龙头仍存在客观差距，主营业务收入基数较小，同泉阳泉具有一定相似性，采取“基本盘深耕+省外稳健扩张”的经营策略，逐渐从区域强势品牌蜕变成为全国知名品牌，本次加期评估的预测期2025年至2030年主营业务收入复合增长率为5.98%，略高于同期行业5%左右的预测增速。历史业绩方面，2024年标的公司主营业务收入同比增长率为10.19%，2025年主营业务收入同比增长率为7.18%，2023年至2025年复合增长率8.67%，高于2020年至2024年间国内包装饮用水市场规模复合增长率5.5%，亦高于上述预测期复合增长率5.98%，增长趋势与同为区域性品牌的泉阳泉较为接近。标的公司未来通过市场深耕与区域拓展提升，经营规模将理性上升，收入增速逐年放缓并于2030年进入永续期，预测期收入增速预测具有合理性。

标的公司2023年至2025年收入变化及增长率情况：

单位：万元

项目/年份	2023 年	2024 年	2025 全年	复合增长率
主营业务收入	113,648.37	125,224.21	134,215.03	8.67%
增长率		10.19%	7.18%	

二、预测期内标的公司在不同区域的收入、增速及复合增速情况，是否存在差异及原因；不同区域的市场竞争格局，标的公司主要投放和拓展的产品、竞争优势及市场进入障碍，目前已作和拟作的市场拓展和渠道建立工作，相关收入增速的确定依据及合理性

（一）预测期内标的公司在不同区域的收入、增速及复合增速情况，是否存在差异及原因，相关收入增速的确定依据及合理性

### 1、首次评估标的公司收入相关预测情况

销售区域		2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	复合增长率
江西大区	收入	103,244.66	109,308.61	115,145.77	119,432.81	123,416.56	127,593.26	4.33%
	增速	8.82%	5.87%	5.34%	3.72%	3.34%	3.38%	
北方大区	收入	20,198.11	22,058.47	24,038.49	26,179.57	28,447.52	30,784.10	8.79%
	增速	10.28%	9.21%	8.98%	8.91%	8.66%	8.21%	
华东大区	收入	7,123.57	8,320.85	9,578.05	11,017.41	12,519.85	13,818.38	14.17%
	增速	30.21%	16.81%	15.11%	15.03%	13.64%	10.37%	
其他区域	收入	7,394.03	8,317.68	9,347.93	10,563.52	11,804.84	13,091.47	12.10%
	增速	12.75%	12.49%	12.39%	13.00%	11.75%	10.90%	

### 2、标的公司报告期及 2025 年收入完成情况

标的公司作为江西省包装饮用水龙头企业，拥有覆盖瓶装纯净水、瓶装矿泉水、桶装水、饮料的多品类产品矩阵。标的公司充分考虑到各市场区域渗透情况、竞争格局以及自身市场进入情况存在差异，根据不同产品、区域的维度情况分别制定差异化销售策略，支撑各品类销售收入稳步增长。

标的公司 2023 年至 2025 年历史不同区域的收入、增速及复合增速情况如下：

单位：万元

销售区域		2023年	2024年	2025全年	复合增长率	2025年收入预测完成情况
江西大区	收入	88,410.57	94,880.27	102,404.46	7.62%	99.19%
	增速		7.32%	7.93%		
北方大区	收入	15,283.34	18,315.02	18,967.76	11.40%	93.91%
	增速		19.84%	3.56%		
华东大区	收入	4,664.49	5,470.86	5,610.21	9.67%	78.76%
	增速		17.29%	2.55%		
其他区域	收入	5,289.97	6,558.07	7,232.60	16.93%	97.82%
	增速		23.97%	10.29%		

注：（1）其他区域包含华南大区、华中及西南大区及公司直辖，各区域现初期体量较小，故合并，下同；（2）上述复合增长率数据基于2025年至2030年的数据计算得出，下同

2025年标的公司在江西大区、北方大区以及其他区域，均基本达成预测收入目标，整体推进态势良好。华东区域受到消费降级扰动更为明显，标的公司灵活优化经营策略，积极引入2元矿泉水响应市场需求，有效带动了瓶装矿泉水产品销量提升。受产品结构变化影响，整体销售单价出现一定程度下滑，致使该区域收入未能完成预期水平。

### 3、本次加期评估收入相关预测情况

加期评估预测期内，标的公司不同区域的收入、增速及复合增速情况如下：

单位：万元

销售区域		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	复合增长率
江西大区	收入	102,404.46	108,927.96	114,628.38	120,386.54	125,081.61	129,432.79	4.80%
	增速	7.93%	6.37%	5.23%	5.02%	3.90%	3.48%	
北方大区	收入	18,967.76	20,842.29	22,802.57	24,776.67	26,898.47	29,105.70	8.94%
	增速	3.56%	9.88%	9.41%	8.66%	8.56%	8.21%	
华东大区	收入	5,610.21	5,947.72	6,581.15	7,394.39	8,240.05	9,082.68	10.12%
	增速	2.55%	6.02%	10.65%	12.36%	11.44%	10.23%	
其他区域	收入	7,232.60	7,809.84	8,628.73	9,589.58	10,658.63	11,798.62	10.28%
	增速	10.29%	7.98%	10.49%	11.14%	11.15%	10.70%	

在未来的战略布局中，标的公司将深度聚焦江西区域市场，持续深耕细作，并全力拓展华

东及北方区域。本次加期评估后，各目标区域复合增长率除华东大区略高于报告期复合增长率外，其他大区收入预测均低于报告期的复合增长率，预测如下：

#### (1) 江西大区

标的公司已深耕江西市场几十年，在消费者中有较高的品牌认知度，市场份额稳居江西第一；因此，江西大区作为标的公司传统优势市场，收入体量较高，与其他区域市场相比未来增速预测相对较低，且低于 2020-2025 年收入复合增速。

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	复合增速
江西大区	79,271.24	81,781.90	84,594.71	88,410.57	94,880.27	102,404.46	5.25%
增速		3.17%	3.44%	4.51%	7.32%	7.93%	

#### (2) 北方大区

北方地区包装饮用水市场总体呈现出增量空间大、竞争格局分散的市场特征，特别是东北、河北等地正处于城镇化加速阶段，城镇化率的持续提升为包装水市场带来确定性增量。北方地区尚未形成稳定的寡头垄断格局，泉阳泉作为东北地区龙头矿泉水企业，吉林省近四年销量复合增长率接近 10%，2024 年在辽宁和黑龙江“两翼”市场销量增长率分别为 25.96%、101.13%，2025 年全年矿泉水销量同比增长 33.84%。大量市场份额和渠道资源仍未被单一品牌完全掌控。与此同时，纯净水凭借稳定的性价比，在家庭用水、餐饮渠道等价格敏感型消费场景中保有稳固的基本盘，为具备渠道基础的品牌提供了结构性切入空间。

标的公司在北方大区已积累一定的渠道网络和品牌知名度，尽管竞争地位尚未显著提升，但依托城镇化带来的总量扩容、区域市场分散格局下的渗透空间，以及纯净水品类的性价比优势，仍有望在覆盖相对薄弱的细分渠道、价格带或区域获取增量。即便仅从行业自然增长中分享红利，标的公司北方大区收入亦具备稳步提升的基础。2020 年-2025 年，标的公司北方大区的收入实现情况及增速如下：

单位：万元

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	复合增速
北方大区	11,948.78	9,629.32	12,406.80	15,283.34	18,315.02	18,967.76	9.68%
增速		-19.41%	28.84%	23.19%	19.84%	3.56%	

标的公司 2021 年北方大区收入出现了短暂下降的情形，除受公共卫生事件影响外，主要还

受到竞品降价冲击的影响，短期对标的公司的销售形成了一定冲击。2022 年以来标的公司通过优化北方大区考核措施，激励销售团队业务拓展积极性，同时通过加强运输配送管理，采取直送经销商的下游整车客户等方式，减少经销商仓储及配送成本以增加其利润，稳定销售渠道，上述内外结合的方式保证了标的公司在北方大区的渠道稳定拓展，2022 年后北方大区收入持续增长。

本次加期评估北方大区预测期收入复合增长率为 8.94%，低于首次评估，且低于 2020-2025 年北方大区的收入复合增长率 9.68%，"江西模式"具有较强可复制性。2025 年北方大区收入放缓较为明显，原因是农夫山泉依托绿瓶水不断向下突破市场价格，抢占下沉市场及渠道，带动北方大区冰露、今麦郎、娃哈哈、怡宝等传统纯净水品牌被迫降价进行逐底竞争。东北地区竞争激烈，人均收入和人均消费水平较低，标的公司作为外省竞争者为保持产品竞争力，在东北地区的经销价格要显著低于江西地区，东北地区纯净水的平均单价约为江西地区的 72%，报告期内平均毛利率不到 15%。因此，标的公司面对 2025 年北方大区纯净水市场的特定竞争环境，选择了坚守现有基本盘的稳健经营策略，在于依托现有的产品优势和盈利能力，稳步拓展渠道和品牌认知，而非通过牺牲单价和品牌价值来换取不确定的市场份额增长，具体单价、毛利率对比情况参见回复"（二）进一步区分关联经销和非关联经销、独家经销和非独家经销，说明销售价格和毛利率是否存在差异及原因"。

从长期来看，本次加期评估北方大区预测期收入复合增长率为 8.94%，低于首次评估及 2020-2025 年内收入复合增长率，区域收入预测具有可实现性。

### （3）华东大区

标的公司近年来新开拓的市场区域，目前区域收入占比提升较快。作为国内用水量较高、包装饮用水消费历史较久的成熟市场，消费者人均收入水平较高，消费认知基础深厚，经销商网络体系健全。标的公司将华东市场作为瓶装矿泉水产品扩张的重要战略布局，以瓶装矿泉水为主要抓手，迎合高收入、高消费地区群体的高端用水需求。

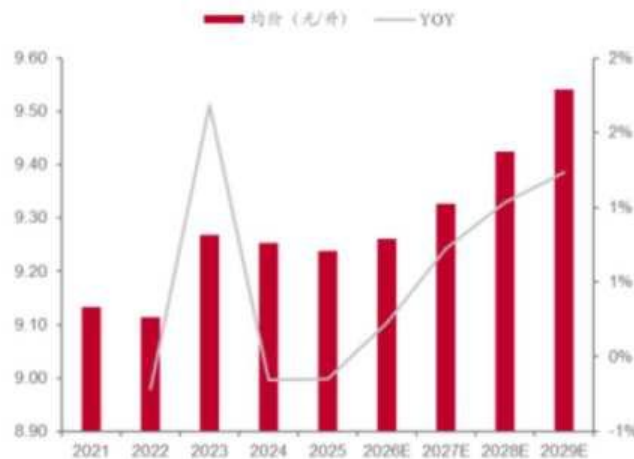
近年来标的公司于华东大区的渠道拓展工作依然取得了明显成效，2020 年-2025 年，标的公司华东大区的收入实现情况及增速如下：

单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	复合增速
华东大区	3,405.26	4,294.88	4,629.62	4,664.49	5,470.86	5,610.21	10.50%

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	复合增速
增速		26.12%	7.79%	0.75%	17.29%	2.55%	

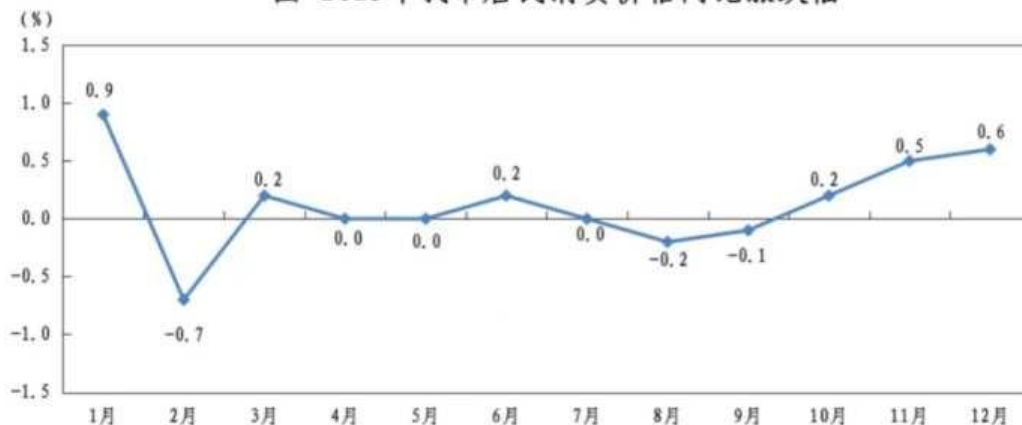
2025年受到消费降级影响，华东区域除含硒（3元）矿泉水外，进一步引入2元普通矿泉水，2元水销量增长带动整体平均单价下降较多，故收入增速不及销量增速。根据欧睿国际数据及中泰证券研究报告，2025年受到包装水行业价格战影响导致天然矿泉水行业均价同比下降0.15%至9.24元/升，预期2026-2029年矿泉水单价将企稳回升。



数据来源：欧睿国际、中泰证券研究所

华东经济发达地区消费于2025年第四季度出现复苏趋势，上海市2025年第四季度食品价格企稳回升，CPI分别上涨0.5%和0.6%。

图 2025年我市居民消费价格同比涨跌幅



数据来源：国家统计局上海调查总队

综上所述，本次加期评估考虑到报告期内华东收入规模相对较小，且作为未来营销侧重产

品及区域，消费降级因素解除后预测期收入复合增长率为 10.12%，低于首次评估以及 2020 年-2025 年收入复合增速 10.50%。

#### (4) 其他区域

其他区域包含华南大区、华中及西南大区及公司直辖，合计收入规模与华东大区相近。其中，华南大区、华中及西南大区报告期内及未来预测收入规模较小，作为标的公司全国化战略的储备市场区域，有计划性进行开拓。标的公司直辖系标的公司电商销售渠道，作为传统经销渠道的补充，标的公司未来直辖产品以高毛利的矿泉水产品为核心，未来伴随经营渠道逐步打开、消费习惯形成，瓶装矿泉水有望进一步成为家庭场景用水的主流选择，收入规模相对较小，增速较为稳定。

2020 年-2025 年，标的公司其他大区的收入实现情况及增速如下：

单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	复合增速
其他大区	3,262.31	4,357.55	4,747.38	5,289.97	6,558.07	7,232.60	17.26%
增速		33.57%	8.95%	11.43%	23.97%	10.29%	

综上，其他区域加期评估预测期收入复合增长率为 10.28%，低于首次评估以及 2020 年-2025 年收入复合增速 17.26%。

(二) 不同区域的市场竞争格局，标的公司主要投放和拓展的产品、竞争优势及市场进入障碍，目前已作和拟作的市场拓展和渠道建立工作

标的公司目前各区域竞争格局、投放主要产品、市场进入障碍及竞争优势如下：

项目	江西大区	北方大区	华东大区	其他区域
竞争格局	稳居第一	1 元水以康师傅、今麦郎、润田为代表，2 元水以农夫山泉、娃哈哈、泉阳泉为代表	市场空间广阔、高端赛道较为细分，消费需求多元，人均消费水平高	华南、华中等区域竞争较为激烈，品牌集群效应明显；西南地区市场有待进一步挖掘和培育
主要产品	全品类	全品类	矿泉水为主	各区域按需投放，华南大区、西南大区以矿泉水为主；华中大区以纯净水为主

项目	江西大区	北方大区	华东大区	其他区域
市场进入障碍	无障碍	无明显障碍，目前润田已形成一定规模，在东北地区部分城市有一定的市场占有率，近年受到低价竞争影响	品牌选择较多，高端细分赛道无明显障碍，近年消费降级影响	华南及华中市场竞争充分；西南区域市场处于培育初期，市占率提升速度较慢
竞争优势	渠道优势、品牌积淀	渠道优势、品牌积淀、产品矩阵	高端差异化产品、“上海知青”历史文化渊源、养生泡茶需求	产品阶梯性明显，秉承“同价质优”“同质价优”战略，作为“区域性渗透者”占领一定的市场份额

### 1、江西大区发展战略、市场拓展和渠道建立工作

江西省为标的公司所在地，标的公司已深耕江西市场几十年，拥有广泛的品牌认知度，市场份额稳居江西第一，持续推进全品类覆盖战略，目前已作及拟作的市场拓展和渠道建立工作如下：

#### (1) 巩固 1 元纯净水份额

润田 1 元纯净水占据江西省 1 元水绝对的市场份额，品牌认可度非常高。标的公司构建了全链条完善的销售体系，长期合作的经销商数百家。标的公司销售网络已全面覆盖江西省 100 个县市 14.7 万家销售网点，销售服务触角基本覆盖 1,581 个街道及乡镇，针对重点乡镇已逐步覆盖村、组一级销售网络，未来将不断下沉，做好下沉市场的开拓。

#### (2) 提高 2 元矿泉水份额

标的公司持续以矿泉水进行品牌塑造，提高润田翠在消费者心目中的认知，达到“同质价优、同价质优”的消费诉求。在立标杆（高净值人群），建制高点（单位、企业）等方面持续发力。同时，利用完善的销售网络，不断提升矿泉水铺市率、陈列曝光度，不断满足广大消费者的需求，拉动江西省矿泉水收入增长。标的公司连续多年占据省内各级政府办公、会议、接待用水绝对份额，形成了良好示范效应；为满足旅游休闲人群消费，标的公司 2025 年进一步开拓了省内餐饮娱乐渠道网点 2,000 余家。

#### (3) 加强桶装水市场，推动新产品推广

标的公司始终占据江西桶装水第一品牌、份额地位，在巩固南昌、赣西、赣中强势地位的

前提下，持续发力赣东、赣南、赣北边疆市场。做好瓶装部与数百家桶装经销商的结合，相互赋能。同时，利用抖音、微信、小红书等社交媒体做好“即时零售”服务以满足年轻消费群体，持续推进“好水送到家”服务理念，高标准打造润田专业水站，以满足广大家庭和单位消费需求，进一步提升市场份额，使更多消费人群享受润田优质的服务和产品，为未来增量奠定坚实基础。自 2024 年起，润田蜂蜜水、苏打水、电解质水、茶饮料相继上市，不断满足广大消费人群个性化、多元化的需求，提高经销商仓库及配送的利用效率。依托现有广泛的销售渠道，运用多元化产品矩阵打造收入增长点。

#### （4）江西大区市场空间逐步打开

新消费场景的涌现为市场开辟了增量空间，旅游强省、区域下沉则进一步拓宽了消费群体，推动市场规模持续扩大。

江西大区拥有广泛的下沉市场。根据标的公司统计，2024 年标的公司在江西区域市场人均瓶装饮用水年消费均值约 20.23 元，部分区域人均消费达到 30 元以上，但仍存在部分年人均饮用水年消费金额较低的区域，如广丰区 3.15 元、都昌县 3.37 元、瑞昌市 3.73 元等。江西区域年人均饮用水年消费金额低于预期人均消费金额（30 元/人）的区域共计 78 个县，常住人口约 3,722 万人，上述区域 2024 年人均饮用水年消费金额仅 17.38 元，与未来目标年人均饮用水年消费金额 30 元仍有较高市场空间，未来下沉市场空间广阔。标的公司将依托已建立的销售网络，进一步做好所在县、街道和镇的下属村、组等下沉市场的拓展。

增量市场方面，近年来江西省先后出台《关于推进旅游业高质量发展实施意见》、《深入贯彻党的二十大精神推进文化和旅游高质量发展“3336”行动计划》等政策文件，加快基础设施建设（高速公路、铁路、景区配套）和品牌打造。随着高铁、快速公路等基础设施持续完善，省内外客流成本大幅下降，赣江旅游线路、南昌西站客流激增，整体游客量将持续快速增长。红色游、踏青游、文博游等成为江西旅游市场主流，旅游消费的增加将一定程度上带动旅游旺季饮用水的销量。

同时，2025 年以来，体育赛事在拉动消费方面展现出多维度的推动作用。以苏超、赣超为代表的省内联赛持续升温，现场观赛人数累计达数十万，并通过线上线下联动，显著提升了市民的体育参与意愿，激发起全民健身的热潮。赛事举办直接带动了饮用水、功能饮料等即时消费品需求的增长，观赛场景与补给需求相互叠加，进一步拓宽了饮用水的消费场景，形成“旅游+体育”双轮驱动的消费增长格局。

综上所述，标的公司 2024 年江西大区收入增长率为 7.32%，2025 年收入增长率预计为 7.93%，2026 年预期收入增长率 6.37%，未来增速逐渐放缓至 3.48%。

## 2、北方大区发展战略、市场拓展和渠道建立工作

北方大区主要为北京市、天津市、河北省、辽宁省、山东省、吉林省、黑龙江省、内蒙古自治区，标的公司目前主要覆盖东北区域销售市场。标的公司凭借其纯净水产品率先打开北方市场，取得了稳定的市场身位。标的公司 2024 年度北方大区实现营业收入 18,315.02 万元，目前已作及拟作的市场拓展和渠道建立工作如下：

### (1) 重点打造辽宁市场，辐射周边市场

标的公司将进一步巩固以营口为中心的辽东南（含大连、鞍山等），以沈阳为中心的辽西北（含锦州、阜新等）市场，打造辽宁省为第二个江西市场的目标。此外，标的公司将进一步培育经销商团队，逐步开拓吉林、黑龙江、内蒙古等市场。与此同时，标的公司将以保定、承德、秦皇岛为中心的市场基础，稳步拓展河北、天津、山东市场。

### (2) 以纯净水为主、以矿泉水为辅、多品项结合策略

标的公司将贯彻公司“打好产品组合拳”的销售策略，有效结合纯净水、矿泉水、饮料等品类矩阵。纯净水方面，北方地区发展阶段与江西大区具有一定相似性，下沉市场广阔，人均包装饮用水消费量仍有较大提升空间。标的公司将强化润田纯净水在东北消费者心中超过 20 年品牌认知与渠道根基，实施差异化竞争战略，充分利用其长期建立的供应链与成本优势，将“同质价优”的 1 元纯净水作为核心产品，主动下沉至广阔的乡镇与农村市场，满足广大农村乡镇最基础的健康饮水需求，并在此增量市场中构筑自身的核心竞争壁垒。与此同时，标的公司将利用吉林长白山天然优质矿泉水优势，秉承“同质价优”“同价质优”的经营战略，持续响应润田翠产品市场需求，借助日趋完善的经销结构，将矿泉水产品打造成为第二增长点，并继续开发桶装水市场。此外，标的公司继续加强东北销售团队管理，通过终端氛围打造等活动加强促销力度；借助润田纯净水营销网络和资源，对矿泉水、桶装水、饮料市场进一步布局、开拓。

具体经营策略方面，标的公司在北方大区主要推广基础产品瓶装纯净水，并以瓶装矿泉水、桶装水、饮料作为产品补充。截至报告期末，标的公司已于北方大区发展经销商 300 余家，覆盖 100 余个城市，如沈阳市、营口市、大连市等，销售渠道建立方式复制江西大区精耕下沉模式。报告期内，标的公司凭借 1 元纯净水在营口市占据市场份额占比约 30%，销售网络已覆盖

95%以上，充分验证了模式复制的可行性。

未来标的公司将继续复制成功经验，巩固以营口为中心的辽东南（含大连、鞍山等），以沈阳为中心的辽西北（含锦州、阜新等）市场，打造辽宁省为第二个江西市场的目标。具体而言，未来类似于北方大区的营口市，标的公司已实现 5,000-6,000 万的收入规模，达到市占率上限后做好巩固基本盘的工作，同时开发下一个营口市、江西省市场，将经验稳步拓展至河北、天津、山东省，让“江西模式”在北方大区持续复制落地。2025 年，面对辽宁地区愈发激烈的市场竞争态势，标的公司通过精细化管控稳住产品价格，有力保障了营口区域营收规模的平稳态势，确保经销商价格体系不出现剧烈波动，强化产品定位和经销商合作预期，营业收入及渗透率达到一定规模后表现稳健。与此同时，报告期内标的公司在河北省、北京市的收入快速释放，“江西模式”在北方大区持续生效。2023 年至 2025 年河北省、北京市销售收入实现情况如下：

单位：万元

销售区域		2023 年	2024 年	2025 全年	复合增长率
河北省	收入	2,924.43	3,617.89	4,018.73	17.23%
	增速		23.71%	11.08%	
北京市	收入	236.82	268.22	309.34	14.29%
	增速		13.26%	15.33%	

综上所述，标的公司 2024 年北方大区收入增长率为 19.84%，随着北方各区域的不断拓展，销售规模不断扩大，未来增速逐渐放缓。

### 3、华东大区发展战略、市场拓展和渠道建立工作

华东大区主要包括江苏省、浙江省、上海市，包装饮用水市场结构呈现“大众市场高度集中，高端市场分散多元”的显著特点，为具有产品特色的区域性龙头品牌提供了切入机会。在价格更高、强调水源地和健康属性的高端矿泉水细分赛道，市场存在大量来自国内外的品牌，如依云（Evian）、巴黎水、圣培露等进口品牌，以及恒大冰泉、昆仑山、西藏 5100、润田翠等国内品牌，市场集中度远低于大众市场。介于 2 元的农夫山泉/怡宝和 8 元以上的依云/巴黎水之间（即 3-6 元价格带）的瓶装饮用水是华东大区消费升级最活跃的区域，也是众多新锐品牌争夺的焦点。

华东地区消费者购买力强，对健康、品质生活的追求更为迫切。消费者不再满足于“解渴”，而是关注水的来源、矿物质含量等健康标签。根据天猫新品创新中心 TMIC 发布的《2025 年度国

