华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所《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》回复之核查意见

独立财务顾问

华泰联合证券有限责任公司
HUATAI UNITED SECURITIES CO.,LTD.

二〇二六年五月

上海证券交易所：

按照贵所下发的《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”）的要求，华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”或“独立财务顾问”）作为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”）的独立财务顾问，就审核问询函所列问题逐项进行了认真核查与落实，现将相关回复说明如下。

本专项核查意见（以下简称“本核查意见”）中回复内容的的报告期指 2023 年、2024 年、2025 年 1-10 月；除此之外，如无特别说明，本核查意见所述的词语或简称与重组报告书中“释义”所定义的词语或简称具有相关的含义。在本核查意见中，若合计数与各分项数值相加之和在尾数上存在差异，均为四舍五入所致。本核查意见所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

审核问询函所列问题	黑体（不加粗）
对审核问询函的回复	宋体（不加粗）
对重组报告书、问询回复的补充披露、修改	**楷体（加粗）**

目录

目录 2
问题 1.关于交易目的及跨行业并购 3
问题 2.关于交易方案 19
问题 3.关于标的公司历史沿革 46
问题 4.关于收益法评估 70
问题 5.关于市场法评估 157
问题 6.关于销售模式与客户 178
问题 7.关于生产模式与供应商 244
问题 8.关于收入 280
问题 9.关于成本与毛利率 310
问题 10.关于存货 346
问题 11.关于期间费用 357
问题 12.关于其他 376

问题 1. 关于交易目的及跨行业并购

重组报告书披露，（1）上市公司的主营业务为互联网数字营销业务、“跨境购”业务、旅游目的地运营业务；（2）标的公司专注于从事纯净水和矿泉水等包装饮用水的生产、销售；（3）本次交易完成后，上市公司将形成以包装饮用水为龙头，互联网数字营销业务和跨境电商业务为两翼的业务布局，持续经营能力明显提高；（4）报告期各期，上市公司营业收入分别为 56,457.87 万元、58,018.77 万元及 36,473.03 万元，归母净利润分别为 759.34 万元、-1,696.05 万元及-6,370.31 万元；（5）上市公司与润田实业将在消费生态、品牌推广、营销渠道、客户资源、产品开发等方面进行整合，充分发挥协同和互补效应。

请公司披露：（1）上市公司经营业绩下滑的原因，后续上市公司对互联网数字营销业务和跨境电商业务的规划安排，是否存在处置计划；（2）结合上市公司与标的公司的业务差异及关联、上市公司主要业务布局安排，分析跨行业收购情况下上市公司和标的公司如何协同互补，后续上市公司与标的公司之间的业务合作模式；（3）结合上市公司未来经营预期和本次交易对上市公司的影响，分析本次交易将如何提高上市持续经营能力；（4）本次交易完成后，上市公司对置入资产的整合能力，业务转型升级可能面临的具体风险及其应对措施，上市公司在组织架构、主营业务、核心人员、生产销售等方面拟采取的详细整合管控措施。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、上市公司经营业绩下滑的原因，后续上市公司对互联网数字营销业务和跨境电商业务的规划安排，是否存在处置计划

（一）上市公司经营业绩下滑的原因

2022-2024 年，上市公司营业收入分别为 56,457.87 万元、58,018.77 万元及 36,473.03 万元，归母净利润分别为 759.34 万元、-1,696.05 万元及-6,370.31 万元，经营业绩下滑。

2023 年上市公司营业收入相比 2022 年小幅增长 2.76%，主要系受互联网数

字营销业务收入下降 1,647.86 万元及上市公司收购控股股东控制的海际购新增跨境电商收入 5,077.96 万元综合影响，但归母净利润由盈转亏，主要原因系：1、因政府补助增加 1,192.31 万元、单独进行减值测试的应收款项减值准备转回减少 1,806.48 万元及其他营业外收支减少 1,226.93 万元等因素导致非经常性损益同比减少 1,585.02 万元；2、2022 年上市公司下属公司国旅联合户外文化旅游发展有限公司（以下简称“国旅户外”）与南京淳璞旅游开发有限公司、云南云花谷旅游文化有限公司、南京火车来斯文化旅游开发有限责任公司签订了《淳璞旅游景区票务独家经营合作协议》及《补充协议》，2023 年 12 月 31 日，国旅户外账面仍有对上述三家公司的应收款项 1,255.82 万元尚未收回，鉴于上述三家公司存在严重违约，基于谨慎性原则，为真实准确反映公司的财务状况、资产质量，对该等应收账款按照个别计提法单项计提坏账准备 1,130.23 万元；3、上市公司收购控股股东控制的海际购对应的跨境电商业务归母净利润亏损-492.73 万元。

2024 年上市公司营业收入相比 2023 年下降 37.14%，主要原因系上市公司约 80%收入来源于互联网数字营销业务，而 2024 年互联网数字营销业务的某重要客户下单量减少，导致该业务收入同比下降 42.92%。2024 年净利润亏损进一步加大，主要原因系：1、子公司新线中视收入下降，净利润由 2023 年度的 1,396.89 万元下降至 2024 年度的-1,540.66 万元，同时因此计提了商誉减值 872.79 万元；2、2024 年无大额政府补助，计入当期损益的政府补助比上年减少 1,212.22 万元。

上市公司子公司新线中视 2025 年 4 月已恢复与某重要客户的年度合作，订单量增加，各项业务在平稳推进，2025 年互联网数字营销业务实现收入 31,609.98 万元，同比增长 10.25%；同时，上市公司跨境电商业务持续强化渠道建设，拓展客户资源，2025 年实现收入 8,128.76 万元，同比增长 60.08%。根据上市公司 2025 年年度报告，上市公司 2025 年营业收入为 4.27 亿元，同比增长 17.12%，归属于上市公司股东的净利润为-3,750.78 万元，相比 2024 年大幅减亏约 2,600 万元。

（二）后续上市公司对互联网数字营销业务和跨境电商业务的规划安排，是否存在处置计划

本次交易完成后，上市公司将形成包装饮用水为龙头、互联网数字营销业务和跨境电商业务为两翼的业务结构，实现从消费服务、消费场景、消费渠道向上

游消费品的产业链上下游贯通。

上市公司不存在对互联网数字营销业务和跨境电商业务的处置计划，将充分发挥子公司新线中视在互联网数字营销方面的经验及资源优势，弥补标的公司在新媒体渠道营销经验和人才等方面的劣势，助力标的公司“润田”“润田翠”品牌在新媒体、新客户人群的建设和推广，进一步提高“润田”“润田翠”品牌在全国的知名度和美誉度，为全国市场的开拓奠定基础。同时，上市公司将充分利用新线中视的资源优势，为标的公司构建内容种草、达人带货、直播电商的新渠道销售模式，面向海际购跨境电商产品的优质客户营销“润田翠”产品，以共同促进标的公司的品牌推广和销售增长。。

未来，上市公司将以包装饮用水等健康饮品的研发、生产和销售为主营业务，除了为主营业务开展协同营销服务外，上市公司不会在互联网数字营销业务和跨境电商业务上新增投入。新线中视将从过去追求业务收入规模转变为追求利润为绝对导向，海际购将聚焦做精“大平台小品牌业务”及“大品牌小平台业务”，加大与各大主流平台的合作力度，提升在小品牌领域积累的资源与经验，提质做优跨境电商运营质量。

二、结合上市公司与标的公司的业务差异及关联、上市公司主要业务布局安排，分析跨行业收购情况下上市公司和标的公司如何协同互补，后续上市公司与标的公司之间的业务合作模式

（一）上市公司主要业务布局安排

江旅集团于 2019 年取得上市公司控制权后，将上市公司的业务布局聚焦于文旅消费的战略定位。2023 年，江旅集团向上市公司注入了跨境电商业务，在原有的互联网数字营销业务基础上，进一步补充了上市公司服务消费内容。

上市公司目前主要从事互联网数字营销服务业务和跨境新零售及跨境电商运营业务，依托子公司新线中视的品效协同营销能力及海际购的跨境渠道优势，构建了以服务消费为核心的业务生态。

2025 年，上市公司第八届董事会制定了“战略引领、经营笃行”的高质量发展思路，深入挖掘江西“好水、好品、好物”三大核心资源，通过整合省内优质资源，创新产品设计，提升品牌价值，致力于打造具有江西特色的商品产业链，

持续提升上市公司在商品消费领域的品牌影响力与市场竞争力。

（二）上市公司与标的公司的业务差异及关联

1、业务差异

上市公司子公司新线中视是互联网数字营销业务的经营主体，其核心业务是为游戏类客户、消费类客户、文旅类客户提供全链路整合营销服务，涵盖策略咨询、广告创意、社媒传播、媒介采买与精准投放，是抖音、快手、B 站等头部流量平台的广告代理商，2025 年被 B 站授予年度“案例奖”、年度“创新营销奖”和“花火新锐奖”，所服务的游戏类客户主要有腾讯、米哈游、巨人网络等，所服务的消费类客户主要有元气森林、必胜客、青岛啤酒、百草味、蔚来汽车等。经过多年的发展，新线中视积累了大量的客户资源、达人资源和新媒体资源，签约及合作的网络达人超过 1,000 名，签约数十名非遗手工艺人，具备影视动画等优质内容创作能力，对年轻群体特别是 Z 世代人群的消费偏好、消费习惯、消费场景、消费理念等具有深刻的洞察力，形成了独特的内容营销壁垒。

上市公司子公司江西省海际购进出口有限公司（以下简称“海际购”）是跨境电商业务的经营主体，专注于将全球优质品牌引入中国市场。海际购已经与百余个知名海外品牌建立了战略合作关系，对接了母婴、食品、保健品和美妆等 30 余家上游供应商，搭建了品牌直供的完整供应链。在销售渠道端，海际购持续深化与京东、天猫、抖音、拼多多等线上平台的合作，目前在多个线上平台共有 11 家自营店铺，并运营“江旅免税”小程序，以服务 C 端客户，2025 年全年订单量约 21 万单，主要分布在广东、上海、浙江、江西等地；开发了山姆、京东、天猫、唯品会 4 家 B 端直供客户。海际购依托“正品溯源+保税仓直发”的核心保障体系，从源头把控商品品质，并简化流通环节优化成本，实现为消费者提供兼具正品保障与高性价比的跨境购物体验。

标的公司主要从事包装饮用水等健康饮品的研发、生产和销售，拥有自主品牌“润田”及“润田翠”，建立了完善的产供销体系，拥有 7 个活跃的现代化生产基地，覆盖 22 个省级行政区、20 余万终端网点的销售渠道和营销网络。

综上，上市公司目前业务不涉及实物生产制造，采用直销模式，互联网数字营销业务向客户提供整合营销服务，面对的客户主要为企事业单位，跨境电商业

务所销售的产品主要为境外优质品牌商品，而标的公司拥有完整的实物产供销体系，拥有自主品牌，面向的客户既有个人消费者也有企事业单位，且主要采用经销模式。

2、业务关联

上市公司目前主要从事的互联网数字营销服务业务、跨境电商业务属于服务消费范畴，标的公司主要从事包装饮用水等健康饮品的研发、生产和销售，属于商品消费范畴。上市公司与标的公司业务同属于大消费行业，在品牌推广、营销渠道、客户资源、产品开发上存在一些共通之处。

上市公司子公司新线中视作为专业从事互联网数字营销服务业务的企业，为元气森林、必胜客、青岛啤酒、百草味等商品消费企业提供了品牌整合营销服务，标的公司为商品消费企业，属于上市公司互联网数字营销业务的下游目标客户。此外，上市公司的跨境电商业务系将境外优质品牌消费品，包括奢侈品、护肤、美妆、酒水、保健品、家纺等品类，通过“保税展示+线上交易”的模式供境内消费者选购。上市公司跨境电商业务所服务的境内优质客户是标的公司的含硒矿泉水、蜂蜜水等产品的目标客户群体。

（三）跨行业收购情况下上市公司和标的公司如何协同互补，后续上市公司与标的公司之间的业务合作模式

1、跨行业收购情况下上市公司和标的公司如何协同互补

上市公司与标的公司所从事的具体业务不同，所处细分行业亦不同，本次交易为跨行业收购。上市公司于标的公司同属于大消费行业，存在一些共通之处，本次交易完成后，双方将在品牌推广、营销渠道、产品开发等方面形成一定的协同和互补效应，具体如下。

（1）品牌推广协同

包装饮用水作为大众日常消费品，其品牌信任度、包装辨识度及背后代表的质量是影响消费者决策的核心要素。标的公司“润田”“润田翠”品牌在江西具有高知名度和美誉度，但在全国的知名度还有待进一步提升。目前标的公司以在户外大屏、地铁出入口、机场、黄浦江游轮等传统媒体渠道投放平面广告的品牌宣传推广方式为主，品牌营销方法单一，覆盖度和曝光度均较低，对年轻客群特

别是 Z 世代人群的触达较少。

上市公司子公司新线中视始终专注于互联网数字营销服务业务，积累了大量的客户资源、网络达人资源和新媒体资源，具有完整的品牌推广业务能力，在年轻消费者洞察、内容创意、品牌策略、话题传播等方面具有较强的优势，服务经验覆盖元气森林、必胜客、青岛啤酒、百草味等等知名快消品牌，并取得了良好的效果。

本次交易完成后，上市公司将充分利用新线中视对年轻客群的深刻理解、新媒体平台合作优势、消费企业营销服务经验优势，采用场景植入、话题互动、IP 联名等新型营销方案，让润田品牌从“被看见”变成“被讨论”，从依赖传统媒体投放，转向以优质内容驱动、与年轻消费者深度互动的新模式，有效提升品牌在全国范围内的知名度与美誉度，助力标的公司打开年轻客群市场，推动标的公司业务的持续增长。2025 年新线中视已在南昌、赣州举办的漫展活动中，植入“润田补水站”打卡点，邀请知名 Coser、主播进行互动巡游，让“润田”品牌自然融入二次元文化场景，触达了近 30 万年轻客群，取得了良好的宣传效果。

（2）渠道及客户协同

从行业发展趋势来看，线上渠道重要性日益凸显，成为包装饮用水获取年轻消费者的重要渠道，并带动行业市场规模增长。根据拿声国际发布的《2025 年中国饮用水行业白皮书》，2025 年中国包装饮用水行业总规模超过 3,000 亿元，线上渠道销量占比虽然仅有 15.3%，但同比增速高达 45%，尤其是即时零售（美团闪购、饿了么等）成为新增长抓手，其中农夫山泉依托全国超 300 个本地直播间与水站网络，2025 年 11 月单月即时线上零售销售额突破 6,000 万元。

目前，标的公司以经销模式为主，经销模式收入占比在 95%以上，同时标的公司也积极尝试线上销售，如在淘宝、京东、拼多多等电商平台上建立自营店，2024 年受邀参与“东方甄选”吉安专场直播销售等，但线上销售收入占比仍比较小，不超过 1.5%。从毛利率角度来看，报告期内，标的公司矿泉水线上销售的毛利率分别为 30.95%、37.51%和 42.39%，矿泉水是标的公司未来重点战略方向，特别是在华东大区和华南大区的经营策略上，标的公司计划借力线上渠道辐射家庭用户。因此，标的公司高端产品在线上销售具有可行性及较大的增长空间。

本次交易完成后，新线中视可依托自身优势，为标的公司构建“内容种草-达人带货-直播电商”的全链路销售模式，即由新线中视整合其丰富的达人资源，针对不同圈层（如游戏、生活、非遗等）的达人特点，设计差异化的合作方案，通过达人的信任背书与圈层影响力，实现精准触达与高效转化，助力润田产品线上销量的增长。同时，海际购可在自营店铺首页推荐位置重点展示润田产品，针对自身积累的高净值家庭用户群体，设计“跨境臻选+润田好水”的组合礼包，进行交叉销售，以促进标的公司的市场开拓和销量提升。

标的公司覆盖 22 个省级行政区、20 余万终端网点的销售渠道和网络将反向赋能上市公司。上市公司能够借助标的公司“润田”“润田翠”的品牌知名度和影响力，深度开发江西特色产品，如莲子、酸枣糕等地方特色产品，不断创新产品设计，并借助标的公司覆盖广泛的销售渠道和销售网络，快速触达全国消费者，为上市公司高质量发展注入强劲动力。

（3）新产品开发协同

目前，标的公司主要经营纯净水、矿泉水等包装饮用水，为了培育新的利润增长点，近年来标的公司不断开发新产品，推出了蜂蜜水、苏打水、电解质水、茶饮等健康饮品，进一步丰富了产品线，拓宽了消费群体。

当前中国饮料行业已形成“传统品类迭代优化、新兴赛道爆发增长”的复合发展格局，消费者对健康、功能、情感价值的复合需求，正推动企业持续开展产品创新。在总量稳健增长背景下，中国饮料行业市场正经历着品类结构、渠道格局、区域市场的深度重构，呈现出“存量博弈与增量突破并存”的特征。特别是果饮、茶饮、功能饮料等饮品，消费者整体偏年轻化，消费口味、消费场景变化较快，导致很多饮料产品难以从“畅销品”变为“长销品”，市场主导产品变化很快，能否不断开发符合 Z 世代人群消费偏好的产品对上市公司和标的公司未来发展具有重要影响。

上市公司子公司新线中视对年轻客群的消费偏好、消费场景、消费理念及其变化等具有深刻的洞察力，可定期向标的公司输出社交媒体消费趋势分析报告，并针对电竞、露营、健身等年轻客群消费场景，提出针对性的产品开发建议，并通过社交媒体对新品概念、包装设计、口味偏好开展 A/B 测试与市场调研，让

消费者深度参与产品创造过程，有效降低新品研发风险，显著提升产品开发成功率。

2、后续上市公司与标的公司之间的业务合作模式

本次交易完成后，上市公司与标的公司的业务合作模式如下：一方面，上市公司及其他子公司将继续按照市场化原则从标的公司采购包装饮用水等产品；另一方面，标的公司将向上市公司子公司新线中视采购品牌整合营销服务，通过新媒体渠道推广“润田”“润田翠”品牌，触达全国市场及年轻客群，增加直销收入和线上销售收入；同时，上市公司将统筹协调海际购与标的公司的销售渠道资源和客户资源，进行优质产品的协同营销。

三、结合上市公司未来经营预期和本次交易对上市公司的影响，分析本次交易将如何提高上市持续经营能力

（一）上市公司未来经营预期

2025 年，上市公司第八届董事会制定了“战略引领、经营笃行”的高质量发展思路，深入挖掘江西“好水、好品、好物”三大核心资源，通过整合省内优质资源，创新产品设计，提升品牌价值，致力于打造具有江西特色的商品产业链，持续提升上市公司在商品消费领域的品牌影响力与市场竞争力。

在控股股东的支持下，2025 年 8 月上市公司董事会审议通过，以经有权部门备案的评估值为基础，将处于亏损状态的江西国贵文旅发展有限责任公司100%股权转让给江旅集团全资子公司江西长旅景区管理集团有限公司。通过本次股权转让，上市公司将剥离收入规模及占比均较小的景区投资、运营业务，有利于减小亏损，提升上市公司资产质量。上述股权转让后，上市公司主要从事互联网数字营销业务和跨境电商业务，其中跨境电商业务系江旅集团于 2023 年向上市公司注入的新业务，尚处于起步发展期，规模较小，但发展势头良好，2025 年收入同比增长 60.08%；互联网数字营销业务受行业波动及竞争等影响，2022-2024 年收入呈下滑态势，但在经营层提质增效的努力下， 2025 年互联网数字营销业务收入同比增长 10.25%。

本次交易完成后，上市公司在互联网数字营销业务和跨境电商业务发展方面将以利润为绝对导向，从追求收入规模调整为追求利润，预计未来利润将实现增

长。其中，新线中视将深耕主业提质升级，加强客户规划，深耕游戏、消费客户的基础上，持续开展与包装饮用水的联动，挖掘内部资源整合价值，实现融合发展。此外做好媒体规划，优化团队建设，搭建达人资源库，构建产品壁垒，持续推动提升产品毛利率。海际购未来将聚焦做精“大平台小品牌业务”及“大品牌小平台业务”，加大与各大主流平台的合作力度，提升在小品牌领域积累的资源与经验，提质做优跨境电商运营质量。

（二）本次交易对上市公司的影响

1、对上市公司主营业务的影响

本次交易完成后，润田实业将成为上市公司全资子公司，上市公司将在原有业务基础上新增盈利能力较强、行业市场空间广阔、未来发展潜力较大的包装饮用水业务。

上市公司将新增包装饮用水业务，可快速填补上市公司在自主品牌消费产品上的空缺，完善上市公司在消费领域的布局。未来上市公司将形成以包装饮用水为龙头，互联网数字营销业务和跨境电商业务为两翼的业务布局，借助标的公司“润田”“润田翠”的品牌知名度和影响力，以及覆盖 22 个省级行政区、20 余万终端网点的销售渠道和销售网络，有利于上市公司整合省内优质资源，深度开发江西特色产品，高效触达全国消费者，持续提升上市公司在消费领域的品牌影响力与市场竞争力。

2、对上市公司主要财务指标的影响

据华兴会计师出具的《备考审阅报告》（华兴专字[2026]25008850081 号）及上市公司合并财务报表，本次交易完成前后，上市公司的主要财务数据对比情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 10 月末/2025 年 1-10 月			2024 年末/2024 年度		
	交易前	备考数	变动率/变动额	交易前	备考数	变动率/变动额
总资产	45,419.34	217,593.95	379.08%	42,513.07	219,062.52	415.28%
总负债	39,715.73	63,989.53	61.12%	33,298.00	76,379.08	129.38%
归属于母公司股东的所有者权益	5,133.32	153,034.14	2,881.19%	8,469.22	141,937.59	1575.92%
营业收入	35,866.53	161,468.23	350.19%	36,473.03	162,479.54	345.48%

项目	2025 年 10 月末/2025 年 1-10 月			2024 年末/2024 年度		
	交易前	备考数	变动率/变动额	交易前	备考数	变动率/变动额
利润总额	-4,150.88	25,719.58	29,870.45	-6,843.88	16,431.94	23,275.82
归属于母公司所有者净利润	-4,035.43	18,397.01	22,432.44	-6,370.31	11,188.84	17,559.15
资产负债率	87.44%	29.41%	-58.03%	78.32%	34.87%	-55.48%
基本每股收益（元/股）	-0.08	0.16	0.24	-0.13	0.10	0.23

注：本次交易前财务数据为负值的，以备考数较交易前数据的变动额体现变动情况。

由上表可见，本次交易完成后，上市公司总资产规模、净资产规模、营业收入、净利润等各方面都将大幅提升，资产负债率将大幅下降，有利于增强上市公司抗风险能力、盈利能力及持续经营能力。

（三）本次交易将提高上市公司持续经营能力

上市公司作为江西省第一家旅游消费类上市公司，按照江西省人民政府《江西全面推进中国式现代化旅游强省建设纲要（2025-2035 年）》的要求，应充分发挥资本市场平台功能，整合优质旅游消费资源。

标的公司是一家专注于包装饮用水等健康饮品生产与销售的知名消费品企业，现位列中国饮料行业包装饮用水及天然矿泉水全国“双十强”，旗下品牌“润田”纯净水、“润田翠”矿泉水在各自领域均塑造了良好的品牌知名度和美誉度，是江西典型的“好产品”。

本次交易是上市公司积极践行江西省“旅游强省”战略的重要落地举措，通过整合江西“好水”资源，可快速补齐上市公司在自主品牌消费产品领域的空缺，切实提高上市公司的资产质量、盈利能力和持续经营能力。本次交易完成后，上市公司将不仅拥有润田实业覆盖 22 个省级行政区、20 余万终端网点的销售渠道和营销网络，而且将获得具有较高知名度和美誉度的“润田”“润田翠”品牌，将为上市公司聚焦商品消费领域的持续发展奠定坚实的基础，显著提高了上市公司的持续经营能力和投资价值。

四、本次交易完成后，上市公司对置入资产的整合能力，业务转型升级可能面临的具体风险及其应对措施，上市公司在组织架构、主营业务、核心人员、生产销售等方面拟采取的详细整合管控措施。

（一）上市公司对置入资产的整合能力

1、本次交易为同一控制下企业合并

江旅集团自 2016 年取得润田实业控制权以来，通过董事会及经营层对标的公司实施了有效的控制和经营管理，近年来润田实业保持健康发展态势，业绩稳步提升。江旅集团自 2019 年取得上市公司控制权以来，将国有资产管理体系导入上市公司，化解历史问题，不断推进上市公司高质量发展。

上市公司与标的公司均为江旅集团控制的企业，在经营理念、管理模式、企业文化等方面具有较高的一致性，内部整合基础良好，业务、管理及文化整合风险相对较低，有利于提升重组后整体运营效率。

2、上市公司具有大消费行业经营管理经验

目前上市公司的互联网数字营销服务业务具备完整的品牌推广业务能力，在品牌推广策略、内容创意和消费者洞察等方面具有一定的优势，为元气森林、必胜客、青岛啤酒、百草味、蔚来汽车等商品消费企业提供了品牌整合营销服务，属于服务消费范畴。同时，上市公司已发展了跨境新零售及跨境电商运营业务，在商品消费领域及免税消费渠道上进行了布局。

标的公司润田实业是一家专注于包装饮用水等健康饮品研发、生产与销售的知名消费品企业，现位列中国饮料行业包装饮用水及天然矿泉水全国“双十强”，旗下品牌“润田”纯净水、“润田翠”矿泉水在各自领域均塑造了良好的品牌知名度和美誉度。

虽然上市公司和标的公司在具体业务上存在差异，但上市公司和标的公司同属大消费行业，互联网数字营销业务的部分客户、跨境电商业务的供应商与标的公司亦同属大消费行业。大消费行业在品牌推广、营销渠道、客户资源、产品开发等方面存在一些共通之处。本次交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，上市公司可利用自身在大消费行业的经营管理经验，与标的公司在多个领域进行协同和互补，从而实现对上市公司整体业务的高效经营和管理。

3、上市公司治理结构完善，具备整合管理能力

上市公司已经按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律、法规和规范性文件的规定，设置了股东会、董事会等组织机构并制定了相应的议事规则，具有健全的法人治理结构和完善的内部控制制度。

本次交易完成后，上市公司仍将严格按照《公司法》《证券法》和《上市公司治理准则》等法律法规及《公司章程》的要求规范运作，进一步完善公司法人治理结构，将对标的公司的管理架构进行调整，改组标的公司董事会，加强对标的公司的整合管理。

综上，本次交易为同一控制下企业合并，上市公司目前业务属于大消费行业，具有大消费行业经营管理经验，上市公司治理结构健全，内部控制制度完善，将对标的公司管理架构进行调整，改组标的公司董事会，具备对标的公司进行整合管理的能力。

（二）业务转型升级可能面临的具体风险及其应对措施

本次交易前，上市公司主营业务为互联网数字营销服务业务、跨境新零售及跨境电商运营业务。本次交易完成后，润田实业将成为上市公司全资子公司，上市公司主营业务将变更为包装饮用水等健康饮品研发、生产与销售业务，业务、资产、人员规模显著增加，将面临包括组织架构、内部控制和人才引进等经营管理方面的挑战，存在人才流失、经营效率降低等风险，进而可能对上市公司的生产经营带来不利影响。

鉴于上市公司与标的公司均为江旅集团控制的企业，在江旅集团控制下持续健康运行多年，同时上市公司现有业务与标的公司业务同属于大消费行业，在品牌推广、营销渠道、客户资源、产品开发等方面具有一定的协同和互补效应，因此，本次交易完成后，上市公司转型升级及对标的公司的整合风险较低。

为应对上述业务转型升级带来的风险，一方面，上市公司制定了详细的整合管控措施，详见本节之“（三）上市公司在组织架构、主营业务、核心人员、生产销售等方面拟采取的详细整合管控措施”；另一方面，上市公司将按照相关法律法规的规定，进一步完善公司治理结构，在保持标的公司核心经营团队相对稳定的前提下，加快将上市公司的经营理念、管理方式与标的公司进行深度融合，

同时也将加强行业经营管理人才的培养与引进，充分发挥上市公司平台优势、融资能力优势和规范化管理优势，进一步推动标的公司业务发展，实现双方融合发展、相互促进，保证上市公司及标的公司的业务持续性和管理稳定性。

（三）上市公司在组织架构、主营业务、核心人员、生产销售等方面拟采取的详细整合管控措施

本次交易前，标的公司业务发展良好，已具备较大的市场规模，在行业内具有较强的竞争力，位列中国饮料行业包装饮用水及天然矿泉水全国“双十强”。标的公司建立了适应自身发展的管理机制和业务机制，拥有良好的人才队伍和培训机制，能够为标的公司未来稳定发展发挥作用。上市公司将最大化保持标的公司经营管理、采购销售等关键环节的稳定性，优化标的公司治理结构，提升整体管理水平。上市公司将加强与标的公司间的纵向沟通和标的公司各业务部门间的横向交流，提升沟通和管理效率，增强上市公司对标的公司的管理和控制。上市公司将结合标的公司自身经营和管理的特点，对原有的管理制度进行补充和完善，上市公司针对本次交易完成后的整合管控安排具体如下：

1、组织架构

上市公司将继续保持标的公司现有内部组织架构的相对独立稳定，通过董事会、管理层实现对标的公司在重大战略布局、经营决策、人事任免等方面的决策与管理，全面防范内部控制风险。上市公司将基于对全资子公司的管控需要，完善管理部门职责设置和人员配置，优化管控制度，进一步完善标的公司内部控制制度、风险管控体系和业务流程，加强规范化管理。

2、主营业务

本次交易完成后，标的公司将作为上市公司的全资子公司，纳入上市公司管理体系。上市公司将形成包装饮用水为龙头、互联网数字营销业务和跨境电商业务为两翼的业务结构，实现从消费服务、消费场景、消费渠道向上游消费品的产业链上下游贯通，助力上市公司实现高质量可持续发展。

上市公司一方面将保持标的公司现有核心经营管理团队的相对稳定，给予其一定的自主权，并设置了超额业绩奖励，确保其个人利益与上市公司利益一致，以便充分发挥其丰富的经验及良好的业务能力；另一方面，上市公司将标的公司

纳入统一的战略发展规划中，在产品布局、采购与销售渠道、业务方向等方面进行规划指导，对标的公司经营管理人员开展以上市公司规范运作管理为核心内容的培训，以保障标的公司按照上市公司的内控要求、财务管理、信息披露等相关制度的规定规范运作。此外，上市公司也将进一步发挥在财务、资金、法务、人力资源、信息系统、内控审计等职能部门的管理力量，加强对下属企业的管控与支持，合理分配调配资源，支持上市公司整体发展。

3、核心人员

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，上市公司将通过行使股东权利、控制董事会以及将标的公司纳入上市公司制度管理体系等方式，有效控制标的公司。

标的公司将进行董事会改组，改组后的董事会由 5 名董事组成，其中 4 名董事将由上市公司委派，1 名职工董事由标的公司职工代表大会民主选举产生。为保障标的公司主营业务稳定、经营可持续，业绩承诺期内，标的公司经营管理团队保持基本稳定。同时，上市公司将加强总部与标的公司职能部门的整合、融合，按照人岗匹配及市场化的原则，进一步优化团队建设。此外，上市公司将不断完善人才激励与培养机制，促进标的公司优化经营团队配置，充分调动核心团队积极性，进一步提高团队凝聚力和战斗力，保持经营活力并提升整合绩效，促进公司持续稳定发展，为上市公司战略发展目标的实现提供持续内在动力。

4、生产销售

标的公司已建立了完善的生产销售体系，本次交易完成后，上市公司将进一步完善标的公司的业务团队，打造高素质核心人才队伍，建立健全人才培养体系，强化绩效管理和福利待遇，加大专业人才引进力度。在生产体系建设方面，上市公司将充分发挥战略规划、治理结构、融资平台等优势，提高工厂管理水平及生产效率，根据未来业务发展需要科学规划新厂建设。在销售体系建设方面，上市公司将充分发挥新线中视为消费类客户提供品牌营销的服务经验，与抖音、B 站、小红书等新媒体长期战略合作的优势，对 Z 世代人群的消费偏好的精准洞察，持续赋能标的公司“润田”“润田翠”品牌在新媒体、新客户人群的建设和推广，进一步提高“润田”“润田翠”品牌在全国的知名度和美誉度，为全国市场的开

拓奠定基础。同时，上市公司将充分利用新线中视的资源优势，为标的公司构建内容种草、达人带货、直播电商的新渠道销售模式，向标的公司开放海际购的线上平台店铺资源和私域社群，针对高净值客户精准营销润田产品，以促进标的公司的市场开拓和销量提升。

综上，本次交易系切实提高上市公司的盈利能力和持续经营能力的重要举措。上市公司已制定了详细的整合管控措施，能够保证标的公司后续经营的稳定性。上市公司控股股东具有包装饮用水行业经营管理经验，上市公司具有大消费行业经营管理经验，能够助力上市公司未来进一步发展。本次交易完成后，上市公司整体收入、盈利及现金流将得到显著改善和提高，资产负债率降低，融资能力增强，标的公司可依托上市公司平台进一步提高“润田”“润田翠”品牌的全国知名度，有助于进一步开拓市场，提升标的公司经营业绩和市场占有率，助力标的公司和上市公司的高质量发展。

五、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、查阅了上市公司年报、半年报、三季报及相关公告文件。

2、与上市公司管理人员沟通，了解上市公司业务情况，收入及利润变动的背景原因。

3、查阅了华兴会计师出具的《备考审阅报告》。

4、查阅了上市公司与交易对方签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》及《补充协议》。

5、获取上市公司针对本次交易完成后对于标的公司的具体整合安排，分析上述安排的有效性。

6、与上市公司、标的公司管理人员沟通，了解上市公司与标的公司的协同情况；获取上市公司、标的公司关于产业链上下游、业务模式等方面信息，分析本次交易后具体产生的协同效应。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司经营业绩下滑系互联网数字营销业务下降、政府补助变动、应收账款坏账准备计提及新增合并跨境电商业务等原因导致，2025 年上市公司互联网数字营销业务及跨境电商业务发展良好，收入同比大幅增长，经营业绩进一步下滑的风险较小，后续上市公司不存在对互联网数字营销业务和跨境电商业务的处置计划。

2、上市公司与标的公司所从事的具体业务不同，所处细分行业亦不同，本次交易为跨行业收购。上市公司于标的公司同属于大消费行业，存在一些共通之处，本次交易完成后，双方将在品牌推广、营销渠道、产品开发等方面形成一定的协同和互补效应。

3、本次交易完成后，上市公司将在原有业务基础上新增盈利能力较强、行业市场空间广阔、未来发展潜力较大的包装饮用水业务，切实提高上市公司的资产质量、盈利能力和持续经营能力。

4、上市公司与标的公司同属江旅集团控制，上市公司治理结构完善，已制定了组织架构、主营业务、核心人员、生产销售等方面详细整合管控措施，具备对标的公司的整合管控能力，业务转型升级的风险较小并制定了相应的应对措施。

问题 2.关于交易方案

重组报告书披露，（1）本次交易中三名交易对方中，支付方式均采用现金与股份相结合的方式，其中现金支付金额为 90,270 万元；（2）本次交易配套募集资金不超过 120,000.00 万元，其中 90,270.00 万元用于支付本次交易现金对价，29,730.00 万元用于偿还银行借款、补充流动资金及支付中介机构费用；（3）2025 年 6 月末，上市公司账面货币资金 5,497.45 万元；2025 年 4 月末，上市公司资产负债率 84.80%；（4）交易对方江西迈通、润田投资不存在其他对外投资企业；（5）本次交易设置了超额业绩奖励，标的公司业绩承诺期内累积超额实现的净利润金额中的 50%用于奖励标的公司核心骨干及以上人员，超额业绩奖励金额累积不得超过 3,000 万元；（6）《发行股份及支付现金购买资产协议》生效日后五个工作日内，上市公司应向交易对方支付第一笔现金对价 15,000 万元。

请公司在重组报告书中补充披露：各交易对方的控股股东、实际控制人。

请公司披露：（1）在上市公司账面资金较少、资产负债率较高的情况下，本次交易大额支付现金对价的原因及合理性；（2）结合上市公司目前股价和市值，说明本次交易配募是否存在配募不足的风险，相关应对措施和资金来源，以及对上市公司后续经营、财务状况和偿债能力的影响；（3）结合上市公司及标的公司账面资金和盈利情况，资金需求、负债情况及还款安排等，说明本次配募用于补流偿债的必要性，配募规模的合理性；（4）交易对方锁定期安排的合规性；（5）业绩奖励设置是否已履行必要的相关程序，是否符合国资管理和《监管规则适用指引--上市类第 1 号》相关规定，奖励金额累积不得超过 3,000 万元的确定依据；（6）约定现金对价分批支付的考虑，《发行股份及支付现金购买资产协议》生效条件，目前支付情况，相关款项支付对上市公司财务状况和生产经营的影响。

请独立财务顾问核查并发表明确意见，请会计师对（1）-（3）核查并发表明确意见，请律师对（4）-（6）核查并发表明确意见。

回复：

一、请公司在重组报告书中补充披露：各交易对方的控股股东、实际控制人。

公司已在重组报告书“第三章 交易各方的基本情况”之“一、发行股份及

支付现金购买资产交易对方”中补充披露各交易对方的控股股东、实际控制人，具体内容如下：

“（一）江西迈通健康饮品开发有限公司

……

5、产权控制关系及主要股东基本情况

……

截至报告书签署日，江西迈通系公司控股股东江旅集团控制的全资企业，**其控股股东为建银基金，实际控制人系江西省国资委**。

……

（二）江西润田投资管理有限公司

……

5、产权控制关系及主要股东基本情况

……

截至报告书签署日，润田投资的控股股东为江西显方贸易有限责任公司，持有润田投资 76.44%股权，**润田投资无实际控制人**。

……

（三）南昌金开资本管理有限公司

……

5、产权控制关系及主要股东基本情况

……

截至报告书签署日，金开资本系南昌金开集团有限公司的全资子公司，**金开资本的实际控制人为南昌经济技术开发区管理委员会。”**

二、在上市公司账面资金较少、资产负债率较高的情况下，本次交易大额支付现金对价的原因及合理性

（一）本次交易的支付方案

本次重组，上市公司拟以发行股份及支付现金方式购买润田实业 100%股权，其中以股份支付的对价为 70%，以现金支付的对价为 30%，根据标的公司 100%股权对价 300,900.00 万元，现金对价对应部分为 90,270.00 万元，现金对价拟通过募集配套资金解决。

尽管上市公司账面资金较少、资产负债率较高，但本次现金对价的支付系在《购买资产协议》生效之后，标的公司可以纳入上市公司合并报表。在标的公司纳入上市公司合并报表后，上市公司的资产负债率将得到有效改善，现金支付不会对上市公司资产负债率及现金流产生重大不利影响。

（二）本次交易现金对价金额较高，但现金支付比例处于合理水平

本次交易对应的现金支付规模较大，系交易整体规模较大，但是现金支付比例与近年来重组方案中现金支付比例相比处于合理水平。2025 年已经获得证监会注册且包含现金支付的重组案例中现金支付比例情况统计如下：

序号	上市公司	过会时间	交易对价（万元）	股份支付比例	现金支付比例
1	华达科技（603358.SH）	2025/1/4	59,400.00	50%	50%
2	烽火电子（000561.SZ）	2025/1/6	114,719.68	78.21%	21.79%
3	宁波精达（603088.SH）	2025/3/13	36,000.00	50%	50%
4	华电国际（600027.SH）	2025/3/27	716,653.71	47.84%	52.16%
5	罗博特科（300757.SZ）	2025/4/17	101,177.46	37.98%	62.02%
6	TCL 科技（000100.SZ）	2025/6/6	1,156,209.33	37.70%	62.30%
7	芯联集成（688469.SH）	2025/6/23	589,661.33	90%	10%
8	三友医疗（688085.SH）	2024/12/30	41,567.57	51.68%	48.32%
现金支付比例平均值					**44.57%**
现金支付比例中位值					**50.00%**

2025 年获得证监会注册且包含现金支付的 8 个重组案例中，现金支付比例

平均值为 44.57%，中位值为 50.00%。本次交易中现金支付比例低于前述平均值和中位值，处于合理水平。

（三）本次交易大额支付现金对价的原因及合理性

1、交易谈判的商业考量与卖方的流动性需求

本次交易中，交易对方存在税费缴纳等合理资金需求，基于交易对方自身资金安排、投资规划，在考虑同股同权的前提下，经过多轮磋商所达成共识，即三名交易对方均采用 30%现金、70%股份的交易方式。

2、降低对每股收益的影响，维护上市公司股东利益

本次交易完成后，上市公司每股收益将得到提升。以 2024 年为例，若全部采用股份支付，上市公司总股本增长较大，每股收益将从本次交易前的-0.13 元/股增长至本次交易后的 0.08 元/股；若采取目前的支付方式，每股收益将从本次交易前的-0.13 元/股增长至本次交易后的 0.10 元/股。采取目前的支付方式，可适当控制上市公司总股本规模，有助于提高上市公司的每股收益，维护上市公司股东的利益。以备考数据测算对上市公司每股收益的影响如下：