人饮水电器白皮书》，如今超 7 成国人近三年内对饮水健康的关注度进一步提升，除纯净外，还追求健康增益、适口、鲜活等指标，58%的人群追求健康增益的水。标的公司“润田翠”天然含硒矿泉水秉持健康概念，精准对标当前“成分党”消费趋势，为消费者提供健康、天然的用水选择，凭借矿泉水属性和健康卖点，既能与大众水形成差异化，又能以相对进口品牌更具竞争力的价格吸引消费者。标的公司华东大区收入规模相较于该地区广阔的市场容量而言，市场占有率仍然处于较低水平，未来提升空间明显。目前已作及拟作的市场拓展和渠道建立工作如下：

### （1）以含硒矿泉水为主要抓手

“润田翠”天然含硒矿泉水凭借其含硒特性及高品质已获得广泛的市场认可。根据央视市场研究凯度消费者指数显示，2022 年至 2024 年期间，在含硒包装水中“润田翠天然含硒矿泉水连续三年全国销量第一”，并成为上海市茶叶学会唯一指定用水、中国花样滑冰协会官方饮用水等，2025 年 10 月润田翠天然含硒矿泉水被评为“第十六届上海特色旅游食品”，充分体现了标的公司在稀缺天然矿泉水水源地资源方面的竞争优势。标的公司将以华东经济较为繁华区域持续巩固润田翠天然含硒矿泉水全国第一的市场地位，精准定位高端消费人群圈层，形成品牌窗口效应，并充分利用大客户资源优势，以健康产品辐射广泛的消费人群，实现跨省区域品牌扩张及第二增长曲线的树立。

### （2）重点打造上海市场，带动江浙市场共同发展

标的公司将以高端含硒矿泉水及高净值人群为突破口，不断强化润田翠品牌建设，重点打造和巩固上海“桥头堡”的市场地位。标的公司将充分发挥明月山“温汤水源地体验游”的独特优势，及历史江西上海知青优势，进一步裂变“上海知青”、“养生人群”“在外江西人”等对润田翠高度认可的品牌影响力，以优质的服务加快拓展华东家庭、单位客户，利用广泛的经销渠道和品牌优势加速覆盖周边江浙市场。2025 年起，标的公司开始以上海为中心，针对主要运行在沪苏湖、合杭、杭温等线路高铁列车，运用高铁“头巾”、“桌贴”元素进行高铁广告投放。借助高铁高效传播优势，实现跨地域、广覆盖的广告投放效果，一次性触达江浙沪三地的目标客群。



图：公共交通投放

### (3) 实现家庭用户、重点客户由点到面覆盖

华东大区市场拓展以重点小区为根据地，切实落实组合营销策略，提升产品曝光率，树立价格标杆，赋能社区营销，让用户“看得见、买得到、送到家”。标的公司产品现已进驻上海部分高端小区，与物业、社区优质终端超市建立合作关系，将其作为分销网点及品牌宣传前哨站；与此同时，标的公司通过居民楼电梯广告旺季持续投放、进一步提高消费者接触频次，让消费者能高频率地接触到润田翠品牌，持续强化小区用户的品牌认知及信任度。客户拓展方面，标的公司制定了一系列的“老带新”优惠政策，带动新用户的加入与购买，实现“以点带面”高效传播。线上销售渠道方面，标的公司将持续做强以京东、天猫、美团、拼多多等电商平台，不断丰富和优化润田旗舰店建设，达到进一步影响、辐射家庭用户和建立行业标杆的目的。

重点客户覆盖方面，标的公司持续在华东大区加强大客户渠道的开拓，充分利用大客户的集团优势、资源优势，发挥带动效应，辐射更广泛的人群，起到“树标杆、建制高点”的辐射效果，目前主要聚焦政府、高校、国央企、酒店、金融机构、餐饮等板块，覆盖 200 余家终端客户，标的公司近年不断挖掘新增终端客户，产品已销售至南昌市人民政府驻上海联络处、上海社会科学院、上海静安区保障局、同济大学、中建五局、上海大众交通集团、太平人寿保险、锦江酒店、开元名庭、光大银行上海分行、中国银行上海分行、广发证券松江营业部、上海龙华寺、万佛寺等知名单位，并围绕重点客户纵向渗透至其下属单位，持续深化合作关系。

### (4) 进一步提高品牌曝光度

为进一步巩固和扩大华东市场影响力，标的公司近年来打造了面向华东市场的全方位、多层次品牌宣传措施，品牌认可度提升初见成效。标的公司聚焦多个重点中高端住宅小区，旺季持续投放电梯框架广告，通过精准的社区定位，强化目标用户群体 3 公里生活圈内的产品曝光。

公共渠道方面，标的公司现已投放上海大众出租车后窗 LED 屏广告，面向上海打车或自驾出行的中高端商务人士，增加品牌曝光；标的公司连续多年投放线路覆盖江西、华东的高铁列车冠名广告，通过现代化、高品质的交通工具，将品牌信息传递给更多的目标消费群体。此外，标的公司与华东大区多项高端体育赛事建立了深度合作关系，成为花滑、高尔夫、羽毛球、网球等知名赛事指定用水，极大提升了润田翠在高端消费群体中的曝光度。未来，标的公司将持续投放华东大区公共交通、高端社区广告，开展高端大型赛事的赞助合作，并根据市场开拓情况，筛选人流众多的公共交通枢纽投放户外广告，进一步提高曝光度，为华东大区从社区封闭渠道向半封闭、流通渠道加速布局。



图：高端会议用水投放



图：体育赛事用水投放



图：高端小区用水投放

综上所述，标的公司 2024 年华东大区已实现收入增长率为 17.29%，随着品牌曝光度不断提升，消费人群的不断拓展，润田产品的华东消费群体不断扩大。受消费环境尚未复苏的影响，华东大区 2025 年整体增速放缓，但随着品牌的不断推广，未来预期增速有所提高。

#### 4、其他区域发展战略、市场拓展和渠道建立工作

其他区域主要包含华南大区、华中、西南大区等区域及公司直辖。其他区域通常存在强大的本地品牌和全国性品牌，市场竞争格局高度碎片化，例如，湖南有“娃哈哈”、“怡宝”的深度布局，四川有“蓝剑”等本地龙头企业。标的公司的竞争定位是“区域性渗透者”，面向该等省份庞大的人口基数和经济总量，切入市场并占有一定的市场份额。目前市场拓展和渠道建立工作初步规划如下：

华南大区主要包括广东省、福建省、海南省、广西壮族自治区区域，与华东大区同为繁华区域，对价格敏感度相对较低，当地人注重养生，并有泡茶的习惯，有较大的高净值人群基础。标的公司已与华南区域的江西商会建立联系，增加江西商会内华南地区企业的招待用水渠道，并通过华南区域渠道辐射江西人在华南区域开设的餐馆，在拓展渠道的同时不断提高品牌曝光度，建立品牌认知度。截至本回复签署日，广东省各级江西商会会员约 8,440 家，标的公司已建立合作联系的约 360 家，且主要集中于东莞、深圳、广州、佛山、中山等地区，未来增长空间广阔。随着品牌曝光度的不断增加，标的公司将充分发挥明月山温汤水养生及泡茶的独特优势，不断开拓华南区域，实现收入稳步增长。

华中、西南大区主要为湖南省、湖北省、安徽省、河南省、四川省、重庆市、贵州省、云南省区域。标的公司将在目前合作的湖南、湖北、安徽、河南数百家经销商的基础上，持续做好以汉南基地为中心的根据地建设，强化武汉高校区域市场基础，做好瓶桶结合，不断提升市

场份额。具体而言，标的公司未来将以张家界基地为中心根据地，持续发力湘西市场；以成都基地为中心，服务和培育好现有经销商，打造根据地；同时借助四川江西商会、赣韵文旅等资源加快市场布局。标的公司将利用武汉区位优势，积极拓展社区电商，借助已合作的美团旗下“小象超市”网络辐射中西部省份家庭用户，为今后开拓西南、西北省份奠定品牌认知。标的公司未来直轄产品以高毛利的矿泉水产品为核心，未来伴随经营渠道逐步打开、消费习惯形成，大包装矿泉水有望进一步成为家庭场景用水的主流选择。

综上所述，标的公司 2024 年其他区域收入增长率 23.97%，逐步打开各区域市场，稳扎稳打逐步渗透，2025 年增速 10.29%，未来营业收入增速逐渐放缓。

三、标的公司各类产品自有产能和委外产能情况，委外产能的稳定性和可保障性，上述产能能否覆盖标的公司永续期销量，是否需扩建产能，评估预测对上述情况的具体考虑

#### （一）标的公司未来产能可与收入增长匹配

截至本次加期评估基准日，标的公司现有自有产能及委外供应商提供的委外产能情况如下：

品类	基地类型	设备全年产能（吨）	永续期销量（吨）	产能利用率（永续/全年）
瓶装纯净水	自有基地	1,138,769	1,773,889	91%
	委外工厂	800,278		
	合计	<b>1,939,047</b>		
瓶装矿泉水	自有基地	503,592	270,525	43%
	委外工厂	125,251		
	合计	<b>628,843</b>		
桶装水	自有基地	338,116	708,861	49%
	委外工厂	1,101,420		
	合计	<b>1,439,536</b>		
饮料	委外工厂	48,960	12,971	26%

除自有产能外，标的公司与委托外加工基地构建了长期、稳定的合作关系，逐步构建起多点布局的生产网络。综合来看，永续期内标的公司瓶装矿泉水、桶装水、饮料合计产能将充分覆盖生产需求，考虑到包装饮用水生产、销售存在较为明显的季节性，瓶装纯净水永续期产能相对饱和，可能存在季节性缺口。纯净水不依赖于特定水源，配套有符合规范、标准要求的生

产条件及建立质量管控体系即可生产，因此各区域委外加工商数量较多，且分布较为分散。标的公司在“润田”“润田翠”品牌效应逐步跨省溢出的过程中，采取委外加工合作的模式进行区域拓展，在增加部分产品单位成本的同时，可以较好地减少前期设备投入形成的资本性占用，符合包装饮用水行业规律。考虑到纯净水对委外基地要求相对较低，寻找委外基地难度较小，标的公司预测期可通过增加委外产能实现产能的有效扩充。

2030 年进入永续期后标的公司营业收入增长率为零，各类产品收入、销量将进入稳定状态，未来产能预计可满足未来标的公司生产需求。

## （二）委外产能的稳定性和可保障性

### 1、委外加工模式符合行业惯例及经营战略

委外加工是包装饮用水行业常见的生产模式，品牌方可通过与委外加工商合作，为部分新产品或旺季生产提供产能补充，如华润饮料招股说明书显示，华润饮料截至 2024 年 4 月 30 日，合作生产商 31 家，自有工厂仅 13 家；今麦郎曾作为娃哈哈纯净水产品委外加工合作商。对于正处于扩张阶段的区域品牌方而言，委外加工为品牌方提供了灵活、便捷的产能补给，可促使品牌方能够减少区域或产品前期资本性投入，专注于品牌和渠道的建设。

包装水行业产品标准化程度较高，产品生产的可替代性较强，因此委外加工商可供选择较多，我国饮用水国标已较为完善，标准相对明确，生产难度相对较低，拥有良好的品牌及市场地位是委外议价能力的保证，因此往往品牌持有方占据有利及主导地位。其中，纯净水、桶装水及饮料生产不受限于水源地影响，生产工厂多在城市附近，而无需建在特定的水源地附近。委外基地的寻找及建立相对较为容易，且品牌、渠道对产品的赋能远高于生产部分，故标的公司掌握主导优势，在未来维持长期稳定的合作关系中起决定性作用。矿泉水委外基地取决于水源地，寻找新的委外基地需考虑水源地水质情况等综合因素，难度略高于纯净水、桶装水及饮料委外基地，因此通常作为旺季自有产能的补充，或在新兴区域进行试点的产能补充。

### 2、标的公司已与委外加工商建立稳定合作关系

标的公司与委外加工商签署了长期合作协议，其中纯净水、桶装水委外加工合作历史较久，合作关系稳固，以长期合作协议为主且标的公司在报告期内根据生产规模扩张需求有序增加合作方数量。瓶装矿泉水产品、饮料产品作为标的公司未来战略产品，报告期内收入增速较快，矿泉水产品方面标的公司主要依靠自有产能，并与报告期内新增的委外合作商签订了长期合作

意向，作为江西区域产能补充或北方、西南区域省外市场的矿泉水供应，稳步推进发展战略。矿泉水委外供应商已出具承诺书，将在符合标的公司生产需求的前提下，与标的公司保持长期的合作关系，并优先保障产能供应。饮料为 2024 年度推出的产品品类，标的公司已与委外供应商签署长期合作框架协议。截至 2025 年 12 月 31 日，标的公司合作的瓶装纯净水、桶装水委外平均合作年限均长于在执行合同期限，瓶装矿泉水、饮料作为报告期内新增委外需求的产品，委外供应商签署的平均合同年限均较长，委外供应商合作年限、合同期限情况如下：

品类	委外商名称	初始合作时间	在执行合同期限 (年)	合同到期日	截至 2025 年底已合作期限 (年)
瓶装纯净水	江西金饮食品有限公司	2023 年 1 月	5.00	2027/12/31	3.00
	江西嘉汇饮品有限公司	2020 年 8 月	5.41	2029/12/31	5.42
	上饶市润昇饮料有限公司	2017 年 1 月	5.00	2027/12/31	9.00
	信丰润昇饮料有限公司	2018 年 8 月	5.37	2029/12/31	7.42
	泰和县荣事达饮料食品有限公司	2014 年 9 月	6.00	2029/12/31	11.34
	锦州润昇饮料有限公司	2019 年 4 月	5.00	2029/12/31	6.76
	四川省巴蜀梦食品有限责任公司	2020 年 8 月	2.67	2025/12/31	5.42
	营口润昇饮料有限公司	2023 年 12 月	6.00	2029/11/30	2.08
	大连翔龙饮品有限公司	2019 年 4 月	5.00	2028/12/31	6.76
	涿州市万基业食品有限公司	2021 年 1 月	4.00	2026/12/31	5.00
	张家界吾爱森林饮品有限责任公司	2017 年 12 月	5.00	2028/12/31	8.09
平均值			<b>4.95</b>	-	<b>6.39</b>
瓶装矿泉水	江西博达天然矿泉水有限公司	2023 年 8 月	3.00	2026/7/31	2.42
	翠林矿泉水集团股份有限公司	2024 年 2 月	4.91	2028/12/31	1.92
	井冈山市润泽矿泉水有限公司	2025 年 1 月	3.00	2027/12/31	1.00
	成都全兴矿泉水业有限公司	2025 年 3 月	5.00	2030/2/28	0.84
平均值			<b>3.98</b>	-	<b>1.54</b>
桶装水	上饶市润昇饮料有限公司	2017 年 1 月	5.00	2027/12/31	9.00
	江西省润信饮料有限公司	2025 年 7 月	5.00	2030/6/30	0.50



品类	委外商名称	初始合作时间	在执行合 同期限 (年)	合同到期日	截至 2025 年 年底已合作期 限 (年)
	宜春市古月泉饮品有限公司	2020 年 6 月	3.00	2028/5/31	5.59
	赣州市昆泉食品有限公司	2018 年 11 月	3.00	2027/12/31	7.17
	抚州市贞泉饮料有限公司	2023 年 6 月	4.58	2027/12/31	2.59
	吉安津润水业有限公司	2023 年 6 月	5.58	2028/12/31	2.59
	江西翠泉天然饮品有限公司	2018 年 11 月	5.00	2028/10/31	7.17
	江西水之源饮水有限公司	2021 年 4 月	3.00	2027/3/31	4.75
	江西纯泉饮料有限公司	2022 年 11 月	3.00	2028/12/31	3.17
	新余山蒙云泉矿泉水有限公司	2022 年 1 月	1.00	2026/12/31	4.00
	江西沁心饮料食品有限公司	2022 年 1 月	3.00	2027/12/31	4.00
	新余市蒙峰水业有限公司	2021 年 2 月	3.00	2026/12/31	4.92
	瑞金洞泉食品有限公司	2022 年 1 月	5.00	2026/12/31	4.00
	景德镇市润心纯净水有限公司	2021 年 5 月	2.00	2025/12/31	4.67
	修水县蓝晶纯净水有限公司	2020 年 4 月	3.00	2028/12/31	5.75
	江西润昌饮用水有限公司	2020 年 8 月	2.00	2027/2/28	5.42
	龙南市竹源山泉水厂	2023 年 5 月	3.00	2026/4/30	2.67
	定南县青云山矿泉水有限责任公司	2014 年 8 月	3.00	2028/12/31	11.42
	营口长白冰泉饮品有限公司	2020 年 9 月	3.00	2026/12/31	5.33
	长沙水老官食品有限公司	2025 年 9 月	3.00	2028/8/31	0.33
	武汉名水饮品有限公司	2020 年 5 月	3.41	2026/5/31	5.67
	武汉鑫中联饮品商贸有限公司	2020 年 12 月	0.41	2026/5/31	5.08
	鞍山市千山风景区上石桥矿泉水厂	2019 年 9 月	1.50	2026/12/31	6.34
	赤壁市益康天然饮品有限公司	2021 年 10 月	2.00	2026/12/31	4.25
	萍乡翠峰山泉有限公司	2024 年 3 月	4.83	2028/12/31	1.84
	敏芳水业(万年县)有限公司	2024 年 3 月	4.83	2028/12/31	1.84

品类	委外商名称	初始合作时间	在执行合同期限(年)	合同到期日	截至 2025 年底已合作期限(年)
	湖南润源之食品有限公司	2025 年 3 月	2.00	2027/2/28	0.84
	湖南锦鹏食品科技有限公司	2021 年 1 月	5.00	2027/12/31	5.00
平均值			<b>3.29</b>	-	<b>4.50</b>
饮料	东莞市峰乜保健食品有限公司	2023 年 12 月	3.04	2026/12/31	2.08
	漳州顶津食品有限公司	2024 年 1 月	5.00	2029/12/31	2.00
	南昌顶津食品有限公司	2025 年 7 月	5.46	2030/12/31	0.50
平均值			<b>4.50</b>	-	<b>1.53</b>

委外产能稳定、优先供应是长期合作的基础，考虑到包装饮用水生产、销售存在较为明显的季节性，瓶装纯净水永续期产能相对饱和，可能存在季节性缺口。结合最近一期旺季生产交付数据，瓶装矿泉水委外供应商均将标的公司订单纳入优先排产序列，标的公司订单在产能调配、生产排期及成品出货等环节均享有优先级保障，委外产能优先保障措施具备可验证性及持续性。以委外代工需求较强的瓶装纯净水为例，2025 年旺季及前后 1-2 个月内，瓶装纯净水委外代工厂月度平均产能利用率呈现先升后降的趋势，且旺季 6-9 月的平均产能利用率均高于 40%，非专为润田代工的委外代工厂在旺季仍优先确保了润田的生产需求，具体如下：

润田实业瓶装纯净水委外代工厂月产能利用率情况（2025 年 4 月-10 月）



标的公司现有委外供应商均已出具书面承诺如下：“一、长期合作坚守承诺。我方将以历

史友好合作关系为根基，在符合贵公司生产经营规划及产品需求的前提下，坚定不移地与贵公司保持长期战略合作伙伴关系。未来合作中，将始终秉持诚信履约、协同共进的理念，主动适配贵公司的发展节奏，积极响应合作中的各类需求，共同维护稳定、持续的合作生态。

二、产能供应优先保障。我方承诺在日常生产运营及产能规划中，将贵公司的订单需求置于优先保障序列，优先满足贵公司的产能供应需求，全力保障贵公司生产计划的顺利推进，避免因产能不足影响贵公司的正常运营。”

标的公司委外供应商均已纳入供应商库，并通过招投标方式确定。除已合作委外供应商外，名录内其他供应商均具备委外供应能力，未来有机会通过招投标形式成为标的公司的委外供应商，建立合作关系，具体如下：

产品类型	潜在合格委外供应商	所属省份
瓶装纯净水	江西润真食品有限公司	江西
	天地矿泉水（武汉）有限公司	湖北
	河北循财饮品有限公司	河北
	唐山汇鑫源科技有限公司	河北
瓶装矿泉水	四川省广元冰鸟天然矿泉水有限责任公司	四川
	四川省上田矿泉水有限公司	四川
	江西省大石岩天然饮品有限公司	江西
桶装水	浏阳市张坊大围山真泉水厂	湖南
	浏阳市道吾山天然饮用水厂(普通合伙)	湖南
	长沙桃花溪谷食品科技有限公司	湖南
	江西润真食品有限公司	江西
	天地矿泉水（武汉）有限公司	湖北
	江西省大石岩天然饮品有限公司	江西

综上所述，标的公司与委外供应商均签署长期合作协议，旺季产能供应及时稳定，且委外供应商均已出具确保产能稳定、优先供应的承诺函，委外产能具有长期、稳定性。

### （三）评估预测已考虑预测期产能布局

首次评估预测期内，标的公司除部分新增包材产线及现有自有产能维护性支出外，无扩建自有产能计划。考虑到预测期瓶装纯净水、饮料产品可能新增委外产能。随着永续期产量的增

加，自有工厂的产能利用率也将随之提升，委外占比预期与 2024 年接近。预测期内产品毛利率均明显低于报告期内水平，毛利率预测具有谨慎性，具体参见问题回复“五、预测期内标的公司成本构成情况，各类成本与收入变动的匹配性，主要原材料采购价格的确定依据、变化情况及合理性；预测期内标的公司及各类产品毛利率情况、变动原因及合理性，与报告期内的差异情况及原因，是否充分考虑销售价格和成本变动趋势、运输半径、委托加工比例等变化对毛利率的影响”之“（二）预测期内标的公司及各类产品毛利率情况、变动原因及合理性，与报告期内的差异情况及原因，是否充分考虑销售价格和成本变动趋势、运输半径、委托加工比例等变化对毛利率的影响”。

本次加期评估中，根据标的公司加期评估基准日实际经营情况对未来资本性支出进行了调整。标的公司于 2025 年年底获得位于万安县弹前乡区域的一处矿泉水探矿权，并已通过竞拍的方式获得项目用地的国有土地建设使用权，拟新建一座矿泉水基地，预测期自有矿泉水供应能力将得到进一步提升。

综上所述，标的公司未来产能能够覆盖永续期销量，委外产能具有稳定性和可保障性，未来可能新增的瓶装纯净水、饮料委外产能供应选择较多，且自有矿泉水供应产能预期将进一步提升，本次评估已充分考虑委外成本影响，销量预测及产能具有匹配性。

四、标的公司目前矿泉水源可取水量，能否满足永续期销量需求，相关预测的合理性；各矿泉采矿权（含外购矿泉水源和外购产能）到期时间，能否顺利续期、矿泉取水是否受限，若未能续期对于生产经营的影响；外购矿泉水源和外购产能的稳定性和可保障性，评估预测是否充分考虑自有矿泉采矿权未来续期费用及依据

（一）标的公司目前矿泉水源可取水量，能否满足永续期销量需求，相关预测的合理性

截至本回复签署日，标的公司持有的采矿权证情况如下：

序号	公司名称	采矿许可证号	开采矿种	生产规模	有效期限
1	吉安润田	C3600002009038110008582	矿泉水	38.64 万立方米/年	2022.02.20-2025.12.20
2	永丰润田	C3600002015128130140954	矿泉水	3 万立方米/年	2015.12.30-2025.12.30

注：永丰润田的矿泉水源含气，为特色矿产资源，标的公司将该采矿权及其土地作为储备资源，预测期暂无明确的开发计划，未计算产能，该采矿权目前已到期，标的公司在推进续期过程中；吉安

润田相关证书已完成续期，权利期限至 2051 年 12 月 20 日。

除现有采矿证外，标的公司明月山基地生产的润田翠天然含硒矿泉水原水供应商为宜春市袁州区温汤水业电业开发公司（以下简称“温汤水电”）。该公司的主管部门为明月山温泉风景名胜區公共服务中心，为全民所有制企业，主要负责明月山温泉风景名胜區公共服务中心所辖范围内的供水服务。温汤水电现持有江西省水利厅核发的《取水许可证》（编号：B360902G2021-0004），有效期限为 2025 年 12 月 30 日至 2030 年 12 月 29 日；温汤水电现持有江西省自然资源厅核发的《采矿许可证》（证号：C3600002010121120102980），生产规模为 28.42 万立方米/年，有效期限为 2019 年 6 月 24 日至 2049 年 6 月 24 日。根据标的公司与温汤水电签订的供用水协议，现有包干取水量上限为 28.42 万吨/年。

矿泉水资源不同于其他矿物资源，矿泉水的地下储水层是一个持续循环的“天然补给系统”，当实际开采量不超过允许开采量时，储水层的水量消耗能被自然补给及时覆盖，水位始终保持相对稳定，不会出现因正常开采导致的水源枯竭，从水量层面保障了永续开采的可能性。

结合上述产能储备，报告期内标的公司生产矿泉水取水量远小于吉安、明月山矿泉水供水规模，永续期预期取水量未达到明月山基地包干取水量上限，因此本次评估未额外考虑扩储的支出，具体如下：

单位：万吨

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1-10 月
含硒矿泉水取水量	16.09	14.04	10.47
普通矿泉水取水量	16.42	19.12	16.39
含硒矿泉水取水量储备（明月山）	28.42	28.42	28.42
普通矿泉水取水量储备（吉安）	38.64	38.64	38.64
含硒矿泉水取水量利用率	56.62%	49.41%	36.86%
普通矿泉水取水量利用率	42.48%	49.48%	42.41%