基本每股收益	2025 年 1-10 月		2024 年度	
	交易前	交易后（备考）	交易前	交易后（备考）
全部以股份支付	-0.08	0.13	-0.13	0.08
目前支付方式	-0.08	0.16	-0.13	0.10

3、上市公司向大股东支付现金对价的合理性

本次交易完中，上市公司向标的公司所有股东支付的方式均为 70%股份、30%现金，该支付安排是为了减少差异化方案的沟通难度和不同国有股东的决策难度，以提高决策效率。

（四）现金对价部分对上市公司不会产生较大支付压力

1、募集配套资金安排减少支付压力

截至 2025 年 12 月末，上市公司账面货币资金余额为 8,021.58 万元，金额较小。上市公司在交易方案设计中已充分考虑自身资金状况，本次交易中的现金对价将优先使用配套募集资金解决。通过募集配套资金支付现金对价，避免了通过

信贷融资等自筹资金支付现金对价带来的风险及利息支出，有利于降低财务费用和偿债风险。

2、标的资产高质量盈利能力为还款提供保障

截至 2025 年 10 月末，上市公司资产负债率为 87.44%，资产负债率较高。标的公司润田实业具有较强的盈利能力和稳定的现金流，标的公司 2023 年、2024 年净利润分别为 1.47 亿元和 1.77 亿元。根据备考审阅报告，本次交易完成后，上市公司的资产质量、盈利能力和经营性现金流量情况将显著提升，2025 年 10 月 31 日资产负债率从 87.44%下降至 29.41%。在极端情况下，即使上市公司无法足额募集现金而使用并购贷款进行现金支付，标的公司的盈利能力和经营现金流生成能力也能够满足并购贷款的偿还需求。

综上，尽管上市公司当前账面资金较少、资产负债率较高，但通过募集配套资金的支付安排、标的资产较强的盈利能力和现金流生成能力，以及交易完成后上市公司资产质量和经营业绩的显著改善，本次交易大额支付现金对价具有商业合理性和必要性，符合公司及全体股东的整体利益。

三、结合上市公司目前股价和市值，说明本次交易配募是否存在配募不足的风险，相关应对措施和资金来源，以及对上市公司后续经营、财务状况和偿债能力的影响

（一）无法足额募集配套资金的风险

募集配套资金的募集结果受到监管审核、资本市场环境、公司经营业绩、投资者对公司重组后前景的判断等多种因素影响，存在募集不足的风险。公司已在重组报告书“重大风险提示”披露了“募集配套资金不达预期的风险”。

公司自本次重组预案披露后，股价在 6 元/股上下波动，波动区间为 5.3-7.8 元，按照发行股份购买资产完成后的总股本及预计募集资金规模，如届时股价保持在该区间，则募集资金需要发行的股票约为 14,904-21,934 万股，占上市公司募集配套资金发行前总股份的比例为区间为 12.81%-18.86%，低于法定的募集配套资金发行股份数量上限。截至目前，已经有多家投资机构主动联系，积极表达对参与募集配套资金认购的兴趣，同时，上市公司已于 3 月 26 日披露申请撤销公司股票其他风险警示的公告，综合当前股价走势及市场环境，上市公司无法足

额募集配套资金的风险较小。

上市公司总股本（A）	本次交易发行股份数量（B）	交易完成后上市公司总股本（C=A+B）	募集配套资金总额（D）（万元）	股价波动区间（E）		若按照股价的80%发行，募集配套资金发行股数（F=D/（E*80%））	占交易完成后上市公司总股本比例（G=F/C）
504,936,660	658,218,749	1,163,155,409	93,000.00	最低价格	5.30	219,339,623	18.86%
				最高价格	7.80	149,038,462	12.81%

注：经上市公司董事会2026年第四次临时会议审议通过了《关于调整本次重大资产重组方案的议案》等相关议案，调整后，本次募集配套资金金额为93,000.00万元。

（二）无法足额募集配套资金时的应对措施和资金来源

本次发行股份及支付现金购买资产不以募集配套资金的成功实施为前提，最终募集配套资金成功与否不影响本次发行股份购买资产的实施。如果募集配套资金出现未能实施或融资金额低于预期的情形，上市公司将以包括但不限于自有资金、银行借款等方式解决本次交易应支付的现金对价需求。

上市公司属于地方国有企业，无不良信用记录，筹资能力较强，与多家银行等金融机构均保持了良好的合作关系。截至本回复签署日，上市公司已经取得工商银行南昌分行出具的贷款承诺函，在上市公司取消风险警示且本次交易获得证监会批复的情况下，承诺向上市公司提供9亿元并购贷款；此外，中国银行2026年出具授信批复（赣中银电复[2026]560号-21684519），同意为上市公司提供8.4亿元并购贷款额度，期限10年，用于收购润田实业100%股权。此外，上市公司间接控股股东江西长旅集团注册资本27.4亿元，主体信用评级为AAA，2024年末总资产365亿元，账面现金23亿元，具有较强的资金实力。2026年3月8日经江西长旅集团党委会同意，为上市公司提供1.6亿元借款，借款期限1年，能够为上市公司提供资金支持与保障。

因此，上市公司自筹资金渠道通畅，并有明确的保障措施，可以解决本次交易募集配套资金无法足额募集情况下的资金需求。

（三）相关应对措施对上市公司后续经营、财务状况和偿债能力的影响

假设本次交易现金对价90,270.00万元全部使用并购贷款，根据与工商银行的沟通，并购贷款利率约2.7%-3.0%，贷款期限预计10年，按季支付利息，每年归还本金约10%。以此计算，预计上市公司每年财务费用将增加

2,437.29-2,708.10 万元。

根据《备考审阅报告》，本次交易完成后，以 2025 年 10 月末模拟计算，上市公司总资产从 4.54 亿元增加至 21.76 亿元，归母净资产从 0.51 亿元增加至 15.30 亿元，增幅分别达 379.08%和 2,881.19%，资产质量明显提高，以 2024 年模拟计算，上市公司营业收入从 3.65 亿元增加至 16.25 亿元，归母净利润从-0.64 亿元增加至 1.12 亿元。根据《资产评估报告》中收益法的盈利预测数据，标的公司 2026 年及后续年度的归属于母公司所有者净利润相比 2025 年将进一步增加，届时，上市公司归属于母公司所有者的净利润也将进一步提升，预计使用并购贷款增加的财务费用不会对上市公司的经营及财务状况构成重大不利影响。

根据《备考审阅报告》，以 2025 年 10 月末模拟计算，上市公司资产负债率将从 87.44%下降至 29.41%，假设新增 90,270.00 万元并购贷款，上市公司资产负债率将变更为 50.11%，虽然有所上升，但偿债风险可控。

极端情况下若上市公司全部以并购贷款支付现金对价，对上市公司未来三年现金流影响如下：

单位：万元

项目	2026 年	2027 年	2028 年	合计
上市公司经营活动现金流量净额	-8,782.92	-10,286.45	-12,047.36	-31,116.73
标的公司分红	6,716.89	7,193.62	7,670.45	21,580.96
江西长旅集团提供的资金支持			16,000.00	16,000.00
标的公司可提供的资金支持			61,843.21	61,843.21
上市公司偿还并购贷款本金及利息	11,464.29	11,220.56	10,976.83	33,661.68
余额				**34,645.76**

注 1：上市公司 2026-2028 年经营活动现金流量净额以 2025 年为基础，假设未来收入增速与 2025 年同比增速保持一致，经营活动现金流量净额占营业收入的比例与 2025 年比例保持一致。

注 2：标的公司 2026-2028 年分红以《加期评估报告》中标的公司 2026 年-2028 年的净利润预测值的 35%进行测算；

注 3：上市公司 2026 年-2028 年偿还并购贷款本金及利息金额为各年偿还本金金额加上各年年初贷款本金余额乘以 2.7%的利率计算得出。

注 4：江西长旅集团提供的资金支持，谨慎考虑，以 2026 年 3 月 8 日经江西长旅集团决策同意为上市公司提供的 1.6 亿元借款为准；

注 5：标的公司可提供的资金支持以 2025 年 10 月末账面可自由支配的现金 61,843.21 万元为上限。

如上表测算，若上市公司全部以并购贷款支付现金对价，短期内上市公司现金流有一定压力，在考虑江西长旅集团及标的公司资金支持的情况下，不会对上市公司现金流造成重大不利影响，后续随着并购贷款余额及利息的逐年减少以及标的公司分红增加，上市公司的现金流将逐步好转。

综上，本次交易无法足额募集配套资金风险较小，若未能足额配套募集资金的情况，上市公司将采用并购贷款等自筹资金予以解决。本次交易完成后，上市公司资产质量明显增强，盈利能力大幅提升，经营性现金流得到显著改善，使用并购贷款对净利润及资产负债率的影响较小，虽然短期内会对上市公司现金流造成一定压力，但在江西长旅集团及标的公司提供资金支持的情况下，不会对现金流造成重大不利影响。因此，上市公司若全部采用并购贷款等自筹资金作为本次交易的现金对价，不会对上市公司后续经营、财务状况和偿债能力造成重大不利影响。

四、结合上市公司及标的公司账面资金和盈利情况，资金需求、负债情况及还款安排等，说明本次配募用于补流偿债的必要性，配募规模的合理性

（一）上市公司已调减募集资金金额

上市公司原拟在本次交易同时募集配套资金不超过 120,000 万元，其中 90,270 万元用于上市公司支付本次交易现金对价，29,730 万元用于上市公司偿还银行借款、补充流动资金及支付中介机构费用。经上市公司董事会 2026 年第四次临时会议审议通过了《关于调整本次重大资产重组方案的议案》等相关议案，调整后募集资金金额及用途如下：

项目名称	拟使用募集资金金额（万元）	使用金额占全部募集配套资金金额的比例
本次交易的现金对价	90,270.00	97.06%
中介机构费用等	2,730.00	2.94%
合计	**93,000.00**	**100.00%**

（二）上市公司账面资金和盈利情况，资金需求、负债情况及还款安排等

上市公司 2024 年及 2025 年归属于母公司所有者的净利润分别为-6,370.31 万元、-3,750.78 万元；截至 2025 年末，上市公司账面货币资金为 8,021.58 万元，短期借款 29,789.69 万元，长期借款为 2,550.00 万元，资产负债率 86.47%，有息

负债及资产负债率均较高。上市公司处于亏损状态，偿债能力不足，本次交易支付现金对价、中介机构费用等需在本次交易完成前进行支付，因此，上市公司本次募集配套资金具有必要性。

基于上市公司财务数据，综合考虑上市公司现有资金及资金安排、经营活动现金流量净额、最低现金保有量、本次交易现金对价支付及中介机构费用等情况，在不考虑标的公司并入上市公司的影响情况下，上市公司未来三年（2026 年度-2028 年度）资金缺口为 180,470.42 万元，具体测算过程如下：

单位：万元

项目	公式	金额
货币资金余额	①	8,021.58
受限货币资金	②	12.50
交易性金融资产	③	-
可自由支配资金	④=①-②+③	8,009.08
未来三年经营活动现金流净额合计	⑤	-31,116.73
2025 年末最低现金保有量	⑥	20,373.15
未来三年新增最低现金保有量需求	⑦	12,357.25
未来三年预计现金分红所需资金	⑧	-
未来三年偿还债务所需资金	⑨	31,632.36
本次交易的现金对价及中介机构费用	⑩	93,000.00
总体资金需求合计	**⑪=⑥+⑦+⑧+⑨+⑩**	**157,362.77**
总体资金缺口	**⑫=⑪-④-⑤**	**180,470.42**

上表各主要项目的测算过程如下：

1、现有资金及资金安排

截至 2025 年 12 月 31 日，上市公司账面货币资金余额为 8,021.58 万元，其中作为保证金的受限货币资金 12.50 万元，不存在交易性金融资产，上市公司可自由支配资金为 8,009.08 万元。

2、未来三年预计经营活动现金流量净额

（1）测算范围及方法

上市公司以未来三年（即 2026-2028 年）作为预测期间，根据预计的营业收入为基础，对上市公司各项经营活动产生的现金流量分别进行测算，进而预测公

司未来期间经营性现金流量净额。

（2）测算假设及过程

2025 年上市公司营业收入相比 2024 年同比增长 17.12%，假设未来三年营业收入增长率为 17.12%（本假设仅为测算本次募集配套资金规模合理性用途，不代表上市公司对今后年度经营情况及趋势的判断，亦不构成盈利预测或承诺，下同）；2025 年上市公司经营活动产生的现金流量净额占营业收入的比例为-17.56%，假设上市公司未来三年经营活动现金流量净额占当期营业收入的比例与 2025 年一致。

经测算，上市公司未来三年预计日常经营积累为-31,116.73 万元，具体情况如下：

单位：万元

项目	计算公式	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	合计
营业收入	A	42,716.76	50,029.34	58,593.75	68,624.27	177,247.36
经营活动现金流量净额占营业收入的比例	B	-17.56%	-17.56%	-17.56%	-17.56%	-17.56%
经营活动现金流量净额	C=A*B	-7,499.16	-8,782.92	-10,286.45	-12,047.36	-31,116.73

3、最低现金保有量

最低现金保有量系上市公司为维持其日常营运所需要的最低货币资金金额。根据 2025 年度财务数据，上市公司在现行运营规模下日常经营需要保有的最低货币资金为 20,373.15 万元，具体测算过程如下：

财务指标	计算公式	计算结果
最低现金保有量（万元）	①=②÷③	20,373.15
付现成本总额（万元）	②=④+⑤-⑥	46,704.17
营业成本（万元）	④	40,575.81
期间费用（万元）	⑤	7,101.91
非付现成本总额（万元）	⑥	973.55
货币资金周转次数（现金周转率）	③=360÷⑦	2.29
现金周转期（天）	⑦=⑧+⑨-⑩	157.04
存货周转期（天）	⑧	25.03
应收款项周转期（天）	⑨	145.76

财务指标	计算公式	计算结果
应付款项周转期（天）	⑩	13.74

注 1：非付现成本包括固定资产折旧、使用权资产摊销、无形资产摊销和长摊费用摊销；
注 2：存货周转期=360*平均存货账面余额/营业成本；
注 3：应收款项周转期=360*（平均应收账款账面余额+平均合同资产账面余额+平均应收票据账面余额+平均应收款项融资账面余额+平均预付款项账面余额）/营业收入；
注 4：应付款项周转期=360*（平均应付账款账面余额+平均应付票据账面余额+平均合同负债账面余额+平均预收款项账面余额）/营业成本。

4、未来三年新增最低现金保有量

假设最低现金保有量的增长率与营业收入增长率保持一致，据此计算的三年后最低现金保有量为 32,730.40 万元，未来三年新增最低现金保有量为 12,357.25 万元。

单位：万元

财务指标	计算公式	计算结果
报告期末最低现金保有量	①	20,373.15
营业收入增长率	②	17.12%
三年后最低现金保有量	③=①*（100%+②）^3	32,730.40
未来三年新增最低现金保有量	④=③-①	12,357.25

5、未来三年预计现金分红所需资金

2023-2025 年，上市公司处于亏损状态，未实施现金分红。截至 2025 年末，上市公司母公司未分配利润-34,184.02 万元，合并报表未分配利润为-66,789.71 万元，基于谨慎性测算，未来三年上市公司不进行现金分红。

6、未来三年偿还债务所需资金

根据上市公司 2025 年年报，以及上市公司的还款计划，上市公司截至 2025 年末的负债金额及未来三年需偿还的债务金额如下：

单位：万元

项目	2025 年末余额	未来三年需偿还金额
短期借款	29,789.68	29,789.68
一年内到期的非流动负债	426.14	426.14
长期借款	2,550.00	750.00
租赁负债	238.18	238.18
其他应付款	1,339.33	428.35

项目	2025 年末余额	未来三年需偿还金额
合计	34,343.35	31,632.36

由上表可见，上市公司在未来三年需偿还借款金额为 31,632.36 万元。

7、本次交易的现金对价及中介机构费用

本次交易中，上市公司将以支付现金的方式支付本次交易的现金对价 90,270 万元、中介机构费用约 2,730 万元，合计约 93,000 万元。

综上，在考虑本次交易现金对价及中介机构费用等支付需求基础上，上市公司未来三年的资金缺口为 180,470.42 万元，超过本次交易募集配套资金金额，因此，募集配套资金规模合理。

（三）标的公司账面资金和盈利情况，资金需求、负债情况及还款安排等

标的公司 2024 年、2025 年 1-10 月净利润分别为 17,567.53 万元、22,415.02 万元。截至 2025 年 10 月 31 日，标的公司账面资金为 20,765.93 万元，大额存单及利息为 41,139.53 万元，无有息负债，资产负债率为 15.03%。标的公司盈利能力较强，经营情况良好，账面资金较为充裕。

根据标的公司资金情况及未来发展所需资金情况，基于 2025 年 10 月 31 日数据测算，标的公司资金情况总体平衡，不存在资金缺口，具体测算情况如下：

单位：万元

项目	公式	金额
货币资金余额	①	20,765.93
大额存单及利息	②	41,139.53
其中：受限资金	③	62.25
可自由支配资金	④=①-②-③	61,843.21
未来三年预计自身经营利润积累	⑤	61,659.85
期末最低现金保有量	⑥	10,827.69
未来三年新增最低现金保有量	⑦	3,249.87
未来三年现金分红	⑧	21,580.95
未来三年偿还债务	⑨	3,143.44
总体营运资金需求估计	⑩=⑤+⑥+⑦+⑧+⑨	38,801.95
总体资金缺口	⑪=⑩-④-⑤	-84,701.11

1、截至 2025 年 10 月末可自由支配货币资金

截至 2025 年 10 月末，标的公司账面货币资金为 20,765.93 万元，大额存单及利息为 41,139.53 万元，其中因专项用途受限资金为 62.25 万元，标的公司可自由支配的货币资金金额为 61,843.21 万元。

2、未来三年预计自身经营利润积累

标的公司未来三年自身经营利润积累以归属于公司股东的净利润为基础进行计算，根据《加期评估报告》的预测，2026-2028 年标的公司预测净利润合计金额为 61,659.85 万元。

3、最低现金保有量及未来三年新增最低现金保有量

结合标的公司生产管理历史经验、现金收支情况等，测算假设最低保留 1 个月经营活动现金流出资金。由于标的公司近年来业绩持续增长，因此以 2025 年 1-10 月经营活动现金流出总额 108,276.92 万元为基础，计算平均 1 个月的经营活动现金流出金额为 10,827.69 万元，并以此作为安全月数法下最低现金保有量金额。同时，基于《加期评估报告》中标的公司 2028 年的营业收入预测值，假设最低现金保有量的增长率与营业收入增长率保持一致，未来三年新增最低现金保有量为 3,249.87 万元。

4、未来三年现金分红

假设标的公司未来三年按照净利润的 35%向上市公司进行分红，以《加期评估报告》中标的公司 2026 年-2028 年的净利润预测值为基础，经测算，标的公司未来三年预计现金分红支出为 21,580.95 万元。

5、未来三年偿还债务

截至 2025 年 10 月末，标的公司一年内到期的非流动负债为 210.83 万元、租赁负债 321.64 万元、其他应付款 2,610.96 万元，未来三年合计偿还债务所需资金为 3,143.44 万元。

综上，标的公司资金总体平衡，不存在资金缺口；上市公司在考虑本次交易现金对价及中介机构费用支付需求基础上，未来三年的资金缺口为 180,470.42 万元，超过本次交易募集配套资金金额；若综合考虑上市公司与标的公司未来整体资金需求，重组完成后上市公司后续资金需求为 95,769.31 万元（180,470.42 万

元-84,701.11 万元），亦超过本次交易募集配套资金金额。

因此，本次募集配套资金具有必要性，募集配套资金规模合理。

五、交易对方锁定期安排的合规性

（一）重组交易对方锁定期的相关规定

根据《重组管理办法》第四十七条第一款规定：“特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（二）特定对象通过认购本次重组发行的股份取得上市公司的实际控制权；（三）特定对象取得本次重组发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足十二个月”；第四十八条第二款规定：“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人发行股份购买资产，或者发行股份购买资产将导致上市公司实际控制权发生变更的，认购股份的特定对象应当在发行股份购买资产报告书中公开承诺：本次交易完成后六个月内如上市公司股票连续二十个交易日的收盘价低于发行价，或者交易完成后六个月期末收盘价低于发行价的，其持有公司股票的锁定期自动延长至少六个月”。

根据《收购管理办法》第七十四条第一款规定：“在上市公司收购中，收购人持有的被收购公司的股份，在收购完成后 18 个月内不得转让。”

根据《上海证券交易所发行上市审核业务指南第 4 号——常见问题的信息披露和核查要求自查表第五号上市公司重大资产重组》的相关规定，涉及交易对方为本次交易专门设立的，应核查穿透到非为本次交易设立的主体持有交易对方的份额锁定期安排是否合规。

（二）本次交易中各交易对方的锁定情况

1、交易对方锁定情况

根据交易各方出具的承诺，交易各方对本次重组取得的股份的锁定情况如下：

承诺主体	锁定期承诺内容
江西迈通	一、本公司因本次发行取得的上市公司股份，自本次发行结束之日起三十六个月内不得转让（由于上市公司送红股、资本公积金转增股本等原因增加的上市公司股份，亦应遵守前述锁定期安排）； 二、在本公司取得本次发行涉及的上市公司股票后 6 个月内，如上市公司股

承诺主体	锁定期承诺内容
	票连续 20 个交易日的收盘价低于发行价，或者本公司取得上市公司股票后 6 个月期末收盘价低于发行价的，上述股份的锁定期自动延长至少 6 个月； 三、本公司将按照与上市公司签署的《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相关业绩承诺与盈利补偿协议》《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相关业绩承诺与盈利补偿协议之补充协议》的约定，严格履行业绩承诺与盈利补偿义务，并承诺按照上述协议的约定分期解锁因本次交易取得的上市公司股份； 四、若上述锁定期及分期解锁安排与证券监管机构的最新规定或监管意见不相符，本公司将根据相关证券监管机构的最新规定及监管意见进行相应调整； 五、本公司将切实履行上述承诺，若违反本承诺函的相关承诺，本公司将依照相关法律法规、部门规章及规范性文件承担相应的法律责任。
润田投资	一、本公司因本次发行取得的上市公司股份，自本次发行结束之日起十二个月内不得转让（由于上市公司送红股、资本公积金转增股本等原因增加的上市公司股份，亦应遵守前述锁定期安排）； 二、本公司将按照与上市公司签署的《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相关业绩承诺与盈利补偿协议》《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相关业绩承诺与盈利补偿协议之补充协议》的约定，严格履行业绩承诺与盈利补偿义务，并承诺按照上述协议的约定分期解锁因本次交易取得的上市公司股份； 三、若上述锁定期及分期解锁安排与证券监管机构的最新规定或监管意见不相符，本公司将根据相关证券监管机构的最新规定及监管意见进行相应调整； 四、本公司将切实履行上述承诺，若违反本承诺函的相关承诺，本公司将依照相关法律法规、部门规章及规范性文件承担相应的法律责任。
金开资本	一、本公司因本次发行取得的上市公司股份，自本次发行结束之日起十二个月内不得转让（由于上市公司送红股、资本公积金转增股本等原因增加的上市公司股份，亦应遵守前述锁定期安排）； 二、若上述锁定期与证券监管机构的最新规定或监管意见不相符，本公司将根据相关证券监管机构的最新规定及监管意见进行相应调整； 三、本公司将切实履行上述承诺，若违反本承诺函的相关承诺，本公司将依照相关法律法规、部门规章及规范性文件承担相应的法律责任。
江旅集团、南昌江旅	一、本公司在本次发行前持有的上市公司股份，自本次发行完成后十八个月内不得转让，但在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让和在相关法律法规许可前提下的其他转让不受此限。上述股份包括本公司本次发行前持有的上市公司股份以及在上述期间内因上市公司分红送股、资本公积转增股本等形成的衍生股份； 二、若上述锁定期与证券监管机构的最新规定或监管意见不相符，本公司将根据相关证券监管机构的最新规定及监管意见进行相应调整； 三、本公司将切实履行上述承诺，若违反本承诺函的相关承诺，本公司将依照相关法律法规、部门规章及规范性文件承担相应的法律责任。

2、交易对方穿透锁定情况

交易对方金开资本存在除标的公司外的其他多项投资，且成立时间及取得标的公司权益日期均远早于本次交易筹划及首次信息披露的时间，非专为本次交易设立的主体且不以持有标的资产为目的，不涉及穿透锁定。

交易对方江西迈通、润田投资目前除标的公司外，均无其他对外投资，虽然

其成立时间及取得标的公司权益日期均远早于本次交易筹划及首次信息披露的时间，但基于审慎性考虑，参照专为本次交易设立的主体对其上层权益持有人所持有的标的资产间接权益进行穿透锁定，直至自然人、非为本次交易设立的主体。上述交易对方的穿透锁定情况如下：

（1）江西迈通

江西迈通的穿透锁定安排如下：

层级序号	股东名称	是否存在其他投资	自身是否锁定	是否继续向上穿透锁定
1-1	江西建银旅游产业发展投资中心（有限合伙）	否	是	是
1-1-1	江西省旅游集团股份有限公司	是	是	否
1-1-2	江西省长天旅游集团产融控股有限公司	是	是	否
1-2	江西省旅游集团股份有限公司	是	是	否

建银基金、江旅集团、江西省长天旅游集团产融控股有限公司已分别出具承诺函，主要承诺内容如下：

“一、江西迈通已承诺因本次发行取得的上市公司股份，自本次发行结束之日起三十六个月内不得转让，且上市公司股价在特定期间低于发行价的情形下锁定期自动延长至少 6 个月；在江西迈通承诺的上述锁定期内，本公司/本企业不以任何方式转让所持有的江西迈通股权/建银合伙份额；

二、若上述江西迈通或本公司/本企业承诺的锁定期与证券监管机构的最新规定或监管意见不相符，本公司/本企业将根据相关证券监管机构的最新规定及监管意见进行相应调整；

三、本公司/本企业将切实履行上述承诺，若违反本承诺函的相关承诺，本公司/本企业将依照相关法律法规、部门规章及规范性文件承担相应的法律责任。”

（2）润田投资

润田投资的穿透锁定安排如下：

层级序号	股东名称	是否存在其他投资	自身是否锁定	是否继续向上穿透锁定
1-1	江西显方贸易有限责任公司	否	是	是

层级序号	股东名称	是否存在其他投资	自身是否锁定	是否继续向上穿透锁定
1-1-1	查加智	-	是	否
1-1-2	刘晓权	-	是	否
1-1-3	吴晓光	-	是	否
1-2	江西赣润企业管理有限公司	否	是	是
1-2-1	江滢	-	是	否
1-2-2	董秋凤	-	是	否
1-3	邹斌	-	是	否
1-4	南昌县志兴管理有限公司	否	是	是
1-4-1	南昌知兴轶商务服务有限公司	是	是	否
1-4-2	南昌县万兴创业服务中心（有限合伙）	是	是	否
1-5	杭州华利泉健康科技有限公司	否	是	是
1-5-1	王琪	-	是	否
1-5-2	沈凡	-	是	否
1-5-3	李峰	-	是	否
1-5-4	王国泉	-	是	否
1-6	叶丽	-	是	否
1-7	江西省喆润玺祥技术咨询有限公司	否	是	是
1-7-1	江西省商友实业有限公司	否	是	是
1-7-1-1	陈健	-	是	否
1-7-1-2	李伟	-	是	否
1-7-2	涂根友	-	是	否
1-7-3	杨虹	-	是	否
1-7-4	肖朝华	-	是	否
1-7-5	曹小琴	-	是	否
1-7-6	梁勇	-	是	否
1-7-7	江西省言欢企业管理有限公司	是	是	否
1-8	南昌赣之荣商贸有限公司	否	是	是
1-8-1	方宜瑛	-	是	否
1-8-2	张党根	-	是	否
1-8-3	童云仙	-	是	否
1-8-4	罗永	-	是	否
1-8-5	刘君	-	是	否

层级序号	股东名称	是否存在其他投资	自身是否锁定	是否继续向上穿透锁定
1-8-6	周杰	-	是	否
1-8-7	吴艳	-	是	否
1-8-8	尹桂芬	-	是	否
1-8-9	李仁飞	-	是	否
1-8-10	甘莉	-	是	否
1-9	杭州浩鑫商务服务有限公司	否	是	是
1-9-1	赵翊舟	-	是	否
1-9-2	赵建新	-	是	否
1-10	邹永亮	-	是	否
1-11	胡小盼	-	是	否
1-12	熊细妹	-	是	否

润田投资的 12 名直接股东均已出具承诺函，主要承诺内容如下：

“一、润田投资已承诺因本次发行取得的上市公司股份，自本次发行结束之日起十二个月内不得转让；在润田投资承诺的上述锁定期内，本人/本公司不以任何方式转让所持有的润田投资股权；

二、若上述润田投资或本人/本公司承诺的锁定期与证券监管机构的最新规定或监管意见不相符，本人/本公司将根据相关证券监管机构的最新规定及监管意见进行相应调整；

三、本人/本公司将切实履行上述承诺，若违反本承诺函的相关承诺，本人/本公司将依照相关法律法规、部门规章及规范性文件承担相应的法律责任。”

润田投资上层涉及穿透锁定的股东均已出具承诺函，主要承诺内容如下：

“本人/本公司/本企业通过本人/本公司/本企业对外投资的公司（以下简称“间接持股公司”）间接持有润田投资股权，本人/本公司/本企业特此承诺如下：

一、润田投资已承诺因本次发行取得的上市公司股份，自本次发行结束之日起十二个月内不得转让；在润田投资承诺的上述锁定期内，本人/本公司/本企业不以任何方式转让所持有的间接持股公司股权；

二、若上述润田投资或本人/本公司/本企业承诺的锁定期与证券监管机构的最新规定或监管意见不相符，本人/本公司/本企业将根据相关证券监管机构的最

新规定及监管意见进行相应调整；

三、本人/本公司/本企业将切实履行上述承诺，若违反本承诺函的相关承诺，本人/本公司/本企业将依照相关法律法规、部门规章及规范性文件承担相应的法律责任。”

综上，本次交易的交易对方的锁定期安排符合相关监管规则的规定。

（三）补充披露情况

公司已在重组报告书之“重大事项提示”之“一、本次重组方案简要介绍”之“（五）交易对方各层股东直接或间接拥有权益的锁定期安排”补充披露相关内容。

六、业绩奖励设置是否已履行必要的相关程序，是否符合国资管理和《监管规则适用指引--上市类第 1 号》相关规定，奖励金额累积不得超过 3,000 万元的确定依据

（一）业绩奖励设置已履行现阶段必要的审批程序

业绩奖励系本次重组整体交易方案的一部分，截至本回复签署日，本次交易已履行如下审批程序：

1、本次交易方案已经交易对方内部有权机构批准；

2、本次交易相关事项已获得控股股东江旅集团及其一致行动人南昌江旅、间接控股股东江西长旅集团的原则性同意；

3、本次交易已经上市公司董事会 2025 年第六次临时会议、2025 年第九次临时会议、2026 年第二次临时会议及 2026 年第四次临时会议审议通过；

4、本次交易方案已取得江西省国资委批准；

5、本次交易已经上市公司 2025 年第四次临时股东大会审议通过，且股东大会已豁免江西迈通及其一致行动人因本次交易涉及的要约收购义务。

截至本回复签署日，包括业绩奖励在内的本次交易方案已经履行现阶段必要的批准或备案程序；本次交易尚需获得上交所审核通过及中国证监会同意注册，以及相关法律法规所要求的其他可能涉及的必要批准、核准、备案或许可后方可

实施。

（二）业绩奖励设置符合国资管理和《监管规则适用指引——上市类第 1 号》相关规定

1、业绩奖励设置符合国资管理相关规定

根据《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委、财政部、证监会令第 36 号）规定：

“第六十六条 国有股东就资产重组事项进行内部决策后，应书面通知上市公司，由上市公司依法披露，并申请股票停牌。在上市公司董事会审议资产重组方案前，应当将可行性研究报告报国家出资企业、国有资产监督管理机构预审核，并由国有资产监督管理机构通过管理信息系统出具意见。

第六十七条 国有股东与上市公司进行资产重组方案经上市公司董事会审议通过后，应当在上市公司股东大会召开前获得相应批准。属于本办法第七条规定情形的，由国家出资企业审核批准，其他情形由国有资产监督管理机构审核批准。”

本次交易中，包含超额业绩奖励在内的交易整体方案已按相关规定要求履行内部决策和审议程序，并由上市公司依法披露，已履行国家出资企业江西长旅集团的内部审议程序，且已取得江西省国资委的批准，相关业绩奖励安排符合国有资产监督管理机构的有关规定。

2、业绩奖励设置符合《监管规则适用指引——上市类第 1 号》相关规定

根据《监管规则适用指引——上市类第 1 号》“1-2 业绩补偿及奖励”之“四、业绩奖励”的规定：“（一）上市公司重大资产重组方案中，对标的资产交易对方、管理层或核心技术人员设置业绩奖励安排时，应基于标的资产实际盈利数大于预测数的超额部分，奖励总额不应超过其超额业绩部分的 100%，且不超过其交易作价的 20%。（二）上市公司应在重组报告书中充分披露设置业绩奖励的原因、依据及合理性，相关会计处理及对上市公司可能造成的影响。（三）上市公司应在重组报告书中明确业绩奖励对象的范围、确定方式。交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人的，不得对上述对象做出奖励安排。（四）涉及国有资产的，应同时符合国有资产管理部门的规定。”

本次交易中，上市公司与业绩承诺方签署了《业绩承诺与盈利补偿协议》，其中关于超额业绩奖励的具体约定为：“若业绩承诺期内标的公司每一年截至当期期末累积实现净利润数额均超过截至当期期末累积承诺净利润数额，则在遵守国有资产监督管理部门和国家出资企业相关规定和管理要求的前提下，在业绩承诺期届满且业绩承诺期届满当年的年度专项审核报告及专项减值测试报告出具后，标的公司业绩承诺期内累积超额实现的净利润金额（即业绩承诺期内累积实现的净利润总额-累积承诺的净利润总额）中的 50%用于奖励标的公司销售、生产、管理核心骨干及以上人员，但超额业绩奖励金额累积不得超过本次交易中润田实业 100%股份交易总价的 20%，且累积不得超过 3,000 万元。给予奖励的员工名单、具体金额、支付时间等事项，由标的公司总经理办公会拟定并报标的公司董事会审议批准后，由标的公司董事会报送上市公司，并由上市公司董事会审议通过方可实施。”

鉴于：（1）超额业绩奖励设置系基于标的资产实际盈利数大于预测数的超额部分的 50%，奖励总额不超过其超额业绩部分的 100%，且不超过交易总价的 20%；（2）上市公司已在《重组报告书》中充分披露设置业绩奖励的原因、依据及合理性，相关会计处理及对上市公司可能造成的影响，并已明确业绩奖励对象的范围、确定方式；（3）业绩奖励对象为标的公司销售、生产、管理核心骨干及以上人员，不涉及上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（4）包括超额业绩奖励在内的本次交易整体方案已履行国家出资企业江西长旅集团的内部审议程序，且已取得江西省国资委的批准，符合国资管理相关规定；（5）根据各方签署的《业绩承诺与盈利补偿协议》，业绩奖励需要在遵守国有资产监督管理部门和国家出资企业相关规定和管理要求的前提下进行。

因此，本次重组业绩奖励设置符合《监管规则适用指引——上市类第 1 号》相关规定。

（三）奖励金额累积不得超过 3,000 万元的确定依据

业绩奖励对象为标的公司销售、生产、管理核心骨干及以上人员，奖励金额累积上限系根据标的公司 2024 年相关人员薪酬总额情况，由交易各方协商后确定，具有商业合理性。

标的公司高级管理人员及核心骨干人员 2024 年度薪酬总额情况如下：

层级	人数	薪酬总额（万元）
高级管理人员	7	331.27
核心骨干人员	137	2,540.67
合计	**144**	**2,871.94**

注：核心骨干人员系公司中层及以上在岗核心人员及具备潜力的后备中层储备人才

2024 年度，标的公司高级管理人员及核心骨干人员薪酬 2,871.94 万元，人均约 20 万元。交易各方结合标的公司历史情况，经协商后，确定了奖励金额累积的上限不得超过 3,000 万元，具有合理性。

七、约定现金对价分批支付的考虑，生效条件，目前支付情况，相关款项支付对上市公司财务状况和生产经营的影响

（一）现金对价分批支付的生效条件和目前支付情况

本次交易总对价为 30.09 亿元，其中现金对价部分为 9.027 亿元，根据《发行股份及支付现金购买资产补充协议》第 3.3.1 条的约定，本次现金对价将分两批支付，具体如下：

批次	金额	具体约定
第一批	15,000 万元	《发行股份及支付现金购买资产协议》生效日后五个工作日内，甲方应向乙方支付第一笔现金对价 15,000 万元，其中甲方应向江西迈通支付 7,650 万元、向润田投资支付 3,705 万元、向金开资本支付 3,645 万元
第二批	75,270 万元	《发行股份及支付现金购买资产协议》生效日后三个月内，甲方应当优先以本次重组中向特定对象发行股份募集的配套资金向乙方支付剩余现金对价，实际募集到账的配套资金不足以支付全部现金对价的，由甲方以自有或自筹资金补足；若甲方未能在上述三个月以内完成向特定对象发行股份募集配套资金相关工作，则甲方应当使用自有或自筹资金及时向乙方支付现金对价

根据《发行股份及支付现金购买资产协议》第 14.1 条的生效条件，“14.1 本协议自下述条件全部得到满足之首日起生效：14.1.1 本协议经各方法定代表人或者授权代表签署并加盖各方公章；14.1.2 本次交易取得甲方董事会、股东（大）会的审议通过，且甲方股东（大）会豁免江西迈通及其一致行动人因本次交易涉及的要约收购义务（如需）；14.1.3 本次交易取得乙方各自内部有权机构批准；14.1.4 标的公司已就本次交易做出股东（大）会决议，且其他股东已经放弃优先受让权（如需）；14.1.5 本次交易相关资产评估报告经有权国有资产监督管理机

构备案，本次交易取得有权国有资产监督管理机构的批准；14.1.6 本次交易获得上交所审核通过并经中国证监会同意注册。”

根据上述约定，本次交易在取得上交所审核通过及中国证监会注册同意后相关协议才能生效，目前协议尚未生效，尚未触发上市公司第一批 1.5 亿元现金的支付条件。

（二）约定现金对价分批支付的考虑

1、交易各方充分沟通的结果

现金对价能够为交易对方提供及时的流动性，满足其自身的资金安排需求。提前支付部分现金对价，是上市公司与交易对方基于商业谈判形成的共识，结合交易其他条款和安排，该支付方式有助于促成交易的最终达成。

2、风险可控且不对上市公司构成较大不利影响

截至 2025 年 12 月 31 日，上市公司账面货币资金余额为 8,021.58 万元；上市公司已经取得了工商银行、中国银行的贷款意向书（承诺函）或授信批复的说明，可用于专项支付本次交易的现金对价，其中也包括第一步支付的 1.5 亿元对价。

此外，江西长旅集团对上市公司提供了 1.6 亿元的借款额度。如银行并购贷款在协议生效后未及时到位，该笔借款额度也可以覆盖该笔现金对价。

综上，上市公司可以利用账面资金及银行贷款或控股股东借款，来满足现金支付的需要。

3、分批支付现金对价符合市场惯例

经查询近期市场案例，存在部分案例于交易协议签订或者生效后先行支付现金对价的情况，标的公司的情况符合市场相关交易情况，具体案例情况如下：

序号	公司简称	项目注册生效时间	项目简介	现金支付安排	首笔现金款支付时间及比例
1	TCL 科技（SZ.000100）	2025/6/24	上市公司向深圳市重大产业发展一期基金有限公司发行股份及支付现金，收购其持有的深圳市华星	自协议自有或自筹资金支付购买资产部分生效之日起 15 日内，TCL 科技或其指定子公司向重大产业基金支付 2,843,271,084.40 元。该部	协议生效之日起 15 日支付 2,843,271,084.40 元，占现金对价的 39.48%

序号	公司简称	项目注册生效时间	项目简介	现金支付安排	首笔现金款支付时间及比例
			光电半导体显示技术有限公司21.5311%股权并配套募集资金。	分现金对价在本次交易经TCL科技股东大会审议通过后可由TCL科技股东大会授权董事会以自有资金或自筹资金等方式先行支付，待募集配套资金到位后予以置换。	
2	麦捷科技（SZ.300319）	2024/12/19	麦捷科技拟向张国庭、李军、安可远投资等交易对方发行股份及支付现金购买惠州市安可远磁性器件有限公司100%股权和成都金之川电子有限公司20%的少数股权，同时募集配套资金不超过10,140.00万元。	上市公司在发行股份购买资产协议签订之日起10个工作日内向张国庭支付1,500万元预付款，在发行股份购买资产补充协议签订之日起10个工作日内向张国庭支付1,000万元预付款，如本次发行股份购买资产、募集配套资金如期实施，则上市公司在配套募集资金到账之日起10个工作日内，向全部交易对方支付本次交易现金对价的剩余部分；若募集配套资金不足以支付该交易对价，上市公司应以自有资金补足。	协议签订后10个工作日支付1,500万元现金，补充协议签订后10个工作日支付1,000万元现金，占整体现金对价的31.73%
3	华亚智能（SZ.003043）	2024/8/30	上市公司拟向蒯海波、徐军等交易对方发行股份及支付现金购买其持有的冠鸿智能51%股权，并配套募集资金用于支付交易现金对价及补充流动资金。	上市公司将于发布中国证监会同意注册本次发行股份及支付现金购买资产公告后标的资产交割日前，以现金的形式支付前述4,001.00万元。交易对方同意委托上市公司代为向冠鸿智能支付前述认缴未实缴的出资款。剩余现金对价在上市公司配套募集资金到位后30日内，或交割日之后90日内（以两者孰早为支付节点）一次性支付完毕。	上市公司发布中国证监会同意注册公告后标的资产交割日前支付4,001.00万元，占现金对价的32.85%

根据上表案例，最近一年，已有多单经证监会注册同意的并购重组项目的现金支付安排不以募集资金到位为前提，现金支付安排呈现更为市场化和符合商业诉求的趋势。

（三）相关款项支付对上市公司财务状况和生产经营的影响

首笔支付的1.5亿元现金可部分以上市公司账面自有资金支付，缺口部分将

优先通过银行并购贷款等解决，预计将增加上市公司负债规模，上市公司资产负债率将进一步提高，上述现金对价将在募集配套资金到位后予以替换。但在首笔现金支付后，上市公司将加快标的公司的交割工作，在交割完成后，标的公司将纳入上市公司合并报表，上市公司的资产负债率将大幅下降。

综上，本次交易的现金对价的支付安排是交易各方协商谈判的结果，符合商业逻辑，且与市场相关案例基本一致。交易的现金对价的支付需要满足相关协议的生效条件，生效条件包括证监会注册同意，截至本回复签署日，上市公司尚未支付该笔现金对价，也不会在本次重组获得监管部门审核注册同意前支付。相关现金对价的支付不会对上市公司财务状况和经营情况产生重大不利影响。

八、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、查阅上市公司 2024 年年报、2025 年年报、2025 年 1-10 月财务报表，并结合近两年度年报数据，分析上市公司业务资金需求和偿债压力情况。

2、查阅标的公司 2025 年 10 月 31 日财务报告及本次交易的备考审阅报告，分析标的公司营业收入、存货、应付款项等数据，分析标的公司的现金流需求情况。

3、查询上市公司取得江西长旅集团借款抄告单。

4、取得中国工商银行江西省分行出具的贷款意向函、中国工商银行南昌分行出具的贷款承诺函、中国银行股份有限公司南昌市分行出具的授信批复的说明。

5、访谈上市公司财务总监，了解上市公司其他可用的融资方式。

6、取得上市公司交易对方穿透锁定股东的承诺函。

7、查阅本次重组相关交易协议，确认业绩奖励条款设置，并分析上市公司本次重组现金对价支付节奏情况。

8、查阅上市公司董事会 2025 年第六次临时会议、2025 年第九次临时会议、2026 年第二次临时会议、2026 年第四次临时会议、上市公司 2025 年第四次临时股东大会材料、交易对方的内部批准文件、国资委产权管理综合信息系统预审核

意见、江西省国资委批复文件，确认业绩奖励设置现阶段已经履行的决策审批程序和国资审批情况。

9、查阅标的公司高级管理人员及核心骨干人员薪酬情况。

10、查阅最近相关重组案例中的支付方式及现金对价的支付安排。

11、查阅上市公司相关公告。

12、取得中国工商银行江西省分行出具的贷款意向书。

13、访谈上市公司财务总监，了解上市公司其他可用的融资方式。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次交易大额支付现金对价主要系基于交易谈判的商业考量与卖方的流动性需求，降低对每股收益的摊薄，维护上市公司股东的利益，具有商业合理性。

2、上市公司无法足额募集配套资金风险较小，且上市公司已进行了风险提示。在本次重组未能足额配套募集资金的情况下，上市公司将采用并购贷款等自筹资金予以解决。本次交易完成后，上市公司资产质量明显增强，盈利能力大幅提升，经营性现金流得到显著改善，使用并购贷款所增加的财务费用对净利润及资产负债率的影响较小，因此，不会对上市公司后续经营、财务状况和偿债能力造成重大不利影响。

3、上市公司拟调减募集资金至 9.3 亿元，用于支付本次交易现金对价和中介机构费用等；上市公司在考虑本次交易现金对价及中介机构费用等支付需求基础上，未来三年的资金缺口为 180,470.42 万元，超过本次交易募集配套资金金额，因此，本次募集配套资金具有必要性，募集配套资金规模合理。

4、本次交易的交易对方的锁定期安排符合相关监管规则的规定。

5、本次交易业绩奖励设置已履行必要的相关程序，符合国资管理和《监管规则适用指引——上市类第 1 号》相关规定，奖励金额累积不得超过 3,000 万元系根据标的公司 2024 年相关人员薪酬总额情况，由交易各方协商后确定，具有商业合理性。

6、本次交易的现金对价的支付安排是交易各方协商谈判的结果，符合商业逻辑，且与市场相关案例基本一致。交易的现金对价的支付需要满足相关协议的生效条件，生效条件包括证监会注册同意，截至本回复签署日，上市公司尚未支付该笔现金对价，也不会在本次重组获得监管部门审核注册同意前支付。相关现金对价的支付不会对上市公司财务状况和经营情况产生重大不利影响。

问题 3. 关于标的公司历史沿革

重组报告书披露，（1）2014 年，由润田投资、赛富投资及联创国际共同设立润田实业，润田投资的权利和义务全部转由润田实业享有和承担；对润田饮料采取资产整体出售的重组方式，将润田饮料全部资产负债等一并转让给润田投资；因润田饮料总体负债远大于总体资产，故润田饮料资产和股权总价以零元价格转让给润田实业；（2）2016 年 4 月，国资股东江西迈通入股标的公司，取得标的公司 51%股权；（3）本次交易完成后，江西迈通因 2016 年 4 月收购润田实业形成的商誉将会纳入上市公司报表。2025 年 4 月末，标的公司商誉账面价值为 15,890.71 万元，源自标的公司成立之初重组润田饮料的一揽子交易；根据《备考审阅报告》，截至 2025 年 4 月末上市公司商誉账面价值为 29,848.00 万元占归属于母公司股东的净资产和资产总额的比例分别为 21.67%和 13.18%；（4）标的公司历次国资入股评估备案程序存在瑕疵，相关部门出具了书面确认文件；（5）2016 年 2 月，黄国辉受润田投资委托，代润田投资自赛富投资、联创国际受让润田实业的股份；2016 年 3 月，前述代持还原。

请公司披露：（1）2014 年资产重组的背景原因和具体过程，润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因，重组后资产、股权、负债、经营资质、人员的整合情况；（2）江西迈通、金开资本入股标的公司的背景及原因，结合股东会和董事会决议、参与日常经营管理情况等，说明江西迈通、润田投资、金开资本在标的公司发展过程中发挥的具体作用；（3）标的公司的成立背景、成立至今的主营业务及其变化情况、经营发展阶段，经营业绩转好及其原因；（4）标的公司成立之初重组润田饮料、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程，结合润田饮料和标的公司主要经营情况、财务状况和经营成果，说明收购价格公允性、商誉确认准确性及依据；结合前述时点评估预测情况、标的公司主要财务状况和经营成果变化情况等，说明前述商誉是否发生减值及依据；（5）针对标的资产历次评估备案瑕疵，相关证明出具主体是否为有权机关，是否存在国有资产流失等情况；（6）梳理标的公司历史上股权代持的背景和原因、解除情况，是否存在纠纷或潜在纠纷，是否存在其他影响标的公司股权清晰的情形。

请独立财务顾问核查并发表明确意见，请律师对（1）-（3）、（5）-（6）核查并发表明确意见，请会计师对（4）核查并发表明确意见。

回复：

一、2014 年资产重组的背景原因和具体过程，润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因，重组后资产、股权、负债、经营资质、人员的整合情况

（一）2014 年资产重组的背景原因和具体过程，润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因

1、2014 年资产重组的背景原因和具体过程

2013 年底，润田饮料因快速扩张和内部管理不善，生产经营遭遇严重困难，企业陷入巨大债务危机。为维护南昌信用环境、维护社会稳定，南昌市人民政府于 2014 年 3 月主持召开了润田饮料有关问题协调会，南昌市金融办、南昌市经开区管委会、润田饮料、江西丰源实业集团有限公司（以下简称“丰源集团”）、相关银行金融机构等债权人参加了本次会议。经与各参会单位共同协商，提出对润田饮料“恢复生产、债务重整、股权收购”的重组决定，并达成一致意见：（1）请丰源集团作为意向重组方，对润田饮料开展尽职调查，就重组工作形成明确意见并签订正式协议；（2）各债权银行按照“两不变、两压降”（即：融资主体不变、担保方式不变，融资总量逐步压降、融资利率压降至基准利率）的指导原则，签订《各债权银行一致行动协议书》，共同承诺采取统一行动，不单方面压缩润田系公司的融资规模，不单方面收回贷款；（3）各债权银行共同维护润田系公司的信用记录，积极帮助润田系公司做好到期贷款续贷展贷工作；（4）建议各债权银行对润田系公司在协调会前产生的逾期利息和因逾期造成的罚息予以免除；（5）南昌经开区按照属地原则积极协调小贷公司、供应商、经销商等各方社会关系，保障润田饮料正常生产。

考虑到“润田”是江西区域知名品牌，若重新打造一家包装饮用水品牌，将花费巨大的资金和精力，且丰源集团等润田投资的关联方、赛富投资、联创国际为润田饮料及其关联方提供了较大金额的债务担保或直接借款，若不重组润田饮料也将承担较大损失。同时，丰源集团前期拟采取股权收购方式并购润田饮料，为实现风险隔离之目的，特设立润田投资作为专项主体，由润田投资联合润田饮料原有外部投资人赛富投资、联创国际共同新设润田实业，对润田饮料进行重组。后期润田投资经过对润田饮料的尽职调查，同时，为隔绝不必要的风险以及便于

后续更加有效理顺公司经营管理职能，最终决定以资产收购方式收购润田饮料母公司的资产及负债并以股权收购方式收购 9 家子公司的股权方式重整润田饮料。

2014 年 8 月，润田投资、赛富投资、联创国际与润田饮料控股股东南昌市昌德实业有限公司（以下简称“南昌昌德”）、润田饮料实际控制人及其配偶、润田饮料及其 9 家子公司等共同签署了《资产重组协议》，主要约定内容包括：（1）润田投资、赛富投资及联创国际共同设立润田实业，承接润田饮料的全部资产以及与之相关联的债权、负债和劳动力，润田饮料全部子公司的资产重组可采用直接收购润田饮料子公司股权；（2）以资产、负债整体收购的方式收购润田饮料，即润田饮料资产（包括但不限于货币资金、对外享有的债权、固定资产、无形资产及长期投资等）、列入债务清单和担保义务清单内的负债和担保、以及劳动力一并转让给收购方；未列入债务清单和担保义务清单的，由南昌昌德、润田饮料、黄安根自行解决和承担，与重组方无关；（3）因润田饮料及其子公司，共十家公司总体负债远大于总体资产，总体严重资不抵债，故约定前述十家公司的资产和股权总价以零元价格转让给润田实业。当时，润田饮料工商登记的股本结构情况具体如下：

序号	股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）	出资方式
1	南昌昌德	12,831.00	55.81	净资产折股
2	赛富投资	9,780.48	42.54	净资产折股
3	联创国际	379.02	1.65	净资产折股
合计		**22,990.50**	**100.00**	——

《资产重组协议》签署后，润田投资与赛富投资、联创国际、润田饮料签署了《补充协议》，约定：（1）赛富投资、联创国际同意对于润田饮料分别拥有的债权按 8 折处理，在润田饮料重组完成之日起 2 年内由润田实业向赛富投资、联创国际分别偿付；（2）重组工作全部完成之日起 60 日内，赛富投资、联创国际应完成认购润田实业 1,121 万股份和 44 万股份的实缴，其实缴资金来源为由润田饮料向赛富投资、联创国际支付的借款利息；（3）赛富投资、联创国际放弃除上述第（2）款利息之外的其他应收利息、罚息、违约金。

2014 年 10 月 11 日，润田实业按照上述《资产重组协议》及其补充协议约定的股权结构设立，设立时润田投资持有 88.35%股份、赛富投资持有 11.21%股份、联创国际持有 0.44%股份。

2014 年 12 月，润田实业与润田饮料及其 9 家子公司分别签订了 9 份子公司股权转让协议，将润田饮料所持的 9 家子公司的股权，根据北方亚事出具的北方亚事评报字[2014]第 08-028 号至 33 号、35 号至 37 号《评估报告》的净资产评估值为参考，转让给标的公司（其中净资产为负数的明月山润田及房县润田，以人民币 1 元作为对价），具体评估价值及协议价格列示如下：

单位：万元

序号	公司名称	持股比例	净资产评估值	协议价格
1	丰城润田	100%	14,993.93	14,993.93
2	明月山润田	100%	-2,015.20	0.0001
3	沈阳润田	100%	5,687.16	5,687.16
4	成都润田（注 1）	100%	1,520.91	1,520.91
5	永丰润田	100%	493.19	493.19
6	九江润田	95%	2,167.91	2,059.51
7	武汉润田	100%	5,614.59	5,614.59
8	赣州润田（注 2）	100%	917.99	917.99
9	房县润田	100%	-296.33	0.0001

注：1、全称“成都润田食品饮料有限公司”，2017 年 11 月，润田实业通过产权交易所公开挂牌转让方式，将其持有成都润田的股权全部转让至四川合纵医药股份有限公司，润田实业不再持有成都润田的股权；2、全称“江西润田（赣州）饮料食品有限公司”，已于 2020 年 8 月注销。

润田实业已于 2014 年 12 月向润田饮料支付上述 9 家子公司收购价款，并于 2014 年 12 月至 2015 年 2 月相继完成润田饮料的 9 家子公司股东的工商变更登记手续，其股东已由润田饮料变更为润田实业。

2014 年 12 月 31 日，润田实业与润田饮料完成资产负债平移，其后逐步完成相关资产权属变更登记手续。

2、润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因

依据南昌市人民政府办公厅印发的《江西润田饮料股份有限公司有关问题协调会议纪要》，并经访谈润田实业相关人员（润田饮料原员工），润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因，系由于：

（1）内部原因

① 规模扩张过快：为打造“润田”品牌，不断扩大产能，润田饮料分别在

南昌经济技术开发区、丰城市、宜春明月山、赣州及江西省外的沈阳、成都、广州、武汉和神农架等地均设有生产基地，且布局了水、果汁、茶、果奶、碳酸饮料和运动饮料六大系列品项，投入了大量的基地建设资金和营销费用，片面追求发展速度和营收规模，资金投入过大；

② 企业内部管理不善：采购、生产、运输、销售等各个环节的管理均有不足，其中销售管理层级系按照“区域、省级、大区、分管销售副总经理、总经理及董事长”的架构逐级管理，整体管理效率低下，市场响应速度慢；缺乏严格的预算体系和销售风控制度，导致财务管理分析与销售管理分析脱节，无法充分评估销售目标产生的财务效果；

③ 营销策略失策：润田饮料投资的茶饮料、果汁、运动饮料均失败，造成严重损失；同时片面追求销量，打价格战，造成利润低下。

（2）外部原因

① 民营企业融资困难，润田饮料被迫“短贷长投”，致使润田饮料的资金利用效率极低，利息负债过重；

② 部分股份制银行压缩润田饮料的贷款规模，使润田饮料不得不高息民间借贷，进一步增加润田饮料的资金成本，债务余额不断上升。

（二）重组后资产、股权、负债、经营资质、人员的整合情况

1、重组后的资产情况

2014 年 12 月 31 日，润田饮料与润田实业签署了《2014 年 12 月 31 日资产负债交割清单》及《2014 年 12 月 31 日其他资产负债交割清单》，润田饮料资产负债报表平移至润田实业，且润田饮料土地、房产、设备等资产的实际使用亦移交至润田实业。因收购时润田饮料的土地、房产及商标存在抵押或质押的情况，相关权属变更登记手续于此后陆续办理，具体情况如下：

（1）土地、房产

2014 年重组时，润田饮料子公司恒泰塑料、明月山润田、沈阳润田、成都润田、永丰润田、九江润田、房县润田名下土地房产仍由上述子公司持有、不涉及转移，赣州润田名下无土地、房产；润田饮料名下两处土地、房产，因涉及抵

押，暂时无法于 2014 年完成土地使用权人变更登记手续，具体情况如下：

权利人	坐落	产权证号
润田饮料	南昌市经济技术开发区桂苑大道	洪土国用（登经 2010）第 28 号
	赣州市开发区黄金岭办事处新路村	赣市开国用（2010）第 111 号

2016 年，润田饮料将其持有的位于南昌市经济技术开发区桂苑大道、不动产证编号为“洪土国用（登经 2010）第 28 号”土地使用权转让至润田实业；润田实业于 2016 年 12 月 16 日取得了上述宗地的不动产权证书，不动产权证编号为“赣（2016）南昌市不动产权第 1156606 号”。2020 年上述宗地被南昌市土地储备中心经济技术开发区分中心收储，并于 2020 年 12 月 22 日办理完毕不动产权证书注销手续。

2016 年，润田饮料与润田实业签署了《企业重组导致土地转移协议》，将位于赣州市开发区黄金岭办事处新路村、土地权属证书编号为“赣市开国用（2010）第 111 号”的土地使用权转让至润田实业。2016 年 3 月 9 日，润田实业取得了上述土地使用权证，不动产证编号为“赣（2016）赣州市不动产权第 0007361 号”。

（2）商标、专利

2014 年重组时，润田饮料的部分商标涉及质押。相关债务清偿完毕后，截至 2015 年 12 月，润田饮料彼时有效且润田实业经营所需的所有商标、专利均已完成权属变更登记至润田实业名下。

2、重组后的股权情况

为重组润田饮料，根据《资产重组协议》及其《补充协议》约定，标的公司润田实业于 2014 年 10 月 11 日设立，设立时公司的股份总数为 10,000 万股，发起人认购公司已发行的全部股份，其中润田投资认购 8,835 万股、赛富投资认购 1,121 万股、联创国际认购 44 万股。设立时具体的股本结构情况如下：

序号	股东名称	持股数量（万股）	持股比例（%）	出资方式
1	润田投资	8,835.00	88.35	货币
2	赛富投资	1,121.00	11.21	货币
3	联创国际	44.00	0.44	货币
合计		**10,000.00**	**100.00**	——

3、重组后的负债情况

依据《资产重组协议》，润田饮料、润田实业与黄安根签署截至 2014 年 7 月 31 日《江西润田饮料股份有限公司及子公司债务清单》《担保及质抵押清单》，润田饮料与润田实业签署了《2014 年 12 月 31 日资产负债交割清单》，以 2014 年 12 月 31 日为重组基准日，确认了截至 2014 年 12 月 31 日的《资产负债交割清单》及《其他资产负债交割清单》。润田实业承接：（1）润田饮料及其子公司对外借款（包括向银行的借款、向润田投资（含江西电联实业发展有限责任公司）的借款）；（2）润田饮料为其他相关方（如润田天然、江西广威贸易有限公司、江西森特实业有限公司、丰城市森茂纸箱彩印包装实业有限公司等平台公司及黄安根、邢兴祥等）提供保证或抵押担保的借款；（3）清单中列示的应付账款、应付职工薪酬、应交税费、应付利息、其他应付款等部分对应的账面数据。

上述润田饮料对润田投资借款形成的背景为：基于重组润田饮料的意向，江西电联实业发展有限责任公司（以下简称“电联实业”）与江西省盛开投资有限公司（以下简称“盛开投资”）于 2014 年 3 月 6 日成立润田投资，作为重组股东参与润田饮料的重组。润田投资成立后，在对润田饮料开展尽职调查工作的同时，对润田系公司的资金和生产经营进行监管，通过注入资金及委派管理人员，恢复润田系公司的生产经营；为维护润田系公司的银行信用，还投入资金用于润田系公司归还银行贷款及利息等应付款项，为润田饮料重组做前期准备，因此形成了润田饮料对润田投资的借款。

经查阅润田饮料与银行的借款合同、承兑协议，以及润田饮料与个人、单位签署的借款合同等协议，润田饮料所承担的表外负债的债务人与银行、个人及单位的借款合同、担保合同、转账凭证等单据，润田实业的转账凭证、银行电子回单等单据，润田实业已经归还了上述清单中载明的金融负债、应付个人、单位借款以及表外负债。

4、重组后的经营资质情况

本次重组采取的方式为以资产收购方式收购润田饮料母公司的资产及负债并以股权收购方式收购 9 家子公司的股权方式重整润田饮料，故 9 家子公司的经营资质仍保留在各家子公司；润田实业于 2014 年 10 月 11 日取得了营业执照，

2014 年 12 月 5 日取得了《食品流通许可证》(许可证编号：SP3601081410009535)，许可范围为：经营方式批发兼零售、经营项目预包装食品，于 2015 年 8 月 13 日取得了《全国工业产品生产许可证》（证书编号：QS360006010922）。

报告期内，润田实业及其子公司主要从事包装饮用水的生产和销售，其中，润田实业、丰城润田、武汉润田、吉安润田、沈阳润田、九江润田、明月山润田 7 家存在实际经营，房县润田及永丰润田未实质生产经营，万安润田系润田实业于 2025 年 9 月新设立的全资子公司、暂未开展生产经营。根据标的公司各经营主体生产经营业务情况，标的公司各经营主体均取得了所需要的经营资质，具体情况参见重组报告书“第四章 交易标的基本情况”之“六、主要经营资质”相关内容。

5、重组后的人员情况

2014 年 12 月 31 日，润田饮料与润田实业完成资产负债平移，同时，润田实业承接了润田饮料的员工，并与前述员工建立了劳动关系。

二、江西迈通、金开资本入股标的公司的背景及原因，结合股东会和董事会决议、参与日常经营管理情况等，说明江西迈通、润田投资、金开资本在标的公司发展过程中发挥的具体作用

（一）江西迈通、金开资本入股标的公司的背景及原因

1、江西迈通入股标的公司的背景及原因

江旅集团于 2014 年 11 月设立，系由江西省人民政府批准组建的大型国有独资公司，是江西省实施“旅游强省”战略的重要举措。江旅集团当时主要工作为在全省范围内“整合业务、重组资源、建设新的产品”，以“旅游+”模式为核心，以江西全城的好山、好水为立足点，打造“大消费、大健康”的旅游全要素生态圈。综合考虑饮用水企业是旅游产业链上的重要一环以及“润田”的品牌影响力，江旅集团拟增资入股润田实业，并对润田实业实现控股。而润田实业可以借助江旅集团的营销网络及资源，扩大销售规模，同时依托江旅集团的财务支持，化解润田实业存在的约 18 亿元不良应收款项，推动润田实业上市进程。江旅集团聘请了中介机构对润田实业开展了尽职调查、审计、评估等工作，并于 2016 年 4 月通过其子公司江西迈通增资成为润田实业控股股东。

2、金开资本入股标的公司的背景及原因

金开资本为南昌经开区下属国资控股企业，润田实业是南昌经开区优质企业，为深切落实江西省委省政府“映山红”计划，助力南昌经开区内优质企业上市，落实区委会相关文件精神，金开集团拟通过收购润田投资持有的不超过 24.3%的润田实业股权，帮助其解除 8 亿元股权质押，满足上市监管要求，助力润田实业加快上市的进程和上市成功的可能性，以增加南昌经开区内税收收入和就业。

根据相关会议精神，金开资本聘请中介机构对润田实业进行了审计、评估、法律尽职调查和可行性分析，根据前期审计、评估、法律尽调及专家意见分析结果，金开集团同意投资该项目，以金开资本为受让主体，受让润田投资持有的不超过 24.3%的润田实业股权。而润田投资因需要资金解决其对外负债，故润田投资于 2020 年 12 月将其持有的润田实业部分股份转让至金开资本。

（二）结合股东会和董事会决议、参与日常经营管理情况等，说明江西迈通、润田投资、金开资本在标的公司发展过程中发挥的具体作用

1、股东会和董事会决议情况

润田实业三名股东江西迈通、润田投资、金开资本的持股比例分别为 51%、24.7%、24.3%，其中江西迈通系控股股东。自 2023 年 1 月 1 日至今，润田实业股东大会的决议事项均经全体股东一致同意通过。

润田实业董事会共有 9 名成员，其中江西迈通推荐 3 名非独立董事和 3 名独立董事、润田投资推荐 2 名非独立董事、金开资本推荐 1 名非独立董事，自 2023 年 1 月 1 日至今，润田实业董事会的决议事项均经全体参会董事一致同意通过。

2、日常经营管理

润田实业总经理系润田投资推荐、董事会聘任，财务总监、董事会秘书和 1 名副总经理系江西迈通推荐、总经理提名并经董事会聘任。此外，润田实业作为江西长旅集团投资且直接管理的控股企业，在日常运营和重大事务处理中受国资监管，履行国资审批流程，根据江西长旅集团相关制度接受企业考核评价，并按照江西长旅集团有关制度要求和工作安排及时向江西长旅集团报告有关工作情况。

综上所述，江西迈通系润田实业的控股股东，并通过其推荐的高级管理人员参与日常经营管理；润田投资通过其推荐的总经理在标的公司的日常经营管理中具有重要作用；金开资本系财务投资人，除在公司股东大会及董事会层面参与决策以外，不参与标的公司日常经营管理。

（三）润田投资无实际控制人的认定

根据润田投资公司章程、工商登记档案、润田投资产权结构图以及国家企信系统公示登记信息，截至本回复出具日，润田投资的股权结构为：

股东	认缴出资额（万元）	持股比例（%）
江西显方贸易有限责任公司	3,822.00	76.44
江西赣润企业管理有限公司	300.00	6.00
邹斌	200.00	4.00
南昌县志兴管理有限公司	100.00	2.00
杭州华利泉健康科技有限公司	100.00	2.00
叶丽	100.00	2.00
熊细妹	63.00	1.26
杭州浩鑫商务服务有限公司	63.00	1.26
南昌赣之荣商贸有限公司	63.00	1.26
胡小盼	63.00	1.26
邹永亮	63.00	1.26
江西省喆润玺祥技术咨询有限公司	63.00	1.26
合计	**5,000.00**	**100.00**

截至本回复出具日，润田投资控股股东显方贸易的股权结构为：

股东	认缴出资额（万元）	持股比例（%）
查加智	417.00	41.70
刘晓权	319.00	31.90
吴晓光	264.00	26.40
合计	**1,000.00**	**100.00**

根据润田投资出具的书面确认，显方贸易及显方贸易股东查加智、刘晓权、吴晓光的调查问卷，查加智、刘晓权、吴晓光的访谈确认，润田投资的控股股东是显方贸易，无实际控制人，查加智、吴晓光、刘晓权之间不存在一致行动协议、表决权委托协议或其他约定一致行动关系的文件。

三、标的公司的成立背景、成立至今的主营业务及其变化情况、经营发展阶段，经营业绩转好及其原因

（一）标的公司的成立背景

2013 年底，润田饮料出现债务危机、濒临破产，因看好润田品牌的发展前景，经润田饮料相关股东、实际控制人邀请，润田投资联合赛富投资、联创国际设立润田实业并以承接资产负债和收购子公司股权的方式对润田饮料进行重组。基于上述背景，标的公司润田实业于 2014 年 10 月 11 日设立，设立时公司的股份总数为 10,000 万股，发起人认购公司已发行的全部股份，其中润田投资认购 8,835 万股、赛富投资认购 1,121 万股、联创国际认购 44 万股。

（二）标的公司成立至今的主营业务及其变化情况、经营发展阶段，经营业绩转好及其原因

润田实业自成立至今的主营业务均为包装饮用水的生产和销售，未发生变化。具体经营发展阶段情况如下：

1、设立润田实业初期（2014 年 10 月-2016 年 3 月）

本阶段主要聚焦化解润田品牌的生存危机，通过新设立的润田实业对润田饮料进行承债式收购，解决品牌存续、团队稳定、内控管理及经营效率提升问题，为企业后续发展奠定基础：

（1）重组债权债务方面：依据《资产重组协议》及截至 2014 年 7 月 31 日《江西润田饮料股份有限公司及子公司债务清单》《担保及质抵押清单》《2014 年 12 月 31 日资产负债交割清单》及《2014 年 12 月 31 日其他资产负债交割清单》，润田实业承接润田饮料资产负债，与各债权银行沟通续贷计划，逐步推进润田饮料重组债权债务清理工作；

（2）生产经营方面：全面恢复润田的生产经营，完整保留“润田”品牌的渠道资源与商业流通价值，避免品牌价值流失，确保品牌在消费者及渠道中的认知度与忠诚度持续存在；

（3）员工安置方面：优先保障员工工资发放，稳定核心生产、销售团队，确保生产经营活动连续开展，避免因人员流失导致的产能中断以及渠道断裂；

（4）内控管理方面：提升精细化管理水平，一方面推动扁平化管理模式，精简管理层级，提高指令执行效率；另一方面精简冗余机构，推动降本增效，提升整体运营效能。

2、引入国资控股阶段（2016 年 4 月至今）

本阶段重点解决资金困境与公司治理规范化问题，推动企业从“生存型”向“规范型”转型：

（1）引入国资股东，妥善化解润田实业资产负债率过高等问题：2016 年 4 月 25 日，润田有限召开 2016 年第三次股东会，决议同意增资扩股后，注册资本由 25,000.00 万元增至 205,000.00 万元，新增注册资本 180,000.00 万元由江旅集团旗下全资子公司江西迈通出资 104,550.00 万元、由润田投资出资 75,450.00 万元。增资后，江西迈通持股润田实业 51%股权，成为润田实业控股股东。本次变更完成后，润田实业成为国有控股企业。通过资金的注入，逐步降低了企业整体负债水平，有利于公司轻装上阵，全力开拓市场。

（2）完善公司治理结构，建立现代企业制度：润田实业依据章程设立董事会，并下设审计、战略、提名、薪酬与考核专门委员会，落实独立董事制度，强化监事会监督职能；通过修订《公司章程》规范党建入章，参照国资监管要求修订完善各项内控制度，在预算管理、招标采购、关联交易、对外担保等各环节全面落实合规风控管理。

（3）着力扩大营收规模、优化产品结构：润田实业专注于包装饮用水主营业务，江旅集团通过旗下酒店餐饮、文旅景区、会务策划执行等板块与包装饮用水的联动，挖掘内部资源整合价值，持续提升润田实业市场份额，促进润田实业的销售增长，助力“润田”品牌的推广。通过强化品牌营销与渠道拓展，有效扩大了营收规模，提高了二元水及以上产品在营收中的占比，降低了对单价一元纯净水产品及江西市场的依赖程度，从而增强了对单一产品及单一市场营收集中度过高风险的抵御能力。同时优化产品结构，通过推出苏打水、蜂蜜水、电解质水等新产品，丰富了标的公司的产品组合。

（4）剥离成都润田、部分基地产线等非主业、非盈利、非核心的资产和业务，完成润田实业原昌北土地收储，处理非核心资产取得变现收入。

3、经营业绩转好的时间及具体原因

润田实业经营业绩于2017年实现扭亏为盈，此后持续保持稳中有升态势，其核心原因可归纳为以下几点：

（1）资金注入彻底破解资金困境，为业绩修复奠定基础

2016年4月润田实业增资18亿元，不仅偿还了重组承接的巨额债务，更为企业恢复生产、重启市场提供了充足的流动性。资金的注入彻底改变了“润田实业”资金困难的局面，确保了品牌在市场的信用形象及产能稳定性。

（2）公司治理结构完善推动管理效能提升，确保决策科学性与合规性

润田实业建立了现代企业制度，通过三会治理落实国资监管、完善内控制度，避免了此前润田饮料盲目扩张的风险。合规性管理的加强，使企业避免了潜在的法律风险与财务损失，2016年以来润田实业未发生重大违法违规事项，进一步提升了企业的信用形象。

（3）产品结构优化与创新驱动，高附加值产品占比提升

润田实业始终聚焦包装饮用水主营业务，通过调整产品结构降低了对单一产品的依赖，通过加大江西省以外市场的开拓降低了对单一市场的依赖。通过矿泉水产品的附加值提升了整体客单价水平，并通过苏打水、蜂蜜水、电解质水、茶饮料等新培养产品的推出丰富了品牌的市场组合，为公司增加了新的业务版图。

综上，润田实业经营业绩的转好是资金注入、治理完善、产品优化、渠道拓展共同作用的结果。这些措施推动了企业从“生存型”向“规范型”和“价值型”转型，使“润田”品牌的影响力得以延续。

四、标的公司成立之初重组润田饮料、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程，结合润田饮料和标的公司主要经营情况、财务状况和经营成果，说明收购价格公允性、商誉确认准确性及依据；结合前述时点评估预测情况、标的公司主要财务状况和经营成果变化情况等，说明前述商誉是否发生减值及依据

（一）标的公司成立之初重组润田饮料、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程

1、标的公司成立之初重组润田饮料形成商誉的具体计算过程

（1）重组背景情况介绍

①重组润田饮料及收购润田饮料子公司股权

具体情况参见本题之“一、2014 年资产重组的背景原因和具体过程，润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因，重组后资产、股权、负债、经营资质、人员的整合情况”之“（一）2014 年资产重组的背景原因和具体过程，润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因”之“1、2014 年资产重组的背景原因和具体过程”。

②交割情况

润田饮料与润田实业于 2014 年 12 月 31 日签署了资产交割清单，润田饮料将资产交割至润田实业。润田饮料的 9 家子公司已于 2015 年 2 月 28 日前完成全部股东变更登记手续的办理，其股东已由润田饮料变更为标的公司。

③针对上述重组事项的性质判断

润田饮料子公司为纯净水、矿泉水的生产基地，母公司为部分纯净水的生产基地；同时，整个包装饮用水业务的产品销售、内部管理均由母公司承担。因此，润田饮料的母子公司整体构成了包装饮用水的产供销业务，且该项重组交易构成一揽子交易。根据《企业会计准则第 20 号—企业合并》及其应用指南，该事项构成业务合并，应当比照企业合并进行会计处理。

（2）商誉的具体计算过程

①商誉原值的计算过程

1-1 母公司层面商誉（业务合并形成）

单位：万元

项目	金额	说明
支付的对价 a	0	根据债务重组协议 0 对价承接润田饮料的资产和负债
评估基准日江西润田饮料股份有限公司可辨认净资产公允价值 b	-145,244.28	根据天源资产评估有限公司（以下简称“天源评估”）出具的评估报告数据
资产扣减项 c	9,179.54	系无法实际交割的资产
母公司层面商誉原值金额 h=a-（b- c）	**154,423.82**	

1-2 合并层面商誉

单位：万元

项目	金额	说明
母公司层面确认的商誉金额	154,423.82	
加：合并层面确认非核心商誉	4,138.28	系润田饮料子公司长期资产（固定资产、无形资产等）评估增值而确认的递延所得税负债
加：合并层面抵销时与子公司的净资产差额确认商誉	854.54	
合并层面确认的商誉初始确认金额	**159,416.64**	

②商誉减值情况

在润田投资、赛富投资、联创国际等共同重组润田饮料前，润田投资及其关联方等为润田饮料及其关联公司提供了较大金额的债务担保或直接借款。若不重组润田饮料，则润田投资及其关联方亦将承担较大损失。同时，考虑到“润田”品牌在江西区域已是知名品牌，一个品牌的塑造需要巨大的资金及精力的投入，润田投资十分认可“润田”品牌的价值。因此，经润田投资相关方决策，决定联合外部投资人，对润田饮料进行重组。根据重组的情况，形成了前述 159,416.64 万元商誉。

但当时的润田饮料仍是一家资不抵债的公司，重组完成后，标的公司的后续经营情况仍不明朗，因此，基于当时的实际情况，结合天源评估对重组资产组预计未来现金流量的现值的评估情况，对商誉计提了减值准备，具体如下：

2-1 2014 年末母公司层面商誉减值准备

单位：万元

项目	金额
母公司层面商誉原值金额 a	154,423.82

项目	金额
经营性资产组可辨认资产账面价值 b	72,089.68
包含商誉的资产组账面价值 c=a+b	226,513.50
资产组预计未来现金流量的现值（可回收金额）d	85,628.00
商誉减值准备 e=c-d	140,885.50

注：可回收金额 d 取自天源评估对重组资产组于 2014 年 12 月 31 日时点，预计未来现金流量的现值。

2-2 合并层面商誉减值及 2014 年末商誉净值

单位：万元

项目	金额
母公司层面确认的商誉减值准备 a	140,885.50
合并抵销时与子公司的净资产差额确认商誉的同时，确认同等金额的减值准备 b	854.54
合并层面商誉减值 c=a+b	141,740.04

2014 年末，标的公司商誉净值为 17,676.60 万元（即 159,416.64 万元-141,740.04 万元），其中，母公司层面商誉（以下简称“核心商誉”）净值为 13,538.32 万元（即 154,423.82 万元-140,885.50 万元），非核心商誉 4,138.28 万元系由润田饮料子公司长期资产（固定资产、无形资产等）评估增值而确认的递延所得税负债形成。

③报告期各期末商誉净值情况

自 2015 年开始，标的公司经营情况未发生重大不利变化，因此，后续标的公司核心商誉未发生减值的情况，标的公司商誉净值变动主要系合并层面非核心商誉在转回递延所得税负债时计提同等金额的商誉减值准备所致。

2014 年末，标的公司商誉净值为 17,676.60 万元，2023 年以前非核心商誉减值准备为 1,672.49 万元，2023 年初，标的公司商誉净值为 16,004.11 万元。

除非核心商誉变动外，报告期各期末，标的公司核心商誉未发生减值的情况，具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末
期初商誉净值	15,912.65	15,970.52	16,004.11
当期商誉减值	41.95	57.87	33.59

项目	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末
其中：当期非核心商誉在转回递延所得税负债时计提同等金额的商誉减值准备	41.95	57.87	33.59
期末商誉净值	15,870.70	15,912.65	15,970.52

2、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程

（1）收购情况介绍

2016 年 4 月 13 日，江西省旅游发展委员会出具《关于同意省旅游集团公司重组江西润田实业股份有限公司的批复》（赣旅办字[2016]7 号），原则同意江西润田实业有限责任公司（以下简称“润田有限”）增资扩股事项；2016 年 4 月 22 日，润田投资、江西迈通与润田有限签署《江西润田实业有限责任公司增资扩股协议》，约定润田投资和江西迈通对润田有限增资到 20.5 亿元；2016 年 4 月 25 日，润田有限召开股东会会议，决议同意增资扩股后，注册资本由 25,000.00 万元增至 205,000.00 万元，由江西迈通出资 104,550.00 万元、由润田投资出资 100,450.00 万元，并同意相应修改公司章程。

江西迈通于 2016 年 4 月 30 日，通过向润田实业增资 104,550.00 万元，获得润田实业 51%股权，实现对润田实业的控制，形成非同一控制下的企业合并。

（2）商誉的具体计算过程

①商誉原值的计算过程

单位：万元

项目	金额
迈通支付的对价 a	104,550.00
评估基准日江西润田实业股份有限公司可辨认净资产公允价值 b	54,072.27
因评估增值计提的递延所得税负债金额 c	1,377.88
江西迈通对润田实业的持股比例 d	51%
合并层面应确认商誉原值 e=a-（b-c）*d	77,675.86

②商誉减值情况

考虑到 2020 年发生的公共卫生事件对标的公司经营的影响，根据天源评估出具的以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日，标的公司商誉减值测试评估报告，江西迈通于 2019 年末对收购标的公司形成的商誉计提了减值准备，具体如下：

单位：万元

项目	2019 年
根据商誉评估报告显示的资产组可收回金额 a	138,936.00
江西迈通商誉原值 b	77,675.86
资产组账面价值 c	84,030.51
包括完全商誉的资产组账面价值 d=b÷51%+c	236,336.12
完全商誉减值金额 e=d-a	97,400.12
江西迈通承担的商誉减值金额 f=e×51%	49,674.06
减值后江西迈通商誉账面价值 g=b-f	28,001.80