委外供应方面，瓶装矿泉水委外加工基地的采矿权分布情况如下：

采矿权人	证号	地址	生产规模	有效期起始日	有效期终止日
成都全兴矿泉业有限公司	C5100002010128110084635	四川省成都市蒲江县鹤山街道双拥路 3 号	10 万立方米/年	2024 年 6 月 9 日	2029 年 6 月 8 日
翠林矿泉水集团股份有限公司	C2200002010128110088367	吉林省靖宇县城西南八公里处	40 万立方米/年	2013 年 11 月 5 日	2037 年 12 月 5 日

采矿权人	证号	地址	生产规模	有效期起始日	有效期终止日
江西博达天然矿泉水有限公司	C3600002018018110145691	江西省婺源县江湾镇东和路 1-8 号	1.50 万立方米/年	2018 年 1 月 18 日	2028 年 1 月 18 日
	DC3600002025118110000019	江西省婺源县江湾镇江湾社区	约 20 万立方米/年	2025 年 11 月 26 日	2055 年 11 月 25 日
井冈山市润泽矿泉水有限公司	C3600002017128110145616	井冈山市古城镇三台星	7.54 万立方米/年	2017 年 12 月 18 日	2037 年 12 月 18 日
定南县青云山矿泉水有限责任公司	C3600002009078120029740	江西省赣州市定南县历市镇文明路 17-1 号	1.5 万立方米/年	2025 年 3 月 21 日	2035 年 3 月 20 日

注 1：江西博达天然矿泉水有限公司目前正在办理采矿权变更登记，扩大开采区域范围，且已经于 2025 年 11 月取得了不动产权证（采矿权）（权证号：DC3600002025118110000019），预计 2026 年内取得采矿许可证，年取水量约 20 万吨。

注 2：标的公司与四川省巴蜀梦食品有限责任公司于 2026 年 1 月 1 日起终止合作，相关生产需求由生产规模更高的成都全兴矿业水业有限公司承接

根据收益法评估预测，进入 2030 年永续期后标的公司矿泉水销售量为 27.05 万吨。其中，北方大区、西南大区矿泉水销售考虑运输距离和消费水平因素，预计全部依托现有委外生产基地供应，标的公司无需提供原水；江西、华中、华东、华南及公司直辖矿泉水销量主要依赖于标的公司位于江西吉安、明月山的矿泉水产能，辅以位于江西省内的委外产能作为旺季产能补充。

永续期总产能储备与预期销量匹配情况如下：

单位：万吨

项目	永续期
矿泉水预测销售量	27.05
其中：江西大区	20.03
北方大区	0.54
华东大区	3.80
其他区域	2.67
矿泉水现有产能储备	48.53
其中：自有产能储备-吉安基地取水量 38.64 万立方米/年，以报告期基地平均耗损率 1.74 模拟折算产能	22.20
自有产能储备-明月山基地取水量 28.42 万立方米/年，以报告期基地平均耗损率 2.06 模拟折算产能	13.80
委外基地产能储备-江西省内	9.42

项目	永续期
委外基地产能储备-江西省外	3.11
矿泉水综合取水量利用率	55.74%

注：（1）出于谨慎考虑，自有产能储备按照自有取水量上限计算，低于设备产能；委外产能根据委外供应能力统计，低于其取水量上限折算的产能，即不考虑委外供应商未来的扩产计划；（2）标的公司矿泉水现有产能储备未考虑万安基地，截至 2025 年 12 月 31 日已获取探矿权并签订土地出让协议，未来万安基地投产后将有效提升自有矿泉水供应能力，减少委外比例

剔除位于四川、东北的江西省外委外基地，江西区域自有及委外产能储备合计 45.42 万吨，开采量足够满足永续期矿泉水销售水平，且伴随未来开采利用率的上升，永续期矿泉水开采规模储备可充分满足未来销售需求。

综上所述，标的公司现有矿泉水取水量及委外产能能够充分满足永续期销售量需求，且预测期已按照 100%摊销额考虑自有采矿权维护性支出，评估预测具有谨慎性。

## （二）各矿泉采矿权（含外购矿泉水源和外购产能）到期时间，能否顺利续期、矿泉取水是否受限，若未能续期对于生产经营的影响

### 1、采矿权续期有关规定

根据《中华人民共和国矿产资源法》第二十四条规定：“采矿权的期限结合矿产资源储量和矿山建设规模确定，最长不超过三十年。采矿权期限届满，登记的开采区域内仍有可供开采的矿产资源的，可以续期；法律、行政法规另有规定的除外”。

根据《矿产资源开采登记管理办法》第七条规定：“采矿许可证有效期，按照矿山建设规模确定：大型以上的，采矿许可证有效期最长为 30 年；中型的，采矿许可证有效期最长为 20 年；小型的，采矿许可证有效期最长为 10 年。采矿许可证有效期满，需要继续采矿的，采矿权人应当在采矿许可证有效期届满的 30 日前，到登记管理机关办理延续登记手续。采矿权人逾期不办理延续登记手续的，采矿许可证自行废止”。

根据上述规定，采矿许可证有效期满仍有可供开采的矿产资源的，需要继续采矿的，按照相关规定办理采矿许可证延续登记手续即可，开采企业持有的《采矿许可证》可在有效期届满 30 日前准备所需文件后按照相关程序依法申请办理采矿权延续登记手续。

### 2、自有矿泉采矿权情况

截至本回复签署日，续期进展情况具体如下：

(1) 吉安基地已完成续期，权利期限至 2051 年 12 月 20 日。

(2) 永丰采矿权续期工作已完成部门联合现场勘察程序，进入县级主管部门审查阶段，相关申请材料齐全，标的公司在推进续期过程中，截至本回复签署日，永丰采矿权续期尚未完成。

标的公司将该矿业权及其土地作为储备资源，预测期暂无明确的开发计划，因此本次评估中：矿泉水储量未考虑永丰矿业权，其对标的公司未来收入可实现性无影响；永丰基地仍作为储备资源，但考虑到截至《加期评估报告》出具日，永丰采矿权已过有效期，尚未完成续期，后续续期存在一定的不确定性，且未来收入成本预测中未考虑永丰采矿权影响，本次加期评估 2026 年起未再测算其摊销及资本性支出，对标的公司实际经营无重大影响。

综上所述，标的公司生产用吉安基地采矿许可证已完成续期，标的公司正在推进永丰基地采矿权续期工作，根据标的公司实际经营情况，永丰基地采矿权是否续期完成，对标的公司实际经营无重大影响。

### 3、外购矿泉水水源情况

外购矿泉水源方面，明月山矿泉水独家供应商温汤水电现持有江西省自然资源厅核发的《采矿许可证》（证号：C3600002010121120102980），生产规模为 28.42 万立方米/年，有效期限为 2019 年 6 月 24 日至 2049 年 6 月 24 日，开采有效期可充分覆盖至永续期后。

标的公司下属公司江西润田明月山饮料有限责任公司生产基地土地使用权有效期至 2059 年 5 月 19 日止，可到期前续期。根据标的公司与温汤水电签订的长期供用水协议：“供水期限与国土部门颁发给乙方（江西润田明月山饮料有限责任公司）的土地使用证期限等同”。因此在可预见的未来，标的公司位于明月山的生产基地供水有保障。

### 4、外购产能对应矿泉采矿权、取水证续期情况

截至本回复签署日，标的公司矿泉水各委外基地已取得及拟取得的采矿权情况如下：

采矿权人	证号	地址	生产规模	有效期起始日	有效期终止日
成都全兴矿泉业 有限公司	C5100002010128110084635	四川省成都市蒲江县鹤山街道双拥路 3 号	10 万立方米/年	2024 年 6 月 9 日	2029 年 6 月 8 日
翠林矿泉水集团股份 有限公司	C2200002010128110088367	吉林省靖宇县城西南八公里处	40 万立方米/年	2013 年 11 月 5 日	2037 年 12 月 5 日



采矿权人	证号	地址	生产规模	有效期起始日	有效期终止日
江西博达天然矿泉水有限公司	C3600002018018110145691	江西省婺源县江湾镇东和路 1-8 号	1.50 万立方米/年	2018 年 1 月 18 日	2028 年 1 月 18 日
	DC3600002025118110000019	江西省婺源县江湾镇江湾社区	约 20 万立方米/年	2025 年 11 月 26 日	2055 年 11 月 25 日
井冈山市润泽矿泉水有限公司	C3600002017128110145616	井冈山市古城镇三台星	7.54 万立方米/年	2017 年 12 月 18 日	2037 年 12 月 18 日
定南县青云山矿泉水有限责任公司	C3600002009078120029740	江西省赣州市定南县历市镇文明路 17-1 号	1.5 万立方米/年	2025 年 3 月 21 日	2035 年 3 月 20 日

注 1：江西博达天然矿泉水有限公司目前正在办理采矿权变更登记，扩大开采区域范围，且已经于 2025 年 11 月取得了不动产权证（采矿权）（权证号：DC3600002025118110000019），预计 2026 年内取得采矿许可证，年取水量约 20 万吨。

注 2：标的公司与四川省巴蜀梦食品有限责任公司于 2026 年 1 月 1 日起终止合作，相关生产需求由生产规模更高的成都全兴矿业水业有限公司承接

根据《矿产资源开采登记管理办法》第七条规定：“采矿许可证有效期，按照矿山建设规模确定：大型以上的，采矿许可证有效期最长为 30 年；中型的，采矿许可证有效期最长为 20 年；小型的，采矿许可证有效期最长为 10 年。采矿许可证有效期满，需要继续采矿的，采矿权人应当在采矿许可证有效期届满的 30 日前，到登记管理机关办理延续登记手续。采矿权人逾期不办理延续登记手续的，采矿许可证自行废止”

根据上述规定，采矿许可证有效期满仍有可供开采的矿产资源的，需要继续采矿的，按照相关规定办理采矿许可证延续登记手续即可，开采企业持有的《采矿许可证》可在有效期届满 30 日前准备所需文件后按照相关程序依法申请办理采矿权延续登记手续。

截至本回复签署日，标的公司矿泉水各委外基地已取得及拟取得的取水证情况如下：

采矿权人	证号	取水地点	取水量	有效期起始日	有效期终止日
成都全兴矿业水业有限公司	D510131G2022-0001	四川省成都市蒲江县鹤山街道双拥路 3 号	36.5 万立方米/年	2022 年 1 月 24 日	2027 年 1 月 23 日
翠林矿泉水集团股份有限公司	D220622G2021-0024	白山市靖宇县翠林矿泉水集团股份有限公司银龙泉	40 万立方米/年	2024 年 10 月 31 日	2026 年 10 月 30 日
江西博达天然矿泉水有限公司	D3611130S2021-0070	江西省婺源县江湾镇江湾村委会石际村	1.50 万立方米/年	2023 年 10 月 9 日	2028 年 10 月 8 日
井冈山市润泽矿泉水有限公司	D3609881G2021-0008	井冈山市古城镇三台星	15.19 万立方米/年	2017 年 12 月 18 日	2037 年 12 月 18 日

采矿权人	证号	取水地点	取水量	有效期起始日	有效期终止日
定南县青山山矿泉水有限责任公司	D360728G2021-0034	定南县厉市镇修建村青山山矿泉水有限公司	2万立方米/年	2024年4月15日	2029年4月14日

注：标的公司与四川省巴蜀梦食品有限责任公司于2026年1月1日起终止合作，相关生产需求由生产规模更高的成都全兴矿泉水业有限公司承接

根据《取水许可和水资源费征收管理条例（2017修订）》第二十五条规定：“取水许可证有效期限一般为5年，最长不超过10年。有效期届满，需要延续的，取水单位或者个人应当在有效期届满45日前向原审批机关提出申请，原审批机关应当在有效期届满前，作出是否延续的决定。”

申请延续时，通常需要提交以下核心材料：延续取水申请书、原取水许可证正副本以及原取水申请批准文件。根据项目具体情况和各地要求，可能还需提交延续取水评估报告（或自评报告）、取用水情况总结、水质检测报告、营业执照等身份证明文件。

根据《中华人民共和国行政许可法》第五十条规定，行政机关应当根据被许可人的申请，在该行政许可有效期届满前作出是否准予延续的决定；逾期未作决定的，视为准予延续。

因此，开采企业持有的《取水许可证》可在有效期届满45日前准备所需文件，按照相关程序依法向原审批机关申请办理延续登记手续，正常取水地取水证续期无实质性障碍。

综上所述，标的公司自有矿泉水源预期已完成续期，未来续期不存在实质性障碍，永续期取水生产具有稳定性，不存在受限风险；外购矿泉水源及外购产能剩余可开采年限较长，依照惯例续期预期确定性较强，不存在取水受限的情形。

### （三）外购矿泉水源和外购产能的稳定性和可保障性，评估预测是否充分考虑自有矿泉采矿权未来续期费用及依据

#### 1、外购矿泉水源续期稳定性强、外购产能供应具有稳定性

外购矿泉水源方面，根据签订的协议，明月山矿泉水源未来可保障长期、稳定供应。外购产能方面，委外加工商采矿权续期确定性较强，且已出具承诺函确保产能长期、优先供应，稳定性及可保障性分析具体参见问题回复“三、标的公司各类产品自有产能和委外产能情况，委外产能的稳定性和可保障性，上述产能能否覆盖标的公司永续期销量，是否需扩建产能，评估预测对上述情况的具体考虑”，未来采矿权证、取水证续期可行性较强，具体参见问题“（二）

各矿泉采矿权（含外购矿泉水源和外购产能）到期时间，能否顺利续期、矿泉取水是否受限，若未能续期对于生产经营的影响”之回复。

## 2、标的公司已与委外加工商建立稳定合作关系

矿泉水产品方面标的公司主要依靠自有产能，并与报告期内新增的委外合作商签订了长期合作意向，作为江西区域产能补充或北方、西南省外市场的矿泉水供应，稳步推进发展战略。矿泉水委外供应商已出具承诺书，将在符合标的公司生产需求的前提下，与标的公司保持长期的合作关系，并优先保障产能供应。截至 2025 年 12 月 31 日，标的公司最近一期合作的委外矿泉水供应商的合作年限、合同期限情况如下：

品类	委外商名称	初始合作时间	在执行合同期限（年）	合同到期日	截至 2025 年底已合作期限（年）
瓶装矿泉水	江西博达天然矿泉水有限公司	2023 年 8 月	3.00	2026/7/31	2.42
	翠林矿泉水集团股份有限公司	2024 年 2 月	4.91	2028/12/31	1.92
	井冈山市润泽矿泉水有限公司	2025 年 1 月	3.00	2027/12/31	1.00
	成都全兴矿泉水业有限公司	2025 年 3 月	5.00	2030/2/28	0.84
平均值			<b>3.98</b>	-	<b>1.54</b>

## 3、评估预测已充分考虑自有矿泉采矿权未来续期费用及依据

标的公司自有矿泉采矿权方面，采矿权续期仅需要缴纳续期费用，不存在需重新确定采矿权出让价格的情况，且采矿权新规实施后，续期费用将远低于取得采矿权的按年摊销金额。本次交易首次评估中，对吉安、永丰的矿业权分别按其各自摊销年限进行考虑，预测期内维护性支出均按其 100%摊销金额 142.79 万元进行预测，确保永续期即使吉安及永丰的矿业权到期也能进行相应费用支出进行续期，维持正常经营，符合《矿业权出让收益征收办法》等规定。其中永丰矿泉作为标的公司储备资源，报告期及预测期内均无投产计划，因此采矿权摊销计入管理费用，预测期摊销情况如下：

单位：万元

项目	折旧/摊销类别	平均折旧/摊销年限	残值率	2025 年 5-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年及以后
采	计入	30.0	0%	86.32	129.48	129.48	129.48	129.48	129.48	129.48

项目	折旧/摊销类别	平均折旧/摊销年限	残值率	2025年5-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年及以后
矿权	营业成本									
	计入管理费用	10.0	0%	8.87	13.31	13.31	13.31	13.31	13.31	13.31
	合计	-	-	95.19	142.79	142.79	142.79	142.79	142.79	142.79

本次加期评估中，对自有采矿权未来部署情况有所调整：标的公司已于2025年年底获得万安矿泉水基地探矿权，并已签署土地出让协议，本次预期标的公司未来新增万安采矿权一项，并新建一处矿泉水生产基地，已在加期资本性支出中考虑。

永丰基地仍作为储备资源，考虑到截至《加期评估报告》出具日，永丰采矿权已过有效期，尚未完成续期，账面价值为0。永丰基地后续续期时间存在一定的不确定性，且未来收入成本预测中未考虑永丰采矿权影响，本次加期评估2026年起未再测算其摊销及资本性支出，对标的公司实际经营无重大影响。

考虑到永丰矿业权未来暂无使用计划，本次加期若模拟按照国家新矿业权证政策，在后续取得采矿权证时一次性支付采矿权证手续费20万元，未来考虑其折旧摊销及资本性支出，对整体估值取整前降低16.96万元，取整后对本次加期评估结论无影响。

综合上述标的公司采矿权变化，标的公司未来矿泉水自产比例预期将有所上升，核心资源持有量提升。标的公司外购矿泉水源、外购产能具有稳定性及可保障性，评估预测已充分考虑自有矿泉水采矿权续期费用，评估预测具有谨慎性。

五、预测期内标的公司成本构成情况，各类成本与收入变动的匹配性，主要原材料采购价格的确定依据、变化情况及合理性；预测期内标的公司及各类产品毛利率情况、变动原因及合理性，与报告期内的差异情况及原因，是否充分考虑销售价格和成本变动趋势、运输半径、委托加工比例等变化对毛利率的影响

(一) 预测期内标的公司成本构成情况，各类成本与收入变动的匹配性，主要原材料采购价格的确定依据、变化情况及合理性

### 1、标的公司主营业务成本构成稳定

包装饮用水行业属于传统制造业，产品生产标准化程度较高，成本构成主要为生产成本、物流成本以及其他成本。标的公司已形成相对稳定的采购生产体系，反映在单位成本方面，营业成本构成基本稳定，以直接材料、制造费用及委托加工费用为主。报告期内，标的公司主营业务成本构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025年 1-10月		2024年度		2023年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	38,743.80	51.03%	39,250.26	49.65%	35,441.86	48.90%
委外加工费	11,459.56	15.09%	11,497.65	14.55%	9,203.41	12.70%
直接人工	1,232.09	1.62%	1,566.62	1.98%	1,587.21	2.19%
制造费用	13,237.58	17.43%	15,493.40	19.60%	15,443.29	21.31%
运费	11,256.15	14.82%	11,240.03	14.22%	10,799.79	14.90%
合计	<b>75,929.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>79,047.95</b>	<b>100.00%</b>	<b>72,475.55</b>	<b>100.00%</b>

报告期内，标的公司主营业务成本的构成整体基本稳定，委托加工费占比有所上升，主要系：（1）2024年开始，标的公司新增了苏打水、蜂蜜水等新产品，相关产品采用了委外加工的生产方式，使得2024年开始委托加工费占比有所上升；（2）随着标的公司北方市场的有效开拓，收入规模及占比上升，北方区域产品主要采用委外加工的生产方式，委托加工费占比有所上升。

除主营业务成本构成稳定的因素外，标的公司预测期无新增自有基地及扩建计划，对应产量补充主要通过增加委外供应来实现，其中纯净水不要求委外基地具备特定天然矿泉水源，寻找委外基地的可选范围较广，在“润田”“润田翠”品牌效应逐渐建立的过程中，采取委外加工合作

的模式在让渡少部分产品毛利的同时，可以较好地减少前期设备投入形成的资本性占用；饮料作为标的公司多元化产品矩阵的补充，供应量较小，均通过委外生产实现。

## 2、报告期内标的公司主要原材料价格相对稳定

标的公司主要原材料为生产瓶身的 PET 聚酯切片、生产瓶盖的 PE 聚乙烯盖料、标签等。报告期内，PET 聚酯切片价格在 6,000 元/吨左右，价格波动在 5%以内；PE 聚乙烯盖料、热收缩膜等价格有所下降，但整体波动幅度在 8%以内。核心原材料的采购价格及变动情况如下：

单位：元/吨

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
PET 聚酯切片	5,770.21	6,223.95	6,051.35
PE 聚乙烯盖料	8,515.95	8,908.09	9,216.19
热收缩膜	9,605.72	9,848.66	10,276.62

报告期内基于行业经营规律及标的公司较为稳定的成本构成，且标的公司未来经营模式预期不会发生重大变化，本次评估预测未拆分成本构成、原材料单价进行预测，预测期营业收入、营业成本系基于产品单价、单位成本及预期销量预测。

## 3、本次营业成本预测与收入具有匹配性

基于标的公司主营业务成本构成，以及报告期内原材料价格走势，本次标的公司对各类产品预期单价、单位成本及预期销售数量进行了预测，加期评估明细如下：

分类	年份	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
瓶装纯净水	销量（万吨）	132.43	144.45	152.79	161.08	169.18	177.39
	单价（元/吨）	724.21	704.76	701.43	698.03	694.13	690.20
	单位成本（元/吨）	462.16	458.36	458.44	458.42	458.43	458.46
	毛利率	36.18%	34.96%	34.64%	34.33%	33.96%	33.58%
瓶装矿泉水	销量（万吨）	18.48	19.91	21.66	23.84	25.45	27.05
	单价（元/吨）	1,389.46	1,374.91	1,369.38	1,364.05	1,367.05	1,369.57
	单位成本（元/吨）	808.45	816.68	814.46	811.96	813.62	815.02
	毛利率	41.82%	40.60%	40.52%	40.47%	40.48%	40.49%
桶装水	销量（万吨）	50.71	55.06	58.99	63.03	67.01	70.89
	单价（元/吨）	198.72	197.25	196.99	196.39	195.81	195.28

分类	年份	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
	单位成本（元/吨）	106.95	106.35	106.99	107.52	108.03	108.62
	毛利率	46.18%	46.09%	45.69%	45.25%	44.83%	44.38%
饮料	销量（万吨）	0.65	0.81	0.93	1.06	1.20	1.30
	单价（元/吨）	3,948.35	4,330.93	4,490.51	4,547.62	4,627.15	4,697.18
	单位成本（元/吨）	2,407.37	2,713.42	2,828.18	2,870.34	2,928.00	2,976.36
	毛利率	39.03%	37.35%	37.02%	36.88%	36.72%	36.64%

预测期内，标的公司各产品销售单价预期受销售政策及区域拓展的影响有所下降，预测期内单位成本随区域销售量结构变化、生产规模效应影响稍有波动，整体较为稳定，综合毛利率水平稍有下降且低于报告期水平，营业成本预测与收入匹配性较强。

（二）预测期内标的公司及各类产品毛利率情况、变动原因及合理性，与报告期内的差异情况及原因，是否充分考虑销售价格和成本变动趋势、运输半径、委托加工比例等变化对毛利率的影响

#### 1、预测期根据报告期内毛利率情况谨慎预测

基于上述成本预测逻辑，预测期内标的公司各产品毛利率以报告期表现为基础，预测期毛利率均明显低于报告期水平，加期评估具体情况如下表所示：

产品毛利率	2023年	2024年	2025年1-10月	2025年预计	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
瓶装纯净水	33.92%	34.47%	37.09%	36.18%	34.96%	34.64%	34.33%	33.96%	33.58%
瓶装矿泉水	40.70%	41.69%	44.11%	41.82%	40.60%	40.52%	40.47%	40.48%	40.49%
桶装水	44.20%	45.84%	47.39%	46.18%	46.09%	45.69%	45.25%	44.83%	44.38%
饮料	-	35.90%	40.94%	39.03%	37.35%	37.02%	36.88%	36.72%	36.64%

预测期内，标的公司各类产品毛利率均呈现缓慢下降趋势。毛利率受到销售单价、单位成本的共同影响，是企业销售定价策略、品牌营销及成本管控能力的综合体现。在报告期内产品毛利率整体上升的情况下，标的公司对各项产品预测期毛利率预测均低于报告期最近一期约 1-2 个百分点，毛利率预测具有谨慎性，与报告期内预测差异具有合理性。

首次评估毛利预测情况如下：

产品毛利率	2023年	2024年	2025年 1-4月	2025年 预计	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
瓶装纯净水	33.92%	34.47%	34.25%	33.31%	32.76%	32.17%	31.93%	31.72%	31.63%
瓶装矿泉水	40.70%	41.69%	42.35%	40.59%	40.51%	40.46%	40.48%	40.50%	40.50%
桶装水	44.20%	45.84%	46.77%	45.30%	43.98%	42.98%	41.85%	40.94%	40.33%
饮料	-	35.90%	34.69%	33.68%	33.56%	33.62%	33.61%	33.61%	33.61%

首次评估时主要根据标的公司 2025 年 1-4 月经审计的毛利率水平进行预测，1-4 月属于全年经营淡季，彼时 2025 年全年业绩尚未体现。本次加期评估根据标的公司 2025 年全年完整年度的实际经营情况进行预测，2026 年调整后毛利率仍低于 2025 年实际毛利率水平，与 2023 年度毛利率水平相当，未来再考虑一定程度的降幅。

两次对比情况如下：

品类	基准日	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
瓶装纯净水	首次评估	33.31%	32.76%	32.17%	31.93%	31.72%	31.63%
	加期评估	36.18%	34.96%	34.64%	34.33%	33.96%	33.58%
	差异	2.87%	2.20%	2.47%	2.40%	2.24%	1.95%
瓶装矿泉水	首次评估	40.59%	40.51%	40.46%	40.48%	40.50%	40.50%
	加期评估	41.82%	40.60%	40.52%	40.47%	40.48%	40.49%
	差异	1.23%	0.09%	0.06%	-0.01%	-0.02%	-0.01%
桶装水	首次评估	45.30%	43.98%	42.98%	41.85%	40.94%	40.33%
	加期评估	46.18%	46.09%	45.69%	45.25%	44.83%	44.38%
	差异	0.88%	2.11%	2.71%	3.40%	3.89%	4.05%
饮料	首次评估	33.68%	33.56%	33.62%	33.61%	33.61%	33.61%
	加期评估	39.03%	37.35%	37.02%	36.88%	36.72%	36.64%
	差异	5.35%	3.79%	3.40%	3.27%	3.11%	3.03%
全品类	首次评估	35.84%	35.44%	35.06%	34.87%	34.70%	34.62%
	加期评估	38.21%	37.07%	36.83%	36.61%	36.35%	36.08%
	差异	2.37%	1.63%	1.77%	1.74%	1.65%	1.46%