③报告期各期末商誉净值情况

报告期各期末，江西迈通因收购润田实业形成的商誉未出现再次发生减值的情况，具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末
商誉账面余额①	77,675.86	77,675.86	77,675.86
商誉减值准备余额②	49,674.06	49,674.06	49,674.06
商誉的账面价值③＝①-②	28,001.80	28,001.80	28,001.80
未确认归属于少数股东权益的商誉价值④	26,903.69	26,903.69	26,903.69
包含未确认归属于少数股东权益的商誉价值⑤=④+③	54,905.49	54,905.49	54,905.49
拆分后分摊至各资产组的包含未确认归属于少数股东权益的商誉价值⑥	54,905.49	54,905.49	54,905.49
资产组的账面价值⑦	62,449.61	66,287.06	70,845.54
包含整体商誉的资产组的账面价值⑧=⑥+⑦	117,355.10	121,192.55	125,751.03
资产组或资产组组合可收回金额⑨	255,000.00	237,000.00	233,000.00

注：资产组或资产组组合可收回金额系根据金证评估的商誉减值测试评估报告。

（二）结合润田饮料和标的公司主要经营情况、财务状况和经营成果，说明收购价格公允性、商誉确认准确性及依据

润田实业重组润田饮料前，润田饮料出现债务危机、濒临破产，具体情况参见本题之“一、2014 年资产重组的背景原因和具体过程，润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因，重组后资产、股权、负债、经营资质、人员的整合情况”之“（一）2014 年资产重组的背景原因和具体过程，润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因”之“2、润田饮料及其子公司总体资不抵债的原因”相关内容。

润田实业重组润田饮料前，润田饮料已资不抵债。为了保护“润田”品牌，同时保证润田投资及其关联方等前期担保及借款的可控性，润田投资联合外部投资人对润田饮料进行了承债式重组，以 0 元为对价，承接了润田饮料的资产和负债，收购价格公允。

江西迈通入股润田实业，主要系考虑饮用水企业是旅游产业链上的重要一环以及“润田”的品牌影响力，润田实业需要借助江旅集团的营销网络及资源，扩大销售规模，同时依托江旅集团的财务支持，化解润田实业存在的约 18 亿元不良应收款项，推动润田实业上市进程。经江旅集团聘请中介机构对润田实业开展了尽职调查、审计、评估等工作后，于 2016 年 4 月通过其子公司江西迈通增资成为润田实业控股股东。2016 年 4 月，江西迈通以增资 104,550 万元获得标的公司 51%股权，实现对标的公司的控制；同时，润田投资同步将对标的公司投资额增至 100,450.00 万元，亦按同等估值进行了大额出资，因此江西迈通增资收购标的公司价格公允。

标的公司重组润田饮料时的商誉确认及减值情况，具体参见本题之“1、标的公司成立之初重组润田饮料形成商誉的具体计算过程”相关内容；江西迈通收购标的公司的商誉确认及减值情况，具体参见本题之“2、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程”相关内容。相关商誉确认准确，依据充分。

（三）结合前述时点评估预测情况、标的公司主要财务状况和经营成果变化情况等，说明前述商誉是否发生减值及依据

结合历史评估情况，标的公司商誉已足额计提了减值，具体参见本小题回复之“（一）标的公司成立之初重组润田饮料、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程”相关内容。

报告期内，标的公司经营业绩稳健，收入、利润持续增长。

报告期各期末，标的公司及江西迈通均对商誉进行了减值测试评估，资产组或资产组组合可收回金额均远大于包含完全商誉的资产组账面价值，具体情况参见本题之“（一）标的公司成立之初重组润田饮料、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程”相关内容，未发现商誉再次减值的情况。

五、针对标的资产历次评估备案瑕疵，相关证明出具主体是否为有权机关，是否存在国有资产流失等情况

（一）江西迈通增资入股润田有限、润田实业股改瑕疵确认事项

经江西省国资委审批生效的《江西省长天旅游集团有限公司章程》规定：“公司由省政府指定江西省国有资本运营控股集团有限公司作为全额出资主体。江西省国有资产监督管理委员会作为国资监管机构，依据有关法律、行政法规和省政府授权，代表省政府对公司履行出资人相应职责，享有出资人相应权益。”

依据上述规定，江西长旅集团由江西省国资委直接履行出资人职责，享有出资人相应权益。江西迈通的最终国有出资企业为江西长旅集团，实际控制人为江西省国资委，江西省国资委有权就润田实业的评估备案瑕疵进行确认。

2025 年 7 月 9 日，江西长旅集团出具《关于润田实业国有股权变动的确认函》，确认“江西迈通增资入股润田有限及润田有限整体变更为股份公司相关国有股权变动真实有效，存在的相关瑕疵事项不构成重大违法违规。考虑到当前江西迈通持有润田实业股份的价值已高于其投资成本，润田实业经营情况良好，相关事项未对国有股东利益造成重大不利影响”。2025 年 7 月 14 日，江西省国资委出具《关于江西润田实业股份有限公司国有股权变动相关事宜的批复》（赣国资函[2025]69 号），原则同意江西长旅集团对润田实业上述国有股权变动事项的审核意见。

因此，江西省国资委作为有权机关已确认国有股权变动真实有效，存在的相关瑕疵事项不构成重大违法违规，相关事项未对国有股东利益造成重大不利影响。

（二）金开资本受让润田实业股权瑕疵确认事项

南昌经开区管委会为金开资本的实际控制人，南昌经开区管委会于 2025 年 7 月 22 日出具确认函，确认“本单位负责全区国有资产监督管理工作，金开资本公司受让润田实业公司股份事项业经本单位最终批准，金开资本公司参与本次重组尚需履行本单位决策批准程序；上述事项属于本单位审批、备案权限范围”，因此南昌经开区管委会有权就涉及金开资本相关的评估备案瑕疵进行确认。南昌经开区管委会于 2023 年 5 月 19 日出具确认函，确认“金开资本受让润田实业股权的事项业经本单位批准，且金开集团已聘请审计机构和资产评估机构分别对其

财务报表和资产进行审计、评估，股权转让价格系在资产评估结果的基础上经各方协商确定。金开资本受让润田实业股权的事项真实、有效，未造成国有资产流失的情况，不构成重大违法违规行为，不存在产权纠纷或潜在产权纠纷”。

因此，南昌经开区管委会作为有权机关已确认金开资本受让润田实业股份的事项真实、有效，未造成国有资产流失，不构成重大违法违规行为，不存在产权纠纷或潜在产权纠纷。

综上，有权机关已就标的资产历次评估备案瑕疵事宜出具相关证明，确认不存在国有资产流失或对国有股东利益造成重大不利影响的情况。

六、梳理标的公司历史上股权代持的背景和原因、解除情况，是否存在纠纷或潜在纠纷，是否存在其他影响标的公司股权清晰的情形

标的公司历史上股权代持为 2016 年 2 月润田投资通过黄国辉代持润田实业 4.66%的股份，该次股权代持已经于 2016 年 3 月 15 日清理完毕。该等股权代持的背景和原因具体如下：

2016 年，由于润田实业经营亏损、上市前景尚不明朗，赛富投资、联创国际为了尽快回收其在 2014 年签署的《资产重组协议》《补充协议》项下对润田实业的债权，且考虑到润田实业当时重组涉及的债务较多，有意退出本次重组事项。同时，江旅集团与润田投资商谈入股润田实业时，也要求润田投资收回其他股东所持股份。根据《公司法（2013 修正）》第七十八条规定，“设立股份有限公司，应当有二人以上二百人以下为发起人，其中须有半数以上的发起人在中国境内有住所”，当时股份公司需要有两名及以上的股东；且考虑到由润田投资直接去收购其他股东股份，可能会不利于交易作价的谈判，故润田投资委托黄国辉出面作为受让方代为受让赛富投资、联创国际持有的润田实业股份。

2016 年 3 月 15 日，润田有限召开 2016 年第一次临时股东会，决议同意黄国辉将其持有润田有限 4.66%股权转让给润田投资。本次股权转让系对股权代持情形的还原，股权转让对价为 0 元。本次股权变动完成后，黄国辉不再代润田投资持有润田有限 4.66%股权，代持解除。

综上，标的公司历史股权代持已于报告期前清理完毕，相关事宜不存在纠纷或潜在纠纷，不存在其他影响标的公司股权清晰的情形。

七、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、查阅润田饮料重组相关的南昌经开区、南昌市政府、债权银行相关会议文件。

2、查阅润田实业重组润田饮料的相关协议、资产负债交割清单、债权债务的公告文件，以及润田饮料与银行的借款合同、承兑协议，润田饮料与个人、单位签署的相关借款协议，润田饮料所承担的表外负债的债务人与银行、个人及单位的借款合同、担保合同、转账凭证，润田实业的转账凭证、银行电子回单。

3、查阅润田饮料转让至润田实业的土地、房产相关的协议及不动产权证书文件，润田实业商标、专利资料。

4、查阅标的公司工商内档资料及公司章程。

5、查阅润田实业收购润田饮料子公司股权的评估报告、收购价款支付凭证文件。

6、查阅润田实业及其子公司相关经营资质文件。

7、查阅润田实业重组润田饮料人员的工资明细表以及抽查相关工资发放凭证、劳动合同及调查问卷。

8、查阅江旅集团关于重组江西润田实业股份有限公司的请示及其附件、江西省旅发委关于同意省旅游集团公司与润田实业开展增资扩股事项合作协议的函件。

9、查阅南昌经开区管委会 2020 年第 16 次主任办公会议纪要、2020 年第 28 次中共南昌经济技术开发区工委会议纪要文件。

10、查阅标的公司与金开资本签署的《关于江西润田实业股份有限公司之股份转让协议》及补充协议、《一致行动人协议》及《终止协议书》。

11、查阅标的公司报告期内的股东大会、董事会和监事会会议决议文件。

12、与江西迈通、标的公司相关人员访谈。

13、查阅标的公司董事、监事及高级管理人员调查表。

14、查阅标的公司相关确认文件。

15、查阅江西长旅集团、江西省国资委、南昌经开区管委会出具的确认函。

16、查阅《江西省长天旅游集团有限公司章程》。

17、查阅金开资本股权结构图。

18、与金开资本相关人员进行访谈。

19、查阅江西长旅集团相关文件。

20、与润田投资、标的公司历史股东黄国辉进行访谈。

21、查阅黄国辉与赛富投资、联创国际等签署的《股权转让及债务偿还框架协议》及相关转款凭证。

22、查阅润田饮料的工商内档资料及国家企信系统公示登记信息。

23、查阅润田投资的工商内档资料、公司章程、产权结构图及国家企信系统公示登记信息。

24、查阅润田投资出具的书面确认。

25、查阅润田投资股东显方贸易及显方贸易股东查加智、刘晓权、吴晓光的调查问卷。

26、与显方贸易股东查加智、吴晓光、刘晓权进行访谈。

27、获取并查阅收购时的债务重组协议、董事会决议、股东会决议、股权转让合同、审计报告、评估报告等，分析收购定价的合理性。

28、获取天源评估和金证评估出具的相关评估报告；

29、获取并复核收购时点的可辨认资产、负债的公允价值，评价可辨认资产、负债的公允价值判断依据、过程、结果的合理性和准确性。

30、获取并复核商誉的计算过程，结合会计准则中形成合并的判断条件， 检查商誉确认的准确性。

31、获取预测值与实际业绩对比情况表，分析差异原因的合理性。

32、获取并复核商誉减值测试评估报告中的商誉减值测试的相关假设、参数、计算过程等，检查商誉减值准备计提是否充分。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、2014年资产重组是在润田饮料及其子公司总体资不抵债的背景下进行的；润田投资与赛富投资、联创国际发起设立润田实业，以资产、负债整体收购的方式收购润田饮料；根据标的公司的经营需要，重组涉及的相关资产、股权、负债、经营资质、人员均已完成整合工作。

2、江西迈通系润田实业的控股股东，并通过其推荐的高级管理人员参与日常经营管理；润田投资通过其推荐的总经理在标的公司的日常经营管理中具有重要作用；金开资本系财务投资人，除在公司股东大会及董事会层面参与决策以外，不参与标的公司日常经营管理。

3、标的公司系基于重组润田饮料的背景成立，自成立至今的主营业务均为包装饮用水的生产和销售；标的公司成立初期主要聚焦化解润田品牌生存危机，引入国资股东后则推动企业从“生存型”向“规范型”转型；润田实业经营业绩的转好是资金注入、治理完善、产品优化、渠道拓展共同作用的结果。

4、针对标的资产历次评估备案瑕疵，有权机关已就标的资产历次评估备案瑕疵事宜出具相关证明，确认不存在国有资产流失或对国有股东利益造成重大不利影响的情况。

5、标的公司历史股权代持已于报告期前清理完毕，相关事宜不存在纠纷或潜在纠纷，不存在其他影响标的公司股权清晰的情形。

6、标的公司成立之初重组润田饮料、2016 年江西迈通收购标的公司形成商誉的具体计算过程无误，收购价格公允，商誉确认准确，依据充分。

7、商誉减值准备计提准确，减值准备计提依据充分。

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%
	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、标的公司最近一年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 年全年	2025 年评估预测	全年完成率
瓶装纯净水	95,908.73	95,023.32	100.93%
瓶装矿泉水	25,680.29	28,643.83	89.65%
桶装水	10,077.86	10,892.71	92.52%
饮料	2,548.15	3,400.52	74.93%
其他收入	**968.82**	1,024.35	**94.58%**
营业收入合计	**135,183.85**	**138,984.72**	**97.27%**
净利润合计	**21,194.22**	**17,485.06**	**121.21%**

注：**2025 年全年数据为审阅数据。**

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 **135,183.85** 万元，预测完成率为 97.27%，净利润实现 **21,194.22** 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**基于标的公司 2025 年实际经营情况，**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%

产品		2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	复合增长率
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		**134,215.03**	**143,527.81**	**152,640.83**	**162,147.18**	**170,878.77**	**179,419.79**	**5.98%**

（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

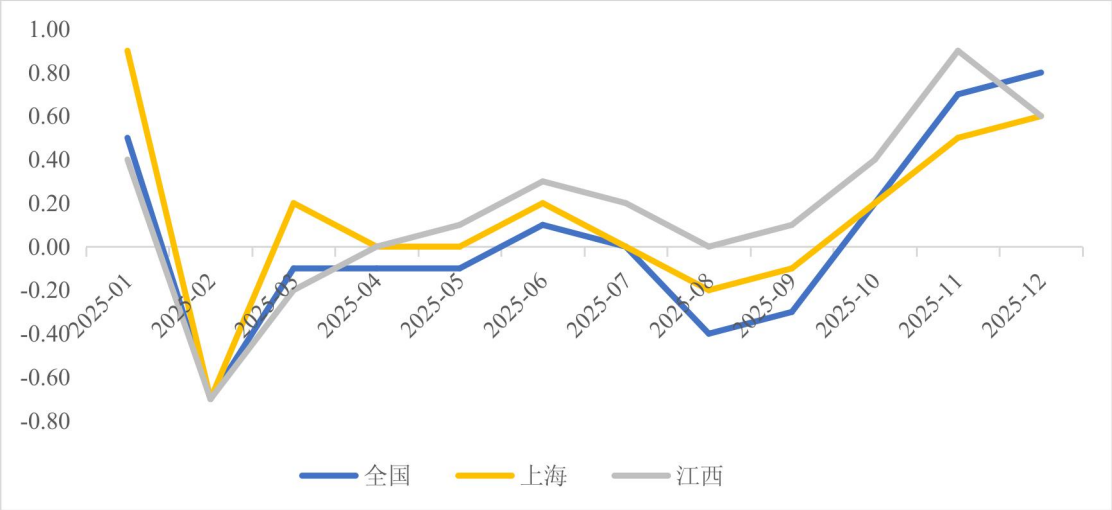
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	复合增速
瓶装矿泉水收入	18,360.45	21,671.90	22,598.50	24,686.84	26,091.07	25,680.29	6.94%
增速		18.04%	4.28%	9.24%	5.69%	-1.57%	

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	-
合计销售额（含税）	**871.40**	**-**
合计营业收入	**771.15**	**-**

（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
其他 9 家新增直销客户	105.00	-
合计销售额（含税）	**422.00**	-
合计营业收入	**373.45**	-

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	**1,294.62**	**100.00%**

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%

项目		2023 年	2024 年	同比增速	2025 年	同比增速
	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

因此，标的公司不断加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, 362, 242. 1**	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%）。

稳健性调整下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

项目	情形	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
	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。

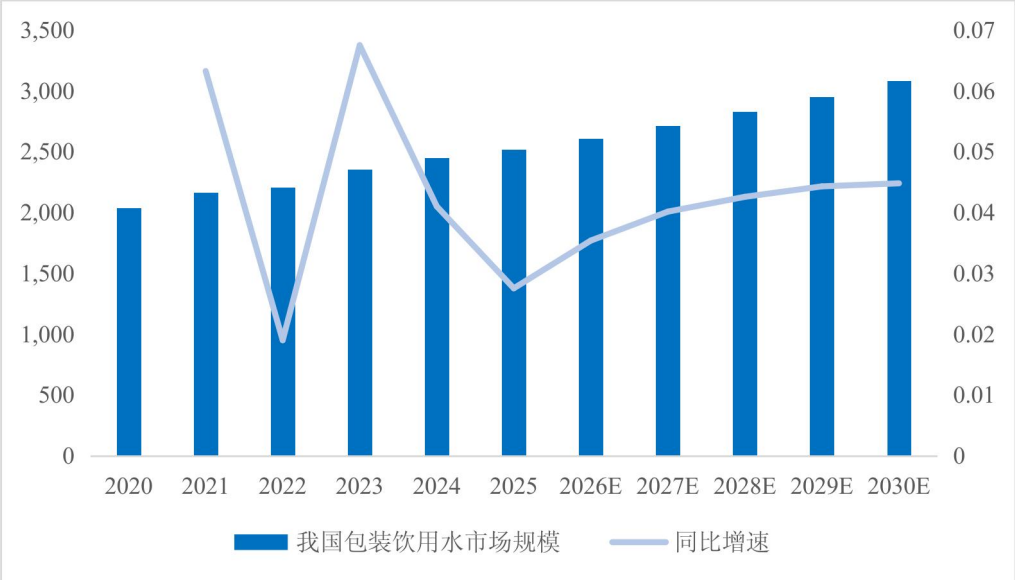
经上述稳健性分析，标的公司评估结果为 302,200.00 万元，仍高于本次交易对价。

（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%

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
	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

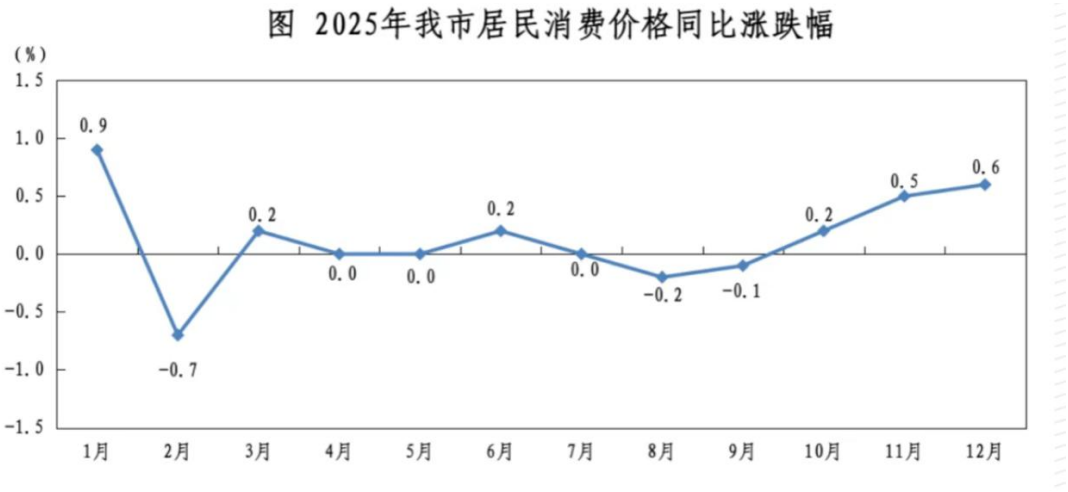
项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	复合增速
华东大区	3,405.26	4,294.88	4,629.62	4,664.49	5,470.86	5,610.21	10.50%
增速		26.12%	7.79%	0.75%	17.29%	2.55%	

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%。



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
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

项目	江西大区	北方大区	华东大区	其他区域
				“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“看得到、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，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	**1,939,047**		

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）
瓶装矿泉水	自有基地	503,592	270,525	43%
	委外工厂	125,251		
	合计	**628,843**		
桶装水	自有基地	338,116	708,861	49%
	委外工厂	1,101,420		
	合计	**1,439,536**		
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

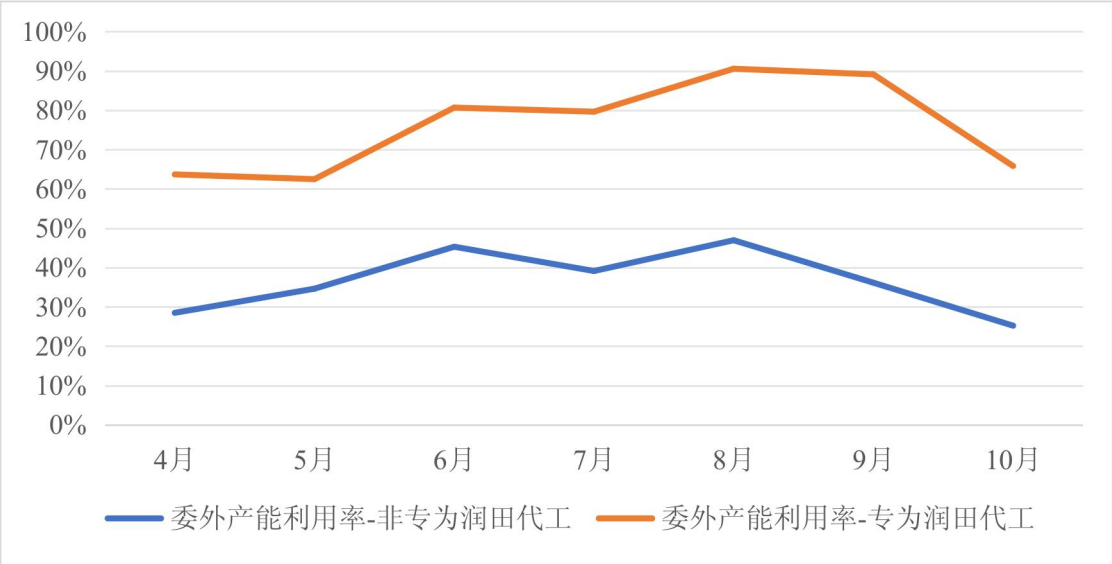
品类	委外商名称	初始合作时间	在执行合同期限（年）	合同到期日	截至 2025 年底已合作期限（年）
	泰和县荣事达饮料食品有限公司	2014 年 9 月	6.00	2029/12/31	11.34
	锦州润昇饮料有限公司	2019 年 4 月	5.00	2029/12/31	6.76
	四川省巴蜀梦食品有限责任公司	2020 年 8 月	2.67	2025/12/31	5.42
	营口润昇饮料有限公司	2023 年 12 月	6.00	2029/11/30	2.08
	大连翔龙饮品有限公司	2019 年 4 月	5.00	2028/12/31	6.76
	涿州市万基业食品有限公司	2021 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			**4.95**	**-**	**6.39**
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			**3.98**	**-**	**1.54**
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
	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

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）
	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
	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			**3.29**	**-**	**4.50**
饮料	东莞市蜂屯保健食品有限公司	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			**4.50**	**-**	**1.53**

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

产品类型	潜在合格委外供应商	所属省份
	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区公共服务中心，为全民所有制企业，主要负责明月山温泉风景名胜区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
成都全兴矿泉水业有限公司	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
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泉水业有限公司承接

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
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
成都全兴矿泉水业有限公司	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
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泉水业有限公司承接

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
成都全兴矿泉水业有限公司	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
定南县青云山矿泉水有限责任公司	D360728G2021-0034	定南县厉市镇修建村青云山矿泉水有限公司	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（或自评估报告）、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			**3.98**	**-**	**1.54**

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
采矿权	计入营业成本	30.0	0%	86.32	129.48	129.48	129.48	129.48	129.48	129.48
	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用 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%

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
合计	75,929.16	100.00%	79,047.95	100.00%	72,475.55	100.00%

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
	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%

品类	基准日	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
	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
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
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%

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
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		**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**

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%

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
管理费用合计	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

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
资本性支出小计	**3,666.37**	**4,130.95**	**2,653.60**	**2,653.60**	**3,053.90**	**5,974.65**

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	**1,811.61**	**6,274.82**	**13,426.95**	**9,398.92**	**3,306.58**	**6,678.84**

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例均在 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β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β系数平均值β_U＝0.7993。本次加期评估剔除财务杠杆调整后β系数平均值β_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β周期统一按 3 年，由于华润饮料上市时间不足 3 年，未纳入β计算。

经计算的β情况如下：

证券简称	剔除财务杠杆调整后β	剔除财务杠杆调整后β（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	**0.7993**	**0.7645**

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，但集中度高于上市公司	供应商集中度相对较低	0.5
合计			**2.7**

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：

Rs=3.139%-0.2485%×NA

Rs:公司规模超额收益率

NA:净资产账面值(Nas≤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β	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	同类可比上市公司（3 年）	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β	特定风险报酬
						险补偿额		
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
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β	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%
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%
本次交易			**2025/4/30**	**1.68%**	**6.06%**

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β为 0.7993，与可比案例目标财务杠杆β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β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β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β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%

指标	变动率	评估值	评估值变动率
	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程度偏离其实际价值，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	

证券代码	证券名称	主营产品类型	剔除原因
		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	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	生产及销售水产品及啤酒产品	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%

证券代码	证券名称	主营产品类型	剔除原因
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 100%股权	纯净水、矿泉水生产及销售	2015 年 8 月 27 日	是
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					**21.08**	**4.16**
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（97.5 L/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

根据标的公司经审阅的财务数据，标的公司 2025 年累计实现营业收入 **135,183.85** 万元，实现归属于母公司所有者的净利润 **21,194.22** 万元，占 2025 年全年评估预测的比例分别为 97.27%、**121.21%**，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**经审阅**的毛利率为 **38.27%**，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	**968.82**	**94.58%**
合计	**138,984.72**	**135,183.85**	**97.27%**

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	**559.45**	**122.31%**
合计	**49,813.13**	**51,730.59**	**103.85%**

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%
瓶装	收入	25,680.29	27,375.19	29,660.21	32,513.03	34,788.94	37,050.22	7.61%

产品		2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	复合增长率
矿泉水	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		**134,215.03**	**143,527.81**	**152,640.83**	**162,147.18**	**170,878.77**	**179,419.79**	**5.98%**

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%
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%

品类	基准日	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
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%
	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%

品类	基准日	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
	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
资本性支出小计	**1,811.61**	**6,274.82**	**13,426.95**	**9,398.92**	**3,306.58**	**6,678.84**

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%
	-0.5%	329,600.00	4.87%

指标	变动率	评估值	评估值变动率
	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 **20.64%**，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	**135,183.85**	126,009.72	7.28%
营业成本	**83,453.26**	79,358.91	**5.16%**
归属于母公司所有者的净利润	**21,194.22**	17,567.53	**20.64%**

注：2025 年数据**经审阅**

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（97.5 L/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及性与便利性。

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 **135,183.85** 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**经审阅的**财务数据，标的公司 2026 年 1-4 月累计实现营业收入 **41,553.33** 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 **6,800.99** 万元，同比增长 **16.79%**。

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	**41,553.33**	**7.02%**	6.90%
营业成本	**25,651.99**	**4.88%**	8.87%
归属于母公司所有者的净利润	**6,800.99**	**16.79%**	-

注：标的公司2026年1-4月为**审阅数据**，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**经审阅的** 2025 年、2026 年 1-4 月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 **135,183.85** 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
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	生产及销售水产品及啤酒产品

拟合度分析计算结果如下：

因变量	**市值 P/万元**		
自变量	**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
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：

AH 股溢价率=（PA-PH）/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×（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）

涉及的科目名称	内容	账面价值	评估价值	评估方法备注
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
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	估值合并在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		**35,602.95**	**35,602.95**	
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		**11,441.20**	**8,190.36**	
非经营性资产、负债净值		**23,594.22**	**27,412.59**	

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；按公平值计入损益的金融资产账面值为 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分口径一致，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）情况区分口径一致，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、运用的效率高低。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、研发能力	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
					投入	
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下属企业持有的锦湖轮胎株式会社	轮胎产品	2023/12/31	企业规模、盈利能力、债务风险、营运能力、其他因素	已过会
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（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%
	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股份有限公司	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。

问题 6. 关于销售模式与客户

重组报告书披露，（1）报告期内标的公司销售模式分为经销、直销和电商模式，其中经销收入分别为 109,709.17 万元、120,627.14 万元和 37,208.86 万元,占比分别为 96.53%、96.33%和 96.71%；（2）报告期内前五大客户销售占比分别为 9.17%、8.78%和 8.26%，相对分散；（3）标的公司与经销商主要采用先款后货的结算模式。

请公司在重组报告书中补充披露不同销售模式下的主要客户情况。

请公司说明：（1）结合标的公司所处行业特点、产品特性、下游客户分布以及同行业可比公司情况等，说明标的公司不同销售模式下收入分布的合理性，主要客户与相关销售模式的匹配性；（2）标的公司在各区域的产品销售路径，不同层级经销商数量及分布情况，与各区域销售战略和收入分布的匹配性，是否存在经过多级经销的情形及合理性，不同区域是否存在差异及原因；（3）标的公司经销渠道的拓展方式和具体过程，经销商选取标准，对经销商及其终端销售等的管理方式及有效性，不同层级经销商数量、收入和毛利占比情况，经销规模较小、经销商较为分散的原因及合理性，是否与标的公司销售战略匹配，并与同行业公司可比；（4）标的公司经销商稳定性，新增及退出经销商数量、收入和毛利占比情况，新增和退出的具体原因，是否存在新设即成为标的公司主要经销商的情况、原因及合理性,标的公司维护经销商及销售渠道稳定的措施及有效性；（5）主要经销商的具体情况，经销商采购规模与其业务规模是否匹配，经销商是否存在专门销售标的公司产品的情况，标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体与经销商及其终端客户是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来；（6）不同销售模式下，销售价格和毛利率情况及差异原因，是否与同行业公司可比；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；结合标的公司销售价格、经销商终端销售价格等，说明经销商毛利率情况、合理性及变动原因；（7）经销商返利政策、比例及变化情况，是否存在通过调整返利政策、比例调节经营业绩或向经销商压货的情况，不同经销商之间是否存在差异及合理性，返利计提充分性及相关会计处理准确性；（8）经销商采购频率、单次采购量分布是否合理，与需求季节性、期后销售周

期的匹配性；经销商终端销售及客户构成情况，是否存在经销商压货的情况，进销存数据以及与备货周期的匹配性；（9）经销商终端客户与直销客户是否存在重叠的情况，对相关客户同时采用两种模式的原因及合理性；（10）经销模式下采用先款后货结算模式的原因，不同经销商之间是否存在差异及原因，是否与同行业可比公司可比，进一步结合报告期内经销商退换货情况以及合同约定的控制权转移时点等，说明经销收入确认的准确性。

请独立财务顾问和会计师核查不同销售模式下的主要客户情况，进一步核查经销收入及其终端销售情况，说明核查措施、比例、依据和结论，并对上述事项发表明确意见。

回复：

一、请公司在重组报告书中补充披露不同销售模式下的主要客户情况

公司已在重组报告书“第四章 交易标的基本情况”之“八、最近三年主营业务发展情况”之“（五）销售情况和主要客户”之“2、报告期内向主要客户销售情况”补充披露不同销售模式下的主要客户情况，具体内容如下：

“2、报告期内向主要客户销售情况

（1）经销模式下的主要客户

报告期各期，标的公司**整体**前五大客户**及经销模式下前五大客户的**主营业务销售情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	占经销模式收入比例
2025 年 1-10 月				
1	**宜春润好硒食品有限公司及其关联方**	**2,973.39**	**2.38%**	**2.46%**
2	**新余海全润商贸有限公司及其关联方**	**2,277.99**	**1.83%**	**1.89%**
3	**余干县花花批发部及其关联方**	**2,132.30**	**1.71%**	**1.77%**
4	**抚州市三缘贸易有限公司及其关联方**	**2,004.37**	**1.61%**	**1.66%**
5	**丰城水润贸易有限公司及其关联方**	**1,953.45**	**1.57%**	**1.62%**
合计		**11,341.50**	**9.09%**	**9.39%**
2024 年				
1	宜春润好硒食品有限公司及其关联方	3,192.47	2.55%	**2.65%**

序号	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	占经销模式收入比例
2	新余海全润商贸有限公司及其关联方	2,226.09	1.78%	1.85%
3	余干县花花批发部及其关联方	1,922.94	1.54%	1.59%
4	抚州市三缘贸易有限公司及其关联方	1,856.35	1.48%	1.54%
5	丰城水润贸易有限公司及其关联方	1,798.71	1.44%	1.49%
合计		10,996.56	8.78%	9.12%
2023 年				
1	宜春润好硒食品有限公司及其关联方	3,191.44	2.81%	2.91%
2	新余海全润商贸有限公司及其关联方	2,070.36	1.82%	1.89%
3	抚州市三缘贸易有限公司及其关联方	1,761.93	1.55%	1.61%
4	余干县花花批发部及其关联方	1,705.70	1.50%	1.55%
5	高安市绿博贸易有限公司及其关联方	1,696.78	1.49%	1.55%
合计		10,426.21	9.17%	9.50%

注 1：宜春润好硒食品有限公司及其关联方，包括：宜春润好硒食品有限公司、宜阳新区安佐食品商贸行、宜阳新区顺同食品商贸行、袁州区城北新发展商行、袁州区城东泰立商贸行、袁州区城西初源商贸行、袁州区城西科美商贸行等。
注 2：新余海全润商贸有限公司及其关联方，包括：新余海全润商贸有限公司、新余高新区海润达商贸行、新余高新区宏源商行、新余高新区健力商贸行、新余高新区仕原商贸行等。
注 3：余干县花花批发部及其关联方，包括：余干县花花批发部、余干县彭香花副食批发部、余干县香香商行、余干县坤明副食批发部、余干县智能食品批发部、余干县智平副食批发部等。
注 4：抚州市三缘贸易有限公司及其关联方，包括：抚州市金巢开发区三缘商贸行、抚州市三缘贸易有限公司、抚州市众缘贸易有限公司等。
注 5：高安市绿博贸易有限公司及其关联方，包括：高安市达威贸易商行、高安市绿博贸易有限公司等。
注 6：丰城水润贸易有限公司及其关联方，包括：丰城水润贸易有限公司、丰城市华琴食品商行、丰城市洛市镇小李食品销售中心、丰城市双剑食品商行、丰城市发展商行等。

报告期内，标的公司对前五大客户的销售收入占主营业务收入的比例约为 10%，不存在向单一客户的销售比例超过 50%或严重依赖少数客户的情况。标的公司董事、监事和高级管理人员、主要关联方和持有 5%以上股东，未在上述客户中占有任何权益。

（2）直销模式下的主要客户

单位：万元

序号	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	占直销模式收入比例
2025 年 1-10 月				
1	江旅集团及其控股公司	229.78	0.18%	9.74%

序号	客户名称	销售金额	占主营业务收入比例	占直销模式收入比例
2	江西航空有限公司	201.12	0.16%	8.52%
3	天虹数科商业股份有限公司	124.24	0.10%	5.26%
4	招商局食品（中国）有限公司	116.50	0.09%	4.94%
5	赣州和强连锁管理有限公司	114.24	0.09%	4.84%
合计		785.88	0.63%	33.30%
2024 年				
1	江旅集团及其控股公司	257.29	0.21%	9.41%
2	天虹数科商业股份有限公司	187.35	0.15%	6.85%
3	中国石油天然气股份有限公司	156.76	0.13%	5.73%
4	江西航空有限公司	147.53	0.12%	5.39%
5	招商局食品（中国）有限公司	110.24	0.09%	4.03%
合计		859.16	0.69%	31.42%
2023 年				
1	南昌素创贸易有限公司	368.63	0.32%	15.91%
2	江旅集团及其控股公司	229.46	0.20%	9.90%
3	天虹数科商业股份有限公司	182.42	0.16%	7.87%
4	江西航空有限公司	123.17	0.11%	5.32%
5	中国石油天然气股份有限公司	119.45	0.11%	5.16%
合计		1,023.14	0.90%	44.16%

注：江旅集团及其控股公司，包括南昌铁路旅游有限公司、江西省旅游集团沁庐供应链管理有限公司等多家主体。江旅集团及其控股公司系标的公司关联方。

（3）电商模式下的主要客户

标的公司电商模式下的客户主要为通过网购方式采购产品的企业或自然人。报告期各期，根据客户收货地址汇总的标的公司电商模式下的前五大客户销售金额合计分别为 13.18 万元、10.64 万元和 7.83 万元，主要系通过电商采购包装饮用水产品的企业用户，金额较小，各期占主营业务收入的比例不到 0.1%，各期占电商业务收入的比例不到 1%。”

针对主要客户，中介机构履行了如下核查程序：

（一）经销客户

具体核查情况，参见本题回复之“十二、中介机构核查情况”之“（一）核

查程序”相关内容。

（二）直销客户

报告期内，标的公司直销模式收入分别为 2,316.80 万元、2,734.74 万元和 2,360.17 万元，占标的公司主营业务收入的比重分别为 2.04%、2.18%和 1.89%，金额有占比均较低。

结合标的公司直销客户整体收入金额较小及金额占比较低的特性，中介机构对直销客户履行了如下核查程序：

1、与标的公司管理层沟通，了解直销模式的业务开展情况；

2、获取标的公司主要直销客户清单，与标的公司管理层了解主要客户的合作情况及客户背景，具体如下：

客户名称	客户性质	采购用途
江旅集团及其控股公司	国有企业，标的公司关联方	采购包装饮用水，主要用于火车乘客赠品、酒店住客赠品及自行使用
江西航空有限公司	国有企业	采购包装饮用水，主要用于飞机乘客赠品
天虹数科商业股份有限公司	国有企业，上市公司	采购包装饮用水，主要用于下属商场向消费者销售
招商局食品（中国）有限公司	国有企业	采购包装饮用水，主要用于内部自行使用
赣州和强连锁管理有限公司	民营企业	采购包装饮用水，主要用于下属零食店铺连锁向消费者销售
中国石油天然气股份有限公司	国有企业，上市公司	采购包装饮用水，主要用于加油站后续销售及赠送
南昌素创贸易有限公司	民营企业	采购包装饮用水，主要用于社区团购业务

3、通过企查查、主要客户官网，查询主要客户的基本情况、业务情况等，判断主要客户采购的合理性；

4、对江旅集团及其控股公司、江西航空有限公司、天虹数科商业股份有限公司、招商局食品（中国）有限公司、江西根号二供应链有限公司、惠州味联空港食品有限公司、鹰潭恒运体育发展有限公司、江西中科健康体检有限公司、德兴市日新百货有限公司、江西明月山顺天置业有限公司维景国际温泉度假酒店、九江信华建国酒店有限公司等主要客户进行函证，对未回函客户进行替代测试；

5、对江旅集团及其控股公司、江西航空有限公司、招商局食品（中国）有

限公司、中国石油天然气股份有限公司等主要客户进行走访，了解客户与标的公司的合作背景、采购情况、采购用途、付款情况、退换货情况、对标的公司认可度、双方是否存在关联关系等；

6、对主要客户进行细节测试，检查合同、发货、签收、收入确认及付款情况，报告期内，核查客户占直销模式收入比例分别为 55.80%、45.85%和 46.82%；

7、针对关联方客户江旅集团及其控股公司销售，检查分析其销售单价及毛利率是否处于合理区间，具体如下：

（1）销售单价比较情况

报告期内，江旅集团及其控股公司合计向标的公司采购包装饮用水 716.53 万元，其中“润田翠天然矿泉水 350mL*24（彩塑包）”、“ 润田翠天然矿泉水 350mL*24（塑包）”和“润田翠天然矿泉水 500mL*24（彩塑包）”三款产品合计采购额为 675.58 万元，占比 94.28%，系最主要的产品，同时上述三款产品均为偏硅酸瓶装矿泉水，将上述三款产品与其他直销客户的比价情况如下表所示：

单位：万元，元/标件

客户类别	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
	收入	单价	收入	单价	收入	单价
其他直销客户	301.06	10.58	396.13	11.09	385.72	11.41
江旅集团及其控股公司	203.70	10.67	252.68	10.79	219.20	11.16