本次加期评估参考历史综合毛利率水平，整体毛利率与 2024 年水平较为接近，低于 2025 年水平，未来年度毛利率整体下降。

## 2、本次预测已充分考虑各项因素对毛利率的影响

### (1) 销售价格和成本变动因素

标的公司基于目前现有各区域生产销售模式，充分考虑相应的预期成本变动情况后，估算各产品成本。同时，标的公司充分考虑了目前各区域销售政策预测了相应的售价，预测毛利率已反映标的公司预期各类产品成本水平，未来销售价格和成本预测较为稳健。

### (2) 运输半径因素

标的公司为包装饮用水生产销售企业，运费约占主营业务成本比重的 15%左右，标的公司通过委外加工及就近生产基地配送等方式，将运输半径控制在一个较为合理的范围内，未来各生产基地覆盖的销售区域无明显变化，对于未来预期新增的纯净水委外生产基地，也将控制运输半径在销售区域周边，故运输半径未来预期无变化，对毛利率影响较小。

### (3) 委托加工比例因素

标的公司现有瓶装矿泉水及桶装水产能储备已能覆盖永续期生产需求，委外加工对毛利率影响较小。瓶装矿泉水方面，吉安、明月山采矿取水量充足，未来随着产销量提升耗损率明显下降，在优先确保自主水源供应的前提下，预计自产及委外加工占比不会发生明显变化。

报告期内，标的公司纯净水产品自产及委托加工的产量占比情况如下表。结合永续期销售情况预测，标的公司永续期瓶装纯净水预计年销量 177.39 万吨，标的公司现有瓶装纯净水自有产能 113.88 万吨，基于行业惯例及泉阳泉重组报告书披露的设备达产率一般在 80%-90%期间范围内，标的公司目前达产率仍处于较低水平，随着未来整体销售量的提升，将逐步提升标的公司淡季产线产能利用率，总体提高产能利用率水平。本次按 80%自有产能利用率，基于现有自有产能情况保守测算永续期自产产量为 91.10 万吨，则剩余 86.29 万吨由委托加工产量供应，据此谨慎推算永续期委外加工产量及占比情况，永续期委托加工占比预期与 2024 年委外占比处于同一水平。同时，随着自有产能利用率的提高，标的公司自产产品单位成本随着固定成本的分摊，将有所降低，本次基于上述原因综合判断，谨慎考虑未来平均单位成本基本稳定。

项目	永续期预期产量 (万吨)	永续期预期 产量占比	2025 年 1-10 月产量占比	2024 年产量 占比	2023 年产量 占比
自产	91.10	51.36%	53.09%	51.67%	52.97%
委托加工	86.29	48.64%	46.91%	48.33%	47.03%
合计	177.39	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

综上所述，本次评估已充分考虑销售价格和成本变动趋势、运输半径、委托加工比例等变化对毛利率的影响。

六、预测期内标的公司期间费用率情况及预测依据，与报告期内的差异情况及原因，对销售渠道建立相关费用的考虑情况及充分性；折旧摊销与资本性支出变动情况及原因，二者不匹配的合理性；2025年5-12月营运资金增加较多的原因；最低现金保有量为0.5个月付现成本费用的依据及合理性，是否与标的公司现金周转率相匹配

(一) 预测期内标的公司期间费用率情况及预测依据，与报告期内的差异情况及原因，对销售渠道建立相关费用的考虑情况及充分性

### 1、期间费用率预测情况

本次加期评估的标的公司销售费用率及管理费用率情况如下：

单位：万元

项目\年份	2023年	2024年	2025年1-10月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
销售费用	15,473.11	16,265.52	14,524.25	17,609.27	19,580.44	20,506.30	21,385.41	22,069.96	22,885.47
销售费用率	13.43%	12.91%	11.56%	13.03%	13.55%	13.34%	13.10%	12.82%	12.66%
管理费用	6,319.69	5,980.51	4,995.94	6,390.53	6,535.13	6,847.32	7,178.24	7,525.34	7,851.87
管理费用率	5.49%	4.75%	3.98%	4.73%	4.52%	4.45%	4.40%	4.37%	4.35%

标的公司期间费用系结合费用构成、报告期内占比、未来发展规划等因素进行预测，充分考虑销售人员增加及未来广告投放与未来销售渠道建立延展的匹配性，与报告期不存在显著差异，费用总金额持续上升，费用率略有下降，总体保持稳定。其中，渠道建设主要通过人员的扩充，预测期已充分考虑销售团队扩充，预计新增销售人员70余人。考虑到标的公司未来品牌宣传需要，相关支出已包含在广告及业务宣传费、业务招待费、租金及物业费中，按照营业收入的一定比例进行预测，保持稳定上涨趋势。

### 2、销售费用预测情况

标的公司报告期内及加期预测期销售费用及构成情况如下：

单位：万元

项目/年份		2023年	2024年	2025年1-10月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
职工固定薪酬	金额	6,094.13	6,440.37	5,450.94	6,732.24	6,869.70	6,992.10	7,114.50	7,206.30	7,282.80
	占营业收入比例	2.19%	2.46%	2.39%	2.43%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%
折旧和摊销	金额	37.04	84.93	70.38	83.56	79.07	79.07	79.07	79.07	79.07
	占营业收入比例	0.98%	1.18%	1.20%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
销售提成	金额	2,525.15	3,102.66	3,005.75	3,283.03	3,555.13	3,781.26	4,017.22	4,233.72	4,445.34
	占营业收入比例	2.19%	2.46%	2.39%	2.43%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%	2.46%
办公及行政费用	金额	1,132.95	1,483.99	1,505.30	1,893.31	2,023.25	2,151.94	2,286.22	2,409.44	2,529.87
	占营业收入比例	0.98%	1.18%	1.20%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%	1.40%
广告及业务宣传费	金额	5,178.09	4,661.42	4,076.69	5,116.58	6,503.29	6,916.94	7,266.92	7,486.46	7,860.66
	占营业收入比例	4.50%	3.70%	3.25%	3.78%	4.50%	4.50%	4.45%	4.35%	4.35%
业务招待费	金额	294.87	290.36	246.48	294.36	314.68	334.70	355.58	374.74	393.48
	占营业收入比例	0.26%	0.23%	0.20%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
租金及物业费	金额	210.43	197.29	164.88	202.36	231.23	245.94	261.28	275.36	289.13
	占营业收入比例	0.18%	0.16%	0.13%	0.15%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%
其他费用	金额	0.45	4.51	3.83	3.83	4.09	4.35	4.62	4.87	5.12
	占营业收入比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售费用合计		<b>15,473.11</b>	<b>16,265.52</b>	<b>14,524.25</b>	<b>17,609.27</b>	<b>19,580.44</b>	<b>20,506.30</b>	<b>21,385.41</b>	<b>22,069.96</b>	<b>22,885.47</b>

注：上表根据评估预测方式进行了厘定，报告期内总费用与审定数据一致。

(1) 职工固定薪酬：主要包括销售人员的工资、社保、公积金和福利费等。未来销售人员的职工固定薪酬按人均薪酬和人数预测。近年来标的公司人均固定薪酬水平基本稳定，固定薪资部分不考虑调整，销售人员人数随着业务规模进一步扩大继续有所增加。根据对未来各年销售人员规模及人均薪酬水平的预测，可得到对未来各年销售费用中职工薪酬的预测。

销售人员工资主要分为固定薪资和销售提成，考虑到销售人员提成与业绩挂钩，故固定薪资近年及未来预期无涨幅，薪酬增长主要来源于提成的增加，更能促进销售人员积极性，故预测期仅考虑一定数量的人员增加。

(2) 折旧和摊销：主要包括销售人员使用的固定资产的折旧，以及无形资产和长期待摊费用的摊销。目前标的公司业务处于快速发展阶段，根据资本性投入计划，未来销售用房屋、设备和装修等资产预计将会有一定增加，故本次评估未来计入销售费用的折旧和摊销金额按照未来各年固定资产、无形资产和长期待摊费用的预计金额以及折旧和摊销年限进行预测。

(3) 销售提成：系支付给销售人员的提成，与营业收入有较强的相关性，能够较好地反映销售渠道建立扩张的人工成本增加。报告期内，销售人员销售提成占收入比例较为稳定，2023年、2024年销售提成占收入比例分别为2.19%、2.46%，2025年1-10月比例略下降为2.39%，主要系瓶装矿泉水产品收入不及预期，销售提成比例下降。本次采用2024年占比2.46%对未来销售提成进行预测。

(4) 办公及行政费用：系销售人员进行销售工作中发生的办公、交通费、住宿费、会议、通讯等费用，与营业收入有较强的相关性，近年来该项费用占营业收入的比例在0.95%-1.18%之间，未来按占营业收入的1.40%进行谨慎预测。

(5) 广告及业务宣传费：系标的公司业务宣传活动中发生的广告及业务宣传费用，与标的公司的营业收入有较强的相关性，是销售渠道扩张支出的直接反映。报告期内，广告及业务宣传费占营业收入的比例随近年销售规模扩张由4.5%降至2.53%。本次评估考虑到未来区域拓展及品牌推广，参考历史表现及未来规划，如加大瓶装矿泉水品牌宣传，饮料开盖返利等，预测2026年占收入比例为4.50%，未来随收入增长占比有所下降，永续期预期占收入比例4.35%。

(6) 业务招待费：近年来标的公司业务招待费控制情况良好，报告期内占营业收入的比例稳定在0.20%至0.26%之间，且占比呈现下降趋势，未来参考历史按照营业收入的0.22%进行预测。

(7) 租金及物业费：系外派销售人员的临时租赁的办公和住房。随着标的公司销售区域的拓展及变化，租赁物业需同步调整，配合标的公司整体经营规划，近年来该项费用占营业收入的比例在0.13%-0.19%左右，未来参考历史按照营业收入的0.16%进行预测。

(8) 其他费用：系销售人员日常办公及销售活动中发生的其他零星费用，历史年度每年发生金额很小，未来该项费用按照占营业收入的历史比例进行预测。

### 3、管理费用预测情况

标的公司报告期内及加期预测期管理费用及构成情况如下：

单位：万元

项目/年份		2023年	2024年	2025年 1-10月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
职工薪酬	金额	3,185.31	3,515.02	3,068.10	3,742.63	3,962.40	4,196.28	4,443.24	4,703.52	4,939.68
折旧和摊销	金额	880.17	1,047.32	793.73	941.71	874.59	874.59	874.59	874.59	874.59
办公及行政费用	金额	935.23	964.17	684.58	1,044.46	1,096.68	1,151.51	1,209.09	1,269.54	1,333.02
	年增长率	-	3.10%		8.33%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
业务招待费	金额	151.19	122.65	87.77	90.40	93.11	95.90	98.78	101.74	87.77
	年增长率	-	-18.88%		-28.43%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
租金及物业费	金额	139.35	147.26	191.22	256.86	230.99	235.99	243.07	250.37	257.88
	年增长率	-	5.67%		74.43%	-10.07%	2.16%	3.00%	3.00%	3.00%
中介及代理费	金额	1,013.18	154.97	145.44	196.92	150.00	157.50	165.38	173.65	182.33
	年增长率	-	-84.70%		27.07%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
其他费用	金额	15.26	29.13	47.30	120.19	130.07	138.34	146.97	154.89	162.63
	占营业收入比例	0.01%	0.02%	0.04%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%	0.09%
<b>管理费用合计</b>		<b>6,319.69</b>	<b>5,980.51</b>	<b>4,995.94</b>	<b>6,390.53</b>	<b>6,535.13</b>	<b>6,847.32</b>	<b>7,178.24</b>	<b>7,525.34</b>	<b>7,851.87</b>

注：上表根据评估预测方式进行了厘定，报告期内总费用与审定数据一致。

(1) 职工薪酬：主要包括管理人员的工资、社保、公积金和福利费等。未来管理人员的职工薪酬按人均薪酬和人数预测。近年来标的公司管理人员规模及人均薪酬水平保持温和增长，本次评估预计未来各年管理人员人均薪酬水平保持 5%的温和增长，管理人员人数随着业务规模进一步扩大继续有所增加。根据对未来各年管理人员规模及人均薪酬水平的预测，可得到对未来各年管理费用中职工薪酬的预测。

(2) 折旧和摊销：主要包括管理人员使用的固定资产的折旧，以及无形资产和长期待摊费用的摊销。目前标的公司业务处于快速发展阶段，根据资本性投入计划，未来管理用房屋、设备和装修等资产预计将会有一定增加，故本次评估未来计入管理费用的折旧和摊销金额按照未来各年固定资产、无形资产和长期待摊费用的预计金额以及折旧和摊销年限进行预测。

(3) 办公及行政费用：系管理人员日常工作发生的办公、差旅、交通、会议等费用，标的公司近年来该项费用控制良好，预计未来每年保持 5%的增长。

(4) 业务招待费：近年来标的公司业务招待费控制情况良好，未来每年保持 3%的增长。

(5) 物业费及租金：系租赁办公经营场所的租金和物业费，根据现有租赁合同及未来新增租赁计划进行预测。标的公司 2025 年续签合同后，协议期按标的公司协议约定金额测算租金，协议期后按一般租金年涨幅 3%进行测算。标的公司租赁的办公经营场所已基本能满足未来发展需要，故未来不考虑新增租赁，维持现有租赁规模。

(6) 中介及代理费：报告期内标的公司支出金额波动较大，主要系 2023 年标的公司原独立 IPO 相关中介费金额较高，系公司聘请审计、律师、评估等中介发生，预计 2026 年全年支出约 150 万元，未来每年保持 5%的增长。

(7) 其他费用：系管理人员日常办公发生的其他零星费用，历史年度每年发生金额占营业收入的比例在 0.01%-0.09%之间，预计未来该项费用占营业收入的一定比例。

报告期内标的公司研发费用较小，且主要为委外费用，故未来不进行预测。截至评估基准日，标的公司不存在有息负债，且未来亦暂无借款计划，故未来不预测利息支出。报告期内，标的公司利息收入、银行手续费和其他费用发生金额较小，且基本上正负相抵，未来不再预测。

## (二) 折旧摊销与资本性支出变动情况及原因，二者不匹配的合理性

标的公司折旧摊销主要为现有长期资产及未来预期新建长期资产对应的预期折旧摊销。标的公司资本性支出主要由两部分构成，分别为扩张性资本性支出及维护性资本性支出

标的公司预测期折旧摊销与资本性支出情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 5-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
折旧摊销	3,903.23	5,974.65	5,974.65	5,974.65	5,974.65	5,974.65
扩张性资本性支出	2,192.26	1,877.65	0.00	0.00	0.00	0.00
维护性资本性支出	1,474.11	2,253.30	2,653.60	2,653.60	3,053.90	5,974.65
<b>资本性支出小计</b>	<b>3,666.37</b>	<b>4,130.95</b>	<b>2,653.60</b>	<b>2,653.60</b>	<b>3,053.90</b>	<b>5,974.65</b>

本次评估中，房屋建筑物、设备及软件 2025 年至 2029 年的预期未来维护性支出金额小于预期折旧摊销金额，主要原因如下：

1、标的公司房产、设备维护较好，每年对设备进行维护保养并替换老旧设备，故标的公司房产设备使用情况良好，设备经济使用年限高于折旧年限。

2、标的公司采用的折旧年限低于其经济耐用年限，故折旧摊销金额高于标的公司未来房

产、设备置换金额。

本次加期评估，根据标的公司加期评估基准日实际经营情况对未来资本性支出进行了调整。标的公司于 2025 年年底获得万安矿泉水基地探矿权，并已签署土地出让协议，拟新建一座矿泉水基地，预测期自有矿泉水供应能力得到进一步提升。永丰基地仍作为储备资源，但考虑到截至《加期评估报告》出具日，永丰采矿权已过有效期，尚未完成续期，后续续期存在一定的不确定性，且未来收入成本预测中未考虑永丰采矿权影响，本次加期评估 2026 年起未再测算其摊销及资本性支出，对标的公司实际经营无重大影响。与此同时，根据加期评估基准日各在建项目的预算及建设情况，对资本性支出进行更新，经加期评估后的折旧摊销及资本性支出情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 11-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
折旧摊销	948.08	5,777.91	6,162.36	6,678.84	6,678.84	6,678.84
扩张性资本性支出	1,453.58	4,114.29	10,810.16	6,523.89	0.00	0.00
维护性资本性支出	358.03	2,160.53	2,616.79	2,875.03	3,306.58	6,678.84
资本性支出小计	<b>1,811.61</b>	<b>6,274.82</b>	<b>13,426.95</b>	<b>9,398.92</b>	<b>3,306.58</b>	<b>6,678.84</b>

综上所述，标的公司所使用资产主要为长期资产，经济使用年限较长，预期维护支出低于年折旧摊销金额，故 2025 年至 2029 年折旧摊销高于资本性支出，2030 年开始为保证标的公司永续经营，维持长期资产一定的成新率，故维护性支出与折旧摊销金额保持一致。

**（三）2025 年 5-12 月营运资金增加较多的原因：最低现金保有量为 0.5 个月付现成本费用的依据及合理性，是否与标的公司现金周转率相匹配**

#### 1、2025 年 5-12 月营运资金增加较多的原因

包装饮用水行业具有明显的季节性特征，每年第二、三季度为销售旺季，第一、四季度为销售淡季。其原因系第二、三季度为夏季，人均饮水量需求增大。标的公司销售同样存在季节性，评估基准日及年末为淡季，主要通过采用先款后货模式。2023 年末、2024 年末和 2025 年 4 月末，标的公司合同负债分别为 7,734.29 万元、8,533.62 万元和 22,139.71 万元，占各期末负债的比例分别为 23.82%、19.94%和 46.05%，主要为预收的客户货款等。2025 年 4 月末，因标的公司一般于年初开展“水头”促销活动，预收经销商货款金额较大，使得期末合同负债金额较高。因

此，标的公司 2025 年 5-12 月营运资金变化源于预收形成的合同负债减少，符合标的公司经营规律。

综上所述，2025 年期末营运资金系根据 2023 年、2024 年平均周转率测算，已充分考虑全年整体淡旺季营运资金需求情况，故 2025 年全年营运资金预测具有合理性，营运资金增加额系根据 2025 年全年营运资金减基准日实际营运资金确定。

## 2、最低现金保有量为 0.5 个月付现成本费用的依据及合理性，是否与标的公司现金周转率相匹配

最低现金保有量主要考虑保障企业正常经营周转所需支付的付现成本、期间费用以及相关税费确定。标的公司主要通过经销模式进行销售，经销模式销售收入占各期主营业务收入的比重均在 95%以上，经销收入稳步增长。经销模式下标的公司主要采取先款后货的方式结算，因此应收账款余额占当期营业收入的比例维持在较低水平，因此标的公司日常经营无需保留大量货币资金，职工薪酬及其他付现成本主要为按月支付。

本次评估中，最低现金保有量参考财务管理理论中的现金周期确定，其中：现金周期=存货周转天数+应收款项周转天数-应付款项周转天数。

财务指标	计算公式	周转天数
存货周转天数	①	68.87
应收款项周转天数	②	-23.10
应付款项周转天数	③	41.95
现金周转天数	①+②-③	3.81

注：存货周转天数=365/存货周转次数；应收款项周转天数=365/应收款项周转次数；应付款项周转天数=365/应付款项周转次数

存货、应收及应付周转次数本次采用收益法测算中标的企业 2024 年周转次数数据。

经计算，标的公司现金周转天数为 3.81 天，不足半月，与标的公司实际经营情况及现金周转情况匹配，故本次取 0.5 月作为企业安全运营现金周转次数具有合理性。

七、参照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》，说明权益资本成本各参数取值是否符合相关要求，权益资本成本及主要参数是否与同行业可比案例可比，本次交易权益资本成本较低的原因及合理性，权益资本成本对本次交易评估值的具体影响

### （一）权益资本成本参数取值符合相关要求

本次参照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》对权益资本成本各参数进行取值。

#### 1、基本要求

资产评估机构执行证券评估业务，在收益法折现率测算时应当遵循以下基本要求：

一是资产评估机构应当研究制定内部统一的测算原则及方法，且一经确定不得随意变更。在执业过程中应当按照制定的统一要求，保持折现率测算原则及方法的一致性。

二是执行延续性评估项目时，应当关注不同基准日折现率测算的合理性，特别是具体参数等较前次评估基准日发生明显变化的，应当在资产评估报告中充分说明理由。

三是确保折现率口径与预期收益口径的一致性，资本资产定价模型（CAPM）匹配股权自由现金流，加权平均资本成本（WACC）匹配企业自由现金流。各项参数测算时，应当充分关注不同参数在样本选取、风险考量、参数匹配等方面的一致性。

本次收益法折现率测算时采用机构研究制定内部统一的测算原则及方法，折现率口径与预期收益口径一致，已充分关注不同参数在样本选取、风险考量、参数匹配等方面的一致性。

#### 2、无风险利率

持续经营假设前提下的企业价值评估中，无风险利率可以采用剩余到期年限 10 年期或 10 年期以上国债的到期收益率。

本次评估根据中央国债登记结算有限责任公司编制，并在中国债券信息网发布的数据，首次评估评估基准日十年期国债的到期收益率为 1.62%（保留两位小数）。截至本次加期评估基准日，十年期国债的到期收益率为 1.80%（保留两位小数）。

#### 3、市场风险溢价

本次评估采用中国证券市场指数和国债收益率曲线的历史数据计算中国的市场风险溢价。首先，选取中证指数有限公司发布的能较全面反映沪深两市股票收益水平的沪深 300 净收益指

数的年度数据，采用几何平均法，分别计算近十年各年自基日以来的年化股票市场收益率。接下来，选取中央国债登记结算有限责任公司编制，并在中国债券信息网发布的十年期国债到期收益率数据，作为近十年各年的无风险利率。最后，将近十年各年自基准日以来的年化股票市场收益率与当年的无风险利率相减，得到近十年各年的市场风险溢价，并综合分析后得到本次交易首次评估和加期评估采用的市场风险溢价均为 6.06%。

#### 4、贝塔系数

本次交易首次评估根据即饮软饮料行业可比上市公司带财务杠杆的  $\beta$  系数、企业所得税率、资本结构比率等数据，计算得到行业剔除财务杠杆调整后  $\beta$  系数平均值  $\beta_U=0.7993$ 。本次加期评估剔除财务杠杆调整后  $\beta$  系数平均值  $\beta_U=0.7645$ 。

本次综合考虑可比公司与标的公司在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段及可比公司数量等多方面的因素，选择可比公司为承德露露、泉阳泉、养元饮品、东鹏饮料、农夫山泉及华润饮料。

本次  $\beta$  周期统一按 3 年，由于华润饮料上市时间不足 3 年，未纳入  $\beta$  计算。

经计算的  $\beta$  情况如下：

证券简称	剔除财务杠杆调整后 $\beta$	剔除财务杠杆调整后 $\beta$ （加期评估）
承德露露	0.8620	0.7926
泉阳泉	0.8233	0.8317
养元饮品	0.7579	0.7804
东鹏饮料	0.6903	0.6315
农夫山泉	0.8629	0.7861
均值	<b>0.7993</b>	<b>0.7645</b>

#### 5、资本结构

标的公司资本结构与可比上市公司存在一定差异。标的公司产品销售基本通过经销模式销售，采取先款后货的形式，直接销售占比较小，现金流压力较小，未来无需借款，故本次采用企业自身资本结构计算折现率。经过迭代计算，企业的自身资本结构比率（D/E）为 0.0%。

#### 6、特定风险报酬率

特定风险报酬率为评估对象自身特定因素导致的非系统性风险的报酬率，调整的是评估对

象与所选取的可比上市公司在企业规模、管理能力、所处发展阶段、对大客户和关键供应商的依赖等方面所形成的优劣势方面差异。各项风险报酬率的取值过程如下：

项目	润田实业	可比公司均值	特定风险报酬率%
资产规模（万元）	167,000.00	1,972,000.00	1.20
经营管理能力	相对健全	更加健全及规范	0.5
所处发展阶段及客户依赖度	区域内稳定发展，全国仍需开拓，大客户依赖度较低	全国稳定发展，大客户依赖度较低	0.5
供应商依赖度	依赖度较低，但集中度高高于上市公司	供应商集中度相对较低	0.5
合计			<b>2.7</b>

可比公司均为全国性品牌，整体规模显著大于标的公司，标的公司评估基准日资产规模为16.7亿元，本次拟以润田资产规模作为调整基础，谨慎向下取整按15亿元的标准进行调整，总资产规模每相差15亿元，修正0.1分。

根据《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》(中评协[2020]38号)，特定风险报酬率一般可以通过下列几种方法确定：（一）通过多因素回归分析等数理统计方法计算得到；（二）将特定风险报酬率拆分为规模溢价和其他特定风险溢价。规模溢价可以利用资本市场数据通过统计分析得到，也可以参考相关专家学者或者专业机构研究发布的数据；其他特定风险溢价一般可以通过经验判断分析确定；（三）在对企业的规模、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖等因素进行综合分析的基础上，根据经验判断确定。上述三种计算特定风险报酬的方法中，行业内应用较多的为后面两种，本次评估特定风险调整系数采用的是第三种计算方式，本次再采用行业内常用另一种方式计算规模溢价，进一步测算如下：