注：将 1 件“润田翠天然矿泉水 500mL*24（彩塑包）”折算为 1.43 件“润田翠天然矿泉水 350mL*24（彩塑包）”进行测算。

从上表可见，标的公司向江旅集团及其控股公司的销售单价与其他直销客户不存在显著差异。

（2）毛利率比较情况

标的公司向江旅集团及其控股公司销售的毛利率与其他直销客户的比较情况如下表所示：

客户类别	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
江旅集团及其控股公司	46.80%	45.33%	44.17%
其他直销客户	48.72%	49.21%	43.98%

从上表可见，江旅集团及其控股公司毛利率与其他直销客户相比不存在显著

差异。

经中介机构核查，标的公司与主要直销客户的交易真实。

（三）电商客户

报告期内，标的公司电商模式收入分别为 1,622.40 万元、1,862.33 万元和 1,676.91 万元，占标的公司主营业务收入的比重分别为 1.43%、1.49%和 1.34%，金额有占比均较低。

标的公司在不同电商平台的销售情况如下表所示：

单位：万元

平台	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
淘宝（包括天猫旗舰店及天猫分销平台）	1,324.35	1,505.28	1,352.42
微信小程序	91.86	129.15	126.85
拼多多	89.38	150.28	116.99
其他平台	171.32	77.63	26.13
合计	**1,676.91**	**1,862.33**	**1,622.40**
主营业务收入	**124,798.24**	**126,009.72**	**115,194.74**
电商收入占比	**1.34%**	**1.48%**	**1.41%**

注：其他平台包括抖音、小红书等，金额较小。

针对标的公司电商客户，中介机构履行了如下核查程序：

1、与标的公司管理层沟通，了解标的公司电商模式开展的方式，了解电商模式收入确认的原则。

2、对电商销售流程实施穿行测试，检查销售订单、天猫等电商平台物流信息或签收信息、支付宝账务收款明细等，以验证样本涉及销售收入的真实性及账务处理的准确性。经核查，测试样本不存在异常情形。

3、获取标的公司主要电商收入实现平台天猫旗舰店的交易明细，与标的公司收入确认金额进行比对，未发现显著异常。

4、以天猫旗舰店交易明细为样本，根据收货地址（鉴于无法从系统中导出实际名称的交易客户，因此以收货地址作为测算依据）对标的公司电商平台交易进行分析性复核，具体情况如下：

（1）测算平均单位客户各期间的平均采购情况，未发现显著异常。2023 年

至 2025 年 1-10 月，单个收货地址的平均交易金额分别为 400.67 元、313.94 元和 211.91 元，平均交易金额较低。

（2）复核公司天猫旗舰店前五大交易对方，简要情况如下：

年度	序号	收货地址	省份	交易金额
2025 年 1-10 月	1	南京**街道**路***弄**路***弄**号楼****室马晓芳**********	江苏南京	17,448.60
	2	金*镇**路****号金浪科技**公司	浙江台州	16,251.00
	3	巴*镇晋钢集团**公司	山西晋城	16,085.00
	4	八*街道八坼火车浜**村**路***号苏**楼新材料股份**公司	江苏苏州	14,663.80
	5	徐*镇**路***弄***号	上海市	13,887.00
2024 年	1	大*街*道中**路**号碧海云**店	内蒙古呼和浩特	42,767.50
	2	南京**街道**路***弄**路***弄**号楼****室马晓芳**********	上海静安	19,525.00
	3	金*镇**路****号金浪科技**公司	浙江台州	15,050.00
	4	九龙湖管理处红谷滩区九龙湖管理处红谷滩区中奥滨**栋**楼	江西南昌	14,757.50
	5	孙**镇合庆**路**名邸	山东威海	14,311.50
2023 年	1	大*街*道中**路**号碧海云**店	内蒙古呼和浩特	51,500.00
	2	杨*镇长**路***号观唐逸墅****	江苏苏州	25,100.00
	3	湖**街道**路***弄**号	上海徐汇	19,890.00
	4	惠*镇南**路***弄丹桂佳苑（**室）	上海浦东	17,770.00
	5	新*镇**路****-****号	上海长宁	17,575.00

根据与标的公司电商业务负责人的沟通，上述大金额客户主要为公司类客户。项目组对前五大客户进行了抽查，检查了发票开具情况，证实为公司类客户，未发现重大异常。

综上，经核查，标的公司电商业务收入真实、准确。

二、结合标的公司所处行业特点、产品特性、下游客户分布以及同行业可比公司情况等，说明标的公司不同销售模式下收入分布的合理性，主要客户与相关销售模式的匹配性

标的公司主要从事包装饮用水的生产销售。包装饮用水行业面向的消费者群体较广，产品具有消费高频、需求刚性、全年龄段、大众消费等特点，最终的消费者为广大的居民。为了能让产品更好的触达广大的居民消费者，相关产品的销售主要采取经销模式；针对部分较大的客户集团，采用直销模式；同时，网络销

售作为解决产品销售区域限制的方式之一，电商模式也成为了销售模式的补充。

以 2024 年度示例的标的公司同行业可比公司按销售模式的销售分类及前五大客户情况如下表所示：

可比公司	2024 年度按销售模式的收入分类及前五大客户情况
泉阳泉	泉阳泉年报未直接披露按销售模式的收入分类情况，其 2024 年年报披露“矿泉水产品销售收入主要来源于对经销商的销售”；根据吉林森工 2017 年度收购泉阳泉重组报告书披露，泉阳泉矿泉水 2015 年和 2016 年经销模式收入占比约 98%，直销模式收入占比约 2%。 泉阳泉 2024 年度前五大客户收入占比为 28.17%，其中第一大客户为吉林长白山森工集团有限公司，系公司向其提供劳务（非矿泉水销售），销售占比为 16.38%；剔除第一大劳务客户后，其余主要客户的收入占比 11.76%。
承德露露	2024 年度，承德露露经销模式收入占比 95.06%，直销模式收入占比 4.94%。其存在电商模式，但未直接披露电商模式销售情况。 2024 年度，承德露露前五大客户收入占比为 6.26%。
养元饮品	2024 年度，养元饮品经销模式收入占比 95.12%，直销模式（不含电商）收入占比 1.64%，电商模式收入占比 3.24%。 2024 年度，承德露露前五大客户收入占比为 3.21%。
东鹏饮料	2024 年度，东鹏饮料经销模式收入占比 86.00%，重客（直销模式）收入占比 11.02%，线上模式收入占比 2.82%，其他占比 0.17%。 2024 年度，东鹏饮料前五大客户收入占比 5.07%。
农夫山泉	农夫山泉年报未直接披露按销售模式的收入分类情况。根据其 H 股上市招股说明书，其 2017 年至 2019 年经销收入占比约 94%-95%，直销模式收入占比约 5%-6%。其存在电商模式，但未直接披露电商模式销售情况。 农夫山泉年报未直接披露前五大客户收入占比，仅披露了前五大客户收入占比低于 30%；根据其 H 股上市招股说明书，其 2017 年至 2019 年前五大客户收入占比分别为 3.7%、4.2%、4.8%。
华润饮料	华润饮料年报未直接披露按销售模式的收入分类情况。根据其 H 股上市招股说明书，其 2021 年至 2023 年经销收入占比约 88%-89%，直营模式收入占比约 11%-12%。其存在电商模式，但未直接披露电商模式销售情况。 2024 年度，华润饮料前五大客户收入占比 14.5%。

注：同行业可比公司未披露各类销售模式下前五大客户收入情况

从上表可见，同行业可比公司均采用了经销模式为主、直销模式及电商模式为辅的销售模式，标的公司各类销售模式收入占比与可比公司不存在显著差异。

鉴于同行业可比公司未披露各类销售模式下前五大客户收入情况，仅披露了整体的前五大客户收入占比情况，从可比公司披露信息推断，其主要客户为经销客户，且前五大客户收入占比在 3%-15%区间。标的公司前五大客户收入占比约 8%-10%，与可比公司情况不存在显著差异。

标的公司直销模式下，客户收入集中度约 40%左右，主要系标的公司主要业

务位于江西区域，主要直销客户为江西区域的集团客户，使得相关客户收入占直销模式的比例较高，具有合理性。

综上，标的公司不同销售模式下收入分布具有合理性，主要客户与相关销售模式具有匹配性。

三、标的公司在各区域的产品销售路径，不同层级经销商数量及分布情况，与各区域销售战略和收入分布的匹配性，是否存在经过多级经销的情形及合理性，不同区域是否存在差异及原因

标的公司在各区域的产品销售，均主要通过经销商销售至终端渠道（便利店、餐饮店、超市、小卖部等）。

标的公司在各区域均采取扁平化的经销体系，主要通过设立县/市/区级经销商，不设立省/地市级总经销商，因此未设置多层级的经销商体系，标的公司经销商均为同一级经销商，不存在不同层级经销商的情况，不存在经过多级经销的情形，不同区域不存在重大差异。经销商与各区域销售战略和收入分布的匹配性情况参见本回复之“问题 8.关于收入”之“四、标的公司各销售区域主要销售的产品和收入情况，各销售区域产品和收入分布的合理性，是否与所在区域销售渠道和产能分布相匹配；不同区域收入增长存在差异的原因及合理性，是否与各区域市场拓展和销售渠道建设进展相匹配”之“（一）标的公司各销售区域主要销售的产品和收入情况，各销售区域产品和收入分布的合理性，是否与所在区域销售渠道和产能分布相匹配”之“2、标的公司各销售区域产品和收入分布与所在区域销售渠道和产能分布相匹配”相关内容。

四、标的公司经销渠道的拓展方式和具体过程，经销商选取标准，对经销商及其终端销售等的管理方式及有效性，不同层级经销商数量、收入和毛利占比情况，经销规模较小、经销商较为分散的原因及合理性，是否与标的公司销售战略匹配，并与同行业公司可比

（一）标的公司经销渠道的拓展方式和具体过程

标的公司主要通过同行业合作伙伴介绍、市场调查及陌生拜访等方式发掘经销商，在确定合适的经销商后，通过标的公司内部审批，与经销商签署《区域经销合同》，对经销商完成内部建档及开户后，开展业务。

（二）经销商选取标准

标的公司主要根据经销商资金实力、仓储条件、销售网络及配送能力、社会诚信、服务水平、经营理念等要素对各经销商进行综合评估，遴选符合公司发展需求的经销商。

针对不同市场，基于上述综合要求，但根据市场竞争情况不同，标的公司在经销商选择上有所差异，简要情况如下：

区域	经销商选择标准
江西区域	江西区域系标的公司成熟市场，经销体系稳健，标的公司原则上不更换经销商，若经销商违约（主要是跨区经销）或年龄偏大及其他自身原因退出经销，则标的公司将于同区域选聘新的经销商。由于市场相对成熟，在选聘经销商时更加注意其资金实力和仓储条件。
东北区域	东北区域系标的公司相对成熟市场，但也是与竞品竞争的重点区域。在选聘经销商时，标的公司优势区域需要综合能力相对更强的经销商；在标的公司劣势区域则先以体量较小的经销商开展业务以进入区域，并与经销商共同面对市场竞争，共同成长，但也存在相关经销商因体量小而无法达到预期收益并退出经销的情况。
华东、华南等区域	标的公司成长型市场，在经销商选择时，更加侧重其销售渠道，比如有企事业单位、学校、工矿、宾馆酒店等渠道资源的经销商，并与经销商共同开拓市场，共同成长。但若相关经销商丧失其销售渠道，则标的公司可能更换经销商。
其他区域	标的公司切入的增长型市场，在经销商选择时，更多选用曾于包装饮用水行业内开展过相关业务的经销商以快速打开市场。

综上，标的公司结合整体的经销商选聘原则，针对不同竞争市场，采取不同的经销商选择策略，具有合理性。

（三）对经销商及其终端销售等的管理方式及有效性

1、对经销商的管理方式

经标的公司审核达到相关准入条件的经销商客户，在标的公司与经销商签订《区域经销合同》后，由各销售区域提交经销商建档及开户申请，经标的公司销售管理部、审计部、财务部审批通过后，经销商完成建档及开户。

标的公司设立不同的内部管理部门对经销商进行持续管理：1、销售区域负责人为经销商管理的第一责任人，负责经销商评估、选择、设置、淘汰，返利规划、评估、核销，往来账项管理等；2、销售区域主管为经销商管理的第二责任人，负责协助经销商进行日常销售工作；3、总部销售管理部指导及监督各销售

区域对经销商的管理。

标的公司在经销商能对《区域经销合同》持续合格履约的情况下，为了保证经销区域的稳定，标的公司原则上不会更换区域的经销商。若经销商不能履行经销合同要求或因自身原因不愿意再与标的公司合作，则标的公司对经销商进行更换，简要更换流程如下：（1）遴选新经销商；（2）新老经销商交接；（3）与原经销商解约。

（1）足够的销售业务人员系经销商管理的重点

标的公司采取扁平化的经销模式，截至 2025 年 10 月末，标的公司拥有 1,048 家经销商，经销商如毛细血管一般在各下沉市场开展业务。在城市市区，单个经销商负责的经销区域一般在几条街道的限定范围内；在郊县区域，单个经销商负责的经销区域一般到县级及以下。为了更好的管理及服务经销商，标的公司设置了销售管理部-销售经理-销售主管-销售业代的分层管理模式开展业务，简要情况如下：

类别	主要工作
销售管理部	总部管理部门，截至 2025 年 10 月末，部门拥有 24 名人员。标的公司销售管理部主要负责拟定公司中长期营销战略规划，负责建立健全符合公司发展的销售体系制度、管理办法、合同、考核方案；负责跟进、监督、检查销售单元各项工作进展情况，指导销售策略的完善和执行；健全数据化、精细化管理，协助运营部优化、完善动销功能，指导并监督销售单元使用动销系统，负责收集、整理、分析市场信息；负责提供销售各阶段的数据及分析报告，为公司领导层决策提供数据支撑。
销售经理	全面负责辖区销售运营管理，通过精准执行标的公司政策、区域化方案及动态资源调配，确保业绩目标达成；统筹团队建设与能力提升，优化经销商网络及市场拓展策略，同时强化返利管控与数据驱动决策，实现市场份额可持续增长与客户关系深度维护。截至 2025 年 10 月末，标的公司拥有 60 名销售经理。
销售主管	协助区域负责人管理辖区营销工作，负责统筹辖区销售目标制定与执行，主导客户开发与关系维护，协调供应链资源，同时通过团队培训、考核及日常管理，驱动业务增长与客户满意度提升。截至 2025 年 10 月末，标的公司拥有 159 名销售主管。
销售业代	根据标的公司销售制度及区域销售政策，负责辖区市场网点拜访、订单达成及竞品监测，执行促销政策、推广活动、返利投放落地，同时收集客户反馈并维护客情关系，推动产品动销与市场份额提升。截至 2025 年 10 月末，标的公司拥有 657 名销售业代。

为了能有效服务经销商，并执行标的公司的各项政策，同时了解市场第一线竞争情况，标的公司通过总部的销售管理部来制定政策，并由各区域的销售经理传达及因地制宜实施政策，各区域下属销售主管分解目标并协同下属的销售业代执行政策。标的公司销售主管及销售业代常驻市场第一线，在各区域设立办事处开展销售工作，管理及服务当地经销商，促成订单达成，了解经销商产品动销情况，推广标的公司品牌，了解终端渠道信息并建档，实时监测竞品情况以了解行业竞争态势，以便标的公司总部决策部门可以根据市场竞争情况调整促销等市场竞争策略。标的公司 876 名销售人员服务及管理 1000 余家经销商，人均服务约 1.5 家经销商，销售人员能有效对经销商进行服务及管理。

报告期各期，标的公司经销商数量及各期销售人员平均数量情况如下表所示：

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
经销商数量	1,048	1,053	1,006
销售人员平均数量（人）	864	844	818
人均服务客户家数	1.21	1.25	1.23

注：销售人员数量按年初和年末销售人员数量平均数取整进行测算

从上表可见，标的公司销售人员人均服务客户家数为 1 家多，符合公司扁平化的经销商管理模式，标的公司销售人员能有效对经销商进行服务及管理。根据中介机构走访情况，标的公司一线销售人员常驻各经销区域一线，日常对各经销商进行巡查，了解经销商的业务开展情况、库存情况，可以对经销商进行有效管理及覆盖。

标的公司主要业务位于江西区域，报告期内，标的公司江西区域收入占比达到了 75%以上；标的公司经销商相对稳定，报告期内，稳定经销商收入占比在 95%左右；同时，由于标的公司业务区域集中度较高，使得贡献标的公司收入的核心经销商数量相对较少，报告期内，收入在 100 万元以上的经销商在 230 家左右，但收入占比在 80%以上。上述业务结构因素，一定程度上降低了标的公司对经销商的管理压力。

因此，考虑到标的公司经销业务的区域结构、经销商稳定性、稳定经销商情况以及标的公司派驻一线的销售人员情况，标的公司销售人员可以支撑对经销商的有效管理。

（2）执行有效的信息系统可以提高经销商管理效率

标的公司通过 DRP 系统对经销商及经销业务进行管理，简要情况如下：

①经销商档案及销售管理

1-1 经标的公司审批后，标的公司与经销商签署经销协议，标的公司将经销商基本信息录入 DRP 系统，对经销商进行建档、开户；

1-2 在经销商下单前，经销商通过标的公司企业微信公众号绑定其手机号（该手机号与第 1 步中基本信息录入的手机号一致）。

1-3 经销商向标的公司账户预付货款，相关预付款金额同步到 DRP 系统。

1-4 在该经销商有预付货款的情况下，标的公司在不超过预付货款的金额下，可以接受经销商的下单。具体下单流程如下：经销商通过微信或电话的方式，向标的公司业务人员提出需求；标的公司业务人员在 DRP 系统中进行下单；相关订单信息，通过标的公司企业微信公众号推送给经销商（DRP 系统与微信公众号直接关联，经销商有该微信公众号系统的独有账号），经销商在微信公众号中进行签字确认，下单完成。

1-5 DRP 系统订单完成确认后，由标的公司物流部在 DRP 系统中对货物进入分库（判断由标的公司哪个仓库进行发货）；

1-6 分库完成后，根据具体发货仓库对应的物流供应商，相关订单推送至物流供应商，由物流供应商安排司机承运；

1-7 物流供应商承运相关货物出库后，DRP 系统向经销商通过企业微信公众号推送发货信息；

1-8 货物配送至经销商后，经销商在企业微信公众号系统内签字确认《润田到货确认单》；

1-9 到货确认单确认后，发货流程结束，订单完成。

②经销商库存管理

为了及时了解产品动销情况，标的公司要求销售人员每月底对经销商库存进行盘点，并将经销商库存数据录入标的公司 DRP 系统。

根据中介机构走访情况，上述内控执行有效。

③返利管理

针对非合同返利，由标的公司销售人员于 DRP 系统中进行申请，经总部审批通过后形成促销签呈，标的公司基于各促销签呈确定非合同返利对应的实物返利数量，进行签呈结案，结案后，相关实物返利数量成为后续经销商可以下单带出的产品。

标的公司通过 DRP 系统对标的公司的经销商基本信息、销售业务及促销返利等进行管理。根据中介机构走访标的公司经销商、对 DRP 系统进行穿行测试，标的公司 DRP 系统内控及运行有效。

2、对终端销售的管理方式

标的公司采取扁平化的经销模式，终端销售渠道与标的公司不具有直接的合同及业务关系，因此标的公司不直接对终端销售进行直接管理。但终端销售渠道系标的公司产品到达消费者完成交易和产品展示的最终端口，终端销售渠道的获取及稳定，能保证标的公司在竞争中占据有利地位。

因此，标的公司在《销售管理制度》对终端管理进行了规定，协助经销商对终端加强管理工作，具体包括：1、各销售区域负责人应当始终把协助经销商对终端的管理工作作为日常销售管理工作的重点，以提升经销商和标的公司销售团队对终端客户的服务水平、服务意识；2、基层销售人员应当协助经销商进行终端资料档案建立、定期拜访，开发、维护等工作，以提高标的公司产品在终端市场的铺市率、占有率、生动化氛围等。

综上，标的公司对经销商建立了体系化的管理制度，经销商管理方式有效。标的公司不直接对终端销售进行管理，但为了保持竞争力，会协助经销商对终端销售渠道进行开发、维护等。

（四）不同层级经销商数量、收入和毛利占比情况，经销规模较小、经销商较为分散的原因及合理性，是否与标的公司销售战略匹配，并与同行业公司可比

标的公司经销商均为同一级经销商，相关经销商按销售收入规模划分的不同层级构成情况如下表所示：

单位：万元

2025 年 1-10 月							
分层	**家数**	**家数占比**	**收入**	**毛利**	**平均销售额**	**收入占比**	**毛利占比**
1000 万及以上	22	2.10%	33,516.91	15,339.53	1,523.50	27.75%	32.58%
500-1000 万	48	4.58%	33,917.93	13,327.73	706.62	28.09%	28.30%
100-500 万	153	14.60%	34,626.41	12,022.19	226.32	28.67%	25.53%
100 万以下	825	78.72%	18,699.91	6,397.29	22.67	15.49%	13.59%
合计	**1,048**	**100.00%**	**120,761.16**	**47,086.74**	**115.23**	**100.00%**	**100.00%**
2024 年							
分层	**家数**	**家数占比**	**收入**	**毛利**	**平均销售额**	**收入占比**	**毛利占比**
1000 万及以上	21	1.99%	31,531.62	12,990.71	1,501.51	26.14%	29.37%
500-1000 万	52	4.94%	35,834.42	13,605.22	689.12	29.71%	30.76%
100-500 万	163	15.48%	35,303.30	11,814.03	216.58	29.27%	26.71%
100 万以下	817	77.59%	17,957.81	5,817.89	21.98	14.89%	13.15%
合计	**1,053**	**100.00%**	**120,627.14**	**44,227.85**	**114.56**	**100.00%**	**100.00%**
2023 年							
分层	**家数**	**家数占比**	**收入**	**毛利**	**平均销售额**	**收入占比**	**毛利占比**
1000 万及以上	16	1.59%	24,470.91	10,304.66	1,529.43	22.31%	25.71%
500-1000 万	48	4.77%	33,950.42	12,771.47	707.30	30.95%	31.87%
100-500 万	151	15.01%	34,629.50	11,607.84	229.33	31.56%	28.97%
100 万以下	791	78.63%	16,658.34	5,390.48	21.06	15.18%	13.45%
合计	**1,006**	**100.00%**	**109,709.17**	**40,074.44**	**109.05**	**100.00%**	**100.00%**

从上表可见，报告期内，标的公司各层级经销商平均销售额相对稳定，未发生重大变动。随着标的公司业务规模的扩大，标的公司年度经销商数量有所增长。

标的公司单一经销商的经销规模较小，经销商较为分散，主要系标的公司采取扁平化的经销体系所致，具有合理性，与标的公司的销售战略匹配。

可比公司	经销商集中度情况
泉阳泉	未披露经销商分层及集中度情况，根据其披露的 2024 年年报信息，前五大客户除第一大客户为劳务关联方客户外，第 2 名至第 5 名的收入占比分别为 3.44%、3.39%、3.14%和 1.79%，主要客户集中度较低。
承德露露	未披露经销商分层及集中度情况，根据其披露的 2024 年年报信息，2024 年末，承德露露共有 922 家经销商，其中前五大客户均为经销商，收入占比分别为 1.55%、1.29%、1.28%、1.07%和 1.07%，主要客户集中度较低。
养元饮品	未披露经销商分层及集中度情况，根据其披露的 2024 年年报信息，2024 年末，养元饮品共有 2699 家经销商，其中前五大客户收入占比分别为

可比公司	经销商集中度情况
	1.02%、0.68%、0.55%、0.51%和 0.45%，主要客户集中度较低。
东鹏饮料	未披露经销商分层及集中度情况，根据其披露的 2024 年年报信息，2024 年末，东鹏饮料共有 3193 家经销商，其中前五大客户收入占比分别为 1.48%、1.13%、0.95%、0.79%和 0.72%，主要客户集中度较低。
农夫山泉	未披露经销商分层及集中度情况，其年报未披露前五大客户收入占比的详细信息，仅披露了前五大客户收入占比低于 30%；根据其 H 股上市招股说明书，其报告期末存在 4,454 家经销商，其 2017 年至 2019 年前五大客户收入占比分别为 3.7%、4.2%、4.8%，其中最大的客户收入占比分别为 1.5%、 1.7%和 1.8%，主要客户集中度较低。
华润饮料	未披露经销商分层及集中度情况，根据其披露的 2024 年年报信息，其 2024 年前五大客户收入占比为 14.5%，其中最大的客户收入占比为 5.8%，主要客户集中度较低；根据其 H 股招股说明书，其于 2023 末存在 1000 余家经销商。

从上表可见，同行业可比公司经销商数量大多在 1000 家及以上，而前五大客户的收入占比在 3%-15%区间，客户整体集中度较低，反应出单一经销商的经销规模较小，经销商较为分散的情况。标的公司情况与同行业可比公司不存在显著差异，具有可比性。

五、标的公司经销商稳定性，新增及退出经销商数量、收入和毛利占比情况，新增和退出的具体原因，是否存在新设即成为标的公司主要经销商的情况、原因及合理性，标的公司维护经销商及销售渠道稳定的措施及有效性

（一）标的公司经销商稳定性

报告期内，持续与标的公司存在业务合作的经销商家数及收入情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
稳定经销商数量	751	751	751
稳定经销商收入	111,955.83	113,363.65	103,185.34
当期经销收入	120,761.16	120,627.14	109,709.17
稳定经销商收入占比	92.71%	93.98%	94.05%
稳定经销商毛利	44,464.16	42,117.28	38,086.81
当期经销毛利	47,086.74	44,227.85	40,074.44
稳定经销商毛利占比	94.43%	95.23%	95.04%

从上表可见，报告期内，持续与标的公司开展业务的稳定经销商收入占比在 93%左右、毛利占比在 95%左右，标的公司经销商具有稳定性。

（二）新增及退出经销商数量、收入和毛利占比情况，新增和退出的具体原因

报告期内，按标的公司收入实现情况，经销商新增、退出情况如下（以上一年度作为比较基准）：

1、2024 年度

单位：万元

类别	家数	收入	毛利
经销商 2024 年整体情况	1,053	120,627.14	44,227.85
当期新增经销商	205	4,635.86	1,278.89
当期新增经销商占比	19.47%	3.84%	2.89%
当期退出经销商	158	2,164.88	580.03
当期退出经销商占比	15.71%	1.97%	1.45%

注 1：当期新增经销商指上期无销售，当期有销售；当期退出经销商指上期有销售，当期无销售。
注 2：当期新增经销商占比系其当期新增经销商家数、收入及毛利占当期经销商整体情况比重。
注 3：当期退出经销商占比系当期退出经销商家数、上期收入及毛利占上期经销商整体情况比重。

2、2025 年 1-10 月

单位：万元

类别	家数	收入	毛利
经销商 2025 年 1-10 月整体情况	1,048	120,761.16	47,086.74
当期新增经销商	150	3,792.67	1,082.00
当期新增经销商占比	14.31%	3.14%	2.30%
当期退出经销商	155	3,730.24	1,245.77
当期退出经销商占比	14.72%	3.09%	2.82%

注 1：当期新增经销商指上期无销售，当期有销售；当期退出经销商指上期有销售，当期无销售。
注 2：当期新增经销商占比系其当期新增经销商家数、收入及毛利占当期经销商整体情况比重。
注 3：当期退出经销商占比系当期退出经销商家数、上期收入及毛利占上期经销商整体情况比重。

从前述情况可见，报告期内，标的公司新增及退出经销商对标的公司收入及毛利的影响较小。2024 年和 2025 年 1-10 月，标的公司分别有 158 家和 155 家经销商退出标的公司经销业务，以非江西区域的经销商为主，2024 年和 2025 年 1-10 月，非江西区域的退出经销商分别为 116 家和 108 家。标的公司在开拓江西省外

业务过程中，持续引进新经销商，但由于标的公司在江西省外的品牌力不及农夫山泉、华润怡宝等全国性品牌，部分经销商因业务推广及盈利情况不及预期等原因，选择退出标的公司经销业务，具有合理性。在一个区域的经销商退出时，标的公司会及时寻找其他经销商来替代；同时，标的公司处于业务持续开拓过程中，在新开拓区域亦存在新增经销商的情况。上述情况，使得标的公司存在经销商的新增和退出的情形。

报告期内，标的公司各期新增经销商中，新增当期销售额超过 100 万元的经销商基本情况如下：

新增客户名称	成立时间	股东/经营者情况	与标的公司是否存在关联关系
章贡区锦科食品销售部（个体工商户）	2024-06-27	邬丽琴	否
吉安县旺辉商行	2015-08-10	王辉	否
承德航桥商贸有限公司	2024-01-24	李东辉持股 100%	否
双滦区鼎诚食品批发部	2018-12-20	姜涛	否
青山湖区泓润贸易商行（个体工商户）	2023-11-22	肖华兰	否
寻乌县董霖商贸有限公司	2024-01-03	凌云持股 100%	否
滦平辉旭商贸有限公司	2024-02-23	张秋菊持股 100%	否
武宁县思远商行	2017-09-07	江文燕	否
石城县景阳商贸行（个体工商户）	2024-12-18	钟春香	否
兴国县宝兰副食商行	2019-01-17	游育洪	否
苏州翠硒泉贸易有限公司	2024-11-27	高国均持股 100%	否
万安县吉鹭食品商行（个体工商户）	2021-08-12	王小芳	否
海城市鑫博顺商贸有限公司	2024-07-10	姚世顺持股 95%，姚万绪持股 5%	否

上述新增经销商存在刚设立就成为标的公司经销商的情况，主要系：标的公司相关经销商客户整体规模均不大，相关经销商原为个人从事相关业务，在标的公司与其开展合作时，一般会要求其成立法人主体来合作，因此存在设立之初就与标的公司合作的情况，具有合理性。

经中介机构核查，上述新增经销商与标的公司不存在关联关系，除正常经营性业务往来外，标的公司及标的公司关键管理人员与上述新增经销商不存在异常资金往来。

（三）是否存在新设即成为标的公司主要经销商的情况、原因及合理性

标的公司主要经销商与标的公司合作时间均在 10 年以上，具体情况参见本题回复之“六、主要经销商的具体情况，经销商采购规模与其业务规模是否匹配，经销商是否存在专门销售标的公司产品的情况，标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体与经销商及其终端客户是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来”相关内容，标的公司不存在新设即成为标的公司主要经销商的情况。

标的公司主要经销商有多个主体与标的公司开展业务，其中存在在报告期内新设主体的情况，主要系相关经销商负责人结合自身税务筹划、经销业务区域需要等需求，使用新的主体与标的公司进行合作，相关情况具有合理的商业背景，具有合理性。

（四）标的公司维护经销商及销售渠道稳定的措施及有效性

标的公司与经销商根据《区域经销合同》的约定开展业务，保证经销商有合理的毛利，作为维护经销商最主要的手段。标的公司通过销售人员持续的检查，保证经销商在指导价范围内、在经销区域内销售产品，保证产品终端零售价的稳定，防止串货、恶意压价等对标的公司品牌声誉造成的影响。

标的公司在经销商能对《区域经销合同》持续合格履约的情况下，为了保证经销区域的稳定，标的公司原则上不会更换区域的经销商。若经销商不能履行经销合同要求或因自身原因不愿意再与标的公司合作，则标的公司对经销商进行更换，简要更换流程如下：（1）遴选新经销商；（2）新老经销商交接；（3）与原经销商解约。上述更换流程，保证新老经销商能有效衔接，有效维护了经销区域的稳定性。

同时，标的公司采取扁平化的经销模式，销售人员直接下沉到最基层，协助经销商进行终端渠道的档案建立、定期拜访、开发及维护等工作，有效保证了从经销商-终端渠道的流通性，保证了最终产品销售端口的稳定性。同时，标的公司通过经销商向终端渠道发放带有标的公司标识的冰箱、冰柜、堆箱等促销物资，强化标的公司产品的生动化氛围，维持标的公司在市场的品牌曝光度，保证了终端渠道销售标的公司产品的顺畅。

报告期内，标的公司收入及利润持续增长，稳定经销商收入及毛利占比处于较高水平，反应了标的公司在维护经销商及销售渠道稳定上的有效性。

六、主要经销商的具体情况，经销商采购规模与其业务规模是否匹配，经销商是否存在专门销售标的公司产品的情况，标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体与经销商及其终端客户是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来

（一）主要经销商的具体情况，经销商采购规模与其业务规模是否匹配，经销商是否存在专门销售标的公司产品的情况

报告期内，标的公司各期前十大经销商共涉及 12 家客户，主要经销商情况如下表所示：

客户名称	合作主体最早成立时间	注册地址所处区域	合作主体最大注册资本金额	股东情况	与标的公司合作历史	与标的公司是否存在关联关系	2024 年销售额（万元）	是否专门销售标的公司产品
宜春润好硒食品有限公司	2001/1/4	江西省宜春市袁州区	50 万元	朱君/李茂寅	自 2015 年与标的公司开始合作	否	4100 万元左右	是
新余海全润商贸有限公司	2012/4/19	江西省新余市高新开发区	10 万元	高敏	自 2005 年与标的公司前身开始合作	否	2700 万元左右	是
余干县花花批发部	2007/11/28	江西省上饶市余干县	不适用	彭香花/余坤明/余智平	自 1999 年与标的公司前身开始合作	否	4500 万元左右	否
抚州市三缘贸易有限公司	2010/6/22	江西省抚州市高新技术产业开发区	200 万元	严志刚/付冬霞/何志明	自 1999 年与标的公司前身开始合作	否	4000 万元左右	否
丰城水润贸易有限公司	2014/11/14	江西省宜春市丰城市	10 万元	胡夏玲/李华琴	自 2000 年与标的公司前身开始合作	否	2200 万元左右	是
高安市绿博贸易有限公司	2017/11/1	江西省宜春市高安市	100 万元	江威/杨丽君	自 1998 年与标的公司前身开始合作	否	4800 万元左右	否
于都县莱鑫商贸有限公司	2019/1/25	江西省赣州市于都县	50 万元	舒乔樱/易书清/易鑫	自 2007 年与标的公司前身开始合作	否	2000 万元左右	否
景德镇谦洛贸易有限公司	2016/12/30	江西省景德镇市	50 万元	彭素珍/王爱萍	自 1995 年与标的公司前身开始合作	否	1800 万元左右	是

客户名称	合作主体最早成立时间	注册地址所处区域	合作主体最大注册资本金额	股东情况	与标的公司合作历史	与标的公司是否存在关联关系	2024 年销售额（万元）	是否专门销售标的公司产品
鄱阳县振东商行	2016/5/10	江西省上饶市鄱阳县	不适用	潘军	自 2009 年与标的公司前身开始合作	否	1900 万元左右	否
樟树市拓达副食经营部	2015/7/1	江西省宜春市樟树市	不适用	聂鹏	自 1999 年与标的公司前身开始合作	否	1700 万元左右	是
吉安市吉州区鑫顺食品商行	2011/11/24	江西省吉安市吉州区	不适用	李冬香	自 2006 年与标的公司前身开始合作	否	3300 万元左右	否
江西菜香坊食品有限公司	2000/9/13	江西省南昌市南昌县	200 万元	万启华/胡九花	自 1999 年与标的公司前身开始合作	否	6000 万元左右	否

注 1：相关客户与标的公司合作时间部分早于相关客户的成立时间，系相关客户此前的合作主体已注销，相关主体与标的公司报告期内无交易。

注 2：2024 年销售额系根据访谈了解并测算，系含税金额。

注 3：宜春润好硒食品有限公司包括宜春润好硒食品有限公司、宜阳新区安佐食品商贸行、宜阳新区顺同食品商贸行、袁州区城北新发展商行、袁州区城东泰立商贸行、袁州区城西初源商贸行、袁州区城西科美商贸行等，除宜春润好硒食品有限公司外，其余主体均系朱君投资。朱君持有宜春润好硒食品有限公司 70%股权，李茂寅系朱君合作伙伴。

注 4：新余海全润商贸有限公司包括新余海全润商贸有限公司、新余高新区海润达商贸行、新余高新区宏源商行、新余高新区健力商贸行、新余高新区仕原商贸行等。

注 5：抚州市三缘贸易有限公司包括抚州市三缘贸易有限公司、抚州市金巢开发区三缘商贸行、抚州市众缘贸易有限公司等，其相关股东中，付冬霞是严志刚妻子，何志明是付冬霞表兄。

注 6：余干县花花批发部包括余干县花花批发部、余干县坤明副食批发部、余干县彭香花副食批发部、余干县香香商行、余干县智能食品批发部、余干县智平副食批发部等，其相关股东中，彭香花和余坤明是夫妻，余智平是彭香花和余坤明之子。

注 7：高安市绿博贸易有限公司包括高安市达威贸易商行、高安市绿博贸易有限公司等，其相关股东中，江威是杨丽君之子。

注 8：丰城水润贸易有限公司包括丰城水润贸易有限公司、丰城市发展商行（个体工商户）、丰城市华琴食品商行、丰城市洛市镇小李食品销售中心、丰城市双剑食品商行等，其相关股东中，胡夏玲和李华琴系合作伙伴，双方已提供对相关主体控制的说明。

注 9：于都县莱鑫商贸有限公司包括于都县莱鑫商贸有限公司、于都乔樱副食配送中心、于都县乐于商贸行、于都美敦尔食品商贸有限公司等，其相关股东中，易书清与舒乔樱系夫妻，易鑫系其子。

注 10：江西菜香坊食品有限公司包括江西菜香坊食品有限公司、南昌县莲溪华盛达食品商行、南昌县南新小华烟酒商行、南昌县南新万启华烟酒商行、南昌县南新启华烟酒商行、南昌县莲塘新世纪华盛批发部、江西昌铮润商贸有限公司等，其相关股东中，万启华与胡九花系夫妻。

注 11：景德镇谦洛贸易有限公司包括景德镇谦洛贸易有限公司、乐平市顺达商行、乐平市达仁食品商行、乐平市赏美食品商行等，其相关股东中，彭素珍系王爱萍之母。
注 12：鄱阳县振东商行包括鄱阳县振东商行、鄱阳县小潘食品店、鄱阳县潘军食品店等。
注 13：樟树市拓达副食经营部包括樟树市拓达副食经营部、樟树市金达副食经营部、樟树市志达副食经营部、樟树市忠达副食经营部、樟树市朋达副食经营部等。
注 14：吉安市吉州区鑫顺食品商行包括吉安市吉州区鑫顺食品商行、吉州区源泉食品行等。

标的公司在选择经销商时，主要考虑资金实力、仓储条件、销售网络及配送能力等因素，同时由于标的公司主要采取先款后货的经销商结算方式，防范了产品销售回款的风险问题，使得经销商注册资本、主体形式等因素并非标的公司的重点考虑事项，因此上述主要经销商存在注册资本不高或为商贸行及个体工商户的情况。

同行业可比公司年度报告中未披露其主要客户的具体信息，但根据同行业可比公司招股说明书或重组报告书中披露信息，相关公司亦存在前五大客户中为商贸行的情况，具体如下：

可比公司	前五大客户中商贸行等主体情况
泉阳泉	根据吉林森工 2017 年度收购泉阳泉重组报告书披露，泉阳泉前五大客户中均为个体工商户或自然人。
承德露露	承德露露于 1997 年上市，上市时间较早，未披露相关信息。
养元饮品	根据养元饮品上市招股说明书，其主要客户中存在永年县中原市场绍通食品批发门市、淮阳县姚惠副食商贸商行、邳州市磊鑫食品经营部等商贸行等。
东鹏饮料	根据东鹏饮料上市招股说明书，东鹏饮料前五大客户中存在东莞市横沥鹏远饮料商行、广州市白云区松洲美丰园食品商行等商贸行等。
农夫山泉	港股上市公司未披露相关信息。
华润饮料	港股上市公司未披露相关信息。

综上，标的公司存在主要客户注册资本不高或者为商贸行及个体工商户口的情况，符合标的公司业务发展的情况，符合行业情况，具有合理性。

中介机构对上述主要客户进行了走访，相关客户均实际存在且实际经营标的公司产品，拥有开展业务的仓储及配送能力等。

标的公司向主要经销商的营业收入及相关经销商向下游的销量情况如下表所示：

单位：万元、万件、元/件

合并同控	2025 年 1-10 月			2024 年			2023 年		
	收入	下游销量	收入/下游销量	收入	下游销量	收入/下游销量	收入	下游销量	收入/下游销量
宜春润好硒食品有限公司	2,973.39	295.72	10.05	3,192.47	288.84	11.05	3,191.44	278.13	11.47
新余海全润商贸有限公司	2,277.99	230.40	9.89	2,226.09	212.60	10.47	2,070.36	195.31	10.60
余干县花花批发部	2,132.30	200.66	10.63	1,922.94	176.58	10.89	1,705.70	156.54	10.90
抚州市三缘贸易有限公司	2,004.37	200.74	9.98	1,856.35	171.77	10.81	1,761.93	159.79	11.03