参考过会案例富乐德（301297.SZ）在审核问询函回复中披露的方法：国内研究机构对沪、深两市的1000多家上市公司1999~2006年的数据进行了分析研究，将样本点按调整后净资产账面价值进行排序并分组，得到的数据采用线性回归分析的方式得出超额收益率与净资产之间的回归方程：

$$R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NA$$

$R_s$ : 公司规模超额收益率

$NA$ : 净资产账面值 ( $Nas \leq 10$ 亿)

标的公司基准日归母净资产规模为 11.85 亿元，高于 10 亿元则按 10 亿元

计算，经计算标的公司规模风险溢价为 0.65%。

本次评估规模修正为 1.2%，高于采用回归方程计算得出的标的公司规模风险溢价，较为审慎。

经营管理能力、所处发展阶段及客户依赖度标的公司虽与各上市公司存在一定的差距，但标的公司为江西省国资企业，整体管理水平规范良好，且已有一定的市场占有率，各方面能力整体较优，与上市公司差距较小，故各取 0.5。

经上述取值测算过程，本次交易首次评估权益资本成本为 9.2%，本次加期评估根据市场参数变化调整后权益资本成本为 9.1%。

## （二）本次交易权益资本成本选取具有合理性、权益资本成本与同行业可比案例具有可比性

本次搜集了近几年审核通过的消费品制造及销售行业项目折现率参数选取情况，具体如下：

过会时间	股票简称	股票代码	标的公司证监会行业	评估基准日	其中：无风险报酬率	市场风险溢价	目标财务杠杆 $\beta$	特定风险报酬
2025/7/11	安孚科技	603031.SH	制造业-电气、电子及通讯-电气机械和器材制造业	2023/12/31	十年期国债收益率平均水平	上证综合指数	同类可比上市公司（3年）	综合判断
2023/1/31	英特集团	000411.SZ	批发和零售业-零售业	2022/3/31	十年期以上国债利率平均水平	沪深综合指数	同类可比上市公司（4年）	综合判断
2022/9/1	新诺威	300765.SZ	制造业-食品制造业	2021/5/31	十年期国债收益率平均水平	沪深综合指数	同类可比上市公司（其余未披露）	综合判断
2021/3/4	广百股份	002187.SZ	批发和零售业-零售业	2020/3/31	十年期以上国债利率平均水平	成熟股票市场的基本补偿额+国家风险补偿额	同类可比上市公司（3年）	综合判断
2021/2/24	华凯创意	300592.SZ	批发和零售业-零售业	2019/4/30	十年期以上国债利率平均水平	上证综合指数	同类可比上市公司（5年）	综合判断
2017/8/16	泉阳泉	600189.SH	制造业-酒、饮料和精制茶制造业	2016/6/30	十年期以上国债利率平均水平	沪深综合指数	同类可比上市公司（其余未披露）	综合判断

过会时间	股票简称	股票代码	标的公司证监会行业	评估基准日	其中：无风险报酬率	市场风险溢价	目标财务杠杆 $\beta$	特定风险报酬
本次交易				2025/4/30	十年期以上国债利率平均水平	沪深综合指数	同类可比上市公司(3年)	综合判断

本次评估折现率各参数选取参照《监管规则适用指引——评估类第1号》，且与可比案例折现率参数选取口径基本一致。

近期审核通过的消费品制造及销售行业项目折现率情况，具体如下：

过会时间	股票简称	股票代码	标的公司证监会行业	评估基准日	其中：无风险报酬率	市场风险溢价	目标财务杠杆 $\beta$	特定风险报酬	权益资本成本	折现率 WACC
2025/7/11	安孚科技	603031.SH	制造业--电气、电子及通讯--电气机械和器材制造业	2023/12/31	2.56%	6.59%	1.059	0.63%	10.16%	9.36%
2023-01-31	英特集团	000411.SZ	批发和零售业-零售业	2022/3/31	3.08%	7.30%	0.9452	3.00%	12.98%	9.01%
2022-09-01	新诺威	300765.SZ	制造业-食品制造业	2021/5/31	2.21%	7.16%	0.9578	2.80%	11.87%	11.87%
2021-03-04	广百股份	002187.SZ	批发和零售业-零售业	2020/3/31	2.65%	7.03%	0.8154	3.00%	11.38%	11.38%
2021-02-24	华凯创意	300592.SZ	批发和零售业-零售业	2019/4/30	3.79%	6.26%	0.9814	3.00%	12.93%	12.82%
2017/8/16	泉阳泉	600189.SH	制造业-食品制造业	2016/6/30	3.25%	7.22%	0.9946	3.00%	13.43%	/(系股权自由现金流法)
本次交易				2025/4/30	1.68%	6.06%	0.7993	2.70%	9.20%	9.20%

本次权益资本成本处于近期过会的消费品制造及销售相关项目中较低水平，与无风险利率、市场风险溢价、标的公司所属行业有较大关系，主要受以下因素影响：

1、2023年以来，无风险报酬率、市场风险溢价等客观市场指标进入较低水平。

由于长期国债到期收益率，沪深300指数的长期收益率水平自2023年起呈现下降趋势，与本次评估基准日接近的过会案例无风险报酬率、市场风险溢价情况普遍低于以前年度，具体如下：

过会时间	股票简称	股票代码	评估基准日	其中：无风险报酬率	市场风险溢价
2025/08/08	领益制造	002600.SZ	2024/12/31	1.68%	6.06%
2025/08/13	长盈通	688143.SH	2024/12/31	1.91%	6.30%

过会时间	股票简称	股票代码	评估基准日	其中：无风险报酬率	市场风险溢价
2025/08/25	爱柯迪	600933.SH	2024/12/31	1.78%	7.56%
2025/12/05	宝地矿业	601121.SH	2024/12/31	2.03%	6.12%
2025/12/08	奥浦迈	688293.SH	2024/12/31	2.00%	6.76%
2025/12/10	日播时尚	603196.SH	2024/12/31	1.68%	7.56%
2025/12/11	内蒙华电	600863.SH	2024/12/31	1.68%	7.14%
2025/12/09	佛塑科技	000973.SZ	2024/12/31	1.68%	7.56%
2025/12/10	宏创控股	002379.SZ	2024/12/31	1.68%	7.56%
2025/12/11	地铁设计	003013.SZ	2024/12/31	1.68%	7.14%
2025/12/12	云南铜业	000878.SZ	2025/03/31	1.81%	7.43%
2025/12/29	厦门港务	000905.SZ	2025/03/31	2.04%	6.63%
2026/01/07	南京化纤	600889.SH	2024/12/31	1.68%	5.81%
2026/01/23	中成股份	000151.SZ	2025/02/28	1.72%	7.52%
2026/02/05	中国神华	601088.SH	2025/7/31	1.70%	6.66%
2026/02/06	湖南发展	000722.SZ	2025/3/31	1.81%	6.57%
2026/03/04	北自科技	603082.SH	2025/3/31	1.81%	6.50%
<b>本次交易</b>			<b>2025/4/30</b>	<b>1.68%</b>	<b>6.06%</b>

从上述过会案例可见，重组交易的无风险报酬率及市场风险溢价较历史年度有所下降，各机构取数虽均参照《监管规则适用指引——评估类第 1 号》进行，口径稍有差异，本次交易无风险报酬与市场风险溢价在上述过会项目的区间范围内，较为合理。

2、目标财务杠杆方面，财务杠杆系根据所属行业及评估惯例进行测算，亦不存在主观调整。标的公司所属行业为包装饮用水，财务杠杆  $\beta$  为 0.7993，与可比案例目标财务杠杆  $\beta$  无显著差异，亦处于合理水平。泉阳泉前次重组时，即饮软饮料行业可比上市公司除承德露露外，养元饮品、东鹏饮料、农夫山泉均未上市，行业缺乏可比上市公司，因此只能选取啤酒行业可比公司作为  $\beta$  测算基础，但啤酒行业消费场景、经营模式与水、饮料等差异较大，不属于即饮软饮料行业，行业波动较大。经查询，基于本次评估基准日按同一口径查询重庆啤酒、惠泉啤酒及青岛啤酒的平均行业  $\beta$  为 1.0852，显著高于即饮水行业。本次评估时，A 股、H 股已有若干可比上市公司，包括泉阳泉自身也可纳入可比范围，因此本次  $\beta$  选取上市公司经营范围更接近标的公司所属行业，可比性更高。

3、标的公司根据自身经营规模及市场情况确定特定风险报酬率，指标选取合理，处于近几年消费品制造及销售行业项目过会案例中等水平。泉阳泉跟标的公司同属一个行业，且均为地区包装饮用水龙头，可比性最强，标的公司低于其选取水平具有合理性，具体分析如下：规模风险方面，泉阳泉前次重组时报告期内年均营业收入不足 5 亿元，经营规模较小，低于标的公司现有营业收入规模。本次评估规模风险选取 1.20%，高于泉阳泉前次重组选取的规模风险水平（1.00%）。市场风险方面，泉阳泉前次重组时，产品品类仅有矿泉水产品，产品结构较为单一。矿泉水属于相对高端的包装饮用水品类，受众消费量相较纯净水较小，且销售区域高度聚焦于北方地区，因此市场风险溢价选取 2%。相比之下，标的公司发展历史已有 30 年，已形成纯净水、矿泉水、饮料等多元化产品矩阵，产品覆盖小包装到桶装水的各种规格，产品抗风险能力较强；市场覆盖方面，在牢牢把握江西基本盘的基础上，积极将北方大区打造成为第二个江西大区，并持续通过高端含硒矿泉水产品突破华东、华南等地区市场，报告期内收入增速较快，市场开拓情况符合预期。综上考虑，本次预测市场风险溢价为 1.50%，略低于泉阳泉具备合理性。

综上所述，本次交易权益资本成本选取具有合理性，权益资本成本选取过程与同行业可比案例具有可比性。

### （三）权益资本成本对本次交易评估值的具体影响

经测算，权益资本成本对评估结果的影响测算分析如下：

指标	变动率	评估值	评估值变动率
权益资本成本	1.00%	276,100.00	-8.24%
	0.50%	287,900.00	-4.32%
	0.00%	300,900.00	0.00%
	-0.50%	315,500.00	4.85%
	-1.00%	331,800.00	10.27%

八、本次交易市盈率、市净率与同行业可比公司、可比交易案例的对比情况，说明可比公司和可比交易案例的筛选过程、选择依据及可比性

(一) 本次交易可比公司和可比交易案例的筛选过程、选择依据及可比性

1、同行业可比公司选择

根据国家统计局《国民经济行业分类和代码》（GB/T 4754—2017），标的公司业务所属行业为“饮料制造（C152）”中的“瓶（罐）装饮用水制造（C1522）”，故选取行业分类行业为软饮料的相关企业，软饮料全行业 A 股及 H 股上市公司共 15 家，针对上述 15 家企业进一步筛选可比上市公司。

本次市场法评估对于可比上市公司的初步选取标准如下：

(1) 与评估对象业务相似，主营业务为饮用水及电解质水、蜂蜜水等非酒精非冲泡类饮料。

(2) 近年净利润为正数，且不存在异常波动。

(3) 根据相关上市公司公告的文件，评估基准日近期未发生重大资产重组等可能使股票价格存在异常波动的重大事件。

(4) 评估基准日近期股票正常交易，未处于停牌等非正常交易状态。

(5) 鉴于 ST 股票较可能因市场中的投机、炒作等因素使得股票价格较大幅度偏离其实际价值，故将 ST 股票剔除出可比公司范围。

根据上述标准的初步筛选，确定剩余 7 家可比上市公司。15 家可比上市公司的具体筛选情况如下：

证券代码	证券名称	主营产品类型	剔除原因
9633.HK	农夫山泉	生产及销售包装饮用水及饮料、销售农产品	
2460.HK	华润饮料	公司为投资控股公司，其子公司主要从事制造及经销包装饮用水	
605499.SH	东鹏饮料	能量饮料、电解质饮料、咖啡（类）饮料、茶（类）饮料、预调制酒饮料、果蔬汁类饮料等	
000848.SZ	承德露露	杏仁露、果仁核桃露、杏仁奶	
603156.SH	养元饮品	核桃乳、功能性饮料、其他植物饮料	

证券代码	证券名称	主营产品类型	剔除原因
605198.SH	安德利	果汁、香精、果渣	
2218.HK	安德利果汁	浓缩果汁的加工生产及销售	
600189.SH	泉阳泉	长白山天然矿泉水、苏州园区园林绿化、“霍尔茨”木门及智能家居	近年净利润异常波动
600132.SH	重庆啤酒	嘉士伯、乐堡、1664、布鲁克林、夏日纷、乌苏、重庆、山城、西夏、大理、风花雪月、京A	啤酒类，产品种类存在较大差异
600573.SH	惠泉啤酒	惠泉一麦、惠泉纯生、惠泉欧骑士、惠泉鲜啤	啤酒类，产品种类存在较大差异
600600.SH	青岛啤酒	啤酒	啤酒类，产品种类存在较大差异
000729.SZ	燕京啤酒	啤酒、水、九龙斋酸梅汤、燕京纳豆	啤酒类，产品种类存在较大差异
002461.SZ	珠江啤酒	啤酒销售、酵母饲料销售、包装材料、租赁餐饮服务	啤酒类，产品种类存在较大差异
603711.SH	香飘飘	"香飘飘"经典系列、好料系列、“Meco”杯装果茶、“兰芳园”港式茶饮、“香飘飘”即饮牛乳茶	冲泡类，产品种类存在较大差异
1115.HK	西藏水资源	生产及销售水产品 & 啤酒产品	净利润为负数

由于标的公司主营地区为国内，国内市场收入占比高，在上述初步筛选的基础上，进一步依据国内市场收入占比进行筛选，剔除国内市场收入占比低于 70% 的公司。安德利及安德利果汁主要产品为浓缩苹果汁、浓缩梨汁，是全球主要的浓缩果汁加工企业之一，2024 年国际市场收入占比为 71.23%，由于国际市场和国内市场消费场景、消费者习惯、管理销售体系等均存在较大差异，本次对安德利及安德利果汁予以剔除。

证券代码	证券名称	主营产品类型	剔除原因
9633.HK	农夫山泉	生产及销售包装饮用水及饮料、销售农产品	
2460.HK	华润饮料	公司为投资控股公司，其子公司主要从事制造及经销包装饮用水	
605499.SH	东鹏饮料	能量饮料、电解质饮料、咖啡（类）饮料、茶（类）饮料、预调制酒饮料、果蔬汁类饮料等	
603156.SH	养元饮品	核桃乳、功能性饮料、其他植物饮料	
000848.SZ	承德露露	杏仁露、果仁核桃露、杏仁奶	
605198.SH	安德利	果汁、香精、果渣	国内市场收入占比低于 70%
2218.HK	安德利果汁	浓缩果汁的加工生产及销售	国内市场收入占比低于 70%

标的公司核心水产品依赖水资源，不论是自有水资源还是外购水资源，成本结构相对稳定。

在上述筛选的基础上，进一步依据原料依赖及成本结构进行筛选，剔除其中与企业差异较大的公司。农夫山泉核心产品为饮用水及茶饮料等，华润饮料核心产品为饮用水及茶饮料等，东鹏饮料核心产品为能量饮料及电解质饮料等，原料上对水资源依赖较大，对茶叶、糖等原料依赖较小且相对分散。而养元饮品核心产品为核桃乳，高度依赖核桃原料；承德露露核心产品为杏仁露，高度依赖野生山杏仁，两者对农产品原料依赖程度高，本次予以剔除。

证券代码	证券名称	主营产品类型	剔除原因
9633.HK	农夫山泉	生产及销售包装饮用水及饮料、销售农产品	
2460.HK	华润饮料	公司为投资控股公司，其子公司主要从事制造及经销包装饮用水	
605499.SH	东鹏饮料	能量饮料、电解质饮料、咖啡（类）饮料、茶（类）饮料、预调制酒饮料、果蔬汁类饮料等	
603156.SH	养元饮品	核桃乳、功能性饮料、其他植物饮料	植物蛋白饮料，原料依赖及成本结构差异较大，消费场景差异较大
000848.SZ	承德露露	杏仁露、果仁核桃露、杏仁奶	植物蛋白饮料，原料依赖及成本结构差异较大，消费场景差异较大

根据上述选取标准，最终选取得到可比上市公司如下：

证券代码	证券简称	上市日期	主营产品类型
9633.HK	农夫山泉	2020年9月8日	生产及销售包装饮用水及饮料、销售农产品
2460.HK	华润饮料	2024年10月23日	公司为投资控股公司，其子公司主要从事制造及经销包装饮用水
605499.SH	东鹏饮料	2021年5月27日	能量饮料、电解质饮料、咖啡（类）饮料、茶（类）饮料、预调制酒饮料、果蔬汁类饮料等

综上所述，本次交易同行业可比公司的选择依据明确、逻辑严谨，逐步排除不相关样本，最终锁定与标的公司在主营业务、原料构成、市场区域和财务表现上高度相似的企业。尽管存在规模绝对值差异（标的公司相对较小）和潜在细分市场覆盖差异，但通过关键指标的分层匹配，整体充分性和可比性较强，最终选定的3家公司能够有效反映标的公司的市场定位和估值水平。

## 2、同行业可比交易选择

水是生命的源泉，人对水的需求仅次于氧气，人的各种代谢和生理活动都离不开水。包装

饮用水作为饮料行业最基础的产品，具有消费高频、需求刚性、全年龄段、大众消费等特点，与酒精饮品在消费场景、消费频次、原料依赖等方面均存在显著区别，具体如下：

项目	包装饮用水	酒精饮品
消费场景	日常补水、运动健身、办公、佐餐等各类场景	社交聚会、节日送礼
消费频次	具有全民性，生活必需品，即时性消费	具有相当的计划性和情境性，情感/社交需求驱动
原料依赖	水源地（矿泉水）或公共供水系统（纯净水）	粮食作物、水，通常涉及瓶装回收
生产模式	规模化、标准化流程（过滤、杀菌、灌装等）	涉及发酵、蒸馏、窖藏等重工艺和技术，工艺相对复杂
产品溢价能力	产品价格、形态长期稳定，品牌及水源地决定溢价空间	溢价空间较大，品类、年份不同导致单价区间较宽

近年来，包装饮品行业交易案例较少、相关数据较难取得，同时相关信息披露详略程度不一，经 Wind 资讯、iFinD 资讯以及市场第三方查询近年来交易标的企业相关案例及上市公司重大资产重组事件交易案例，与标的公司经营业务可以匹配一致或完全相似的交易标的较少。

标的公司主要从事包装饮用水的生产和销售，主要产品是“润田”纯净水和“润田翠”矿泉水，并在 2024 年逐步开拓饮料产品条线。考虑到酒类产品的消费场景、消费频次等因素不同，估值逻辑可能存在较大差异，因此在可比交易案例的选取过程中，优先选取与标的公司业务最相近的包装饮用水行业可比并购交易案例，并结合即饮软饮产品消费习惯，将可比交易范围适当扩充至乳饮料行业。综上，本次确定可比交易案例的主要选取过程如下：

- （1）可比案例的标的资产与标的公司同处于非酒类即饮软饮行业，主营业务相同或相似，为本次交易提供更接近的估值逻辑参考；
- （2）考虑到包装饮用水行业发展长期稳定，可比交易案例完成日距起算日（以 2015 年 1 月 1 日为起算日）在十年以内；
- （3）可比案例主要财务数据披露相对详细。

基于上述选取过程，本次可比交易案例的选择依据如下：

上市公司/证券代码	评估基准日	标的资产	标的公司业务	交易完成时间	是否披露主要财务数据
吉林森工 600189.SH	2016 年 6 月 30 日	新泉阳泉 75.45% 股权	矿泉水生产及销售	2017 年 10 月 19 日	是
上海梅林 600073.SH	2014 年 12 月 31 日	出售上海正广和饮用水有限公司	纯净水、矿泉水生产及销售	2015 年 8 月 27 日	是

上市公司/证券代码	评估基准日	标的资产	标的公司业务	交易完成时间	是否披露主要财务数据
		100%股权			
新乳业 002946.SZ	2019年11月30日	寰美乳业60%股权	乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售	2020年7月30日	是
澳洋健康 002172.SZ	2023年8月31日	收购安徽大岭51%股权	天然山泉水的生产及销售	2024年3月7日	是

综上所述，可比交易案例通过严格的筛选过程，基于行业相关性、业务相似性等多方面的选择依据确定，能够为本次交易提供较为可靠的参考，具备可比性。

## （二）本次交易定价公允性对比分析

### 1、同行业可比公司对比分析

本次交易标的公司主要从事纯净水、矿泉水等包装饮用水的生产和销售，属于消费品制造业，且盈利稳步增长，其股权价值主要为盈利驱动，因此本次采用盈利价值比率 P/E 对交易定价的公允性进行分析。

截至 2025 年 4 月 30 日，润田实业与可比上市公司的 P/E、P/B 价值比率情况如下表所示：

单位：万元

证券代码	证券简称	股权价值 (P)	2024 年归母净利润 (E)	静态市盈率 (P/E)	归母净资产 (B)	市净率
9633.HK	农夫山泉	39,138,826.56	1,212,330.40	32.28	3,228,716.40	12.12
2460.HK	华润饮料	3,456,247.50	163,669.40	21.12	1,130,037.60	3.06
605499.SH	东鹏饮料	13,416,019.72	332,670.89	40.33	768,780.33	17.45
平均值		-	-	31.24		10.88
中位数		-	-	32.28		12.12
润田实业 100%股份		300,900.00	17,567.53	17.13	118,542.14	2.54

根据上表，截至评估基准日，可比上市公司 P/E 价值比率的平均值为 31.24 倍，中位数为 32.28 倍，标的公司对应的 P/E 价值比率为 17.13 倍，低于可比上市公司的平均值及中位数；可比上市公司 P/B 价值比率的平均值为 10.88 倍，中位数为 12.12 倍，标的公司对应的 P/B 价值比率为 2.54 倍，低于可比上市公司的平均值及中位数。因此，本次交易标的公司的静态市盈率、市净率均低于可比上市公司，评估作价合理。

## 2、同行业可比交易对比分析

从业务和交易相似性的角度，选取与交易标的同属于非酒类软饮料行业的重组项目作为可比交易案例，其评估值及价值比率情况如下：

上市公司/ 证券代码	评估基准日	标的资产	100%股权评 估值 (万元)	100%股权交 易作价(万 元)	静态市盈 率(P/E)	市净率
吉林森工 600189.SH	2016年6月 30日	新泉阳泉 75.45%股权	106,100.00	106,100.00	20.98	4.28
上海梅林 600073.SH	2014年12月 31日	出售上海正广和饮用 水有限公司 100%股 权	26,700.00	33,000.00	21.74	2.00
新乳业 002946.SZ	2019年11月 30日	寰美乳业 60%股权	171,136.05	171,100.00	23.91	4.48
澳洋健康 002172.SZ	2023年8月 31日	收购安徽大岭 51%股 权	4,060.00	4,000.00	17.69	5.90
平均值					<b>21.08</b>	<b>4.16</b>
国旅联合 600358.SH	2025年4月 30日	润田实业 100%股份	300,900.00	300,900.00	17.13	2.54

注：（1）静态市盈率=100%股权评估值/评估基准日前一年度归母净利润；（2）市净率=100%股权评估值/评估基准日归母净资产；（3）吉林森工为购买新泉阳泉 75.45%股权，新泉阳泉为泉阳泉及泉阳饮品重组而来，考虑到数据的可获得性，选取的交易作价及净资产等数据为披露的泉阳泉主体数据

传统消费类饮用水行业尽管近年来经历了市场竞争与消费理念的更新，但其估值体系与定价环境的底层逻辑并未发生根本性重构。行业的稳定性根植于其必需消费品的本质与高度成熟的商业模式，核心价值框架具备较强的延续性。

包装饮用水凭借其需求刚性、消费频次高、现金流稳定等特征，始终被市场视为具备防御属性的配置方向，估值基础依然稳固。因此，尽管部分早期可比案例在时间上相对较早，但由于传统行业经营模式与盈利逻辑并未发生实质性变迁，上述案例在估值参考意义上仍具备合理的可比性。

经对比，本次交易标的公司的静态市盈率、市净率均低于可比交易水平，评估作价合理。

## 3、本次交易市盈率水平属于合理区间

标的公司主要以经销模式开展业务，经销模式下主要采取先款后货的经营模式，故现金流较好，不需要留存大量货币资金，溢余资产为 29,815.75 万元，非经营性资产及负债为 27,412.59 万元，若剔除溢余资产及非经营性资产及负债，除以剔除非经常性损益后的归母净利润，本次

交易实际静态市盈率为 14.56 倍。标的公司通过持续不懈的形象建设、产品开发、品质管控、营销服务，“润田”“润田翠”品牌已建立显著的市场先发优势和深厚的品牌影响力，2024 年归属于母公司所有者的净利润同比增速为 21.49%，仍处于加速扩张阶段，正在从区域强势品牌蜕变成成为全国知名品牌。

本次评估整体预测收入利润均较为稳健，增速略高于 GDP 增速，本次交易实际静态市盈率为 14.56 倍，主要基于以下两点原因：

(1) 标的公司为现金流优势企业，业务几乎均为预收款性质，基于现金流折现模型，同样的利润水平下营运资金占用少，现金流优势越大，估值越高；

(2) 标的公司属于即饮水行业，产品属于必需消费品、且有着成熟的商业模式及品牌知名度，行业整体风险较低，贝塔低，折现率较小。

综上所述，本次评估标的资产股东全部权益价值评估结果客观反映了标的公司股权的市场价值，本次交易定价具有合理性。

**九、本次交易估值、增值与前次转让之间的差异，结合市场环境、标的公司经营业绩、净资产积累等变化，说明前后两次估值差异的原因及合理性**

#### **(一) 本次交易与前次转让估值差异情况**

2020 年 10 月 29 日，润田实业股东大会作出决议，同意润田投资将其持有的标的公司 24.30% 转让给金开资本。根据润田投资、金开资本与润田实业签署的《江西润田投资管理有限公司与南昌金开资本管理有限公司关于江西润田实业股份有限公司之股份转让协议》，润田实业整体估值为 261,573.60 万元，对应的 24.30% 股份转让价格为 63,562.38 万元。

本次评估基准日为 2025 年 4 月 30 日，评估结论采用收益法评估结果。经收益法评估，标的公司评估基准日股东全部权益评估值为 300,900.00 万元，相较评估基准日被评估单位归属于母公司所有者权益增值 182,357.86 万元，增值率 153.83%。报告期内，标的公司经营业绩向好，净资产持续增厚，本次交易评估值略高于前次股权转让估值，但市盈率、市净率等估值指标均低于前次股权转让时估值指标，评估预测具有谨慎性和合理性，具体对比如下：

单位：万元

项目	前次股权转让	本次交易	变动率
评估基准日	2019年12月31日	2025年4月30日	-
营业收入	100,978.74	126,009.72	24.79%
归属于母公司所有者的净利润	10,106.93	17,567.53	73.82%
归属于母公司所有者的净资产	54,647.81	118,542.14	116.92%
对应100%股权评估值	261,573.60	300,900.00	15.03%
静态市盈率	25.88	17.13	-8.75
市销率	2.59	2.39	-0.20
市净率	4.79	2.54	-2.25

注：（1）静态市盈率=100%股权评估值/评估基准日前一年度归母净利润；（2）2019年财务数据未经审计

相较前次股权转让，标的公司2024年营业收入已达到12.60亿元，归属于母公司所有者的净利润1.76亿元；本次评估基准日归属于母公司所有者的净资产11.85亿元，是前次股权转让时的一倍以上，经营业绩明显向好，且基于谨慎性原则，本次交易估值对应的市盈率、市销率、市净率分别为17.13倍、2.39倍、2.54倍，均低于前次转让的估值指标，本次交易估值具有公允性。

## （二）两次估值差异的原因及合理性

### 1、近五年市场环境及发展趋势

随着健康消费理念的普及和饮水安全意识的提升，我国包装饮用水市场持续扩容。根据欧睿国际统计，2024年我国包装饮用水市场零售额规模达2,199亿元，占总软饮料销售额的37.5%，且近年来占比总体呈上升趋势，稳居软饮料行业第一大品类。就人均饮用量而言，根据欧睿国际统计，2024年我国包装饮用水年均人均饮用量达到39.4L/人，远低于美国（118.4L/人）、韩国（97.5L/人）等发达国家。预计后续随着居民消费意愿提升以及健康饮水意识进一步增强，我国人均包装饮用水的销量、价格有望实现同步增长。对标海外发达国家，我国包装饮用水的零售消费市场仍有巨大的增长潜力。

2019年至今，我国包装水行业出现消费需求多元化、价格竞争加剧、行业集中度提升的特征。需求结构方面，受公共卫生事件影响，包装饮用水消费场景受限，叠加消费升级受阻，我

国包装饮用水市场规模增速有所放缓，主要系小规格瓶装水在传统出行场景中的需求下降，但居民家庭囤货、办公室场景的需求快速增长。此外，国民健康意识也在不断提高，对“0糖0脂0卡0防腐剂”等健康饮品的需求也持续增加，传统包装饮用水企业通过配方研发推出丰富的即饮软饮产品，以满足市场需要，打造第二增长曲线。竞争格局方面，随着居民消费支出更加谨慎、重视性价比，包装水行业高端化升级受阻，产品价格竞争加剧。在此期间，以农夫山泉、华润怡宝、润田实业等为代表的企业凭借规模优势，优化供应链、强化终端覆盖，稳固其市场主导地位。与此同时，区域性小企业在此期间受需求和成本双重冲击，逐步退出行业或转型为代工厂，而中大规格水企则持续扩容，市场集中度提升。

## 2、标的公司自身经营持续向好、净资产稳步积累

过往三十余年中，标的公司通过持续不懈的形象建设、产品开发、品质管控、营销服务，“润田”“润田翠”品牌已建立显著的市场先发优势和深厚的品牌影响力。2018年起“润田翠”品牌系列矿泉水获准成为中国花样滑冰协会官方饮用水，2023年“润田翠”成为上海市茶叶学会唯一指定用水，2024年标的公司荣膺中国饮料行业包装饮用水、天然矿泉水“全国双十强”，从区域强势品牌蜕变成成为全国知名品牌。高端品牌方面，标的公司在优质水源地储备、关键区域卡位等方面已取得了长足发展。根据央视市场研究凯度消费者指数显示，2022年至2024年期间，在含硒包装水中“润田翠天然含硒矿泉水连续三年全国销量第一”，体现了标的公司在稀缺天然矿泉水水源地资源方面的竞争优势。

广纵的销售渠道是打造行业龙头的重要抓手。标的公司作为江西省包装饮用水的龙头企业，围绕着“巩固江西，重点开拓东北、上海，辐射全国”的销售渠道布局策略：深度切入江西省全部100个县级行政区，终端网点覆盖乡、镇、村，强化在江西市场的领先地位；依托东北地区现有的市场和产能基础，着力将其建设为第二个主要市场；利用天然含硒矿泉水等中高端产品积极开拓以上海为中心的华东地区市场。经过多年的发展和积累，润田实业的销售渠道和营销网络现已覆盖了22个省级行政区，为标的公司的客户维护和市场开拓提供了坚实的基础。

丰富的产品矩阵为标的公司业务扩张提供了扎实基础。标的公司生产的纯净水产品满足大众消费者的基础解渴需求，而矿泉水产品满足消费者补充矿物质、微量元素等健康消费的升级需求，其中含硒矿泉水面向有更高要求的消费者。同时，标的公司自2024年来推出了蜂蜜水、苏打水、电解质水等新产品，产品类别满足了消费者日益多元化的需求。在丰富产品类别之外，标的公司根据包装饮用水的不同消费场景，还构建了多规格的产品体系，为消费者提供了丰富

的选择。

标的公司近年来品类渠道逐步拓宽，经营持续向好，2024 年经审计收入相较 2019 年增长 24.79%，归属于母公司所有者的净利润相较 2019 年增长 73.82%，本次评估基准日归属于母公司所有者的净资产相较 2019 年 12 月 31 日增长 116.92%，未来坚定执行全国化布局战略，为本次估值增长提供了坚实基础。

综上所述，标的公司交易估值略高于前次股权转让价值，估值差异系行业发展趋势、自身经营业绩等因素的共同作用结果，且本次交易估值对应的估值指标均相对较低，评估作价具有谨慎性和合理性。

十、截至目前，标的公司及各类产品的收入、毛利率和净利润情况，结合目前业绩完成情况、同比变动情况以及在手订单、未来市场需求和销售拓展等，说明 2025 年和预测期内标的公司业绩可实现性

#### （一）标的公司 2025 年业绩完成情况

根据标的公司未经审计的财务数据，标的公司 2025 年累计实现营业收入 135,186.69 万元，实现归属于母公司所有者的净利润 20,591.89 万元，占 2025 年全年评估预测的比例分别为 97.27%、117.77%，收入稍低于 2025 年预测，利润超额完成；标的公司 2025 年 1-10 月经审计的毛利率 39.27%，全年未经审计的主营业务毛利率为 38.21%，超过首次评估时 2025 年全年预测毛利率 35.84%。

2025 年各类细分产品营业收入实现情况如下表所示：

单位：万元

产品分类	2025年首次评估预测收入	2025年实际收入	2025年营业收入完成率
瓶装纯净水	95,023.32	95,908.73	100.93%
瓶装矿泉水	28,643.83	25,680.29	89.65%
桶装水	10,892.71	10,077.86	92.52%
饮料	3,400.52	2,548.15	74.93%
其他	1,024.35	971.66	94.86%
合计	<b>138,984.72</b>	<b>135,186.69</b>	<b>97.27%</b>

注：标的公司2025年全年数据未经审计，下同

2025 年各类细分产品毛利实现情况如下表所示：

单位：万元

产品分类	2025年首次评估预测毛利	2025年实际毛利	2025年毛利完成率
瓶装纯净水	31,648.36	34,703.54	109.65%
瓶装矿泉水	11,627.28	10,738.32	92.35%
桶装水	4,934.83	4,654.06	94.31%
饮料	1,145.25	994.50	86.84%
其他	457.41	559.21	122.26%
<b>合计</b>	<b>49,813.13</b>	<b>51,649.63</b>	<b>103.69%</b>

标的公司 2025 年全年收入基本实现，毛利及利润均超额完成。标的公司已构建起多元化的产品矩阵，并在当前消费环境下展现出良好的经营灵活性和抗风险韧性。尽管瓶装矿泉水的销售表现未及预期，但收入完成率接近 90%，毛利完成率超过 90%，且瓶装纯净水业务作为消费降级环境下的替代产品，收入及毛利增速显著提升。标的公司整体利润完成情况较为理想，未来总体利润可实现性较高。

## （二）本次加期评估情况

本次基于 2025 年 10 月 31 日，对标的公司盈利预测根据实际经营情况进行调整，主要调整情况及测算结果如下：

1、收入：本次考虑到标的公司 2025 年各品类及区域收入完成情况，市场环境变化等，对预测期各品类收入进行了调整，适当调低了预测期矿泉水、桶装水和饮料的收入，略微调高了瓶装纯净水的收入预测。本次调整后的各品类收入、销量和单价情况如下：

单位：万元

产品		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	复合增长率
瓶装纯净水	收入	95,908.73	101,802.62	107,172.62	112,439.63	117,430.18	122,434.39	5.00%
	增速	8.96%	6.15%	5.27%	4.91%	4.44%	4.26%	
	销量 (万吨)	132.43	144.45	152.79	161.08	169.18	177.39	6.02%
	单价 (元/吨)	724.21	704.76	701.43	698.03	694.13	690.20	-0.96%
	收入	25,680.29	27,375.19	29,660.21	32,513.03	34,788.94	37,050.22	7.61%
	增速	-1.57%	6.60%	8.35%	9.62%	7.00%	6.50%	

产品		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	复合增长率
瓶装矿泉水	销量(万吨)	18.48	19.91	21.66	23.84	25.45	27.05	7.92%
	单价(元/吨)	1,389.46	1,374.91	1,369.38	1,364.05	1,367.05	1,369.57	-0.29%
桶装水	收入	10,077.86	10,860.00	11,620.00	12,378.33	13,121.02	13,842.68	6.55%
	增速	3.06%	7.76%	7.00%	6.53%	6.00%	5.50%	
	销量(万吨)	50.71	55.06	58.99	63.03	67.01	70.89	6.93%
	单价(元/吨)	198.72	197.25	196.99	196.39	195.81	195.28	-0.35%
饮料	收入	2,548.15	3,490.00	4,188.00	4,816.20	5,538.63	6,092.49	19.05%
	增速	91.38%	36.96%	20.00%	15.00%	15.00%	10.00%	
	销量(万吨)	0.65	0.81	0.93	1.06	1.20	1.30	14.98%
	单价(元/吨)	3,948.35	4,330.93	4,490.51	4,547.62	4,627.15	4,697.18	3.53%
主营业务收入合计		<b>134,215.03</b>	<b>143,527.81</b>	<b>152,640.83</b>	<b>162,147.18</b>	<b>170,878.77</b>	<b>179,419.79</b>	<b>5.98%</b>

注：2025年预测数为2025年1-10月经审计数据及11-12月评估预测数据（基于本期账面未审数据确定）。

本次加期评估中，预测期各年的总体收入较首次评估时下降5,000万元左右，各品类收入两次预测差异对比如下：

单位：万元

品类	基准日	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
瓶装纯净水	首次评估	95,023.32	99,359.87	103,831.06	108,503.46	113,386.12	118,488.49
	加期评估	95,908.73	101,802.62	107,172.62	112,439.63	117,430.18	122,434.39
	差异率	0.93%	2.46%	3.22%	3.63%	3.57%	3.33%
瓶装矿泉水	首次评估	28,643.83	32,095.34	35,742.97	38,602.41	41,304.58	43,782.85
	加期评估	25,680.29	27,375.19	29,660.21	32,513.03	34,788.94	37,050.22
	差异率	-10.35%	-14.71%	-17.02%	-15.77%	-15.77%	-15.38%
桶装水	首次评估	10,892.71	12,141.83	13,308.68	14,337.17	15,172.78	16,058.04
	加期评估	10,077.86	10,860.00	11,620.00	12,378.33	13,121.02	13,842.68
	差异率	-7.48%	-10.56%	-12.69%	-13.66%	-13.52%	-13.80%

品类	基准日	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
饮料	首次评估	3,400.52	4,408.58	5,227.52	5,750.27	6,325.30	6,957.83
	加期评估	2,548.15	3,490.00	4,188.00	4,816.20	5,538.63	6,092.49
	差异率	-25.07%	-20.84%	-19.89%	-16.24%	-12.44%	-12.44%
全品类	首次评估	138,984.72	149,067.81	159,257.41	168,432.25	177,502.06	186,666.15
	加期评估	135,186.69	144,517.60	153,709.80	163,301.67	172,102.53	180,704.74
	差异率	-2.73%	-3.05%	-3.48%	-3.05%	-3.04%	-3.19%

2、成本及毛利率：本次结合标的公司 2025 年各品类毛利完成情况，对未来成本预测进行了适当调整。

标的公司 2025 年实际毛利完成情况高于预期，根据实际经营情况，将各项成本做适当调整，调整后各项毛利率均呈现缓慢下降趋势。毛利率受到销售单价、单位成本的共同影响，是标的公司销售定价策略、品牌营销及成本管控能力的综合体现。报告期内产品毛利率整体上升的情况下，标的公司对各项产品预测期综合毛利率预测均低于报告期最近一期约 1-2 个百分点，成本预测具有谨慎性，与报告期内预测差异具有合理性。

经查询农夫山泉、华润饮料整体及泉阳泉矿泉水业务历史毛利率情况如下：

项目/年份	2022年	2023年	2024年
农夫山泉	57.45%	59.55%	58.08%
华润饮料	41.66%	44.66%	47.31%
泉阳泉矿泉水业务	40.48%	39.47%	44.68%

注：农夫山泉、华润饮料为港股上市公司，营业成本不包含运费支出，上表毛利率系年度报告数据

各可比上市公司历史毛利率有所波动，但整体均呈上涨趋势，与标的公司历史毛利率趋势一致，未来预测期有所下降，总体较为谨慎。

标的公司调整成本后主要产品毛利率及与两次差异情况如下：

品类	基准日	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
瓶装纯净水	首次评估	33.31%	32.76%	32.17%	31.93%	31.72%	31.63%
	加期评估	36.18%	34.96%	34.64%	34.33%	33.96%	33.58%
	差异	2.87%	2.20%	2.47%	2.40%	2.24%	1.95%
瓶装矿泉水	首次评估	40.59%	40.51%	40.46%	40.48%	40.50%	40.50%

品类	基准日	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
	加期评估	41.82%	40.60%	40.52%	40.47%	40.48%	40.49%
	差异	1.23%	0.09%	0.06%	-0.01%	-0.02%	-0.01%
桶装水	首次评估	45.30%	43.98%	42.98%	41.85%	40.94%	40.33%
	加期评估	46.18%	46.09%	45.69%	45.25%	44.83%	44.38%
	差异	0.88%	2.11%	2.71%	3.40%	3.89%	4.05%
饮料	首次评估	33.68%	33.56%	33.62%	33.61%	33.61%	33.61%
	加期评估	39.03%	37.35%	37.02%	36.88%	36.72%	36.64%
	差异	5.35%	3.79%	3.40%	3.27%	3.11%	3.03%
全品类	首次评估	35.84%	35.44%	35.06%	34.87%	34.70%	34.62%
	加期评估	38.21%	37.07%	36.83%	36.61%	36.35%	36.08%
	差异	2.37%	1.63%	1.77%	1.74%	1.65%	1.46%

3、营业税金及附加、期间费用、所得税费用：根据报告期费用情况及标的公司预期规划进行预测，测算逻辑保持不变，主要随营业收入联动变化。

4、净利润：标的公司 2025 年实际净利润完成情况高于预期，基于上述预测调整后，预测净利润差异对比情况如下：

品类	基准日	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
净利润	首次评估	17,485.06	18,253.38	19,429.90	20,656.92	21,950.25	23,288.92
	加期评估	20,591.89	19,191.10	20,553.19	21,915.56	23,100.77	24,209.78
	差异	3,106.83	937.72	1,123.29	1,258.64	1,150.52	920.86

5、营运资金：采用周转率法对营运资金进行预测，测算逻辑保持不变，主要随营业收入、营业成本联动变化。

6、资本性支出、折旧摊销：本次加期评估中，根据标的公司加期评估基准日实际经营情况对未来资本性支出进行调整。标的公司于 2025 年年底获得万安矿泉水基地探矿权，并已签署土地出让协议，拟新建一座矿泉水基地，预测期自有矿泉水供应能力得到进一步提升。

永丰基地仍作为储备资源，但考虑到截至本回复签署日永丰矿业权已过有效期，尚未完成续期，存在一定的不确定性，且未来收入成本预测中未考虑永丰矿业权影响，本次加期评估 2026 年起未再测算其摊销及资本性支出，对标的公司实际经营无重大影响。

与此同时，根据加期评估基准日各在建项目的预算及建设情况，对资本性支出进行更新，2026年-2030年资本性支出均高于首次评估数，经加期评估后的折旧摊销及资本性支出情况如下：

单位：万元

项目	2025年11-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
折旧摊销	948.08	5,777.91	6,162.36	6,678.84	6,678.84	6,678.84
扩张性资本性支出	1,453.58	4,114.29	10,810.16	6,523.89	0.00	0.00
维护性资本性支出	358.03	2,160.53	2,616.79	2,875.03	3,306.58	6,678.84
<b>资本性支出小计</b>	<b>1,811.61</b>	<b>6,274.82</b>	<b>13,426.95</b>	<b>9,398.92</b>	<b>3,306.58</b>	<b>6,678.84</b>

7、净现金流量：由于净利润、营运资金变动，预测期净现金流量也发生变动。

8、折现率：加期评估时采用周转率选取上市公司及参数选取思路未发生变化。

综上对比测算和分析，被评估单位评估基准日的股东全部权益价值评估结论为人民币314,300.00万元，大写人民币叁拾壹亿肆仟叁佰万元整。经加期评估验证，以2025年10月31日为评估基准日的润田实业股东全部权益价值评估值较以2025年4月30日为评估基准日的评估结果未发生评估减值。加期评估标的资产价值未发生不利于上市公司和全体股东利益的变化。

在收益法评估模型中，收入、毛利率和折现率对收益法评估结果有较大影响，故本次加期评估结果对上述指标进行了敏感性分析，结果如下：

金额单位：万元

指标	变动率	评估值	评估值变动率
收入	-1.0%	300,900.00	-4.26%
	-0.5%	307,600.00	-2.13%
	0.0%	314,300.00	0.00%
	0.5%	321,000.00	2.13%
	1.0%	327,700.00	4.26%
毛利率	-1.0%	299,500.00	-4.71%
	-0.5%	306,900.00	-2.35%
	0.0%	314,300.00	0.00%
	0.5%	321,700.00	2.35%
	1.0%	329,100.00	4.71%
折现率	-1.0%	346,900.00	10.37%

指标	变动率	评估值	评估值变动率
	-0.5%	329,600.00	4.87%
	0.0%	314,300.00	0.00%
	0.5%	300,500.00	-4.39%
	1.0%	288,100.00	-8.34%

### （三）标的公司预测期业绩可实现性较强

当前国内消费环境尚处于温和修复中，2025年矿泉水产品尚处于消费者培育阶段，需经历从建立品牌认知到转化为品牌偏好的过程，可比公司农夫山泉、华润饮料2024年包装饮用水收入同比均出现下滑，泉阳泉矿泉水业务收入增速仅2.72%；虽然标的公司逐步加大矿泉水产品营销力度及渠道建设，瓶装矿泉水销售收入尚未出现明显增长，但未来仍有增长潜力；与此同时，瓶装纯净水产品作为消费降级下的首选产品，收入增速高于2025年预测增速。

综合来看，标的公司2025年全年归属于母公司所有者的净利润增长17.22%，且超额实现2025年全年预测净利润水平，主要原因系本次评估的产品毛利率采取了相对稳健的预测，伴随品牌效应上升，标的公司生产规模效应逐步显现，渠道覆盖持续深化，有效提升了市场渗透率与品牌影响力，盈利能力高于预期水平。具体如下：

单位：万元

项目	2025年	2024年	变动率
营业收入	135,186.69	126,009.72	7.28%
营业成本	83,537.06	79,358.91	5.26%
归属于母公司所有者的净利润	20,591.89	17,567.53	17.22%

注：2025年数据未经审计

本次加期评估盈利预测可实现性较高，主要分析如下：

#### 1、收入可实现性较高

（1）瓶装矿泉水：基于2025年消费环境尚未完全复苏，本次加期评估结合市场变化情况，调低了未来矿泉水收入预期增长率，2026年预测收入增速由12.05%调整为6.60%，预测期收入复合增长率由8.86%调整为7.61%，调整后预期收入可实现性较高。

2025年起，标的公司主要营销策略向瓶装矿泉水产品倾斜、主动发力江西省外市场，特别是华东、华南等人均收入较高的市场区域，通过公共交通、体育赛事、高端会议等传播渠道逐

步提升省外市场知名度，积极响应健康饮水的消费需求。因此，即便在消费环境尚未复苏的前提下，标的公司于华东大区的渠道拓展工作依然取得了明显成效。未来在国内消费市场企稳回升的预期下，标的公司销售政策逐步趋向稳定、品牌加速推广、渠道不断拓展，未来瓶装矿泉水销售收入将有所提升。2026年，面对当前消费市场环境，标的公司坚持以品牌建设为引领、以渠道拓展为支撑的发展策略，在加快新兴市场品牌布局与渠道覆盖的同时，重点发力封闭及半封闭渠道，积极拓展具有行业影响力的集团型客户。上述举措一方面有助于稳定提升瓶装矿泉水销售收入，优化收入结构；另一方面能够依托合作方的全国性网络资源，快速扩大品牌曝光度与市场渗透率，实现销售增长与品牌推广的协同推进。

基于当前经济形势，标的公司在品牌拓展的同时，不断加强大客户拓展和深耕，一定程度上减小了经济形势对整体矿泉水市场的影响，预期2026年收入规模有所增长，未来随着品牌的推广逐步增长。

(2) 瓶装纯净水：瓶装纯净水作为消费降级环境下包装饮用水消费的首选，作为替代消费品，部分吸纳了瓶装矿泉水的替代需求，2025年1-10月，标的公司瓶装纯净水销量维持10%左右增长，同比增速显著。本次加期评估考虑到纯净水未来一定期间内仍作为国内消费包装饮用水的代表品类，2026年预测收入增速由4.56%调整为6.15%，预测期收入复合增长率由4.50%调整为5.00%，贴合纯净水产品实际市场需求。

(3) 桶装水：主要为桶装纯净水，标的公司将深入与各区域当地的品牌桶装水供应商合作，通过润田品牌赋能，进一步拓展市场。考虑到2025年桶装水收入增速低于预期，本次加期评估适当调低桶装水收入预测，2026年预测收入增速由11.47%调整为7.76%，预测期收入复合增长率由8.07%调整为6.55%，同时考虑到报告期内销售基数较小，因此维持略高于瓶装纯净水的一定增速。

(4) 饮料：报告期内销售基数较小，且标的公司2025年10月后上市多款茶饮料，进一步丰富饮料产品矩阵。随着品牌推广及渠道拓展，未来预期保持一定的增速。因茶饮料产品2025年上市日期晚于预期，调低2025年饮料产品增速至91.38%，预测期各期收入调低约1,000万元。考虑到茶饮料平均单价较高，且市场接受度较好，未来销售占比将有所上升，因此预测期饮料品类单价略有上升。

## 2、毛利率可实现性较强

预测期内标的公司各产品毛利率以报告期表现为基础，毛利率均低于最近一期毛利率水平

1-2%，永续期毛利率水平恢复至 2023 年水平。本次加期评估后，标的公司预测期毛利率情况如下：

产品毛利率	2023年	2024年	2025年 1-10月	2025年 预计	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
瓶装纯净水	33.92%	34.47%	37.09%	36.18%	34.96%	34.64%	34.33%	33.96%	33.58%
瓶装矿泉水	40.70%	41.69%	44.11%	41.82%	40.60%	40.52%	40.47%	40.48%	40.49%
桶装水	44.20%	45.84%	47.39%	46.18%	46.09%	45.69%	45.25%	44.83%	44.38%
饮料	-	35.90%	40.94%	39.03%	37.35%	37.02%	36.88%	36.72%	36.64%

预测期内，标的公司各类产品毛利率均呈现缓慢下降趋势。毛利率受到销售单价、单位成本的共同影响，是销售定价策略、品牌营销及成本管控能力的综合体现。报告期内产品毛利率整体上升的情况下，标的公司对各项产品预测期毛利率预测均低于报告期最近一期约 1-2 个百分点，毛利率预测具有谨慎性，与报告期内预测差异具有合理性。