合并同控	2025 年 1-10 月			2024 年			2023 年		
	收入	下游销量	收入/下游销量	收入	下游销量	收入/下游销量	收入	下游销量	收入/下游销量
丰城水润贸易有限公司	1,953.45	185.43	10.53	1,798.71	159.21	11.30	1,671.59	149.19	11.20
高安市绿博贸易有限公司	1,806.13	185.52	9.74	1,749.17	169.56	10.32	1,696.78	160.14	10.60
于都县莱鑫商贸有限公司	1,674.62	162.87	10.28	1,667.56	154.58	10.79	1,534.61	143.02	10.73
景德镇谦洛贸易有限公司	1,644.72	162.54	10.12	1,469.14	139.43	10.54	1,331.17	122.90	10.83
鄱阳县振东商行	1,560.81	146.78	10.63	1,437.73	136.96	10.50	1,306.72	124.22	10.52
樟树市拓达副食经营部	1,470.99	142.28	10.34	1,355.34	125.16	10.83	1,302.90	115.90	11.24
吉安市吉州区鑫顺食品商行	1,378.03	138.89	9.92	1,411.84	126.97	11.12	1,076.05	100.57	10.70
江西菜香坊食品有限公司	1,359.18	131.09	10.37	1,410.93	130.67	10.80	1,349.10	122.19	11.04
小计	**22,235.98**	**2,182.92**	**10.19**	**21,498.29**	**1,992.32**	**10.79**	**19,998.35**	**1,827.91**	**10.94**

注：上表中收入系标的公司向经销商的销售收入；下游销量系根据经销商提供的进销存中其向其下游客户的销量件数，件数系各品项的简单加总。

从上表可见，标的公司主要经销商收入/下游销量在 10 元-11 元左右的区间范围内，与标的公司主要核心产品单价趋同。报告期内，主要经销商收入/下游销量的值略有下降，主要系品项结构影响。根据上述主要经销商相关产品销售品项分类情况如下：

单位：万件

产品类别	2025 年 1-10 月	下游销量占比	2024 年	下游销量占比	2023 年	下游销量占比
纯净水	1,948.96	89.28%	1,758.41	88.26%	1,605.31	87.82%
矿泉水	224.81	10.30%	228.60	11.47%	222.59	12.18%
饮料	9.15	0.42%	5.30	0.27%	-	0.00%
总计	**2,182.92**	**100.00%**	**1,992.32**	**100.00%**	**1,827.91**	**100.00%**

从上表可见，因消费降级影响，报告期内，标的公司纯净水销售增长良好，矿泉水销售增长受限。主要经销商的下游销售情况与行业情况一致，报告期内，主要经销商纯净水销售占比持续上升，矿泉水销售占比下降。由于纯净水销售单价较矿泉水低，使得主要经销商的收入/下游销量略有下降，具有合理性。

从上表可见，标的公司前十大经销商收入与其销量匹配，不存在收入较高但销量较小的异常情况。

由于标的公司产品货值单价不高，主要客户的单次采购金额在 1-3 万元的区

间，金额不大。以标的公司最核心产品“润田纯净水 550mL*24（塑包）”2024 年平均单价 751.87 元/吨测算，标的公司运输车辆主要使用的主要为 18 吨和 32 吨车型，测算单车金额在 1.35 万元和 2.41 万元，主要客户的单次采购金额在 1-3 万元区间具有合理性。同时，标的公司主要经销商以其股东作为核心的经营人员，在经销商资金不足时，其股东亦可通过往来款的方式补充其经销资金，满足产品采购的需求。主要经销商注册资本不高不会对主要经销商的日常生产经营构成重大不利影响。

标的公司与主要经销商均有着 10 年以上的良好合作关系，历史未发生合作纠纷，经销商经营情况良好。报告期内，标的公司主要经销商销的收入占比在 18%左右，相对稳定。

综上，标的公司主要经销商采购规模与其业务规模具有匹配性。

标的公司存在主要经销商专门销售标的公司产品的情况（专门销售指仅销售标的公司产品，未经营其他产品，包括包装饮用水或其他类别），主要系：根据标的公司与经销商签署的经销协议约定，经销商不得直接或变相经营或代理其它任何品牌的包装饮用水，否则标的公司视情节严重程度有权终止本合同，并取消经销商经销资格。因此，标的公司限制经销商经营其他的包装饮用水产品，但不限制经销商经营酒、饮料、方便面等非包装饮用水产品。但部分经销商从其实际业务开展角度，考虑到其整体资金、仓储、配送能力有限，若多品类经营（经营非包装饮用水），可能产生经营及管理风险，因此存在部分经销商从自身经营风险出发，仅销售标的公司产品的情况，具有合理性。

鉴于同行业可比公司未披露主要经销商是否专门销售其产品的情况，经查询近期披露信息的消费类企业，菊乐股份（874569.BJ）二轮问询回复中披露各期前十大经销商中存在 7 家为专注于销售其产品的情况。因此，标的公司情况符合消费行业惯例。

综上，标的公司存在经销商专门销售标的公司产品的情况，相关情况符合消费行业惯例，具有合理性。

（二）标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体与经销商及其终端客户是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来

通过核查标的公司及关键人员的银行流水、获取标的公司关键人员调查表、标的公司关联方清单，对标的公司主要经销商及终端客户进行走访，经核查，标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体与经销商及其终端客户不存在关联关系或其他利益安排，不存在其他特殊关系或业务合作，不存在非经营性资金往来。

七、不同销售模式下，销售价格和毛利率情况及差异原因，是否与同行业公司可比；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；结合标的公司销售价格、经销商终端销售价格等，说明经销商毛利率情况、合理性及变动原因

（一）不同销售模式下，销售价格和毛利率情况及差异原因，是否与同行业公司可比

报告期内，标的公司不同销售模式下，主要产品销售价格和毛利率情况如下表所示：

单位：元/吨

销售单价		2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
纯净水	经销模式	595.92	575.36	572.35
	直销模式	716.65	782.51	816.47
	电商模式	1,556.34	1,983.44	1,988.11
矿泉水	经销模式	1,265.68	1,276.88	1,312.63
	直销模式	1,503.46	1,605.46	1,552.93
	电商模式	3,881.16	4,306.59	4,218.09
毛利率		**2025 年 1-10 月**	**2024 年**	**2023 年**
纯净水	经销模式	38.00%	35.62%	34.98%
	直销模式	45.44%	43.96%	38.44%
	电商模式	-1.12%	-7.39%	-12.04%
	电商模式（不含运费）	78.57%	78.70%	79.91%
矿泉水	经销模式	43.62%	40.97%	40.79%

	直销模式	50.03%	51.17%	47.34%
	电商模式	42.39%	37.51%	30.95%
	电商模式（不含运费）	75.58%	77.43%	74.51%

1、各期间横向比较来看

（1）报告期内，经销模式、直销模式下，标的公司纯净水平均单价有所波动，主要系瓶装水和桶装水产品销售结构的影响，具体情况如下：

单位：元/吨

2025 年 1-10 月	产品类别	收入占比	重量占比	单价	综合平均单价
经销模式	瓶装水	91.77%	74.72%	731.91	**595.92**
	桶装水	8.23%	25.28%	193.98	
直销模式	瓶装水	86.07%	70.03%	880.80	**716.65**
	桶装水	13.93%	29.97%	333.15	
2024 年度	**产品类别**	**收入占比**	**重量占比**	**单价**	**综合平均单价**
经销模式	瓶装水	90.52%	71.55%	727.92	**575.36**
	桶装水	9.48%	28.45%	191.73	
直销模式	瓶装水	90.10%	76.58%	920.66	**782.51**
	桶装水	9.90%	23.42%	330.80	
2023 年度	**产品类别**	**收入占比**	**重量占比**	**单价**	**综合平均单价**
经销模式	瓶装水	90.14%	70.08%	736.17	**572.35**
	桶装水	9.86%	29.92%	188.62	
直销模式	瓶装水	94.25%	86.20%	892.69	**816.47**
	桶装水	5.75%	13.80%	340.41	

从上表可见，报告期各期，标的公司经销模式下瓶装纯净水单价在 730 元/吨左右，桶装纯净水单价基本在 190 元/吨左右；直销模式下，瓶装纯净水单价在 880 元/吨-920 元/吨区间（少量变动主要受品项结构影响），桶装纯净水单价在 330 元/吨-340 元/吨区间，各期产品单价保持了相对稳定。但由于瓶装水和桶装水产品销售结构的影响，各期综合平均单价有所变动，具体表现为经销模式下，纯净水平均单价因单价高的瓶装水销售占比上升而有所增长，而直销模式下，纯净水平均单价因单价较低的桶装水销售占比上升而有所下降。

电商模式下，2025 年 1-10 月标的公司纯净水平均单价有所下降，主要系标的公司为了提高竞争力，采取了一定的降价促销手段，同时当期上线了部分价格

略低的新品项所致。

（2）报告期内，经销模式、直销模式下，标的公司矿泉水平均单价有所下降，主要系 2024 年开始，标的公司采取了一定的促销降价手段来提高竞争力；电商模式下，标的公司矿泉水 2025 年 1-10 月平均单价有所下降，主要系上线了部分价格略低的新品项所致。

（3）报告期内，经销模式、直销模式下，标的公司纯净水及矿泉水毛利率均呈现一定的上升趋势，主要受规模效应、材料成本下降、运费成本下降等成本端的综合影响，成本端的具体变动情况参见本回复之“问题 9.关于成本与毛利率”的相关内容。

2、从同期不同销售模式比较来看

（1）报告期内，经销模式下纯净水及矿泉水平均单价、毛利率略低于直销模式，原因系经销模式需要为下游经销商预留一定的利润空间，符合业务开展背景。

（2）报告期内，电商模式下，纯净水及矿泉水平均单价高于经销模式和直销模式，主要系电商模式以零售价格进行销售，产品销售价格高。电商模式各期毛利率低于经销模式和直销模式，且有所波动，主要系电商模式下需要使用快递配送且因客户所处区位不同，运费成本有所差异所致。不考虑运费的情况下，标的公司电商模式的毛利率远高于经销模式和直销模式，且相对稳定。

（3）以瓶装纯净水、瓶装矿泉水及桶装水的核心销售品项进行价格比较如下：

①瓶装纯净水（以“润田纯净水 550mL*24（塑包）”品项示例，报告期内该品项合计收入 21.09 亿元，占瓶装纯净水收入比重为 81.53%）

2025 年 1-10 月			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	7,414.47	73,594.11	9.93
直销模式	32.24	354.00	10.98
电商模式	5.67	133.38	23.52
小计	**7,452.38**	**74,081.49**	**9.94**

2025 年 1-10 月			
2024 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	7,126.80	70,595.41	9.91
直销模式	27.36	311.15	11.37
电商模式	5.90	154.35	26.18
小计	**7,160.05**	**71,060.91**	**9.92**
2023 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	6,531.98	65,375.94	10.01
直销模式	28.90	332.93	11.52
电商模式	1.25	32.91	26.24
小计	**6,562.13**	**65,741.78**	**10.02**

②偏硅酸瓶装矿泉水（以“润田翠天然矿泉水 500mL*24（彩塑包）” 品项示例，报告期内该品项合计收入 1.81 亿元，占瓶装矿泉水收入比重为 24.58%）

2025 年 1-10 月			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	380.34	4,798.52	12.62
直销模式	14.75	208.70	14.15
电商模式	0.67	16.51	24.50
小计	**395.77**	**5,023.73**	**12.69**
2024 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	466.92	5,787.24	12.39
直销模式	22.29	336.06	15.08
电商模式	-	-	-
小计	**489.21**	**6,123.30**	**12.52**
2023 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	517.56	6,592.69	12.74
直销模式	22.30	342.51	15.36
电商模式	-	-	-
小计	**539.87**	**6,935.20**	**12.85**

注：2023 年和 2024 年度，标的公司电商模式未销售该品项产品。2025 年 1-10 月，标的公司通过饿了么销售该产品，该产品系彩塑包装。

③含硒瓶装矿泉水（以“润田翠天然含硒矿泉水 4.7L*2（壶翠）”品项示例，报告期内该品项合计收入 1.58 亿元，占瓶装矿泉水收入比重为 21.54%）

2025 年 1-10 月			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	180.72	3,898.39	21.57
直销模式	3.35	77.78	23.23
电商模式	17.96	729.60	40.61
小计	**202.04**	**4,705.77**	**23.29**
2024 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	219.89	4,792.01	21.79
直销模式	3.77	105.48	28.01
电商模式	22.02	934.54	42.44
小计	**245.68**	**5,832.04**	**23.74**
2023 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	198.19	4,307.14	21.73
直销模式	2.61	73.73	28.29
电商模式	22.39	923.82	41.26
小计	**223.19**	**5,304.69**	**23.77**

④桶装水（以“润田纯净水 17L” 品项示例，报告期内该品项合计收入 2.21 亿元，占桶装水收入比重为 80.05%）

2025 年 1-10 月			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	1,900.12	6,688.74	3.52
直销模式	15.60	84.40	5.41
电商模式	1.15	13.99	12.17
小计	**1,916.87**	**6,787.13**	**3.54**
2024 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	2,235.23	7,820.69	3.50

2025 年 1-10 月			
直销模式	12.84	67.93	5.29
电商模式	-	-	-
小计	**2,248.07**	**7,888.62**	**3.51**
2023 年			
销售模式	**数量（万件）**	**收入（万元）**	**单价（元/件）**
经销模式	2,171.59	7,421.59	3.42
直销模式	8.46	47.90	5.66
电商模式	-	-	-
小计	**2,180.05**	**7,469.49**	**3.43**

注：2023 年和 2024 年，标的公司电商模式未销售该品项产品，2025 年开始通过饿了么销售该品项产品。

从上述情况可见，以各核心销售品项单件价格来看，均呈现出经销模式价格最低，直销模式次之，电商模式最高的情况，与标的公司整体情况相似。

标的公司电商模式的销售单价约为其他模式的两倍左右，与同行业可比公司情况类似，具有合理性。同行业可比公司情况，参见本回复之“问题 8.关于收入”之“三、各类产品销售价格情况（折算为瓶装水）及公允性，不同产品之间价格差异情况、合理性以及价格变化差异原因，上述情况是否与同行业公司可比”之“（二）标的公司各类产品销售单价与同类产品市场价格是否存在显著差异，销售价格是否具有公允性”相关内容。

3、同行业比较情况

根据同行业可比公司披露的信息，无法测算不同销售模式下的平均单价；以 2024 年为例，同行业可比公司不同销售模式下的毛利率情况如下表所示：

单位：元/升

可比公司	经销模式		直销模式		电商模式	
	单价	毛利率	单价	毛利率	单价	毛利率
泉阳泉	未披露分销售模式的单价及毛利率信息					
承德露露	未披露	41.08%	未披露	38.38%	未披露	未披露
养元饮品	9.73	46.65%	10.81	43.93%	未披露	未披露
东鹏饮料	3.72	44.37%	3.90	47.05%	4.42	49.39%
农夫山泉	未披露分销售模式的单价及毛利率信息					
华润饮料	未披露分销售模式的单价及毛利率信息					

注：东鹏饮料直销模式毛利率系其重客毛利率。

从销售单价来看，养元饮品及东鹏饮料直销模式的销售单价均高于经销模式，东鹏饮料电商模式的销售单价高于经销模式和直销模式，标的公司的情况与可比公司一致。

从毛利率来看，东鹏饮料直销模式毛利率较经销模式略高，标的公司情况与其一致；承德露露及养元饮品直销模式毛利率较经销模式略低，主要系其产品为植物蛋白饮料，主要消费场景为礼品消费、宴饮消费等，其直销客户主要为大型商超，产品包装要求高、费用高，与标的公司和东鹏饮料等用于日常饮用的产品有所区别，使得直销模式在单价略高的情况下，毛利率略低。东鹏饮料电商模式毛利率高于经销模式和直销模式，主要系其电商模式单价更高，同时由于其产品单位价值高，受运费影响较小，因此电商模式毛利率更高；而标的公司产品与其相比，单位价值低、运费成本相对较大，使得标的公司电商模式毛利率相对略低于其他模式。

综上，标的公司经销模式下纯净水及矿泉水平均单价、毛利率略低于直销模式，电商模式下纯净水及矿泉水平均单价高于经销模式和直销模式、毛利率略低于经销模式和直销模式，具有合理的业务背景。标的公司不同销售模式下的产品单价情况与同行业可比公司可比；毛利率情况与同行业可比公司略有差异，具有合理的商业背景。

（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

1、经销模式下，标的公司分区域、分产品的毛利率情况

报告期内，标的公司经销模式下，分销售区域的毛利率情况如下表所示：

单位：万元

销售区域	2025 年 1-10 月		
	收入	收入占比	毛利率
江西地区	93,253.96	77.22%	44.29%
东北地区	13,516.81	11.19%	14.70%
华东地区（除江西地区）	6,075.13	5.03%	40.97%
其他地区	7,915.27	6.55%	16.51%

总计	120,761.16	100.00%	38.99%
销售区域	2024 年		
	收入	收入占比	毛利率
江西地区	92,267.28	76.49%	41.17%
东北地区	14,025.12	11.63%	14.48%
华东地区（除江西地区）	6,471.22	5.36%	43.45%
其他地区	7,863.53	6.52%	17.54%
总计	120,627.14	100.00%	36.65%
销售区域	2023 年		
	收入	收入占比	毛利率
江西地区	86,015.04	78.40%	40.21%
东北地区	11,840.26	10.79%	14.56%
华东地区（除江西地区）	5,564.41	5.07%	42.93%
其他地区	6,289.46	5.73%	15.43%
总计	109,709.17	100.00%	36.16%

从上表可见，标的公司东北地区经销收入占比在 15%左右，但毛利率约 14%左右，低于标的公司整体毛利率 22 个百分点，低于江西地区毛利率 26 个百分点。

（1）销售定价低系东北地区毛利率低的最主要原因

东北地区主要以瓶装纯净水销售为主，报告期各期，经销模式下，东北地区瓶装纯净水收入占东北地区总收入的比重分别为 98.67%、97.21%和 95.85%。以经销模式下，东北地区与江西地区的瓶装纯净水销售平均单价、单位成本进行比较如下：

单位：元/吨

2025 年 1-10 月	平均单价	单位成本	毛利率
东北地区	566.55	488.68	13.74%
江西地区	794.07	444.78	43.99%
2024 年	平均单价	单位成本	毛利率
东北地区	570.07	490.46	13.96%
江西地区	790.20	467.10	40.89%
2023 年	平均单价	单位成本	毛利率
东北地区	571.74	489.59	14.37%
江西地区	795.16	480.13	39.62%

从上表可见，东北地区纯净水的平均单价约为江西地区的 72%，主要系东北地区竞争激烈，为了保持产品竞争力，标的公司在东北地区的经销价格要显著低于江西地区。以最核心的纯净水品项“润田纯净水 550mL*24（塑包）”为例，东北地区报告期内的整体平均销售单价为 7.50 元/件，而江西地区的整体平均销售单价为 10.79 元/件，东北地区价格亦约为江西地区的 70%左右。

标的公司给予东北地区产品定价较低，系东北地区毛利率远低于其他地区的最主要原因。若以江西地区的平均单价作为东北地区的平均销售单价进行模拟测算东北地区的毛利率情况如下：

期间	模拟测算毛利率	实际毛利率	差异率
2025 年 1-10 月	38.51%	13.74%	24.77%
2024 年	38.01%	13.96%	24.05%
2023 年	38.51%	14.37%	24.14%

从上表可见，平均销售单价对东北地区毛利率的影响约 24 个百分点。

（2）成本差异主要系区域环境差异所致，但整体对毛利率的影响较小

东北地区因冬天天气冷，整体的工厂运行时间较其他区域更短，固定费用较高；同时，东北地区天气冷，使得东北地区整体的旺季时间相较于江西区域亦更短。上述情况，综合使得东北地区的成本高于江西地区。从成本端来看，以 2024 年为例，东北地区单位成本较江西区域高 23.36 元/吨，以江西区域的平均销售单价来看，影响毛利率约 2.96%。

综上所述，东北地区毛利率较低，主要系标的公司为应对市场竞争，给予当地经销商较低的销售价格所致。

针对东北区域的经销商，中介机构走访及穿透走访情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
走访东北地区经销商收入	8,033.40	8,535.08	7,475.04
东北地区经销收入	13,516.81	14,025.12	11,840.26
走访东北地区经销商收入占比	59.43%	60.86%	63.13%
穿透走访东北地区经销商收入	3,444.87	4,007.13	3,313.24
穿透走访东北地区经销商收入占比	25.49%	28.57%	27.98%

中介机构获取了东北区域主要经销商提供的进销存明细，相关客户覆盖了标的公司东北地区经销收入的 63.13%、60.86%和 59.43%，具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的东北地区经销商收入	8,033.40	8,535.08	7,475.04
东北地区经销收入	13,516.81	14,025.12	11,840.26
进销存获取比例	59.43%	60.86%	63.13%

根据前述经销商提供的进销存数据，相关经销商的期末存货及与采购量的匹配情况如下：

单位：万件

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的经销商期末库存	12.70	1.42	3.26
相关经销商当期采购量	1,210.82	1,216.92	1,073.72
期末库存占比	1.05%	0.12%	0.30%

从上表可见，标的公司东北地区主要经销商期末库存占其当期采购比例均较低，主要系报告期各期末均为标的公司业务淡季，具有合理性。2025 年 10 月末库存量略高，主要系 2025 年 10 月天气较 12 月热，因此经销商备货略多，同时东北地区冬天较其他区域更冷，因此 2023 年末和 2024 年末库存水平非常低。

中介机构核查了标的公司流水、标的公司关键人员流水，未发现与东北地区经销商的异常资金往来情况。

经核查，标的公司对东北地区经销商销售真实，东北地区经销商不存在异常囤货的情况。

剔除东北地区后，以其他区域经销收入为样本，标的公司各类产品毛利率情况如下表所示：

产品类别	2025 年		
	收入	收入占比	毛利率
瓶装纯净水	77,238.15	72.02%	41.03%
瓶装矿泉水	19,426.81	18.11%	43.80%
桶装水	8,422.30	7.85%	47.79%
饮料	2,157.10	2.01%	40.59%

产品类别	2025 年		
	收入	收入占比	毛利率
小计	**107,244.35**	**100.00%**	**42.05%**
产品类别	**2024 年**		
	收入	**收入占比**	**毛利率**
瓶装纯净水	73,560.54	69.00%	38.29%
瓶装矿泉水	22,242.44	20.86%	41.27%
桶装水	9,596.93	9.00%	45.89%
饮料	1,202.11	1.13%	35.72%
小计	**106,602.02**	**100.00%**	**39.57%**
产品类别	**2023 年**		
	收入	**收入占比**	**毛利率**
瓶装纯净水	67,186.92	68.65%	37.31%
瓶装矿泉水	21,563.22	22.03%	41.02%
桶装水	9,118.77	9.32%	44.20%
饮料	-		
小计	**97,868.91**	**100.00%**	**38.77%**

整体而言，除东北地区外的其他区域来看，标的公司主要产品毛利率差异不大，均在 40%左右。其中，桶装水毛利率较瓶装水毛利率高 6%左右，主要系桶装水主要采用可循环利用的 PC 桶，包装成本较瓶装水更低。

2、关联经销和非关联经销

标的公司不存在关联经销商。

报告期内，标的公司存在经销商与标的公司穿透后的股东、标的公司前任或现任销售人员存在关系的情况（以下简称“关系经销商”），具体如下：

单位：万元

经销商名称	关系情况	主营业务收入		
		2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
浙江耀江进出口有限公司	浙江耀江进出口有限公司实际控制人杨小平系标的公司穿透后股东杭州浩鑫商务服务有限公司（间接持有标的公司 0.31%股份）实控人赵翊舟的舅舅	403.58	482.45	384.41
樟树市拓达副食经营部及其关联方	樟树市拓达副食经营部之实控人聂鹏系标的公司前销售人员聂斐之兄弟，聂斐已于 2025 年 7 月自标的公司离职	1,470.99	1,355.34	1,302.90

经销商名称	关系情况	主营业务收入		
		2025年1-10月	2024年	2023年
峡江老毛批发部及其关联方	峡江老毛批发部之实控人袁小春系标的公司销售人员袁小燕之姐妹	414.28	421.92	414.09
景德镇威晟昌贸易有限公司及其关联方	景德镇威晟昌贸易有限公司实际控制人章芝鹏系标的公司前销售人员胡新涛的妹夫，胡新涛于2023年3月自标的公司离职	954.18	850.04	740.49
鄱阳县田畈街镇进宝食品批发部	鄱阳县田畈街镇进宝食品批发部实际控制人万进宝系标的公司销售人员万飞之父、万春宝之兄弟，万飞已于2025年10月自标的公司离职	431.66	426.22	352.56
吉安市吉州区鑫顺食品商行及其关联方	吉安市吉州区鑫顺食品商行实际控制人李冬香系标的公司销售人员胡聪之婶	1,378.03	1,411.84	1,076.05
上高县鸿鑫贸易商行	上高县鸿鑫贸易商行实际控制人陈清华系标的公司销售人员陈鑫之父亲	71.62	85.67	85.22
柴亮思	柴亮思与标的公司于2023年4月终止合作，于2023年6月入职标的公司成为销售人员，于2024年12月已离职	-	-	0.00
九江市润泽饮料有限公司	九江市润泽饮料有限公司实际控制人吴华娟系标的公司销售人员吴华松之姐	58.66	48.16	-
武汉市武昌区久宝祥副食经营部	武汉市武昌区久宝祥副食经营部实际控制人张建飞系标的公司前销售人员，其于2022年4月于标的公司离职	10.66	14.13	6.08
平湖市当湖街道子轩食品经营部	平湖市当湖街道子轩食品经营部实际控制人沈龙系标的公司销售人员陆晓磊的岳父，陆晓磊已于2025年7月离职	87.71	111.21	90.38
双滦区赛购超市	双滦区赛购超市实际控制人曾为标的公司销售人员王福立，王福立于2024年1月退出双滦区赛购超市	-	5.27	105.19
兴国县兰洪副食店及其关联方	兴国县兰洪副食店实际控制人刘鹏飞于2025年1月成为标的公司业务人员，兴国县兰洪副食店及其关联方于2024年与标的公司终止合作。	-	214.69	477
合计		**5,281.37**	**5,426.94**	**5,034.37**

注1：樟树市拓达副食经营部及其关联方包括樟树市拓达副食经营部、樟树市金达副食经营部、樟树市志达副食经营部、樟树市忠达副食经营部和樟树市朋达副食经营部等；

注2：峡江老毛批发部及其关联方包括峡江老毛批发部及吉安市天和食品有限公司等；

注3：景德镇威晟昌贸易有限公司及其关联方包括景德镇威晟昌贸易有限公司、珠山区佳韵食品营业部、珠山区哎嘉食品经营部、珠山区鸿源食品经营部等

注4：吉安市吉州区鑫顺食品商行及其关联方包括吉安市吉州区鑫顺食品商行和吉州区源泉食品行等

注5：兴国县兰洪副食店及其关联方包括兴国县兰洪副食店和兴国县津江食品商行等

注6：前任销售人员按2022年离职的人员开始测算。

上述关系经销商与无关系经销商的产品销售价格和毛利率情况如下：

2025 年 1-10 月			
类别	**收入（万元）**	**单价（元/吨）**	**毛利率**
关系经销商	5,281.37	893.83	44.95%
无关系经销商	115,479.79	657.98	38.72%
合计	**120,761.16**	**665.67**	**38.99%**
2024 年			
类别	**收入（万元）**	**单价（元/吨）**	**毛利率**
关系经销商	5,426.94	904.29	41.51%
无关系经销商	115,200.21	641.02	36.42%
合计	**120,627.14**	**649.52**	**36.65%**
2023 年			
类别	**收入（万元）**	**单价（元/吨）**	**毛利率**
关系经销商	5,034.37	838.87	39.14%
无关系经销商	104,674.81	582.45	36.01%
合计	**109,709.17**	**590.74**	**36.16%**

（1）标的公司关系经销商平均单价高于无关系经销商，主要系无关系经销商桶装水销售重量占比高、桶装水平均单价低所致

报告期内，标的公司经销模式下，桶装水平均单价分别为 194.99 元/吨、197.95 元/吨和 199.26 元/吨。桶装水平均单价，远低于标的公司经销模式下整体平均价格。

报告期内，标的公司经销模式下，关系经销商和无关系经销商销售中，桶装水的收入、重量及占比如下：

2025 年 1-10 月	**关系经销商**	**无关系经销商**
桶装水收入（万元）	9.56	8,517.11
当期收入（万元）	5,281.37	115,479.79
桶装水收入占比	0.18%	7.38%
桶装水重量（万吨）	0.02	42.78
当期销售重量（万吨）	5.91	175.51
桶装水重量占比	0.27%	24.37%
2024 年	**关系经销商**	**无关系经销商**

桶装水收入（万元）	2.69	9,698.09
当期收入（万元）	5,426.94	115,200.21
桶装水收入占比	0.05%	8.42%
桶装水重量（万吨）	0.0036	49.00
当期销售重量（万吨）	6.00	179.71
桶装水重量占比	0.06%	27.27%
2023 年	**关系经销商**	**无关系经销商**
桶装水收入（万元）	1.87	9,185.30
当期收入（万元）	5,034.37	104,674.81
桶装水收入占比	0.04%	8.78%
桶装水重量（万吨）	0.0026	47.11
当期销售重量（万吨）	5.77	164.03
桶装水重量占比	0.05%	28.72%

从上表可见，标的公司关系经销商销售单价高于无关系经销商，主要系关系经销商主要以瓶装水销售为主，桶装水销售占比极低；而无关系经销商存在收入占比约 8%，但重量占比约 24%-29%的桶装水销售，桶装水单价低，使得无关系经销商的平均单价较低。

（2）标的公司关系经销商毛利率略高于无关系经销商，主要系无关系经销商包括了东北区域经销商，而东北区域经销商销售毛利率较低

报告期内，标的公司关系经销商毛利率分别为 39.14%、41.51%和 44.95%，关系经销商均为非东北区域的经销商且相关经销商主要位于江西区域内。报告期内，标的公司江西区域经销商整体的毛利率分别为 40.21%、41.17%和 44.29%，关系经销商与江西区域经销商整体毛利率不存在显著差异。

标的公司关系经销商毛利率略高于无关系经销商，主要系经销商区域的影响。由于无关系经销商中包括了东北区域经销商，而东北地区毛利率约 14%左右，远低于标的公司江西区域 40%至 44%的毛利率，考虑到东北地区收入占比约 11%，因此拉低了无关系经销商毛利率约 3 个百分点。

综上，关系经销商与无关系经销商的单价和毛利率存在一定差异，主要系销售结构影响，具有合理性。

（3）中介机构针对关系经销商的核查情况

①走访情况

中介机构对经销商进行了走访及穿透走访核实，其中关系经销商的走访情况如下：

单位：万元

类别	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
走访关系经销商收入	5,052.72	4,947.80	4,270.50
关系经销商总收入	5,281.37	5,426.94	5,034.37
关系经销商走访比例	95.67%	91.17%	84.83%
穿透走访关系经销商收入	3,803.20	3,617.22	3,119.44
穿透走访关系经销商收入占比	72.01%	66.65%	61.96%

②进销存核查情况

中介机构获取了主要关系经销商提供的进销存明细，相关客户覆盖了标的公司关系经销商收入的 84.83%、91.17%和 95.67%，具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的关系经销商收入	5,052.72	4,947.80	4,270.50
关系经销商总收入	5,281.37	5,426.94	5,034.37
进销存获取比例	95.67%	91.17%	84.83%

根据前述经销商提供的进销存数据，相关经销商的期末存货及与采购量的匹配情况如下：

单位：万件

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的经销商期末库存	7.48	6.14	5.69
相关经销商当期采购量	481.56	436.01	377.83
期末库存占比	1.55%	1.41%	1.51%

从上表可见，标的公司关系经销商各期末库存占当期采购量的比重较低，符合标的公司快消品行业属性。

中介机构核查了标的公司流水、标的公司关键人员流水，未发现与关系经销商的异常资金往来情况。

经核查，标的公司关系经销商销售情况真实，关系经销商不存在异常囤货的情况。

3、独家经销和非独家经销

按经销商是否仅销售标的公司产品进行区分，标的公司独家经销和非独家经销的产品销售价格和毛利率情况如下：

2025 年 1-10 月			
类别	**收入（万元）**	**单价（元/吨）**	**毛利率**
独家经销商	46,154.72	607.48	44.74%
非独家经销商	74,606.45	707.59	35.43%
合计	**120,761.16**	**665.67**	**38.99%**
2024 年			
类别	**收入（万元）**	**单价（元/吨）**	**毛利率**
独家经销商	46,550.33	587.22	42.10%
非独家经销商	74,076.81	695.92	33.23%
合计	**120,627.14**	**649.52**	**36.65%**
2023 年			
类别	**收入（万元）**	**单价（元/吨）**	**毛利率**
独家经销商	43,447.10	584.97	40.51%
非独家经销商	66,262.07	693.67	33.30%
合计	**109,709.17**	**646.12**	**36.16%**

从上表可见，报告期内，标的公司独家经销商平均销售单价低于非独家经销商，毛利率高于非独家经销商，主要系销售结构性影响。

（1）标的公司独家经销商平均单价低于非独家经销商，主要系独家经销商桶装水销售重量占比高、桶装水平均单价低所致

报告期内，标的公司经销模式下，桶装水平均单价分别为 194.99 元/吨、197.95 元/吨和 199.26 元/吨。桶装水平均单价，远低于标的公司经销模式下整体平均价格。

报告期内，标的公司经销模式下，独家经销商和非独家经销商销售中，桶装水的收入、重量及占比如下：

2025 年 1-10 月	独家经销商	非独家经销商
桶装水收入（万元）	6,533.38	1,993.29
当期收入	46,154.72	74,606.45

桶装水收入占比	14.16%	2.67%
桶装水重量（万吨）	32.31	10.49
当期销售重量	75.98	105.44
桶装水重量占比	42.52%	9.95%
2024 年	**独家经销商**	**非独家经销商**
桶装水收入（万元）	7,415.60	2,285.18
当期收入	46,550.33	74,076.81
桶装水收入占比	15.93%	3.08%
桶装水重量（万吨）	36.61	12.40
当期销售重量	79.27	106.44
桶装水重量占比	46.19%	11.64%
2023 年	**独家经销商**	**非独家经销商**
桶装水收入（万元）	6,925.49	2,261.68
当期收入	43,447.10	66,262.07
桶装水收入占比	15.94%	3.41%
桶装水重量（万吨）	34.48	12.63
当期销售重量	74.27	95.52
桶装水重量占比	46.43%	13.23%

标的公司桶装水的销售主要位于江西区域，桶装水经销商主要以家庭成员开展业务，因此其经营规模有限，大多以独家经销为主，使得桶装水的独家经销商较多。

报告期内，标的公司独家经销商和非独家经销商的桶装水的销售收入占其整体销售的比重分别约 15%左右和 3%左右，但由于桶装水销售以独家经销商为主，使得独家经销商中桶装水销售重量占比达到了 40%以上，远高于非独家经销商桶装水重量占比。较低的销售单价、较大的重量，整体拉低了独家经销商的平均销售单价，使得独家经销商的平均销售单价，低于非独家经销商。

（2）标的公司独家经销商毛利率高于非独家经销商，主要系区域销售结构影响

报告期内，标的公司独家经销商毛利率分别为 40.51%、42.10%和 44.74%，非独家经销商毛利率 33.30%、33.23%和 35.43%，独家经销商较非独家经销商毛利率高 7%-9%，主要系区域销售结构的影响。

报告期内，标的公司独家经销商和非独家经销商分主要地区的销售情况及毛利率情况如下：

类别	区域	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
独家经销商	江西地区	89.48%	45.15%	88.35%	41.92%	89.02%	40.27%
	非江西地区	10.52%	41.31%	11.65%	43.42%	10.98%	42.47%
	小计	**100.00%**	**44.74%**	**100.00%**	**42.10%**	**100.00%**	**40.51%**
非独家经销商	江西地区	69.64%	43.61%	69.04%	40.57%	71.44%	40.16%
	非江西地区	30.36%	16.68%	30.96%	16.86%	28.56%	16.16%
	小计	**100.00%**	**35.43%**	**100.00%**	**33.23%**	**100.00%**	**33.30%**

江西地区独家经销商和非独家经销商的毛利率差异不大，独家经销商略高于非独家经销商，主要系独家经销商中桶装水占比高于非独家经销商，同时桶装水毛利率高于瓶装水所致。

从非江西地区来看，独家经销商收入占比更低但毛利率更高，主要系：①非江西区域为标的公司非优势区域，经销商整体规模不大，经销商为了加强竞争力，满足其下游客户多元化的需求，会经营多品类的产品，使得独家经销的情况更少；②标的公司在拓展东北地区等省外业务过程中，为了应对区域竞争，给予了当地经销商更低的产品价格，使得相关区域毛利率更低，以东北地区为例，其毛利率约 14%左右，而东北地区的业务基本以非独家经销为主，使得非独家经销商中非江西地区的毛利率更低。由于非独家经销商的非江西地区毛利率低，且非江西区域在非独家经销商中收入占比更高，整体拉低了非独家经销商毛利率。

若非独家经销商中的非江西地区保持独家经销商非江西地区的毛利率，进行模拟测算如下：

期间	模拟测算毛利率	实际毛利率	差异率
2025 年 1-10 月	42.91%	35.43%	7.48%
2024 年	41.45%	33.23%	8.22%
2023 年	40.82%	33.30%	7.52%

从上表可见，因东北地区等毛利率更低的区域收入占比高等因素影响，标的公司非独家经销商毛利率被拉低了 7.5 个左右百分点，系独家经销商毛利率高于非独家经销商最主要的原因。

标的公司在业务开展过程，经销商是否仅销售标的公司产品并非标的公司销售定价的因素。标的公司独家经销商平均销售单价低于非独家经销商，毛利率高于非独家经销商，主要系销售结构性影响，具有合理的业务背景。

（3）中介机构针对独家经销商的走访情况

①走访情况

中介机构对经销商进行了走访及穿透走访核实，其中独家经销商的走访情况如下：

单位：万元

类别	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
走访独家经销商收入	35,962.39	35,365.43	32,984.18
独家经销商总收入	46,154.72	46,550.33	43,447.10
独家经销商走访比例	77.92%	75.97%	75.92%
穿透走访独家经销商收入	21,862.59	20,825.61	19,381.04
穿透走访独家经销商收入占比	47.37%	44.74%	44.61%

②进销存核查情况

中介机构获取了主要独家经销商提供的进销存明细，相关客户覆盖了标的公司独家经销商收入的 75.92%、75.97%和 77.92%，具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的独家经销商收入	35,962.39	35,365.43	32,984.18
独家经销商总收入	46,154.72	46,550.33	43,447.10
进销存获取比例	77.92%	75.97%	75.92%

根据前述经销商提供的进销存数据，相关经销商的期末存货及与采购量的匹配情况如下：

单位：万件

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的经销商期末库存	46.97	34.08	36.60
相关经销商当期采购量	3,597.44	3,274.09	3,013.40
期末库存占比	1.31%	1.04%	1.21%

从上表可见，标的公司独家经销商各期末库存占当期采购量的比重较低，符合标的公司快消品行业属性。

中介机构核查了标的公司流水、标的公司关键人员流水，未发现与独家经销商的异常资金往来情况。

经核查，标的公司独家经销商销售情况真实，独家经销商不存在异常囤货的情况。

（三）结合标的公司销售价格、经销商终端销售价格等，说明经销商毛利率情况、合理性及变动原因

报告期内，标的公司向经销商各品项的销售价格未发生重大变动，单价的变动，主要受标的公司促销返利政策的影响，其中 2025 年 1-10 月纯净水单价有所上升主要系瓶装水与桶装水销售结构的影响。报告期内，标的公司向经销商的主要产品销售价格如下表所示：

单位：元/吨

产品类别	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
纯净水	595.92	575.36	572.35
矿泉水	1,265.68	1,276.88	1,312.63

标的公司经销商在标的公司制定的产品指导价范围内、在经销区域内销售产品。

标的公司产品的终端零售价格由标的公司制定，报告期内未发生变动。

因此，标的公司经销商毛利率相对稳定。

根据走访情况，标的公司主要经销商报告期内的采购额及向下游销售的毛利率情况如下表所示：

单位：万元

客户名称	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年	向下游销售的毛利率情况[注]
宜春润好硒食品有限公司	2,973.39	3,192.47	3,191.44	10%-15%
新余海全润商贸有限公司	2,277.99	2,226.09	2,070.36	10%-15%
余干县花花批发部	2,132.30	1,922.94	1,705.70	5%-10%
抚州市三缘贸易有限公司	2,004.37	1,856.35	1,761.93	5%-10%
丰城水润贸易有限公司	1,953.45	1,798.71	1,671.59	10%-15%
高安市绿博贸易有限公司	1,806.13	1,749.17	1,696.78	10%-15%