### 3、新增万安矿泉水基地

本次加期对自有采矿权未来部署情况有所调整，标的公司已于 2025 年年底获得万安矿泉水基地探矿权，并已签署土地出让协议，本次预期标的公司未来新增万安采矿权一项，并新建一处矿泉水生产基地，已在加期评估资本性支出中考虑。

标的公司未来矿泉水自产比例预期将有所上升，核心资源持有量提升，未来矿泉水生产销售的稳定性及可保障性进一步提升，评估预测具有谨慎性。

### 4、长期市场需求及在手订单情况

在手订单方面，由于包装饮用水属于快消品，周转速度相对较快、生产周期相对较短，标的公司通常会与合作的经销商签订年度框架合同，确定年度合作关系，极大地确保客户的稳定性。对于已经存在业务合作的客户，客户根据需求即时下单，下单频率相对较高。

从长期需求来看，我国包装饮用水年均人均饮水量仍存在较大提升空间。根据欧睿国际统计，2024 年我国包装饮用水年均人均饮用量达到 39.4L/人，远低于美国（118.4L/人）、韩国（97.5L/人）等发达国家。且从包装饮用水价格端看，我国 2024 年包装饮用水平均单价在 4.0 元/L 左右，和海外市场发达国家存在差距。我国包装饮用水的零售消费市场仍有巨大的增长潜力：一方面，健康补水需求增长将持续推动包装水市场整体增长，其中矿泉水产品因天然矿物质含量能够更好地迎合健康消费需求；另一方面，家庭饮水市场需求增长有望推动中大规格包装水

加速发展，在城市化率提升的背景下，以包装水替代自来水泡茶、煮饭等的家庭消费需求稳步提升，中大规格包装水可以满足家庭大量用水的需求，配送服务的发展也提升了其购买的可行性与便利性。

结合包装饮用水市场发展趋势，标的公司未来将在现有基本盘基础上，以差异化战略推动未来经营规模和盈利能力上升，即继续巩固江西地区、北方大区竞争优势，进一步做好下沉市场的开拓，稳步提升市场占有率，并加强矿泉水产品品牌塑造，促进饮用习惯逐步从“煮自来水”向“喝健康水”转变；与此同时，标的公司将结合产品类型，积极拓展华东大区、华南大区等新兴市场，同步拓展线上销售的新兴消费渠道，全方位多层次提升市场覆盖率，为消费者提供健康饮水的产品选择。

综上所述，标的公司 2025 年累计实现营业收入 135,186.69 万元，净利润实现情况较为良好，未来将结合自身区域、产品战略充分服务于市场需求，预测期内业绩可实现性较强。

同时，标的公司最近一期营业收入及利润实现情况较为理想。根据标的公司未经审计的财务数据，标的公司 2026 年 1-4 月累计实现营业收入 41,554.27 万元，同比增长 7.02%，略高于 2026 年全年营业收入预测增速；2026 年 1-4 月实现归母净利润 6,724.17 万元，同比增长 15.47%。

单位：万元

产品分类	2026年1-4月	2026年1-4月同比增速	2026年预测增速（加期评估）
营业收入	41,554.27	7.02%	6.90%
营业成本	32,899.18	4.36%	8.87%
归属于母公司所有者的净利润	6,724.17	15.47%	-

注：标的公司2026年1-4月为未经审计数据，2025年1-4月为审计数据，下同

2026 年 1-4 月分产品营业收入实现情况来看：

- 1、瓶装纯净水：同比增长 6.21%，高于本次加期评估预测；
- 2、瓶装矿泉水：同比增长 6.84%，高于本次加期评估预测；
- 3、桶装水：同比增长 4.24%，低于加期评估预测，但高于稳健性分析增速；
- 4、饮料：同比增长 73.90%，高于本次加期评估预测；

营业收入具体实现情况如下表所示：

单位：万元

产品分类	2026年1-4月	2026年1-4月同比 增速	2026年预测增速（ 加期评估）	稳健性分析增速
瓶装纯净水	28,688.90	6.21%	6.15%	6.15%
瓶装矿泉水	8,337.05	6.84%	6.60%	3.10%
桶装水	3,152.59	4.24%	7.76%	2.76%
饮料	1,106.70	73.90%	36.96%	36.96%

从上表可见，标的公司最近一期桶装水收入增速虽不及加期评估预期，但高于稳健性分析增速，且标的公司依托多元化产品矩阵，最近一期整体营业收入及利润完成情况较为理想，预测期业绩可实现性较强。

综上所述，本次加期评估盈利预测可实现性较强，调整后预期收入有所下调，利润有所增长，符合实际经营情况，股东全部权益价值高于前次评估估值，故前次评估亦具备合理性。

## 十一、中介机构核查情况

### （一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问、评估师履行了以下核查程序：

1、查阅标的公司 2020-2025 年各类收入增速及构成情况，了解国内市场规模及增速、区域竞争格局、标的公司发展战略及规划，确定预测期收入增速依据并分析合理性。

2、复核标的公司自有产能规模、永续期产品销量，了解委外生产产能情况；了解矿业权续期政策，取得标的公司取水证及矿业权证书、矿泉水委外加工商取水量储备情况，复核标的公司永续期产能稳定性和可保障性。

3、查阅标的公司审计报告，取得标的公司报告期内成本构成、原材料单价情况，复核营业成本与营业收入预测的匹配性；复核毛利率预测逻辑，分析预测期毛利率与报告期水平差异。

4、查阅标的公司审计报告，取得标的公司报告期内期间费用构成及变化情况，复核未来期间费用预测合理性；分析折旧摊销与资本性支出预测情况、营运资金情况与未来经营的匹配性。

5、查阅折现率各项参数选取过程，参考市场可比案例分析参数选取过程及结果的合理性。

6、查阅可比公司、可比交易筛选过程，比较可比公司、可比交易案例估值情况分析估值

合理性；比较标的公司前次股权转让作价情况分析差异原因及合理性。

7、查阅标的公司 2025 年、2026 年 1-4 月未审计营业收入及利润规模，收集新开拓客户及协议签署情况，结合标的公司经营战略及市场需求，分析标的公司预测期业绩可实现性。

## （二）核查意见

经核查，独立财务顾问、评估师认为：

1、标的公司不同产品增速系结合行业趋势、产品特点、标的公司历史期收入增速、现有经营规模及发展战略综合制定，增速差异具有合理性，销量及价格变化预测具有谨慎性，整体收入增速预测具有合理性。

2、标的公司未来产能能够覆盖永续期销量，委外产能具有稳定性和可保障性，本次评估已充分考虑委外因素影响，销量预测及产能具有匹配性。

3、标的公司现有矿泉水取水量及委外产能能够充分满足永续期销售量需求。标的公司生产用吉安基地采矿许可证已完成续期，标的公司正在推进永丰基地采矿权续期工作，根据标的公司实际经营情况，永丰基地采矿权是否续期完成，对标的公司实际经营无重大影响。标的公司外购矿泉水源及外购产能剩余可开采年限较长，且行业续期预期确定性较强，预计不存在取水受限的情形。

4、标的公司预测期内各类成本与收入变动具有匹配性，预测期内标的公司及各类产品毛利率情况具有合理性，本次评估充分考虑销售价格和成本变动趋势、运输半径、委托加工比例等变化对毛利率的影响。

5、标的公司期间费用系结合费用构成、报告期内占比、未来发展规划等因素进行预测，充分考虑与营业收入及未来销售渠道建立延展的匹配性，与报告期不存在显著差异，营运资金规模与现金周转率匹配。

6、标的公司权益资本成本选取参数与行业案例口径一致，权益资本成本选取过程具有谨慎性，选取结果具有合理性。

7、本次交易市盈率、市净率水平均处于可比上市公司、可比交易合理区间范围内，交易估值具有公允性。

8、标的公司交易估值略高于前次股权转让价值，估值差异系行业发展趋势、自身经营业

绩等因素的共同作用结果，评估预测具有谨慎性和合理性。

9、标的公司 2025 年累计实现营业收入 135,186.69 万元，净利润实现情况较为良好，未来将结合自身区域、产品战略充分服务于市场需求，预测期内业绩可实现性较强。

## 问题 5. 关于市场法评估

重组报告书披露，（1）本次交易市场法评估值为 300,200.00 万元，与收益法评估值相差较小；（2）本次评估采用上市公司比较法，选取农夫山泉、华润饮料和东鹏饮料作为可比上市公司；（3）本次评估以 P/E 作为可比价值比率，并剔除流动性和非经营性净资产等影响；（4）从成长能力、经营规模、偿债能力、运营能力、盈利能力等方面，对可比上市公司价值比率进行修正。

请公司说明：（1）从上市地点、业务情况、市场分布以及主要财务指标等角度，说明本次评估可比上市公司的选择依据和可比性，进一步说明本次交易是否适用市场法评估及依据；（2）结合标的公司所处行业特点、市场价值与主要指标之间的相关关系等，说明本次评估以 P/E 作为可比价值比率的依据和合理性，是否与可比交易案例可比；（3）可比上市公司股权价值剔除流动性和非经营性净资产的具体过程；流动性折扣的确定依据，不同市场差异较大的原因及合理性，折扣方法和取值是否与可比交易案例可比；非经营性净资产的确定依据及准确性；（4）本次评估修正体系及其修正指标的选取是否符合行业惯例，各修正体系下修正系数的确定依据及准确性，是否与同行业可比交易案例可比。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、从上市地点、业务情况、市场分布以及主要财务指标等角度，说明本次评估可比上市公司的选择依据和可比性，进一步说明本次交易是否适用市场法评估及依据

（一）本次交易可比上市公司的筛选过程、选择依据及可比性

1、同行业可比上市公司筛选过程及选择依据

同行业可比上市公司筛选过程及选择依据，具体参见“问题 4.关于收益法评估”之“八、本次交易市盈率、市净率与同行业可比公司、可比交易案例的对比情况，说明可比公司和可比交易案例的筛选过程、选择依据及可比性”之“（一）本次交易可比公司和可比交易案例的筛选过程、选择依据及可比性”相关内容。

## 2、同行业可比上市公司可比性分析

指标名称	农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料	润田实业
成立时间	1996/9/26	1995/7/4	1994/6/30	2014/10/11
发展阶段	全国稳定发展	全国稳定发展	全国快速发展	区域内稳定发展，全国仍需开拓
上市地点	港交所	港交所	上交所	/
产品种类	生产及销售包装饮用水及饮料、销售农产品	主要从事制造及经销包装饮用水	能量饮料、电解质饮料、咖啡（类）饮料、茶（类）饮料、预调制酒饮料、果蔬汁类饮料等	饮用纯净水、饮用天然矿泉水、健康饮品
业务结构	包装饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料及其他产品	包装饮用水、茶饮料、果汁饮料、运动饮料及咖啡饮料	能量饮料、电解质饮料、其他功能饮料	饮用纯净水、饮用天然矿泉水、柠檬汁蜂蜜水、苏打水、电解质水
经营模式	经销为主、直销和电商为辅	经销为主、直销和电商为辅	经销为主、直销和电商为辅	经销为主、直销和电商为辅
资产规模/万元	5,316,031	1,869,429	2,267,630	163,517
收入规模/万元	4,289,599	1,352,125	1,583,885	126,010
资产负债率%	39.3	36.6	66.1	26.2
成本费用利润率% (注)	54.1	19.3	34.6	22.6
收入复合增长率%	13.6	3.5	36.5	7.9

注：成本费用利润率=[利润总额/（营业成本+营业税金及附加+销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）]×100%

### （1）成立时间、主要经营及上市地点

三家可比公司均成立于1994-1996年，标的公司成立时间相对较晚。标的公司及三家可比公司的主要经营地点均位于中国，三家可比公司均已上市，其中农夫山泉及华润饮料于港交所上市，东鹏饮料于上交所上市。可比公司虽然上市地点存在一定差异，但主要经营地点相同，具备较大可比性，已在流动性折扣计算中对差异因素进行调整。

### （2）产品种类

三家可比公司及标的公司产品均聚焦于软饮料，其中东鹏饮料的产品主要包括能量饮料等，以能量饮料著称；农夫山泉、华润饮料及标的公司的产品主要包括包装饮用水及茶饮料、功能

饮料等，以包装饮用水起家，并逐步研发茶饮料、功能饮料等以打造第二增长曲线。标的公司及可比公司的主要产品均为包装饮用水及软饮料，具备可比性。

### (3) 业务结构及经营模式

农夫山泉、华润饮料及标的公司布局包装饮用水及饮料业务，东鹏饮料布局饮料业务，四家公司均在持续深化多品类布局，拓展产品矩阵。在经营模式上，三家可比公司及标的公司均采用多渠道模式组合销售，三家可比公司发展时间较长，发展规模较大，在渠道上的布局较为全面。标的公司及可比公司在主要业务结构及经营模式上较为相近，具备可比性。

### (4) 资产及收入规模

农夫山泉、华润饮料、东鹏饮料三家可比上市公司均为全国性销售区域，因此资产及收入规模高于标的公司。通常来说，品牌知名度越高，市场份额越大，收入及利润规模也就越高，企业规模随之扩张。在 P/S、P/E 等价值比率中，这种关系已经得到了部分的自然修正，即规模大的公司，虽然市值更高，但收入、利润也相应更高，两者相除后，倍数反而趋同。因此，用价值比率来比较不同公司时，规模差异的影响已经适当考虑。因此，虽然标的公司及可比公司在收入及资产规模上存在一定差异，但规模因素已在价值比率计算时被部分修正，同时在后续修正体系中也进一步重点考虑，可比公司选取具备合理性及谨慎性。

### (5) 资产负债率

农夫山泉、华润饮料、东鹏饮料及标的公司在 2024 年资产负债率分别为 39.3%、36.6%、66.1%、26.2%。东鹏饮料在报告期内持续加速全国化进程，于国内各地投建产能，对资金需求量较大，因此其短期借款规模较高，使得其资产负债率较高。标的公司目前稳健经营，产能扩充主要通过委外加工的形式，因此保持了较低的负债水平。除东鹏饮料外，标的公司与其他可比公司整体资产负债率较为相近，具备可比性。

### (6) 盈利能力

农夫山泉、华润饮料、东鹏饮料及标的公司在 2024 年成本费用利润率分别为 54.1%、19.3%、34.6%、22.6%。农夫山泉为我国最大的包装饮用水企业，其销售定价权及规模效应较强，且以东方树叶为代表的饮料产品收入占比逐步上升，成为重要利润贡献来源，使得农夫山泉综合盈利能力明显高于其他公司。东鹏饮料聚焦功能饮料等，非纯净水类饮料的附加值较纯净水更高，故盈利能力较强。标的公司与华润饮料 2024 年成本费用利润率接近，盈利能力不存在显著差异。

对于标的公司及可比公司在盈利能力方面的差异，本次已在修正体系中进行调整。

### (7) 成长能力

农夫山泉、华润饮料、东鹏饮料及标的公司 2022-2024 年收入复合增长率分别为 13.6%、3.5%、36.5%、7.9%。东鹏饮料受益于健康理念的普及和户外运动的兴起，实现场景化渗透和渠道裂变，以东鹏特饮为引擎，成长能力高于其他三家公司。农夫山泉、华润饮料及标的公司饮用水市场发展相对稳定，正逐步布局能量饮料等市场。标的公司及可比公司未来业务规模均将实现持续增长，具有可比性，对于成长能力方面的差异，本次已在修正体系中进行调整。

综上所述，可比上市公司上市地点均位于国内，虽然资本市场及经营体量有一定差异，但整体上属于同行业同赛道，可比上市公司主要经营区域与标的公司一致，业务情况与标的公司最为相近，主要财务指标与标的公司可比。同时，为进一步保障本次评估倍数、评估结论的合理性、可比性，本次评估针对标的公司与可比公司的具体差异，参考行业惯例搭建了修正体系，整体评估具备谨慎性。

## (二) 本次交易适用市场法评估的依据

依据《资产评估执业准则——资产评估方法》（中评协[2019]35号），市场法也称比较法、市场比较法，是指通过将评估对象与可比参照物进行比较，以可比参照物的市场价格为基础确定评估对象价值的评估方法的总称。资产评估专业人员选择和使用市场法时应当考虑市场法应用的前提条件：一是评估对象的可比参照物具有公开的市场，以及活跃的交易；二是有关交易的必要信息可以获得。

标的公司属于消费行业，主要业务为生产及销售包装纯净水及矿泉水，属于即饮软饮行业，结合上市地点、业务情况、市场分布以及主要财务指标等角度分析后同行业类似上市公司较多，可比公司股价及经营和财务数据相关信息公开，具备资料的收集条件，故适用市场法评估。

## 二、P/E 作为可比价值比率的依据和合理性、与交易案例可比性

### (一) P/E 作为可比价值比率的依据和合理性

价值比率可以按照分母的性质分为盈利价值比率、资产价值比率、收入价值比率和其他特定价值比率。根据《资产评估师资格全国统一考试辅导教材·资产评估实务（二）》及行业通行做法，不同行业通常适用的价值比率如下表所示：

行业		通常选用的价值比率
金融业	银行	P/B、P/E
	保险	财险：P/B 寿险：P/EV
	证券	经纪：P/E、营业部数量、交易活跃账户数量自营：P/B
	基金	P/AUM（管理资产规模）
采掘业		EV/Reserve、EV/Resource、EV/Annual Capability
房地产业		P/NAV（净资产价值）、P/FCFE
制造业	钢铁行业	P/B、EV/钢产量
	消费品制造业	P/E
	机械制造业	P/E
	生物制药业	PEG
基础设施业		EV/EBITDA、P/B
贸易业		批发：P/E 零售：EV/S
信息技术业		处于初创阶段：EV/S、P/B 处于成长阶段：P/E、PEG 处于成熟阶段：P/E

标的公司属于即饮软饮生产销售企业，属于消费品制造业，且盈利稳步增长，其股权价值主要为盈利驱动，故优先选取盈利价值比率 P/E 作为价值比率。

标的公司所处的即饮软饮生产销售行业存在自产及委外两种生产模式，不同生产模式下企业资产、负债结构存在本质差异，对企业生产经营起关键作用的销售渠道、市场品牌认可、供应链等因素的价值则无法体现，因此账面净资产不能全面反映企业价值，故本次未采用资产价值比率进行评估。包装饮用水行业产品相比酒类、饮料产品单价较低，成本控制及渠道费用把控是企业的关键竞争力，关系到营业收入向利润的转化，收入价值比率较难体现营业收入向利润的转化能力，故本次未采用收入价值比率。

同时，本次对标的公司业务所属行业为“饮料制造（C152）”中的“瓶（罐）装饮用水制造（C1522）”，软饮料全行业 A 股及 H 股上市公司共 15 家，进行 P/E、P/B 及 P/S 的拟合度分析，公司列表如下：

证券代码	证券名称	主营产品类型
9633.HK	农夫山泉	生产及销售包装饮用水及饮料、销售农产品
2460.HK	华润饮料	公司为投资控股公司，其子公司主要从事制造及经销包装饮用水

证券代码	证券名称	主营产品类型
605499.SH	东鹏饮料	能量饮料、电解质饮料、咖啡（类）饮料、茶（类）饮料、预调制酒饮料、果蔬汁类饮料等
000848.SZ	承德露露	杏仁露、果仁核桃露、杏仁奶
603156.SH	养元饮品	核桃乳、功能性饮料、其他植物饮料
605198.SH	安德利	果汁、香精、果渣
2218.HK	安德利果汁	浓缩果汁的加工生产及销售
600189.SH	泉阳泉	长白山天然矿泉水、苏州园区园林绿化、“霍尔茨”木门及智能家居
600132.SH	重庆啤酒	嘉士伯、乐堡、1664、布鲁克林、夏日纷、乌苏、重庆、山城、西夏、大理、风花雪月、京A
600573.SH	惠泉啤酒	惠泉一麦、惠泉纯生、惠泉欧骑士、惠泉鲜啤
600600.SH	青岛啤酒	啤酒
000729.SZ	燕京啤酒	啤酒、水、九龙斋酸梅汤、燕京纳豆
002461.SZ	珠江啤酒	啤酒销售、酵母饲料销售、包装材料、租赁餐饮服务
603711.SH	香飘飘	“香飘飘”经典系列、好料系列、“Meco”杯装果茶、“兰芳园”港式茶饮、“香飘飘”即饮牛乳茶
1115.HK	西藏水资源	生产及销售水产品 & 啤酒产品

拟合度分析计算结果如下：

因变量	市值 P/万元		
	归母净资产 B/万元	归母净利润 E/万元	总营业收入 S/万元
价值比率	P/B	P/E	P/S
相关系数	0.79	0.99	0.88
拟合优度	0.63	0.98	0.77

经测算，P/E 的拟合度明显高于 P/B 及 P/S。

综上所述，本次选取盈利价值比率 P/E 作为价值比率具有合理性。

## （二）P/E 作为可比价值比率与交易案例具有可比性

经查询，2020 年至本回复出具日已审核通过或正处于审核阶段、且采用市场法进行评估的上市公司发行股份购买资产案例，泛消费类重组均采取盈利价值比率，具体如下：

股票代码	上市公司	评估标的	评估标的产 品或服务	评估基准日	价值比率	交易案例 进度
002187	广州市广百股 份有限公司	广州友谊集 团有限公司	百 货 零 售 ( 消 费 贸 易 业)	2020/3/31	P/E	已过会
300765	石药集团新诺 威制药股份有 限公司	石药集团圣 雪葡萄糖有 限责任公司	大 健 康 领 域 功 能 性 原 料 ( 消 费 品 制 造 业)	2021/5/31	P/E	已过会
603031	安徽安孚电 池科技股份有 限公司	安徽安孚能 源科技有限 公司下属公 司宁波亚锦 电子科技股 份有限公司	电 池 ( 消 费 品 制 造 业)	2023/12/31	P/E	已过会
301335	杭州天元宠 物用品股份有 限公司	广州淘通科 技股份有限 公司	电 商 销 售 服 务 和 全 域 数 字 营 销 ( 消 费 贸 易 业)	2024/12/31	P/E	审核中

如上表所示，评估标的所处行业为泛消费品行业的交易案例共 4 例，交易案例均采用 P/E 指标作为价值比率。此外，2017 年泉阳泉发行股份购买资产案例中，亦采用且仅使用 P/E 指标作为公允性分析的可比价值比率。

本次加期评估市场法选取可比公司及修正指标均与 2025 年 4 月 30 日基准日保持一致，加期评估加权修正后价值比率 P/E 为 22.45，股东全部权益价值 421,300.00 万元。加期评估市场法估值高于前次评估市场法评估值，主要由于可比公司股价变动影响。伴随市场态势的稳步向好，市场对行业前景的信心持续增强，行业预期水涨船高。农夫山泉与东鹏饮料的股价均呈现出上涨态势，华润饮料股价略有回调，但从整体来看，行业 P/E 倍数实现提升，标的公司市场法估值也随之提高。各可比公司股价对比情况如下：

项目/可比公司	可比公司一	可比公司二	可比公司三
	农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料
首次评估月均价/元	34.80	14.41	257.99
加期评估月均价/元	53.47	11.05	293.77
首次评估修正前 P/E	28.19	17.04	19.27
加期评估修正前 P/E	44.45	13.89	22.56
首次评估修正后 P/E	20.07	15.22	13.61

项目/可比公司	可比公司一	可比公司二	可比公司三
	农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料
加期评估修正后 P/E	35.59	14.98	16.78

综上所述，本次评估价值比率的选取与可比交易案例选取一致，符合行业惯例。

### 三、可比上市公司股权价值缺乏流动性折扣的确定过程及合理性、与交易案例可比性；剔除非经营性净资产的具体过程、确定依据及准确性

#### （一）缺乏流动性折扣的确定过程及合理性

##### 1、缺乏流动性折扣的确定过程

对于流动性折扣，本次评估参考新股发行定价估算方式进行测算，即国内上市公司新股 IPO 的发行定价与该股票正式上市后的交易价格之间的差异来研究缺少流动性折扣的方式。

本次评估分别测算 A 股及 H 股的缺乏流动性折扣率，测算过程中对 A 股及 H 股采用同口径方式处理。考虑到即饮软饮行业细分行业分类下上市公司数量较少，本次评估针对 A 股及 H 股根据筛选后可比公司的细分行业分类，按照食品饮料行业收集了在该行业分类下，2014 年以后上市的可比公司新股的发行价，分别研究其与上市后第 90 交易日、120 日以及 250 日收盘价之间的关系，为谨慎考虑，剔除异常值后用上述各交易日缺乏流动性折扣率平均值水平，即 46.7% 确定为 A 股缺乏流动性折扣率，14.2% 确定为 H 股缺乏流动性折扣率。

缺乏流动性折扣 = (上市后 N 日收盘价 - 首发价格) ÷ 上市后 N 日收盘价

##### 2、缺乏流动性折扣具有合理性

###### （1）H 股流动性与 A 股存在较大差异

换手率可以一定程度上反映股票流通性的强弱，换手率越低则流动性越差。本次同时统计了沪深 A 股及 H 股市场换手率情况，H 股各项指标均明显低于 A 股，导致 H 股与 A 股在换手率上存在较大差异，与 H 股流动性低于 A 股流动性情况相一致，进而导致流动性折扣存在明显差异，具体数据如下：

市场	项目	年换手率	月换手率
A 股	平均值	704.51	71.96
	中值	570.20	49.68

市场	项目	年换手率	月换手率
H 股	平均值	66.18	4.06
	中值	17.80	1.01

此外，本次收集了基准日 2025 年 4 月 30 日同时在 A 股及 H 股上市的公司收盘价，统计溢价率情况，具体计算公式如下：

$$\text{AH 股溢价率} = (\text{PA} - \text{PH}) / \text{PH}$$

其中：PA 为 A 股股价，PH 为换算成人民币的 H 股股价

根据对 115 个样本公司的计算，基准日 AH 股溢价率平均值为 87.72%，中位值为 70.16%。显示了 A 股与 H 股对于同一基准日同一股票的估值倍数存在明显差异。

#### (2) H 股与 A 股同行业市盈率倍数存在差异

结合上述换手率及溢价率信息，本次进一步统计了日常消费品行业 A 股及 H 股市场 P/E。其中 H 股指标明显低于 A 股，A 股平均值为 H 股平均值的 3.32 倍，溢价率 232.34%；A 股中值为 H 股中值的 3.77 倍，溢价率 276.31%。

市场	项目	日常消费品板块市盈率 P/E (评估基准日)
A 股	平均值	62.28
	中值	25.10
H 股	平均值	18.74
	中值	6.67

综上，基于本次 A 股流动性折扣 46.7%，采用 AH 股溢价率及同行业 P/E 倍数差异推算 H 股流动性折扣情况，具体过程如下：

项目	公式	AH 溢价率测算	P/E 溢价测算
A 股上市股价	A	1.00	1.00
考虑流动性折扣后价值	$C = A \times (1 - 46.7\%)$	0.53	0.53
溢价率中位值	B	70.16%	276.31%
调整溢价率后 H 股价值	$D = A / (1 + B)$	0.59	0.27
H 股隐含流动性折扣率	$E = 1 - C/D$	9.31%	-100.57%

采用 AH 溢价率及 A 股、港股消费品行业平均 PE 溢价率对比辅助测算后的 H 股隐含流动性

折扣率均低于本次采用的流动性折扣 14.2%，同时，结合 A 股及 H 股市场的流动性差异情况综合分析，本次对于港股流动性折扣计算具备合理性及谨慎性。

### 3、缺乏流动性折扣的计算方法与交易案例相近

经公开检索，经审核通过的上市公司发行股份购买资产案例中，不乏使用新股发行定价估算方式测算流动性折扣的交易案例，具体情况如下：

股票代码	上市公司	评估标的	评估基准日	流动性折扣方式	审核进度
688469	芯联集成	芯联越州	2024年10月31日	新股发行定价估算法	已过会
603991	至正股份	AAMI	2024年9月30日	新股发行定价估算法	已过会
301297	富乐德	富乐华	2024年9月30日	新股发行定价估算法	已过会
688536	思瑞浦	创芯微	2023年9月30日	新股发行定价估算法	已过会
000155	川能动力	川能风电	2022年9月30日	新股发行定价估算法	已过会
688131	皓元医药	药源药物	2021年12月31日	新股发行定价估算法	已过会
605090	九丰能源	四川远丰森泰	2021年12月31日	新股发行定价估算法	已过会

综上所述，本次评估流动性折扣计算方式与其他市场法案例计算方式一致，具有可比性。

### （二）非经营性净资产的剔除过程、确定依据及准确性

本次评估中，标的公司存在房屋建筑物、递延所得税资产、其他非流动资产、其他应收款中的应收处置固定资产款项及房县其他应收款、投资性房地产、无形资产-土地、房县预付款项、递延收益、递延所得税负债、其他应付款中的应付股利及房县其他应付款、房县预收款项、房县合同负债、房县应交税费及房县应付账款。基于以上划分原则，截至评估基准日，标的公司非经营性资产和负债评估如下：

单位：万元

涉及的科目名称	内容	账面价值	评估价值	评估方法备注
房屋建筑物	房县闲置房产	1,597.94	2,254.79	采用成本法评估（估值包含投资性房地产-房产）
递延所得税资产	递延资产	1,170.92	917.62	剔除合并对价分摊增减值等合并口径调整的部分递延资产

涉及的科目名称	内容	账面价值	评估价值	评估方法备注
其他非流动资产	定期大额存单及利息	30,652.18	30,652.18	按核实后的账面值评估
其他应收款	应收处置固定资产款项及房县其他应收款	95.79	95.79	按核实后的账面值评估
投资性房地产	房县及润田实业出租房产	562.77	0.00	估值合并房屋建筑物及无形资产-土地
无形资产—土地	房县土地	954.65	1,681.40	采用市场法评估（估值包含投资性房地产-土地）
预付款项	房县预付	1.17	1.17	按核实后的账面值评估
非经营性资产小计		<b>35,602.95</b>	<b>35,602.95</b>	
递延收益	政府补助等	913.23	0.00	所得税已支付，后期无需支付
递延所得税负债	递延负债	2,337.61	0.00	合并对价分摊等合并口径调整引起的递延负债，评估为零
其他应付款	应付股利	8,000.00	8,000.00	按核实后的账面值评估
预收款项	房县预收	4.82	4.82	按核实后的账面值评估
合同负债	房县合同负债	0.28	0.28	按核实后的账面值评估
应交税费	房县税费	0.35	0.35	按核实后的账面值评估
应付账款	房县应付	179.91	179.91	按核实后的账面值评估
其他应付款	房县他付	5.00	5.00	按核实后的账面值评估
非经营性负债小计		<b>11,441.20</b>	<b>8,190.36</b>	
非经营性资产、负债净值		<b>23,594.22</b>	<b>27,412.59</b>	

结合可比公司公布的 2024 年年报，本次评估的三家可比公司参照与标的公司的一致口径对非经营性资产、负债进行了区分。

1、农夫山泉：农夫山泉 2024 年未披露闲置或出租房产，房产不属于非经营性资产；递延税项资产账面价值为 108,789.30 万元，本次作为非经营性资产；长期银行存款账面价值为 1,063,088.20 万元，同标的公司大额存单的区分口径一致，本次作为非经营性资产；按公允价值计入损益的金融资产账面价值为 152,943.80 万元，本次作为非经营性资产；递延收益、递延税项负债账面价值合计 82,250.20 万元，本次作为非经营性负债。

2、华润饮料：华润饮料 2024 年未披露闲置或出租房产，房产不属于非经营性资产；递延税项资产账面价值为 9,183.40 万元，本次作为非经营性资产；定期银行存款账面价值为

494,659.00 万元，同标的公司大额存单的区别口径一致，本次作为非经营性资产；递延收入、递延税项负债、贸易及其他应付款项中的非经营性款项、应付股东款项账面价值合计 285,239.50 万元，本次作为非经营性负债。

3、东鹏饮料：东鹏饮料 2024 年未披露闲置或出租房产，房产不属于非经营性资产；递延所得税资产账面价值为 45,983.87 万元，本次作为非经营性资产；其他流动资产中大额存单账面价值 19,052.10 万元，本次作为非经营性资产；交易性金融资产账面价值 489,720.56 万元，本次作为非经营性资产；一年内到期的非流动资产系一年内到期的债权投资，账面价值 18,356.81 万元，本次作为非经营性资产；债权投资账面价值 367,160.19 万元，本次作为非经营性资产；其他非流动金融资产账面价值 37,715.30 万元，本次作为非经营性资产；递延所得税负债、递延收益-非流动负债账面价值合计 5,422.00 万元，本次作为非经营性负债。

综上所述，可比上市公司非经营性资产（负债）情况区别口径一致，且具有合理性。

#### 四、修正体系的确定依据及准确性，与同行业可比交易案例可比性

##### （一）修正体系及其修正指标的选取符合行业惯例

##### 1、修正体系及其修正指标的选取依据

根据《评估准则-企业价值准则》中第三十四条，价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑：（一）选择的价值比率有利于合理确定评估对象的价值；（二）计算价值比率的数据口径及计算方式一致；（三）对可比公司和标的公司间的差异进行合理调整。

本次市场法评估按照准则要求，依据标的公司及可比公司所属细分行业的特点，本次评估对于市场法修正体系设置情况如下：

##### （1）成长能力

成长能力指标包括营业收入增长率，净利润增长率等。由于企业属于即饮软饮行业，市场份额对企业市值产生较大的影响，同时净利润与成本费用利润率存在较强的勾稽关系，为避免与盈利能力修正存在交叉，本次采用营业收入增长率作为修正指标。为避免单年度数据略有波动，本次采用近两年收入复合增长率作为修正指标。

##### （2）经营规模

经营规模是企业资产体量的大小，一般来说体量越大，整体市值越高。一般来说，衡量企业经营规模的大小主要是营业收入和总资产规模。由于本次成长能力修正采用收入复合增长率进行修正，已经考虑了营业收入因素的影响，不宜重复采用营业收入规模作为修正参数，故本次按照总资产规模进行修正。

### (3) 偿债能力

偿债能力的衡量指标主要有流动比率、速动比率、资产负债率等。由于企业和可比上市公司均为盈利能力较好的、成长性企业，同时标的企业存在部分货币资金已购买大额存单在其他非流动资产科目，不同企业的货币资金处理方式会对流动比率及速动比率存在一定的影响，因此偿债能力选取资产负债率进行修正，体现企业整体资产负债水平及长期偿债能力。

### (4) 运营能力

企业营运能力的财务分析比率有存货周转率、应收账款周转率、流动资产周转率和总资产周转率等。这些比率揭示了企业资金运营周转的情况，反映了企业对经济资源管理、运用的效率高。企业资产周转越快，流动性越高，资产获取利润的速度就越快。考虑到标的企业与经销商主要采用先款后货方式，应收账款规模较小，应收账款周转率明显高于其他可比上市公司，而在企业成长过程中适当给予应收款项一定的账期可以加快拓展速度，实现更高效地发展，故本次不予选取应收账款周转率作为修正指标以避免片面衡量运营能力。作为即饮软饮企业，属于快消品行业，存货的周转对企业经营至关重要，存货的周转相较于流动资产、总资产的周转对于企业经营的影响更明显，存货周转率能够更及时地体现企业综合营运能力状况，同时考虑到不同会计准则下对运费的处理不同，本次统一采用剔除运费后的营业成本用于计算存货周转率。为避免单年度数据略有波动，故本次评估选择近两年存货周转率平均值作为运营能力的修正指标。

### (5) 盈利能力

盈利能力指标主要包括营业利润率、成本费用利润率、净资产收益率等。而当中比较常见的、也是比较重要的指标为成本费用利润率和净资产收益率。净资产收益率因计算口径比较全面，且直接反映投入和收益的关系，因此是最常用的衡量企业盈利能力的指标。本次采用 P/E 价值比率，为避免再采用净资产收益率进行修正有重复考虑的嫌疑等问题，选择其他的盈利能力指标作为替代，比如“成本费用利润率”。

## 2、修正体系及其修正指标的选取符合行业惯例

《资产评估执业准则——企业价值》（中评协[2018]38号）中提到“资产评估专业人员应当关注业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素”。本次评估在可比公司的筛选和修正体系及其修正指标的选取上与行业规范相一致。

经公开检索，本次交易参考了 2020 年以来已过会或正处于审核阶段、采用市场法进行评估的交易案例的基本修正体系，具体情况如下：

股票代码	上市公司	评估标的	评估标的所处行业	评估基准日	修正体系	交易案例进度
002187	广州市广百股份有限公司	广州友谊集团有限公司	百货零售（消费贸易业）	2020/3/31	盈利能力、成长能力、偿债能力、营运能力、规模	已过会
300765	石药集团新诺威制药股份有限公司	石药集团圣雪葡萄糖有限责任公司	大健康领域功能性原料（消费品制造业）	2021/5/31	盈利能力、成长能力、风险管理能力、运营比率	已过会
600345	武汉长江通信产业集团股份有限公司	迪爱斯信息技术股份有限公司	信息系统集成	2022/6/30	企业规模、成长能力、盈利能力、偿债能力	已过会
300701	森霸传感科技股份有限公司	无锡格林通安全装备有限公司	安全监测产品提供商	2023/2/28	营业规模、盈利能力、发展能力、其他因素	已过会
300757	罗博特科智能科技股份有限公司	ficonTEC Service GmbH 及 ficonTEC Automation GmbH	半导体自动化微组装及精密测试设备	2023/4/30	营业规模、盈利能力、发展能力、其他因素	已过会
688536	思瑞浦微电子科技（苏州）股份有限公司	深圳市创芯微电子有限公司	芯片研发及销售	2023/9/30	不作修正	已过会
603358	华达汽车科技股份有限公司	江苏恒义工业技术有限公司	新能源汽车电池系统零部件	2023/10/31	成长能力、盈利能力、营运能力、偿债能力、研发投入	已过会
603031	安徽安孚电池科技股份有限公司	安徽安孚能源科技有限公司下属公司宁波亚锦电子科技股份有限公司	电池（消费品制造业）	2023/12/31	规模、盈利能力、偿付能力、营运能力、发展能力	已过会
000599	青岛双星股份有限公司	青岛星微国际投资有限公司	轮胎产品	2023/12/31	企业规模、盈利能力、债务风险、营	已过会

股票代码	上市公司	评估标的	评估标的所处行业	评估基准日	修正体系	交易案例进度
		下属企业持有的锦湖轮胎株式会社			运能力、其他因素	
688085	上海三友医疗器械股份有限公司	北京水木天蓬医疗技术有限公司	超声外科手术设备及耗材	2024/4/30	交易时间因素、市场因素、营业规模、盈利能力、发展能力、其他因素	已过会
603991	深圳至正高分子材料股份有限公司	先进封装材料国际有限公司	引线框架产品	2024/9/30	不作修正	已过会
301297	安徽富乐德科技发展股份有限公司	江苏富乐华半导体科技股份有限公司	功率半导体覆铜陶瓷载板	2024/9/30	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	已过会
002600	广东领益智造股份有限公司	江苏科达斯特恩汽车科技股份有限公司	汽车饰件总成产品	2024/12/31	交易情况、经营规模、成长能力、偿债能力、营运能力、盈利能力、研发能力、其他	已过会
600863	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	北方上都正蓝旗新能源有限责任公司、北方多伦新能源有限责任公司	风力发电	2024/12/31	交易情况、装机规模、市场环境、自然条件、项目状态、发电小时数、电价、剩余寿命、交易比例	已过会
301335	杭州天元宠物用品股份有限公司	广州淘通科技股份有限公司	电商销售服务和全域数字营销（消费贸易业）	2024/12/31	交易时间、可比交易案例的盈利回报指标、资产运营指标、风险防控指标、发展能力指标	审核中
688622	广州禾信仪器股份有限公司	上海量羲技术有限公司	仪器仪表制造	2025/6/30	不作修正	审核中
300473	阜新德尔汽车部件股份有限公司	爱卓智能科技有限公司（上海）有限公司	汽车覆膜饰件、汽车包覆饰件	2025/6/30	营运能力、偿债能力、盈利能力、发展能力、规模状况	已过会

综上，相关案例修正体系整体上类似，并根据案例实际情况针对修正指标有所选择，本次评估与行业惯例在修正体系及其修正指标的选取上不存在重大差异。

## （二）修正系数的确定依据及准确性，与同行业可比交易案例可比

### 1、修正系数的确定依据及准确性

本次评估对各项指标修正的幅度进行了限制，单一因素修正不超过 20，以防修正幅度过大的影响，整体修正幅度介于同行业市场案例范围内。修正步距则结合指标修正最大值、可比公司和被评估单位各项指标差异情况、可比公司指标的数据分布情况等因素确定。

确定修正幅度及步距后，以标的公司作为比较基准和调整目标，将标的公司各指标打分均设为 100，根据步距及幅度分别对可比公司赋予分值，修正步距的确定综合考虑各修正系数，考虑充分拉开极差，体现各可比公司间差异。各修正指标下修正系数的确定依据如下：

#### （1）交易日期修正

资产的价格会因为不同的时间而发生变化，而可比企业的成交日期与评估时点通常不同。因此需要将可比企业在其成交日期时的价格调整到在评估时点的价格。这种对可比企业成交价格进行的调整，称为“市场状况调整”，或称“交易日期修正”。经过这一调整或修正之后，就将可比企业在其成交日期的价格变成了在评估时点的价格。

本次采用上市公司比较法，且计算口径均为 2025 年 4 月 30 日近 1 个月的股票交易均价，因此不需要进行交易日期修正。

#### （2）交易情况修正

可比企业的成交价格是实际发生的，它可能是正常的、公允的市场价值，也可能是某些特定条件、交易条款下的价格。由于要求评估对象价值是客观、公允的，所以可比企业的成交价格如果是不正常的，则应把它修正为正常的。这种对可比企业成交价格进行的修正，称为交易情况修正。

进行交易情况修正，应排除交易行为中的特殊因素所造成的可比企业成交价格偏差，将可比企业的成交价格调整为正常价格。

经核查，上市公司的交易价格均为活跃、公开交易下的正常市场交易价格，不需要进行交易情况修正。

#### （3）成长能力修正

收入复合增长率的修正是正向的，即收入复合增长率越高，则向上修正；反之则向下修。

具体来看，本次评估通过比较标的公司与可比公司营业收入增长率的差异，确定修正幅度并赋予分值。修正幅度为差异率每 10%（可比公司和被评估单位相比，下同），修正 1 分，最大修正值为 20 分。

被评估单位与可比上市公司收入复合增长率的打分情况如下：

比较因素		润田实业	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三
			农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料
成长能力修正	收入复合增长率	7.9%	13.6%	3.5%	36.5%
	打分系数	100	107	87	120

#### （4）经营规模修正

总资产规模的修正是正向的，即总资产规模越大，则向上修正；反之则向下修。具体来看，本次评估通过比较标的公司与可比公司总资产的差异，确定修正幅度并赋予分值，修正幅度为差异率每 75%（可比公司和被评估单位相比，下同），修正 1 分，最大修正值为 20 分。

被评估单位与可比上市公司总资产规模的打分情况如下：

比较因素		润田实业	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三
			农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料
经营规模修正	总资产/万元	163,517	5,316,031	1,869,429	2,267,630
	打分系数	100	120	114	117

#### （5）偿债能力修正

资产负债率修正的方向是反向的，即资产负债率越低，代表企业经营风险越小，则向上修正；反之则向下修。本次评估通过比较标的公司与可比公司资产负债率的差异，确定修正幅度并赋予分值，修正幅度为差异率每 10%（可比公司和被评估单位相比，下同），修正 1 分，最大修正值为 20 分。

被评估单位与可比上市公司资产负债率的打分情况如下：

比较因素		润田实业	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三
			农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料
偿债能力修正	资产负债率	26.2%	39.3%	36.6%	66.1%

比较因素	润田实业	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三
		农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料
打分系数	100	95	96	85

### (6) 运营能力修正

存货周转率修正是正向的，即存货周转率越高，则向上修正；反之则向下修。本次评估通过比较标的公司与可比公司存货周转率的差异，确定修正幅度并赋予分值，修正幅度为差异率每 10%（可比公司和被评估单位相比，下同），修正 1 分，最大修正值为 20 分。

被评估单位与可比上市公司存货周转率的打分情况如下：

比较因素	润田实业	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	
		农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料	
运营能力修正	存货周转率（剔除运费）	4.9	5.5	15.8	11.2
	打分系数	100	101	120	113

### (7) 盈利能力修正

成本费用利润率的修正是正向的，即成本费用利润率越大，则向上修正，反之则向下修正。本次评估通过比较标的公司与可比公司成本费用利润率的差异，确定修正幅度并赋予分值，修正幅度为差异率每 10%（可比公司和被评估单位相比，下同），修正 1 分，最大修正值为 20 分。

被评估单位与可比上市公司成本费用利润率的打分情况如下：

比较因素	润田实业	可比上市公司一	可比上市公司二	可比上市公司三	
		农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料	
盈利能力修正	成本费用利润率	22.6%	54.1%	19.3%	34.6%
	打分系数	100	114	98	105

## 2、修正系数的确定与同行业可比交易案例可比

经比较 2020 年以来已经过会或正处于问询阶段、且采用市场法进行评估的交易案例中，进行指标修正的案例共计 13 个，1 个案例未披露修正具体参数，3 个案例未进行修正。本次交易在采用修正的可比案例修正区间范围内，其中进行指标修订的案例具体情况如下：



序号	股票代码	上市公司	评估标的	评估基准日	修正幅度	修正前离散度	修正后离散度	交易案例进度
1	002187	广州市广百股份有限公司	广州友谊集团有限公司	2020/3/31	1.54%~13.91%	4.77	5.14	已过会
2	600345	武汉长江通信产业集团股份有限公司	迪爱斯信息技术股份有限公司	2022/6/30	-28.04%~-4.75%	价值比率 1: 5.12 价值比率 2: 1.29	价值比率 1: 7.73 价值比率 2: 1.06	已过会
3	300701	森霸传感科技股份有限公司	无锡格林通安全装备有限公司	2023/2/28	-39.67%~-21.68%	3.86	3.26	已过会
4	300757	罗博特科智能科技股份有限公司	ficonTEC Service GmbH 及 ficonTEC Automation GmbH	2023/4/30	-13.90%~-8.65%	1.13	0.91	已过会
5	603358	华达汽车科技股份有限公司	江苏恒义工业技术有限公司	2023/10/31	-29.06%~-13.06%	价值比率 1: 0.20 价值比率 2: 1.45	价值比率 1: 0.39 价值比率 2: 1.58	已过会
6	603031	安徽安孚电池科技股份有限公司	安徽安孚能源科技有限公司下属公司宁波亚锦电子科技有限公司	2023/12/31	6.64%~10.66%	3.94	3.88	已过会
7	000599	青岛双星股份有限公司	青岛星微国际投资有限公司下属企业持有的锦湖轮胎株式会社	2023/12/31	-3.46%~-1.45%	价值比率 1: 4.54 价值比率 2: 0.72	价值比率 1: 4.70 价值比率 2: 0.72	已过会
8	688085	上海三友医疗器械股份有限公司	北京水木天蓬医疗技术有限公司	2024/4/30	-18.80%~-17.21%	4.56	3.50	已过会
9	301297	安徽富乐德科技发展股份有限公司	江苏富乐华半导体科技股份有限公司	2024/9/30	-7.14%~-0.41%	价值比率 1: 1.19 价值比率 2: 0.14	价值比率 1: 1.34 价值比率 2: 0.11	已过会
10	002600	广东领益智造股份有限公司	江苏科达斯特恩汽车科技股份有限公司	2024/12/31	-28.47%~-14.66%	2.44	1.59	已过会
11	600863	内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	北方上都正蓝旗新能源有限责任公司、北方多伦新能源有限责任公司	2024/12/31	-3.68%~-27.94%	正蓝旗风电: 0.08 北方多伦: 0.16	正蓝旗风电: 0.08 北方多伦: 0.13	已过会
12	301335	杭州天元宠物用品股份有限公司	广州淘通科技股份有限公司	2024/12/31	-6.54%~-0.16%	1.60	1.86	审核中

序号	股票代码	上市公司	评估标的	评估基准日	修正幅度	修正前离散度	修正后离散度	交易案例进度
13	300473	阜新德尔汽车部件股份有限公司	爱卓智能科技（上海）有限公司	2025/6/30	-2.95%~-0.94%	1.88	1.92	已过会

注：（1）离散度为可比公司价值比率标准差

近年来采用市场法评估的交易案例修正幅度绝对值范围在 0.16%-39.67%，其中上述案例序号 2、序号 5、序号 8、序号 13，最大修正幅度均在 20 以内，本次市场法对各修正指标的修正亦以 20 分为最大修正幅度，P/E 修正前后离差位于-29.37%~-10.68%，且修正后三个可比公司价值比率之间的离差由 4.82 减小至 2.75，修正后离散度在可比案例修正区间范围内，具有合理性。

同时修正后 P/E 指标低于修正前，修正后指标更为合理谨慎，修正前后指标对比如下：

修正因素	P/E（中位数）	P/E（平均值）	可比公司一	可比公司二	可比公司三
			农夫山泉	华润饮料	东鹏饮料
P/E	19.27	21.50	28.19	17.04	19.27
修正后 P/E	15.22	16.30	20.07	15.22	13.61

可比公司修正前 P/E 中位数为 19.27，修正后 P/E 中位数为 15.22，可比公司修正前 P/E 平均值为 21.50，修正后 P/E 平均值为 16.30，修正后 P/E 中位数和平均值均低于修正前，采用修正后指标更为合理谨慎。

综上，本次评估选取的价值比率修正体系与可比并购案例具备可比性，同时结合标的公司所属行业特点、与可比公司分析对比选取的修正系数符合行业及可比交易惯例，具备合理性。

## 五、中介机构核查情况

### （一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问、评估师履行了以下核查程序：

- 1、查阅可比公司选择过程，分析其可比性，分析市场法适用性。
- 2、查阅标的公司行业适用市场法指标，结合消费行业可比案例，分析 P/E 作为本次可比价值比率的适用性。
- 3、查阅非经营性资产及负债剔除过程，查阅非流动性折扣计算过程及采用方法，参考可

比案例非流动性折扣采用计算方式进行对比分析。

4、查阅本次评估修正体系确定过程，查阅行业可比交易案例修正体系进行对比分析。

## （二）核查意见

经核查，独立财务顾问、评估师认为：

1、标的公司与可比上市公司较为可比；可比公司股价及经营和财务数据相关信息公开，具备资料的收集条件，故适用市场法评估。

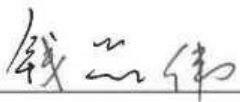
2、标的公司属于包装饮用水行业，属于消费品制造业，采用 P/E 作为估值指标较为合理，且与可比交易案例选取一致，符合行业惯例。


3、标的公司及可比上市公司非经营性资产、负债剔除过程合理并保持一致；非流动性折扣计算方式与其他市场法案例计算方式一致，具有可比性。

4、本次评估修正体系符合行业惯例，修正系数的确定考虑了行业与个体因素，较为合理，与同行业可比交易案例具有可比性。

（此页无正文，为《金证（上海）资产评估有限公司<关于国旅文化投资集团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：

  
钱焱伟

  
管屹

金证（上海）资产评估有限公司