注：主要经销商向下游销售的毛利率情况系访谈获取。

从上表可见，标的公司主要经销商毛利率在 5%-15%左右，处于相对合理的

水平。其中，抚州市三缘贸易有限公司和余干县花花批发部毛利率略低，主要系其下游客户整车批发客户较多，相关整车批发客户可以由标的公司直接向批发客户配送，无需其自行配送，因此毛利率略低。

经查询，未发现饮料类上市公司或标的公司披露其经销商毛利率的情况。经查询，华致酒行（300755.SZ）系国内领先的精品酒水营销和服务商之一，通过向酒厂采购，并依托自身渠道向客户和广大消费者提供白酒、进口葡萄酒和烈性酒等产品，主要开展酒类产品的采购及销售业务，2023 年至 2025 年 1-9 月，华致酒行毛利率分别为 10.75%、9.00%和 7.84%。宜春润好硒食品有限公司等略高于华致酒行，主要系标的公司经销商需要提前预付货款，有一定资金成本，考虑资金成本后，其利润率与华致酒行相当；余干县花花批发部和抚州市三缘贸易有限公司毛利率与华致酒行基本一致。

综上，标的公司经销商毛利率处于合理水平。

八、经销商返利政策、比例及变化情况，是否存在通过调整返利政策、比例调节经营业绩或向经销商压货的情况，不同经销商之间是否存在差异及合理性，返利计提充分性及相关会计处理准确性

（一）经销商返利政策、比例及变化情况

为了激励经销商的积极性，标的公司对经销商进行实物返利，返利主要包括两大类：

1、合同返利：根据经销合同约定，按品类进行区分，经销商在该品类月度、季度、年度等达到经销目标的不同百分比时，设置不同的返利比率，根据实际完成情况进行结算。

2、非合同返利：非合同返利是公司给予经销商除合同返利外的其他返利，根据不同时期和不同地区的市场情况及经销商的促销需求，由各销售区域在综合考虑区域预算、市场情况、销售策略等因素的情况下与各区域经销商协商确定，包括阶段性的促销及推广活动、陈列/冰冻等增加产品曝光度等氛围返利，具体示例如下：

类别	示例

类别	示例
阶段性的促销活动	1、“水头”活动：全年最大的促销活动。标的公司年初为了锁定旺季订单，由总部发起开展“水头”促销活动。“水头”促销活动一般约定，经销商在 1-2 月打款、在 1-6 月提货（具体时间区间根据实际活动确定，此为示例）的，标的公司给予经销商一定比例的销售折扣。 2、其他促销活动：由各区域结合市场竞争情况，因地制宜制定促销方案，报总部审批后实施。
阶段性的推广活动	各区域利用周末或节假日，在社区、园区、景区进行的品牌推广活动，或利用高考、开学季在学校进行品牌推广活动。
陈列	终端网点在其货架、场地进行产品陈列（进店最显眼的位置），增加标的公司产品的曝光度，标的公司给予终端网点一定额度奖励的方式。
冰冻	终端网点在其冰机/冰柜进行产品冰冻陈列（在冰机/冰柜最显眼的位置），增加标的公司产品的曝光度，给予销售网点一定额度奖励的方式。

报告期内，标的公司上述返利金额及占主营业务收入的比例情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
合同返利	2,175.65	2,084.28	1,914.23
非合同返利	10,346.25	10,372.18	9,232.44
返利合计	12,521.90	12,456.46	11,146.67
主营业务收入	124,798.24	125,224.21	113,648.37
返利占主营业务收入比重	10.03%	9.95%	9.81%
合同返利占主营业务收入比重	1.74%	1.66%	1.68%

从上表可见，报告期内，标的公司返利及合同返利占主营业务收入的比例相对稳定。

同行业可比公司未披露其返利相关信息，经查询消费行业案例，具体情况如下：

可比公司名称	上市情况	公司简介	返利类别	返利情况

可比公司名称	上市情况	公司简介	返利类别	返利情况
英氏控股	已通过北交所上市委审核	主要经营婴童食品及婴幼儿卫生用品。	返利分为现金返利（2023年开始取消）和实物返利，其中实物返利分别合同返利和活动返利，其中活动返利指由公司与经销商确认开展各项促销、营销推广活动，活动结束后，由经销商提供相关活动凭据至公司审核后，按活动方案与实际活动情况计算返利。	2022年至2025年1-6月，英氏控股返利金额占经销收入的比重分别为17.77%、18.99%、18.74%和16.89%，其中非合同返利占比分别为15.54%、17.11%、18.47%和16.81%。2022年至2023年，其合同返利占比在2%左右，其于2024年调整了返利政策，因此2024年和2025年1-6月主要为非合同返利。
菊乐股份	北交所已问询	主要经营含乳饮料及乳制品。	返利分为合同返利和补贴，其中补贴指新品推广费、陈列费、促销活动费等。	2022年至2025年1-6月，菊乐股份返利金额占经销收入的比重分别为11.81%、13.18%、 15.52%和 15.05%，未分别披露合同返利和补贴。根据其披露的合同约定情况，合同返利预计占比在2%左右。
乖宝宠物	301498.SZ	主要经营宠物食品	均为货物返利，无现金返利，均为货物返利	根据其上市问询函回复，2019年至2022年1-6月，其返利金额占经销收入比率分别为2.32%、2.21%、2.39%和5.16%，其2022年1-6月返利比率大幅上升系其调整了销售策略，提高了产品销售价格的同时，增加了返利促销。

返利系消费行业常见的促销手段，一般为实物返利，在会计处理上，资产负债表日计提的返利金额会冲减当期收入，因此返利系消费企业调节其实际结算价格的手段。不同的消费企业会根据其销售策略、市场地位及行业竞争情况等，综合利用直接降价及返利来确定最终的实际结算价格以开展业务。采取直接降价手段的企业，其返利比率一般会更低；而利用返利调节价格的企业，其返利比率会更高。

从可比公司情况来看，不同企业因产品不同、市场竞争不同，其返利比率有所差异，但一般均以非合同返利为主。

标的公司返利包括合同返利与非合同返利：

1、合同返利系经销商在达成标的公司合同约定的经销任务考核标准的条件

下，根据合同约定，标的公司于资产负债表日计提合同返利。

2、非合同返利系标的公司给予经销商除合同返利外的其他返利，根据不同时期和不同地区的市场竞争情况及品牌促销需求，由各区域销售负责人在综合考虑区域预算、市场情况、销售策略等因素的情况下与经销商协商确定。标的公司各销售区域每月根据对经销商各项活动的监督、巡查情况，于 DRP 系统中向标的公司申报非合同返利促销申请（包括申请、实际执行照片等资料），相关返利促销申请经总部审批完毕后，形成促销签呈，标的公司基于各促销签呈确定非合同返利对应的实物返利数量，进行签呈结案，并根据已结案的促销签呈计提非合同返利。

中介机构获取了标的公司的返利计提表，复核了计提情况，对计提返利的签呈进行了抽样核查；针对计提的返利数量，中介机构于函证中进行了确认。经核查，标的公司返利计提真实、准确。

（二）是否存在通过调整返利政策、比例调节经营业绩或向经销商压货的情况，不同经销商之间是否存在差异及合理性，返利计提充分性及相关会计处理准确性

报告期内，标的公司根据《区域经销合同》及各类促销活动对经销商进行返利，返利政策未发生重大变化。

报告期内，标的公司的返利比率分别为 9.81%、9.95%和 10.03%，返利比率较为稳定。

不同经销商之间，除根据《区域经销合同》约定的经销任务差异而使得返利条款略有差异外，整体的返利政策无重大差异，均系根据月度、季度、年度等经销任务实现情况确认合同返利。非合同返利，均系根据具体的促销活动进行确认及发放。标的公司根据不同区域的竞争环境会采取不同区域的返利策略，同一区域的经销商一般一致。

标的公司于资产负债表日根据《区域经销合同》的约定及各类促销活动（非合同返利）的约定计提返利，冲减当期收入，同时期末待发放返利金额计入合同负债；在经销商后续使用返利时，相应冲减合同负债金额，并确认收入。标的公司合同返利、非合同返利均以商业折让的方式与经销商结算返利（返货）。各报

告期期末，标的公司按照当期返利实际产生数量与经销商进行对账，返利计提充分。

根据《监管规则适用指引——会计类第 2 号》，企业应当基于返利的形式和合同条款的约定，考虑相关条款安排是否会导致企业未来需要向客户提供可明确区分的商品或服务，在此基础上判断相关返利属于可变对价还是提供给客户的重大权利。一般而言，对基于客户采购情况等给予的现金返利，企业应当按照可变对价原则进行会计处理；对基于客户一定采购数量的实物返利或仅适用于未来采购的价格折扣，企业应当按照附有额外购买选择权的销售进行会计处理，评估该返利是否构成一项重大权利，以确定是否将其作为单项履约义务并分摊交易对价。公司返利形式为实物返利，按照附有额外购买选择权的销售进行会计处理，评估该返利构成一项重大权利，将其作为单项履约义务并分摊交易对价。

标的公司计提实物返利时冲减收入并计入合同负债，在交付实物返利时，冲减对应的合同负债并确认营业收入。标的公司相关会计处理符合会计准则的约定。

整体来讲，标的公司毛利率与可比公司可比，下游客户毛利率亦处于合理水平，因此，标的公司销售价格公允，不存在通过调整返利政策、比例调节经营业绩或向经销商压货的情况，不同经销商之间返利政策除合同约定的经销任务差异外，不存在其他差异，具有合理性，标的公司返利计提充分，返利相关会计处理准确。

九、经销商采购频率、单次采购量分布是否合理，与需求季节性、期后销售周期的匹配性；经销商终端销售及客户构成情况，是否存在经销商压货的情况，进销存数据以及与备货周期的匹配性

（一）经销商采购频率、单次采购量分布是否合理，与需求季节性、期后销售周期的匹配性

报告期各期，标的公司经销商根据销售产品类别不同，经销商下单有所差异，桶装水产品因向市区送货仅能小车配送，因此单次送货数量不大，使得客户下单频率会更高，同时桶装水产品价值低，因此单次采购量更小。报告期各期，标的公司不同产品平均采购频率、单次采购量情况具体如下表所示：

产品类别	项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年

产品类别	项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
瓶装产品	当期采购金额（万元）	112,234.49	110,926.36	100,522.01
	当期采购次数（万次）	9.91	9.63	8.22
	当期合作经销商数量（家）	853	856	780
	采购频率（次/月/家）	11.62	9.38	8.78
	单次采购量（元/次）	11,327.32	11,516.56	12,233.57
桶装产品	当期采购金额（万元）	8,526.67	9,700.78	9,187.17
	当期采购次数（万次）	10.06	11.28	11.50
	当期合作经销商数量（家）	571	498	509
	采购频率（次/月/家）	17.62	18.88	18.82
	单次采购量（元/次）	847.26	860.02	799.04

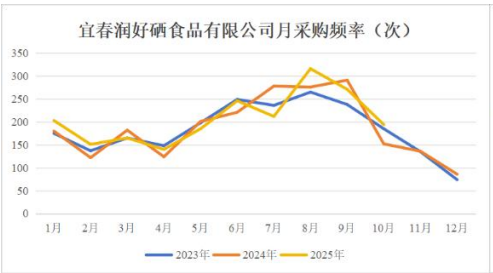
注 1：标的公司存在部分经销商同时开展瓶装产品及桶装产品的业务，因此上表中合作经销商数量合计大于公司整体经销商数量。上述数据统计时，分类别进行了分别的统计。
注 2：采购次数按出库单数量进行统计；
注 3：采购频率=出库单数量/当期合作经销商家数/当期月数；
注 4：单次采购量=采购金额/采购次数。

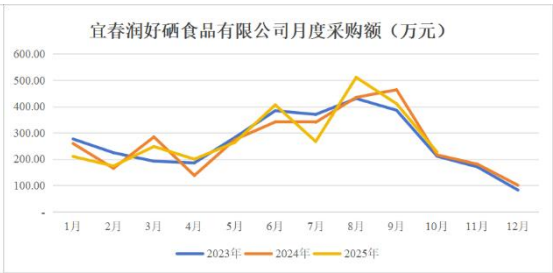
报告期内，标的公司瓶装产品经销商月度采购频率约 8-12 次区间（2023-2024 年整体月均采购频率在 9.09 次），单次采购量在 1.2 万元左右，采购频率和单次采购量相对稳定，其中 2025 年 1-10 月瓶装水采购频率略高，主要系 2025 年度平均气温较高，标的公司瓶装水销售较好，经销商采购量上升。根据中介机构走访情况，平均来看，标的公司经销商在天热旺季时，一般 1-3 天会下一次单（单月 10-30 次），天冷淡季时，一般在 1 个月左右会下一次单；越大的经销商，因其下游销售渠道丰富，其产品动销会更快，采购频率会更高。因此，整体综合来看，全年月度 9 次左右的采购频率，符合业务情况。

标的公司桶装产品经销商月度采购频率约 17-19 次区间，单次采购量在 800 元左右，由于产品的运输情况及产品价值差异，使得呈现出采购频率高于瓶装产品，单次采购量大幅低于瓶装产品的情况。

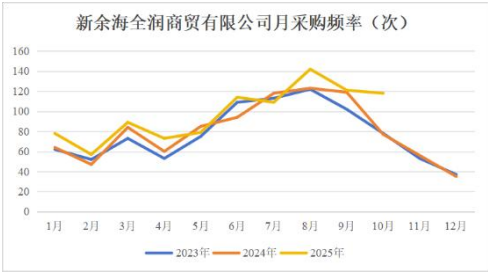
标的公司涉及经销商 1000 余家，报告期内，以主要经销商的月采购频次（按出库单数量进行测算）、月度采购金额情况对经销商采购的季节性差异进行示例如下：

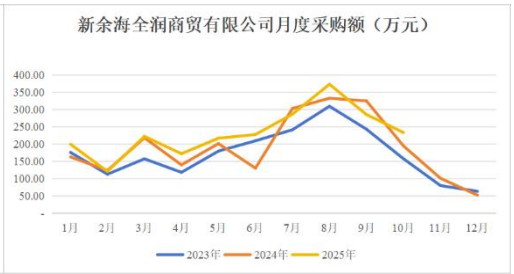
1、宜春润好硒食品有限公司



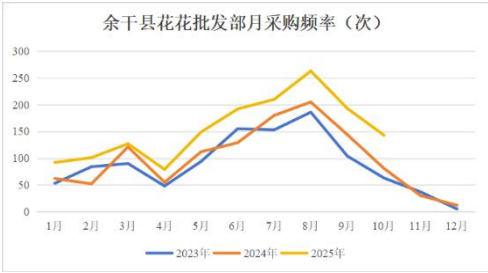


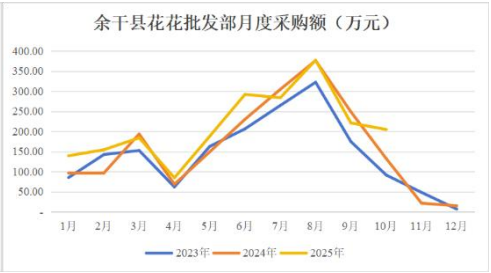
2、新余海全润商贸有限公司



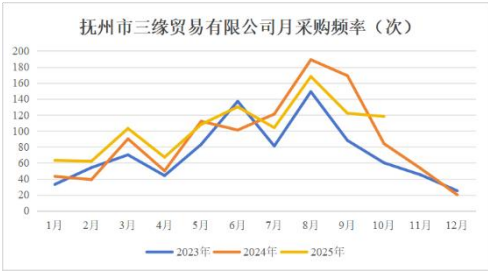


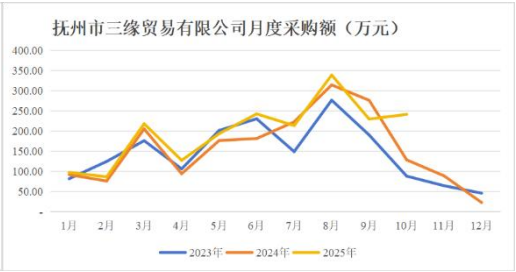
3、余干县花花批发部



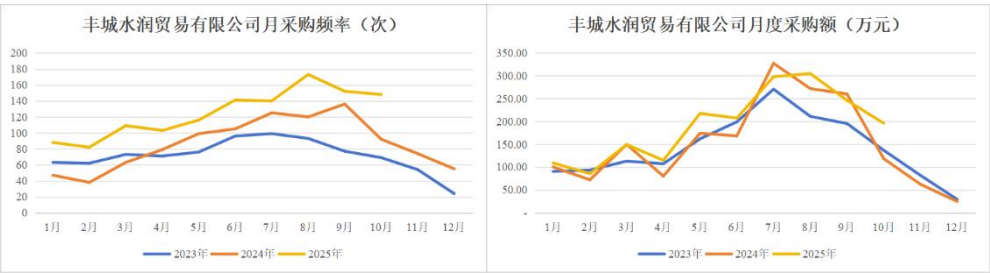


4、抚州市三缘贸易有限公司





5、丰城水润贸易有限公司



6、高安市绿博贸易有限公司

从上述情况可见，由于包装饮用水产品在 1-2 月、11-12 月为销售淡季，经销商采购频次及金额均较低；自各期 3 月开始，随着天气升温，消费者对包装饮用水需求增加，经销商采购频次及采购金额均开始增长，自 10 月开始进入秋季，气温转凉，消费者对包装饮用水需求下降，经销商采购频次及采购金额开始下降。相关情况符合标的公司业务开展的特性。

报告期内，标的公司主要经销商的采购频率如下表所示：

单位：次/月

客户名称	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
宜春润好硒食品有限公司	208.30	187.42	183.75
新余海全润商贸有限公司	98.00	80.17	77.42
余干县花花批发部	154.90	98.58	89.33
抚州市三缘贸易有限公司	104.50	89.25	72.42
丰城水润贸易有限公司	125.20	86.08	71.42
高安市绿博贸易有限公司	112.70	92.83	84.83

报告期内，标的公司主要经销商月采购频率要高于标的公司整体水平（2023-2024 年标的公司整体月均采购频率在 9.09 次），主要系主要经销商业务规模较大以及标的公司下单方式所致。在经销商有采购需求时，标的公司业务人员通过 DRP 系统下单，并将订单推送至经销商确认，具体情况参见本题回复之

“（三）对经销商及其终端销售等的管理方式及有效性”关于 DRP 系统内控相关情况。同时，为了便于销售环节可追溯性（订单-出库单-物流配送等），在下单过程中，标的公司主要采取一次配送（一车产品）下一张订单的方式，即使客户一次需要 10 车产品，标的公司也会采取下 10 次订单的方式，保证相关销售行为的可追溯性。上述下单方式，导致规模越大的经销商，下单频率会越高。同时，不同经销商的仓库由于位置不同，道路交通情况不一样，导致可以驶入的车型会不一致，标的公司根据不同客户仓库情况，会采用不同吨位的车辆配送，使得采购频次也会产生差异。其中，宜春润好硒食品有限公司下单频率远高于其他客户，主要系：1、宜春润好硒食品有限公司位于江西省宜春市，位置离标的公司宜春明月山矿泉水基地与委外基地井冈山市润泽矿泉水有限公司较近，采购具有便捷性，对于矿泉水产品采用了小车配送的方式，单次采购量不高，频率增加；2、由于其仓库位置车辆便于驶入影响，对于纯净水产品，一般采用 23 吨的车辆进行配送，低于其他客户 30 吨左右的车辆，亦使得其采购频率高于其他客户，具有合理性。

中介机构对标的公司产品销售情况进行了订单、出库单、运输单、签收单整个销售链条的穿行检查，检查订单与出库单产品种类、数量，运输单的承运车辆、物流公司、运输起始地址等信息，未发现重大异常情况。

根据主要经销商确认的进销存数据，报告期各期末，标的公司主要经销商的库存量及全年采购量情况如下表所示：

单位：件（箱）

客户名称	2025 年 1-10 月			2024 年			2023 年		
	采购数量	期末库存数量	占比	采购数量	期末库存数量	占比	采购数量	期末库存数量	占比
宜春润好硒食品有限公司	2,969,318	17,245	0.58%	2,889,573	5,116	0.18%	2,781,165	3,897	0.14%
新余海全润商贸有限公司	2,316,365	14,940	0.64%	2,124,849	2,623	0.12%	1,950,835	3,811	0.20%
抚州市三缘贸易有限公司	2,004,207	24,267	1.21%	1,724,891	27,490	1.59%	1,600,420	20,300	1.27%
余干县花花批发部	2,013,530	12,751	0.63%	1,765,916	5,863	0.33%	1,570,392	5,770	0.37%
高安市绿博贸易有限公司	1,870,191	39,659	2.12%	1,693,480	24,679	1.46%	1,609,311	26,775	1.66%
丰城水润贸易有限公司	1,864,561	26,874	1.44%	1,598,532	16,624	1.04%	1,499,815	10,220	0.68%

注：2025 年 10 月末库存数量占比未进行年化处理。

从上表可见，主要经销商各期末库存占其各期采购数量的比重较低。2023 年末及 2024 年末，标的公司产品均处于销售淡季，因此主要经销商备货规模均较小；2025 年 10 月，当月气温高于 12 月，主要经销商库存整体略高于 12 月。

标的公司产品于淡季的平均销售周期在 1 至 3 个月，旺季的平均销售周期在 1 个月以内。标的公司主要经销商的采购频率、单次采购量与需求的季节性具有匹配性，符合标的公司产品在淡旺季的销售周期需求。

综上，标的公司经销商采购频率、单次采购量分布合理，与需求季节性、期后销售周期具有匹配性。

（二）经销商终端销售及客户构成情况，是否存在经销商压货的情况，进销存数据以及与备货周期的匹配性

1、经销商终端销售及客户构成情况

标的公司经销商的终端渠道主要构成是便利店、餐饮店、小卖部、超市以及景点学校等，最终由自然人消费者使用。根据标的公司内部统计信息，从终端渠道构成来看，餐饮店和小卖部数量占终端渠道的 80%以上。

2、是否存在经销商压货的情况，进销存数据以及与备货周期的匹配性

标的公司产品具有低价格、高重量、大体积等天然特性，而标的公司针对经销商的销售采取先款后货的结算方式，因此，若经销商压货，将需要承担资金成本、仓储成本等。同时，长期储存滞销的产品外观可能存在瑕疵，影响后续终端销售。

根据标的公司《经销商仓库管理办法》，经销商须每月底向标的公司县市负责人报告产品及物料库存，由县市负责人将库存情况录入标的公司 DRP 系统。同时，为了保证数据的准确性，标的公司每月底均会对主要经销商库存进行盘点，以盘点数据录入标的公司 DRP 系统。上述情况，保证标的公司能及时掌握经销商库存，以防止经销商产品压库滞销的情况。

因此，标的公司不存在经销商压货的情况。经向经销商核实是否存在压货的情况，报告期内，不存在经销商压货的情况。

中介机构获取了标的公司主要经销商提供的进销存明细，覆盖了标的公司经销收入的 75.67%、75.19%和 75.90%，具体情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的经销商收入	91,657.78	90,704.70	83,012.04
经销收入	120,761.16	120,627.14	109,709.17
进销存获取比例	75.90%	75.19%	75.67%

根据前述经销商提供的进销存数据，相关经销商的期末存货及与采购量的匹配情况如下：

单位：万件

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
获取进销存的经销商期末库存	128.27	96.94	86.02
相关经销商当期采购量	9,599.89	8,934.30	8,103.24
期末库存占比	1.34%	1.08%	1.06%

从上表可见，标的公司主要经销商期末库存占其当期采购比例均较低，主要系报告期各期末均为标的公司业务淡季，具有合理性。2025 年 10 月末库存量略高，主要系 2025 年 10 月天气较 12 月热，因此经销商备货略多，但整体仍处于较低的水平。

中介机构复核了经销商提供的进销存数据，与标的公司 DRP 系统记录的数据不存在重大差异；中介机构对标的公司 DRP 系统进行了穿行测试，标的公司 DRP 系统运行有效；中介机构于实地走访时，对走访经销商实时库存进行了盘点，相关经销商的实时库存与其提供的进销存数据的期末库存相比，基本处于同一量级水平。

标的公司产品于淡季的平均销售周期在 1 至 3 个月，旺季的平均销售周期在 1 个月以内（天热时一般 1-3 天即下单采购）。标的公司经销商进销存数据与标的公司产品销售的淡旺季、产品的备货及销售周期具有匹配性。

综上，标的公司经销商终端销售及客户构成符合标的公司业态，标的公司不存在经销商压货的情况，进销存数据与备货周期具有匹配性。

十、经销商终端客户与直销客户是否存在重叠的情况，对相关客户同时采用两种模式的原因及合理性

标的公司经销商终端渠道主要为便利店、餐饮店、超市、小卖部等，最终由自然人使用，经销商终端客户与标的公司主要直销客户不存在重叠的情况。

十一、经销模式下采用先款后货结算模式的原因，不同经销商之间是否存在差异及原因，是否与同行业可比公司可比，进一步结合报告期内经销商退换货情况以及合同约定的控制权转移时点等，说明经销收入确认的准确性

（一）经销模式下采用先款后货结算模式的原因，不同经销商之间是否存在差异及原因，是否与同行业可比公司可比

标的公司经销模式下主要采用先款后货的结算模式，系防范标的公司产品销售回款风险之举，针对少量合作良好的经销商标的公司经审批后给予一定的信用额度，相关情况符合行业惯例。

同行业可比公司针对经销模式的回款方式如下：

可比公司	经销模式回款方式
泉阳泉	根据吉林森工 2017 年度收购泉阳泉重组报告书披露，“泉阳泉主要以经销商的方式销售产品，并且一般采用先款后货的方式进行结算” 。
承德露露	根据承德露露 2024 年年报，“公司与经销商主要采取先款后货的结算方式，尽可能规避坏账风险” 。
养元饮品	根据养元饮品招股说明书，“公司对经销商的销售方式是卖断式预收款销售，即“先款后货” 。
东鹏饮料	根据东鹏饮料招股说明书，“大部分采用款到发货的方式进行交易，少量合作时间长、信用情况较好的经销商经申请可以给予一定信用期”。
农夫山泉	根据农夫山泉招股说明书，“我们的经销商以先款后货的方式直接向我们购买产品” 。
华润饮料	根据华润饮料招股说明书，“我们通常要求经销商在产品交付前付款，并会在考虑合作历史及信用状况评估等因素后，按个案基准授出信贷期” 。

从上表可见，同行业可比公司均主要采取先款后货的结算模式，标的公司经销模式下的结算方式与同行业可比公司不存在显著差异。

（二）进一步结合报告期内经销商退换货情况以及合同约定的控制权转移时点等，说明经销收入确认的准确性

报告期内，标的公司不存在经销商退换货的情况。

根据标的公司与经销商签署的《区域经销合同》，“乙方确认收货后，应及

时在甲方系统上签字确认，非产品质量原因不得退换货。” 因此，在经销商完成收货签收后，产品的控制权转移至经销商。

同时，同行业可比公司针对经销收入的确认情况如下：

公司名称	经销收入确认的会计政策
润田实业	在经客户签收确认、商品控制权转移至购货方时确认收入。
泉阳泉	发出商品客户验收无误后即确认收入实现
承德露露	按照经销协议规定运至约定交货地点， 由经销商确认收货后， 确认收入
养元饮品	在商品已经发出并通过经销商验收时确认收入
东鹏饮料	在商品已经发出、并由客户签收相关单据并取得商品的控制权时，本集团确认销售商品收入
农夫山泉	销售货品的收益于资产控制权转移至客户的时间点（一般为交付货品时）确认
华润饮料	本集团于产品控制权转移至客户时（即货品已放置或交付至客户指定地点时）确认收入

从上表可见，标的公司经销收入确认会计政策与同行业可比公司不存在显著差异。

综上，标的公司在经客户签收确认、商品控制权转移至购货方时确认经销收入，符合会计准则的约定，符合行业惯例，经销收入确认准确。

十二、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、与标的公司管理层沟通，了解标的公司各销售模式的开展方式、历史情况等，了解标的公司行业特点、收入集中度情况，了解标的公司对经销商的管理情况、标的公司渠道管理情况，经销商的结算模式，经销收入确认政策。

2、与标的公司管理层沟通了解 DRP 系统运行情况，现场查阅 DRP 系统实际运行流程，对 DRP 系统运行进行穿行测试，确认系统运行是否存在异常情况。

3、获取标的公司收入明细表，核实标的公司各销售模式下主要客户情况，与标的公司业务人员沟通与主要客户的业务往来情况；查阅标的公司主要经销客户工商信息，并对其走访，了解其与标的公司历史交易背景、是否存在关联关系等情况。

4、查阅同行业可比上市公司信息，了解同行业可比上市公司客户集中度情况、不同销售模式下销售单价及毛利率情况、针对经销商的结算模式情况、经销收入确认政策。

5、获取标的公司主要经销商合同，审阅合同条款，查阅标的公司《销售管理制度》等内部管理制度，了解标的公司对经销商及终端渠道的管理制度，并与销售管理部人员沟通相关执行情况，复核经销合同中关于收入确认的相关条款。

6、结合标的公司经销收入明细表，分析经销商分层情况、稳定经销商情况、经销商变动情况、经销商采购频率及单次采购量，并与标的公司管理层沟通，了解相关变化的背景。

7、获取标的公司各销售模式下收入成本表，了解各模式下不同产品的销售单价及毛利率，与标的公司管理层沟通相关差异的合理性。

8、获取标的公司统计的与标的公司股东、销售人员存在关系的经销商情况，了解相关经销商与标的公司的关系，结合收入成本表，比对相关客户销售单价、毛利率与其他经销客户的差异，并与标的公司管理层沟通相关差异情况。

9、获取标的公司统计的独家经销商及非独家经销商统计表，结合收入成本表，分析不同类型经销商单价及毛利率差异，并与标的公司管理层沟通相关差异情况。

10、与标的公司管理层沟通，了解标的公司返利政策及返利管理和计算方式；获取标的公司与客户签署的协议，复核相关的返利条款；获取标的公司返利计算表，复核返利计算的准确性；查阅消费行业公司返利情况，并进行合理性分析。

11、对标的公司客户进行走访及函证，具体如下：

（1）走访情况

通过公开资料查询报告期内标的公司主要客户的工商资料，核查主要客户的成立时间、注册资本、主要经营人员、股权结构等工商信息；对报告期内标的公司的主要客户进行实地走访，了解其基本情况、与标的公司的合作历史、主要合作内容、合同签署情况、业务规模、采购类别、采购季节性差异、下单频率、付款情况、运输及签收情况、经销区域要求、退换货情况、是否存在压货等情况、

返利及推广情况、对润田品牌的认可度以及与标的公司的关联关系等情况，具体走访情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
营业收入	125,602.69	126,009.72	115,194.74
走访客户收入	93,005.89	92,077.75	84,172.19
走访客户收入占比	74.05%	73.07%	73.07%
其中：走访经销商客户占比（走访经销商占经销商收入比例）	76.58%	75.85%	76.29%

（2）函证情况

对标的公司主要客户进行函证，函证双方交易额及往来余额、各期返利数量等，具体函证情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
营业收入（A）	125,602.69	126,009.72	115,194.74
发函金额（B）	91,107.22	103,285.57	91,587.65
发函比例（C=B/A）	72.54%	81.97%	79.51%
回函金额（D）	89,831.16	99,795.50	88,939.05
回函比例（E=D/A）	71.52%	79.20%	77.21%
回函比例-经销商占经销收入比	74.16%	82.30%	80.40%

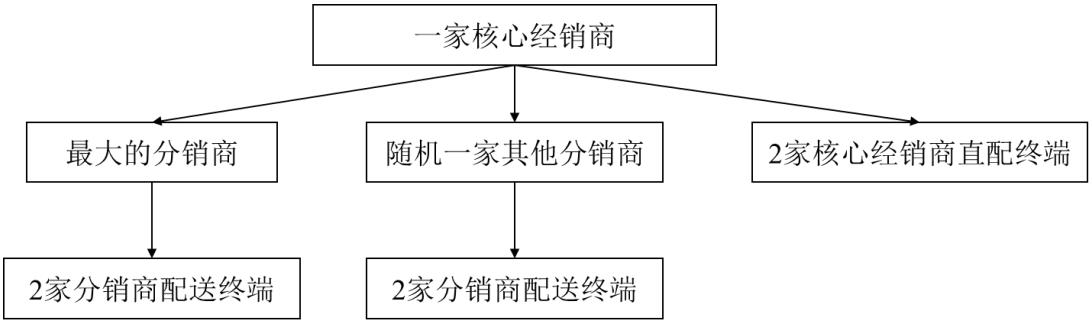
12、对标的公司经销商进行穿透核查，具体如下：

（1）核查方案简述

对主要经销商客户进行走访，挑选核心经销商客户进行穿透核查，具体走访核查情况如下表所示：

①对走访的主要经销商各期收入金额进行合计排序，对排序后的经销商选样进行穿透核查，具体覆盖的经销商（以下简称“核心经销商”）包括：经销收入前 20 大客户，后续每 10 家经销商进行间隔抽样。合计选择 57 家核心经销商进行穿透核查。

②对挑选的 57 家核心经销商进行穿透核查，采取 1 家经销商穿透 8 家下游主体的方式进行核查，主要穿透核查方案如下：



1-1 分销商穿透核查说明

实地走访经销商的下游分销商，对分销商进行访谈，了解其开始经营标的公司产品的历史情况、整体业务规模、销售产品情况、配送情况、销售季节性情况、采购及销售规模、销售定价情况、下单频率、销售周期、仓库数量及面积、仓库一般保留的库存量（件数）、是否存在压货的情况、与标的公司是否存在关联关系等，并获取其下游两家终端客户信息。

同时，于现场盘点其仓库现有库存（件数），与其反馈的仓库一般保留的库存量比较是否有重大异常；于盘点过程中，随机挑选 3 件产品，查看其生产日期，判断盘点日距生产日期的时间长短，以判断产品是否存在压货或滞销的情况。

1-2 终端客户穿透核查说明

实际走访标的公司产品的终端网点，终端网点覆盖了美宜家、芙蓉兴盛等连锁超市，好味坊宴西湖、洪州府、巷子里等餐饮店，江西中医药大学、东华理工大学等校内超市、水站，足浴、KTV、棋牌室等娱乐场所，便利店、食杂店及文具店等各种终端类型。

于走访过程中，向终端网点访谈了解其经营标的公司产品的历史情况、销售产品情况、配送情况、销售季节性情况、采购及销售规模、销售定价情况、下单频率、销售价格、销售周期、是否存在压货的情况、与标的公司是否存在关联关系等。

同时，于现场盘点其现有库存（件数），判断库存量与其店面规模是否匹配；于盘点过程中，随机挑选 3 件产品，查看其生产日期，判断盘点日距生产日期的时间长短，以判断产品是否存在压货或滞销的情况。

（2）经销商核查情况

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
经销收入	120,761.16	120,627.14	109,709.17
走访经销商家数	171	171	171
走访经销商收入	92,484.66	91,501.11	83,692.60
走访经销商收入占比	76.58%	75.85%	76.29%
走访穿透核查经销商家数	57	57	57
涉及穿透核查经销商收入	53,660.84	51,836.07	48,562.29
穿透核查经销商收入占比	44.44%	42.97%	44.26%
穿透核查分销商数量	113	113	113
穿透核查终端数量	339	339	339
总计走访数量	623	623	623

注：存在一家下游分销商于走访时点已倒闭，无法安排走访，已走访其下游终端用户；存在 1 家分销商主要以线上销售为主，已穿透其唯一一家下游终端；2 家下游终端为少管所等场所内超市，无法进入，未访谈。

穿透核查的下游终端覆盖了美宜家、芙蓉兴盛等连锁超市，好味坊宴西湖、洪州府、巷子里等餐饮店，江西中医药大学、东华理工大学等校内超市、水站，足浴、KTV、棋牌室等娱乐场所，便利店、食杂店及文具店等各种终端类型。

经核查，标的公司经销收入真实。

13、在走访过程中，获取主要经销商客户的库存清单，对走访的主要经销商客户进行库存盘点或抽盘；获取经走访的主要经销商客户确认的报告期内进销存数据，将主要经销商各期末结存与其当期采购量进行比较，判断是否存在重大异常；将主要经销商走访时盘点的库存走访实时数据与报告期各期末库存情况进行比较，判断报告期各期末库存是否合理。

14、与标的公司管理层沟通，了解标的公司业务的开展方式、历史经营情况等，了解标的公司销售与收款循环相关的内部控制及系统控制情况，并选取样本进行穿行及细节测试，检查记账凭证、经销合同、订单、出库和收货确认单、运输单、发票、收款单、月度对账单。

15、执行截止性测试，在资产负债表日前后确认的收入交易中选取样本核对销售合同、签收单据、发票、结算单据、银行回单等资料，检查资产负债表日后是否存在大额异常的退货情况，评价销售收入是否在恰当的期间确认

16、对标的公司的收入变动执行分析性复核程序，分析报告期内收入变动的合理性，分析是否存在异常收入变动情况。

17、获取标的公司主要管理人员调查表，核查标的公司及其主要管理人员流水，判断是否存在异常资金往来。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司不同销售模式下收入分布具有合理性，主要客户与相关销售模式具有匹配性。

2、标的公司在各区域均采取扁平化的经销体系，不存在不同层级经销商的情况，不存在经过多级经销的情形，不同区域不存在重大差异。

3、标的公司制定了相关制度确定经销商选取标准，对经销商及其终端销售等管理有效，不同收入层级经销商数量、收入和毛利占比情况与标的公司业务开展情况相符，经销规模较小、经销商较为分散与标的公司销售战略匹配，与同行业公司可比。

4、标的公司经销商具有稳定性，新增及退出经销商数量、收入和毛利占比较低，新增和退出具有合理的业务背景，不存在新设即成为标的公司主要经销商的情况，标的公司维护经销商及销售渠道稳定的措施有效。

5、标的公司主要经销商采购规模与其业务规模匹配；部分主要经销商从自身经营风险出发，仅销售标的公司产品的情况，具有合理性；标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体与主要经销商及其终端客户不存在关联关系或其他利益安排，不存在其他特殊关系或业务合作，不存在非经营性资金往来。

6、标的公司不同销售模式下，产品销售价格和毛利率有一定差异，符合标的公司业务开展情况，与同行业公司可比；标的公司不存在关联经销商，标的公司存在关系经销商和非关系经销商，存在独家经销和非独家经销，不同类型经销商销售价格和毛利率存在一定差异，相关差异具有合理的业务背景，符合标的公司经营情况，具有合理性；标的公司经销商毛利率合理。

7、标的公司针对性的制定了返利政策，报告期各期返利比例相对稳定，变化情况合理。标的公司不存在通过调整返利政策、比例调节经营业绩或向经销商压货的情况。不同经销商之间，除根据《区域经销合同》约定的经销任务差异而使得返利条款略有差异外，整体的返利政策无重大差异。标的公司返利计提充分，相关会计处理准确。

8、标的公司经销商采购频率、单次采购量分布合理，与需求季节性、期后销售周期具有匹配性。标的公司经销商的终端渠道主要构成是便利店、餐饮店、小卖部、超市以及景点学校等，最终由自然人消费者使用；标的公司不存在经销商压货的情况，进销存数据合理，与备货周期具有匹配性。

9、标的公司经销商终端渠道主要为便利店、餐饮店、超市、小卖部等，最终由自然人使用，经销商终端客户与标的公司主要直销客户不存在重叠的情况。

10、标的公司经销模式下采用先款后货结算模式主要系行业惯例及控制回款风险之举，具有合理性，与同行业可比公司可比；报告期内，标的公司经销收入在所有重大方面真实准确完整。

问题 7.关于生产模式与供应商

重组报告书披露，（1）标的公司采用自主生产与委托加工相结合的生产模式，其中纯净水委托加工比例接近 50%，矿泉水委托加工比例由 2.79%上升至 15.28%；（2）纯净水委托加工价格在 125 元/吨左右，矿泉水委托加工价格由 161.19 元/吨上升至 225.15 元/吨，即饮软饮委托加工价格在 2300 元/吨左右；（3）报告期内，委托加工前五大供应商采购占比分别为 69.79%、64.11%和 60.76%；（4）标的公司原材料包括 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料、热收缩膜和水，报告期内的采购金额分别为 30,923.21 万元、39,981.37 万元和 7,025.63 万元，采购结构发生一定变化，采购价格变动不大；（5）报告期内原材料前五大供应商采购占比分别为 77.12%、79.74%和 62.58%。

请公司说明：（1）按照产品分类，说明标的公司自有和委托加工产能、产量情况；结合自有产能利用情况等，说明委托加工的合理性，标的公司未进一步自建产能的原因；委托加工供应商未直接进行销售的原因和合理性，委托加工模式是否符合行业惯例；标的公司不同产品委托加工比例存在较大差异的原因及合理性；（2）委托加工的具体过程，标的公司和受托加工方从事的具体工作内容，委托加工是否涉及关键核心工序及依据，标的公司控制产品质量的方式；（3）不同产品委托加工价格的公允性及变动原因，委托加工单价与自产成本的差异，进一步说明采用委托加工模式而未自建产能的原因及合理性；（4）委托加工供应商是否直接向经销商发货，其地域分布情况是否与销售区域相匹配；（5）报告期内标的公司各类原材料的采购数量、能源消耗、人员和设备配置等，与其产销量的匹配性；各类原材料采购价格公允性，与市场价格变动的匹配性；（6）委托加工和原材料供应商的具体情况及经营规模，与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来，相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据；（7）标的公司各类原材料供应商、各类产品在各区域委托加工供应商的基本情况，相关供应商经营以及与标的公司合作稳定性，进一步结合供应商采购占比情况及可替代性，说明标的公司对相关供应商是否存在依赖及应对措施。

请独立财务顾问和会计师说明对委托加工和原材料供应商的核查措施、比例、

依据和结论，并对上述事项发表明确意见。

回复：

一、按照产品分类，说明标的公司自有和委托加工产能、产量情况；结合自有产能利用情况等，说明委托加工的合理性，标的公司未进一步自建产能的原因；委托加工供应商未直接进行销售的原因和合理性，委托加工模式是否符合行业惯例；标的公司不同产品委托加工比例存在较大差异的原因及合理性

（一）标的公司自有和委托加工产能、产量情况

报告期内，标的公司在全国拥有 7 个生产基地，分别为 5 个纯净水生产基地、2 个矿泉水生产基地。经统计，标的公司在报告期各期自有产能、产量及产能利用率情况如下：

单位：万吨

产品类型	项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
纯净水	产能	112.99	142.87	142.87
	产量	88.67	87.64	81.42
	产能利用率	78.47%	61.35%	56.99%
	旺季产能利用率	102.30%	91.36%	90.17%
矿泉水	产能	45.98	55.18	61.66
	产量	14.34	17.45	17.67
	产能利用率	31.19%	31.62%	28.66%
	吉安基地（小包装产品）-产能利用率	91.70%	84.45%	75.92%
	吉安基地（小包装产品）-旺季产能利用率	102.90%	104.72%	103.54%

注 1：旺季产能利用率=当年产量最高的月度（7 月和 8 月）的平均月产量/月产能
注 2：2024 年，因宜春明月山生产基地的 1.5L 规格矿泉水产线停产退役，导致矿泉水产能规模略有下降；2025 年 1-10 月，因沈阳基地一条纯净水线停产退役，导致纯净水产能规模略有下降。标的公司将相关资产作为闲置固定资产，已根据评估情况相应计提了减值准备。
注 3：小包装线指生产 2.5L 以下规格的生产线。

包装饮用水行业具有较强的季节性特征，其中 7 月、8 月天气炎热为传统销售旺季，标的公司在旺季的产能利用率会高于其他月度。

标的公司的纯净水产线的旺季产能利用率可达到 90%以上，2025 年旺季已达到满产状态。

标的公司拥有 2 个矿泉水生产基地（吉安基地的水源为偏硅酸矿泉水，明月

山基地的水源为含硒矿泉水），相关生产基地的产能利用率情况如下：

1、吉安生产基地主要生产偏硅酸矿泉水，其小包装线产能利用率持续高位运行，2023 年、2024 年和 2025 年 1-10 月旺季产能利用率分别高达 103.54%、104.72%和 102.90%；标的公司偏硅酸矿泉水产能利用率（即吉安生产基地矿泉水产能利用率）与农夫山泉招股说明书披露的 2019 年天然饮用水产能利用率 51%、华润饮料招股说明书披露的 2023 年包装饮用水产能利用率 66.8%等上市公司相比，产能利用率更高，特别是旺季处于满产状态。

2、两个矿泉水生产基地均配备了一条“大瓶”生产线，用于生产 4.7L、5L 等大瓶规格的矿泉水，明月山基地还配备了一条用于生产桶装矿泉水的生产线，虽然该规格单瓶容量较大，但主要应用场景系家庭饮用、餐饮消费等新消费场景，而上述新消费场景仍处于培育阶段，大包装矿泉水的销量仍未完全释放，相关产能利用率较低；

3、明月山基地的水源为含硒矿泉水，明月山基地相关产品的产能利用率不高，主要系：（1）与偏硅酸矿泉水水源相对较多不同，口感优质的含硒矿泉水水源十分稀缺，因此，在标的公司前期业务布局时，考虑到后续发展，在水源采购、产能布局等为未来业务拓展预留了较大的产能空间；（2）高端产品需要更长的市场培育期，标的公司正持续通过开拓华东、华南市场以拓宽市场渠道。

综上所述，标的公司根据旺季生产情况配备产能，其中纯净水产能利用率、偏硅酸小包装矿泉水产能利用率在旺季均处于满产情况，大包装矿泉水产品及明月山含硒矿泉水产品产能利用率因市场培育及为未来发展预留产能等因素，产能利用率不高，整体拉低了标的公司矿泉水的产能利用率。

报告期各期，标的公司以产能补充、区域开拓、新品开发为目的，与具备资质、符合要求的第三方加工方建立合作，并签署《加工合同》开展具体的委托加工生产。报告期内，标的公司的委托加工产量如下：

单位：万吨

项目-产量	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
	重量	占比	重量	占比	重量	占比
委托加工生产-纯净水	78.34	95.17%	81.98	96.96%	72.30	99.30%
委托加工生产-矿泉水	3.23	3.92%	2.25	2.66%	0.51	0.70%

项目-产量	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
	重量	占比	重量	占比	重量	占比
委托加工生产-饮料	0.75	0.91%	0.32	0.38%	-	-
委托加工生产合计	**82.32**	**100.00%**	**84.55**	**100.00%**	**72.81**	**100.00%**

如上表所示，标的公司的委托加工产量中纯净水占比最高，占各期委托加工量的 95%以上。报告期内，标的公司的委托加工供应商均为独立第三方主体，其对应产能的统计如下：

单位：万吨

项目-产能	2025 年	2024 年	2023 年
委托加工产能-纯净水	189.07	174.57	159.90
委托加工产能-矿泉水	13.63	9.31	9.07
委托加工产能-饮料	4.90	1.57	-

标的公司与委托外加工基地构建了长期、稳定的合作关系，其中：

1、纯净水代加工主要依据《食品安全国家标准包装饮用水》（GB19298），水源来自于符合生产饮用水标准的水源（市政水、地下水等），代工生产遵循国家、地方相关规范、标准及委托方质量要求，市场竞争充分、产能供给充足。

2、矿泉水代加工主要依据《食品安全国家标准饮用天然矿泉水》（GB8537），水源来自于地下深处自然涌出或经钻井采集的未受污染水源，仅在特定的地质条件下天然形成，属于矿产资源，受到《矿产资源法》等一系列法律法规的严格要求和监管，依赖于长期持续的积累和储备。因此加工方的产能不仅取决代工厂产线产能，还与采矿权证、取水证登记规模储备相关：

采矿权人	证号	地址	生产规模	有效期起始日	有效期终止日
成都全兴矿泉水业有限公司	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
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	C3600002009078120029740	江西省赣州市定	1.5 万立方	2025 年 3 月	2035 年 3 月

采矿权人	证号	地址	生产规模	有效期起始日	有效期终止日
水有限责任公司		南县历市镇文明路 17-1 号	米/年	21 日	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：DC360000202511811000019），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泉水业有限公司承接。

基于上表委外基地的采矿权证取水量，委外基地总产能储备上限保守按照标的公司明月山基地平均耗损率 2.06 m^3/t 模拟折算，产能储备预计 39.10 万吨，足以覆盖标的公司的矿泉水委托加工生产需求。

3、蜂蜜水、电解质水等饮料系标的公司新推出的产品条线，其业务量较小且占标的公司营业收入的比重低。

（二）结合自有产能利用情况等，说明委托加工的合理性，标的公司未进一步自建产能的原因

1、标的公司下游市场需求旺盛，委托加工系针对特定产品的产能补充

报告期内，标的公司整体销售情况良好，其产销率水平如下：

产品类型	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
纯净水	99.37%	99.31%	100.15%
矿泉水	98.85%	99.68%	100.28%

如上表所示，标的公司的产能产量水平（自产及委托加工）与下游市场销量水平相匹配。结合自有产能利用情况看，标的公司产能利用率水平存在典型的季节性、结构化特征，报告期内旺季产能利用率达到 90%以上的产品情况如下：

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
纯净水-旺季产能利用率	102.30%	91.36%	90.17%
小包装矿泉水-吉安基地-旺季产能利用率	102.90%	104.72%	103.54%

注 1：旺季产能利用率=当年产量最高的月度（7 月和 8 月）的平均月产量/月产能；
注 2：旺季产能利用率超 100%主要系标的公司按每年 300 天测算产能，平均每月生产 25 天，但实际上标的公司会调节淡旺季生产情况，旺季排产增加，实际生产时间超过 25 天，使得产能利用率会略超过 100%；
注 3：吉安基地的矿泉水类型为偏硅酸矿泉水。

标的公司在纯净水、偏硅酸矿泉水（小包装）的产品条线中存在自有产能供不应求的情形。标的公司将委托加工生产作为自有产能的补充，以满足相关产品

的排产需求，该模式属于即饮软饮行业通行惯例。从标的公司的委托加工生产的产品构成来看，其中纯净水委托加工产量最大，占各期委托加工量的 95%以上；而矿泉水委托加工生产，全部为偏硅酸类矿泉水水源，且委托加工的产品规格集中在 2.5L 以下的小包装类产品，与上表中自有产能利用率较高的产品类型相匹配。

2、委托加工生产系针对天然矿泉水的水源地的有效扩充

天然矿泉水水源属于矿产资源，根据 GB8537 国家标准的要求，我国具有工业开采价值、口感适中的优质矿泉水源非常有限，企业需要投入大量时间、资金、人力进行勘探监测，依赖于长期持续的积累和储备。相较于纯净水的产能主要由生产产线规模约束，矿泉水产能则主要受不同类型矿泉水水源地储备的影响。目前，标的公司的矿泉水水源地储备包括明月山含硒矿泉水水源地、吉安东固偏硅酸矿泉水水源地。由于矿泉水水源类型不同，其市场定位也有差异，如含硒矿泉水主要定位于 3 元水区间，偏硅酸矿泉水定位于 2 元水区间。其中，2 元水属于主流的大众消费区间，为补充该区间内的矿泉水水源储备，标的公司筛选出具有优质水源地的委外加工工厂并建立合作。

3、委托加工生产有利于扩大标的公司的销售区域的覆盖半径

报告期内，标的公司主营业务成本中运费占比较高。在经营中，标的公司会基于运输半径考量，合理配置水源地、生产基地与所属销售区域，避免运输成本压缩利润空间。因此，标的公司为辐射、进军其他区域市场，会选择优先与当地委托加工供应商建立合作，逐步拓宽市场空间后再择机自建产能。

4、标的公司未进一步自建产能的原因

即饮软饮行业的产业链分工已形成了一套成熟生态，企业与加工方进行委托加工合作属于行业通行惯例。对于包装饮用水而言，实现终端销售是企业的最终目标，销售渠道网络是企业取得成功的关键，鉴于中国包装饮用水市场广而深、层级多，对中国大型销售及经销网络的管控能力至关重要，同时，品牌知名度和美誉度系影响消费者购买的重要因素之一，从消费者的角度出发，知名度高、口碑好的品牌更容易获得消费者的青睐。因此，包装饮用水行业具有较高的销售渠道壁垒和品牌壁垒，包装饮用水品牌、渠道对产品的赋能远高于生产部分。包装

饮用水行业产品标准化程度较高，生产难度相对较低，产品生产的可替代性较强，因此委外加工商可供选择较多（根据企查查搜索，全国目前存续的饮用水制造企业有 2 万家以上），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。对于正处于扩张阶段的品牌方而言，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。

标的公司委托加工产品主要系纯净水，纯净水委托加工产量占各期委托加工量的 95%以上。纯净水属于技术门槛相对较低的包装饮用水品类，我国饮用水国标已较为完善，标准相对明确，纯净水生产难度相对较低，且不依赖于天然矿泉水源，因此对纯净水产品而言，纯净水产品代加工厂商众多、产能供给充足、市场竞争充分，标的公司拥有众多经济、可行的选择空间，作为自有产能的补充，以满足相关产品的排产需求，有利于标的公司将更多核心资源投入到品牌推广、渠道建设、新品开发等更高优先级的经营方向中，更有效地构建标的公司核心竞争力“护城河”。对矿泉水而言，矿泉水产能构建主要取决于水源地资源的开发、获取，该过程周期长且竞争激烈，标的公司正积极推进优质水源地的勘测、开发工作，而在此之前，标的公司采用委托加工方式填补特定类型的矿泉水产能（如小包装偏硅酸矿泉水）。对蜂蜜水、电解质水等饮料而言，标的公司该产品条线尚处于启动阶段，采用委托加工模式可有效把控经营风险。

综上，标的公司采用委托加工具有合理性，且符合行业惯例。

（三）委托加工供应商未直接进行销售的原因和合理性，委外加工模式是否属于行业惯例

标的公司的委托加工供应商不直接对外销售标的公司产品，但存在对外销售该供应商自有品牌产品的情形，如：标的公司的纯净水委托加工商——涿州市万基业食品有限公司拥有自有保健饮品品牌“亚天力”；矿泉水委托加工商——大连翔龙饮品有限公司、江西博达天然矿泉水有限公司均直接对外销售自有品牌矿泉水产品；饮料委托加工供应商——东莞市蜂乜保健食品有限公司是一家以便携分离式包装瓶为核心特色的蜂蜜水饮品公司，拥有“蜂乜”自有品牌。具体参见本题之“六、委托加工和原材料供应商的具体情况及经营规模，与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利

益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来，相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据”之“（二）委托加工供应商的基本情况及经营规模”中相关内容。

即饮软饮行业的产业链分工已形成了一套成熟生态，委外加工模式下品牌方拥有品牌影响力、渠道、标准，而代工方拥有设备技术、闲置产能，双方资源共享可以有效降低行业成本、提升效率，以快速响应市场，支撑起即饮软饮市场的多样性。如，泉阳泉为盒马提供天然矿泉水代工，康师傅为百事可乐代工，今麦郎为娃哈哈、三得利、盒马代工。

包装饮用水行业中代表性企业——华润饮料（HK2460）以委托加工模式为主。根据华润饮料的招股说明书，截至 2024 年 4 月 30 日，华润饮料在全国拥有 13 家已投产的自有工厂及 31 家合作生产伙伴，从事包装饮用水产品及饮料产品的生产。2021 年、2022 年及 2023 年，华润饮料自合作生产伙伴的产品分别占其产品总产量的约 68.1%、68.9%及 66.9%。而在开拓即饮软饮产品线方面，华润饮料在 2011 年与日本麒麟合作，推出了包括即饮咖啡品牌“火咖”、茶饮料品牌“佐味茶事”以及“蜜水系列”在内的多款风味饮料。

华润饮料的生产工厂、合作生产伙伴战略性地布局于中国人口密集的 19 个省及直辖市，实现半径 300 至 500 公里内一线城市及新一线城市全覆盖。这种模式使得华润饮料的产能布局紧密围绕核心市场，实现产地销售以降低运输半径及运输成本，同时实现了灵活且有效的生产供应，以满足不断变化的市场需求。

近期市场案例中，2025 年 6 月于香港联交所上市的 IFBH（HK6603），主营天然椰子水等产品，其采用轻资产业务模式，专注于建立和加强品牌知名度，扩大市场影响力，并驱动产品开发，同时完全依靠代工厂商来生产产品。

综上，即饮软饮行业中委外加工模式属于行业惯例。

（四）标的公司不同产品委托加工比例存在较大差异的原因及合理性

报告期各期，标的公司自主生产和委托加工生产的产品产量情况如下：

单位：万吨

项目	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
	重量	占比	重量	占比	重量	占比
纯净水						
自主生产	88.67	53.09%	87.64	51.67%	81.42	52.97%
委托加工生产	78.34	46.91%	81.98	48.33%	72.30	47.03%
小计	**167.01**	**100.00%**	**169.63**	**100.00%**	**153.72**	**100.00%**
矿泉水						
自主生产	14.34	81.63%	17.45	88.59%	17.67	97.21%
委托加工生产	3.23	18.37%	2.25	11.41%	0.51	2.79%
小计	**17.57**	**100.00%**	**19.70**	**100.00%**	**18.18**	**100.00%**
饮料						
自主生产	-	-	-	-	-	-
委托加工生产	0.75	100.00%	0.32	100.00%	-	-
小计	**0.75**	**100.00%**	**0.32**	**100.00%**	**-**	**-**
合计	**185.33**	**-**	**189.64**	**-**	**171.89**	**-**

注：2025 年，标的公司通过采取加强生产排班管理、品项切换效率管理等措施，提高了自主生产效率，在综合考虑成本生产及运输成本后，采取了提高纯净水自主生产比例的措施，使得纯净水自主生产比例较上期有所上升。

其中，纯净水自主生产与委托加工生产的规模较为接近，其主要系标的公司纯净水产能利用率较高（旺季接近满产），需要委托加工方填补产能需求；矿泉水以自主生产为主，委托加工生产占比较低，主要系标的公司矿泉水产能储备较为充足，在特定产能利用率较高的产品（小包装偏硅酸矿泉水）生产方面需结合委托加工模式，该规格产品的委托加工生产量占标的公司整体的矿泉水产量比重较低；饮料完全通过委托加工生产模式，系因标的公司该产品体系尚在建立初期，采用全部委托加工生产模式，是出于合理的经济效益和市场风险的考量。

二、委托加工的具体过程，标的公司和受托加工方从事的具体工作内容，委托加工是否涉及关键核心工序及依据，标的公司控制产品质量的方式

（一）委托加工生产前准备工作

建立委托加工合作前，标的公司生产管理部对潜在合作方的生产资质、能力进行现场审核，并与合作方就加工量、加工单价、投产时间等关键项目进行初步洽谈，同时品控部对合作方的质量保证能力进行现场审核。通过相关部门的现场

审核后，标的公司开展招标遴选工作，最终与满足相关要求的中标方建立合作。

在现场审核完成并签订合同后，生产管理部与加工方正式开展生产准备，包括包装材料设计印刷、合同创建、人员进驻、原料采购调拨等。其流程及内容如下：

1、包装设计：根据合作方生产资质、设备情况，交由标的公司市场部设计标签、纸箱、膜等稿件；

2、人员进驻：标的公司委派品控、仓储人员进驻加工方工厂，进行驻厂管理。

3、原料采购调拨：标的公司生产管理部根据生产计划，结合原材料的库存以及工厂库容情况，进行委外加工产品所需物料的采购、调拨申请，将物料调拨运至合作方工厂后，由工厂组织生产。

（二）委托加工生产过程中具体工作

包装饮用水生产加工受到相关国家行政机构的严格监管，其卫生检验标准、原材料安全标准均需按照相关行业标准执行：

序号	国家标准名称	发布单位	实施时间
1	《食品安全国家标准食品接触用塑料材料及制品》（GB4806.7-2023）	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	2024 年
2	《食品安全国家标准生活饮用水卫生标准》（GB5749-2022）	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	2023 年
3	《食品安全国家标准饮用天然矿泉水检验方法》（GB8538-2022）	国家卫生健康委、国家市场监督管理总局	2022 年
4	《聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）饮品瓶通用技术要求》（GB/T41167-2021）	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	2022 年
5	《食品安全国家标准饮用天然矿泉水》（GB8537-2018）	国家卫生健康委、国家市场监督管理总局	2019 年
6	《食品安全国家标准包装饮用水生产卫生规范》（GB19304-2018）	国家卫生健康委、国家市场监督管理总局	2019 年
8	《食品安全国家标准瓶用聚对苯二甲酸乙二酯（PET）树脂》（GB/T17931-2018）	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	2019 年
9	《食品安全国家标准包装饮用水》（GB19298-2014）	原国家卫生计生委	2015 年
10	《食品安全国家标准食品生产通用卫生规范》（GB14881-2013）	原国家卫生计生委	2014 年
11	《食品安全国家标准预包装食品标签通则》（GB7718-2011）	卫生部	2012 年

1、标的公司在原材料端品质把控的相关工作

（1）标的公司按自产的品质标准，向加工方调拨生产所需的原材料：PET瓶坯、瓶盖、标签、收缩膜、提手，由标的公司将原材料运送至加工方厂区。

（2）标的公司向加工方提供所加工品种的规格材料、质量要求、设计样式、原材料规格及其他代加工品种有关的技术资料，以书面形式交于加工方。

2、标的公司生产过程把控及成品验收相关工作

（1）标的公司在产品加工过程中，派驻技术人员进入监制加工方生产工作，确认原材料的检验方式以及成品检验程序，并确认生产条件。

（2）标的公司验收加工方所完成的成品时，加工方应提供必须的技术资料和加工方化验室出具的质量合格证明。加工方定期向标的公司提供委托检验报告，且成品由标的公司送第三方机构检验。

（3）加工方生产使用的吹瓶模具在标的公司监督下制作、处理、销毁。

3、委托加工方涉及的工序

委托加工方在接收标的公司提供的原材料后，组织加工生产工作，具体包括原水过滤、杀菌、吹瓶、灌装、封盖、包装等，与标的公司自产过程基本一致。

如上文所示，即饮软饮行业的产业链分工已形成了一套成熟生态，委外加工模式为行业通行惯例，加工方的产能供给充足、市场竞争充分，不存在核心工艺壁垒；而品牌方（如标的公司、华润饮料、IFBH等企业）拥有品牌影响力、渠道、标准，可集中资源于建立和加强品牌知名度，扩大市场影响力，并驱动产品开发。

三、不同产品委托加工价格的公允性及变动原因，委托加工单价与自产成本的差异，进一步说明采用委托加工模式而未自建产能的原因及合理性

（一）不同产品委托加工价格的公允性及变动原因

标的公司采用自主生产与委托加工相结合的生产模式。报告期内，标的公司的委托加工服务供应商均为市场第三方机构，不存在关联交易情形，且标的公司采购委托加工服务前，由生产管理部按《采购管理制度》等规定，采取询比价、招标的方式和流程对委外供应商进行遴选，并履行“三重一大”决策审批流程，

最终与满足相关要求的中标方建立合作，委托加工价格公允。

一般情况下，虽然每瓶/桶的规格大小有所不同（规格一般有350ml/瓶、500ml/瓶、550ml/瓶、17L/桶、18L/桶等），但每瓶/桶的生产工序基本一致，每瓶/桶的生产制造成本不会随着规格大小的提升而等比例增加（比如，350ml/瓶、500ml/瓶、550ml/瓶规格饮用水的生产效率基本接近，生产制造成本亦接近；桶装饮用水由于相较瓶装水规格大很多，生产效率会有所下降，生产制造成本亦会有所提升，但生产制造成本不会随规格大小等比例增加），因此瓶装水/饮料的委外加工费一般按元/件结算（每件一般为12瓶或24瓶），桶装水的委外加工费一般按元/桶结算，但由于小规格产品的每瓶重量更轻，因此，在折合为元/吨计算委外加工单价时，小规格产品的委外加工单价（按元/吨计）相对更高，大规格产品的委外加工单价（按元/吨计）相对更低。从纯净水、矿泉水、饮料分产品来看，由于纯净水相对工艺简单且水资源丰富，纯净水的委外加工单价相对较低，由于矿泉水水源属于矿产资源且开采需支付资源税，因此矿泉水的委外加工单价相对略高，而饮料的生产工艺相较饮用水更多、更复杂一些，且部分饮料的原材料由委外供应商提供，生产成本相对更高，因此饮料的委外加工单价相对最高。

报告期内，标的公司主营业务产品采用委托加工的具体情况如下：

单位：万元，万吨，元/吨

项目		2025年1-10月	2024年	2023年
纯净水	委托加工金额	9,886.47	10,400.45	9,088.19
	委托加工数量	78.34	81.98	72.30
	委托加工单价	126.20	126.86	125.71
矿泉水	委托加工金额	726.55	488.25	81.76
	委托加工数量	3.23	2.25	0.51
	委托加工单价	225.08	217.27	161.19
饮料	委托加工金额	1,012.53	747.22	-
	委托加工数量	0.75	0.32	-
	委托加工单价	1,351.02	2,345.03	-

如上表所示，纯净水的委托加工单价相对稳定。

矿泉水委托加工单价在2023年较低，其原因系委托加工产品结构变化导致。报告期内，标的公司采用委托加工模式生产的矿泉水数量及金额如下：

单位：万元，万吨，元/吨

项目		2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
矿泉水	委托加工金额	726.55	488.25	81.76
	委托加工数量	3.23	2.25	0.51
	——瓶装矿泉水委托加工数量	2.96	1.97	0.27
	——桶装矿泉水委托加工数量	0.27	0.27	0.23
	——瓶装矿泉水委托加工数量占比	91.66%	87.85%	53.83%
	——桶装矿泉水委托加工数量占比	8.34%	12.15%	46.17%
	委托加工单价	225.08	217.27	161.19
	——瓶装矿泉水委托加工单价	237.52	235.12	223.86
	——桶装矿泉水委托加工单价	88.35	88.23	88.12

如上表所示，标的公司在报告期内的矿泉水委托加工的产品构成中，主要以瓶装矿泉水为主， 2023 年瓶装矿泉水委托加工数量较少，桶装矿泉水的委托加工数量占当年整体比重较高。由于桶装矿泉水加工单价相较瓶装矿泉水更低，故导致 2023 年矿泉水委托加工单价较报告期其他期间更低。

报告期内，标的公司的桶装矿泉水委托加工供应商为定南县青云山矿泉水有限责任公司。2023 年，定南县青云山矿泉水有限责任公司为标的公司提供的桶装矿泉水（规格为 17L/桶、18L/桶）加工数量为 0.23 万吨、加工金额为 20.64 万元，对应的加工单价为 88.12 元/吨。与此同时，标的公司的瓶装矿泉水委托加工供应商为江西博达天然矿泉水有限公司、大连翔龙饮品有限公司、四川省巴蜀梦食品有限责任公司，在 2023 年提供的瓶装矿泉水（规格为 500mL*24/件、500mL*12/件、350mL*12/件、350mL*24/件等）委托加工服务金额合计为 61.12 万元，加工数量合计为 0.27 万吨，对应的加工单价为 223.86 元/吨。因瓶装矿泉水与桶装矿泉水的加工单价差异较大，故桶装矿泉水占当期加工数量的比例变动会导致当期加工单价的波动。2023 年，标的公司矿泉水委托加工单价较低系因桶装水占比较高导致。

报告期内，标的公司采用委托加工模式生产的饮料数量及金额如下：

单位：万元，万吨，元/吨

项目		2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
饮料	委托加工金额	1,012.53	747.22	-

项目		2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
	委托加工数量	0.75	0.32	-
	——蜂蜜水委托加工数量	0.04	0.05	-
	——电解质水委托加工数量	0.41	-	-
	——苏打水委托加工数量	0.27	0.27	-
	——茶饮料委托加工数量	0.03	-	-
	委托加工单价	1,351.02	2,345.03	-
	——蜂蜜水委托加工单价	8,589.93	8,828.15	-
	——电解质水委托加工单价	792.52	-	-
	——苏打水委托加工单价	1,257.57	1,257.57	-
	——茶饮料委托加工单价	816.88	-	-

注 1：蜂蜜水的原辅料等由委外加工商提供，标的公司仅提供标签、纸箱；电解质水、苏打水、茶饮料的原辅料均由标的公司提供；
注 2：目前，苏打水的规格为 380ml/瓶，茶饮料的规格为 520ml/瓶，电解质水的规格主要为 600ml/瓶，蜂蜜水的规格为 300ml/瓶。

2025 年 1-10 月饮料的委托加工单价同比有所下降，主要原因系：（1）标的公司提供全部原材料的饮料占比由 2024 年的 85.64%上升至 2025 年 1-10 月的 95.01%，公司提供全部原材料的饮料的委外加工费单价相对更低；（2）380ml 及以下的小规格饮料占比由 2024 年的 100%下降至 2025 年 1-10 月的 41.27%，小规格饮料的委托加工单价相对更高。

（二）委托加工单价与自产成本的差异

在外协加工费定价方面，由于不同规格产品的加工单价之间存在差异，故按纯净水、矿泉水分类，各选取主流规格“润田纯净水 550mL*24/件（C0011286）”“ 润田翠天然矿泉水 500mL*24（C0011454）”，统计其委外加工单价。报告期内，“润田纯净水 550mL*24/件（C0011286）”的平均单价为 2.04 元/件、2.02 元/件和 1.95 元/件，“ 润田翠天然矿泉水 500mL*24（C0011454）”的平均单价为 2.39 元/件、2.39 元/件和 2.39 元/件。不同委外供应商相同品项的价格不存在重大差异。标的公司采取询比价、招标的方式和流程对委外供应商进行遴选，并履行“三重一大”决策审批流程，最终与满足相关要求的中标方建立合作，委托加工价格公允。

考虑到在委托加工模式下，标的公司向委托加工商提供生产所需的全部原材

料，委托加工费的构成包含代加工所发生的直接人工、制造费用以及分摊的部分管理费用。作为对比，标的公司将昌北基地自产“润田纯净水 550mL*24/件（C0011286）”、吉安基地自产“ 润田翠天然矿泉水 500mL*24（C0011454）”的直接人工、制造费用、管理费用统计如下：

单位：元/件

产品规格/型号			2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
润田纯净水 550mL*24-昌北基地自产	C0011286	直接人工	0.07	0.10	0.11
		制造费用	1.16	1.39	1.45
	昌北基地-管理费用分摊		0.14	0.18	0.17
	小计-直接人工、制造费用、管理费用		**1.37**	**1.67**	**1.73**
润田翠天然矿泉水 500mL*24-吉安基地自产	C0011454	直接人工	0.13	0.13	0.12
		制造费用	1.20	1.28	1.33
	吉安基地-管理费用分摊		0.32	0.33	0.35
	小计-直接人工、制造费用、管理费用		**1.65**	**1.74**	**1.80**

1、润田纯净水 550mL*24/件（C0011286），标的公司昌北基地的自产成本（直接人工、制造费用）与管理费用分摊合计为 1.73 元/件、1.67 元/件、1.37 元/件，同期相对应的委托加工费平均价格分别为 2.04 元/件、2.02 元/件、1.95 元/件，差异率分别为 15.20%、17.33%和 29.74%。2025 年 1-10 月，差异率有所提升，主要原因系标的公司旺季规模效应导致单位成本费用下降较大所致，2025 年 1-10 月标的公司自产成本与管理费用分摊较 2024 年度下降了 0.3 元/件，但由于委托加工单价一般系全年同样定价，不会因淡旺季而发生变化，因此 2025 年 1-10 月委托加工单价仅下降了 0.07 元/件。

2、润田翠天然矿泉水 500mL*24（C0011454），标的公司吉安基地的自产成本（直接人工、制造费用）与管理费用分摊合计为 1.80 元/件、1.74 元/件、1.65 元/件，同期相对应的委托加工费平均价格分别为 2.39 元/件、2.39 元/件、2.39 元/件，差异率分别为 24.69%、27.20%和 30.96%。

整体而言，标的公司的委托加工费是参考自产成本与委托加工方协商确定。同款产品的委托加工费单价相较于自产成本与管理费用分摊合计金额更高，一方面系考虑到标的公司自有基地的生产规模效应更明显（报告期内，标的公司昌北基地各期纯净水产量均在 2,000 万件以上，而单一委托加工商各期润田纯净水受

托加工量均在 800 万件以下；吉安基地各期润田翠天然矿泉水产量均在 900 万件以上，而单一委托加工商各期润田翠天然矿泉水受托加工量均在 200 万件以下），自产成本相对会更低，另一方面亦考虑到委托加工商的固定投资资金成本等因素为委托加工商留存了合理的利润空间。另外，考虑到润田翠天然矿泉水 500mL*24（C0011454）的委托加工方为拥有水源地采矿权的矿泉水生产商，其议价能力较强，故委托加工费单价高于纯净水委托加工。

综上，标的公司的委托加工单价与自产成本差异具有合理性。

（三）标的公司采用委托加工模式而未自建产能的原因及合理性具体原因

标的公司采用委托加工模式而未自建产能的原因及合理性具体参见本题之“一、按照产品分类，说明标的公司自有和委托加工产能、产量情况；结合自有产能利用情况等，说明委托加工的合理性，标的公司未进一步自建产能的原因；委托加工供应商未直接进行销售的原因和合理性，委托加工模式是否符合行业惯例；标的公司不同产品委托加工比例存在较大差异的原因及合理性”之“（二）结合自有产能利用情况等，说明委托加工的合理性，标的公司未进一步自建产能的原因”。

此外，以距离标的公司昌北基地相对最近的上饶区域及吉安区域测算，标的公司昌北基地到上饶区域及吉安区域运输路程均在二百多公里，如果标的公司昌北基地直接辐射至上饶区域及吉安区域，运输费用需 92 元/吨（不含税）左右，而如果委托当地加工商进行生产并辐射，则运输费用在 45 元/吨（不含税）左右，运输费用可节约 47 元/吨左右，而以润田纯净水 550mL*24/件（C0011286）为例进行测算，报告期内标的公司昌北基地的自产成本（直接人工、制造费用）和管理费用分摊与相对应的委托加工费平均价格的差异不高于 0.58 元/件（2025 年 1-10 月差异，即 43.94 元/吨），节约的运输费用高于委托加工模式下的成本增加额，因此，标的公司为辐射、进军其他区域市场，会选择优先与当地委托加工供应商建立合作，采用委托加工模式而未用自建产能具有合理性。

四、委托加工供应商是否直接向经销商发货，其地域分布情况是否与销售区域相匹配

经营过程中，标的公司根据销售区域的分布进行合理的产能布局。为提升产

品发货、销售的效率，标的公司根据各区域经销商的订单需求情况，要求运输服务商前往经销商就近区域内的委托加工商仓库，领取对应型号规格的存货后，并直接发往所在地的经销商处。在此过程中，标的公司负责组织经销商、运输服务商、委托加工商之间的货物流转，委托加工商仅按照标的公司指令对特定规格货物进行装车即可。

报告期内，标的公司按销售区域的收入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
华东地区合计	101,597.60	81.41%	101,268.53	80.87%	93,750.05	82.49%
——江西	95,289.73	76.36%	94,747.63	75.66%	88,173.19	77.58%
——除江西外其他	6,307.87	5.05%	6,520.90	5.21%	5,576.86	4.91%
东北地区	13,516.81	10.83%	14,025.12	11.20%	11,849.02	10.43%
其他地区	8,006.92	6.42%	8,068.23	6.44%	6,426.92	5.66%
线上销售	1,676.91	1.34%	1,862.33	1.49%	1,622.40	1.43%
合计	**124,798.24**	**100.00%**	**125,224.21**	**100.00%**	**113,648.37**	**100.00%**

标的公司主营业务立足于华东区域的江西本地市场，向全国拓展，销售渠道分布于华东、东北、华北等区域。报告期内，江西地区为标的公司业务最主要的市场，占主营业务收入的比例为 70%以上；同时，标的公司持续拓展江西省外市场，报告期内，以东北地区和华东其他地区为代表的省外市场收入持续增长。

从委托加工供应商分布来看，标的公司按区域统计的委托加工采购金额如下：

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
江西地区	7,320.78	62.97%	7,592.64	65.25%	6,999.79	76.33%
东北地区	2,353.70	20.25%	2,241.97	19.27%	1,231.24	13.43%
华南地区	987.37	8.49%	747.22	6.42%	-	-
其他地区	963.69	8.29%	1,054.08	9.06%	938.92	10.24%
合计	**11,625.55**	**100.00%**	**11,635.92**	**100.00%**	**9,169.95**	**100.00%**

如上表所示，标的公司委托加工采购的区域主要集中于江西本地，与标的公司销售区域分布中江西地区的占比高的特征相匹配。同时考虑到标的公司在江西

地区的自有产能规模较大（七大生产基地中有五个位于江西本地），能够满足相当部分的江西地区内市场需求，委托加工系作为自有产能的额外补充，故江西地区的委托加工采购金额占比略低于同期销售金额占比具有合理性。标的公司自有产能分布与销售收入分布的匹配情况可参见本回复中“问题 8.关于收入”之“四、标的公司各销售区域主要销售的产品和收入情况，各销售区域产品和收入分布的合理性，是否与所在区域销售渠道和产能分布相匹配；不同区域收入增长存在差异的原因及合理性，是否与各区域市场拓展和销售渠道建设进展相匹配”中相关内容。除江西外的华东其他区域的产能需求，主要来自于江西自有产能及委外产能的配套。

标的公司在东北区域深耕多年，该区域对应的收入金额及占比、委托加工采购金额及占比，均仅次于江西地区，为标的公司的第二大区域市场。与江西地区有所不同，标的公司在东北仅拥有一座沈阳生产基地，其更多采用委托加工模式在当地进行生产。因此，东北地区在委托加工采购金额占比会略高于同期销售金额占比，具有合理性。

此外，报告期内标的公司在华南地区的委托加工采购金额增长较快，其委托加工产品均为饮料。由于标的公司于 2024 年推出饮料产品系列，其中蜂蜜水均由东莞市蜂乜保健食品有限公司代工生产，电解质水、苏打水均由漳州顶津食品有限公司代工生产，且向全国各区域市场进行销售配送。故华南地区的委托加工占比较高。

综上，标的公司委托加工产能地域分布情况与销售区域相匹配。

五、报告期内标的公司各类原材料的采购数量、能源消耗、人员和设备配置等，与其产销量的匹配性；各类原材料采购价格公允性，与市场价格变动的匹配性

（一）报告期内标的公司各类原材料的采购数量、能源消耗、人员和设备配置等，与产销量的匹配性

报告期内，标的公司主要原材料为 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料和热收缩膜，主要能源耗用为电，主要原材料、能源的采购数量及其变动比例如下：

单位：吨、万度

项目	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年
	采购数量	变动比例	采购数量	变动比例	采购数量
PET 聚酯切片	33,060.16	-32.71%	49,133.65	31.77%	37,286.23
PE 聚乙烯盖料	4,376.87	-5.29%	4,621.45	19.70%	3,860.87
热收缩膜	3,878.57	-1.42%	3,934.46	17.93%	3,336.39
电	6,080.04	-4.65%	6,376.33	8.00%	5,904.03

报告期内，标的公司主要产品的产量情况如下：

单位：万吨

项目	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年
	生产数量	变动比例	生产数量	变动比例	生产数量
包装饮用水	184.58	-2.51%	189.33	10.14%	171.90
——自主生产数量	103.01	-1.98%	105.09	6.06%	99.09

报告期内，标的公司产品的销量与产量规模匹配，产销率水平接近 100%，具体如下：

产品类型	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
纯净水	99.37%	99.31%	100.15%
矿泉水	98.85%	99.68%	100.28%

依据标的公司生产模式：包装饮用水自主生产、委托加工生产所使用的原材料均由标的公司自主采购、调拨，因此包装饮用水的整体生产数量与原材料采购数量之间存在匹配关系；此外能源采购方面，标的公司的电力采购量与包装饮用水的自主生产数量直接相关。具体对应关系如下表：

单位：吨/万吨、万度/万吨

	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
PET 聚酯切片采购数量/包装饮用水产量	179.11	259.51	216.91
PE 聚乙烯盖料采购数量/包装饮用水产量	23.71	24.41	22.46
热收缩膜采购数量/包装饮用水产量	21.01	20.78	19.41
电采购数量/自主生产数量	59.02	60.67	59.58

如上表所示，原材料采购中，PE 聚乙烯盖料、热收缩膜的采购数量与包装饮用水产量之间的配比较为稳定，具有匹配关系；能源采购中，标的公司电力采购量与自主生产数量之间的配比较为稳定，二者具有匹配关系。

此外，报告期内 PET 聚酯切片采购数量与同期包装饮用水产量之间的配比变化波动较大，主要原因系：2024 年度，原油价格自 2024 年初开始上行，至 4 月初达到高点，后续价格开始下行，于 10 月达到低点，并稳定，标的公司判断原油价格处于低位，后续可能会有上行的情况，进而影响标的公司的原材料采购价格，因此在 2024 年下半年，标的公司结合原材料使用需求及市场价格变动情况，向浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方、厦门市元丰达贸易有限公司加大了 PET 聚酯切片原材料的采购备货，导致 2024 年采购数量相较于 2023 年上升较大。浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方、厦门市元丰达贸易有限公司与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间不存在关联关系或其他利益安排，不存在非经营性资金往来，不存在专门或主要为标的公司服务的情形。2025 年 1-10 月，鉴于标的公司的 PET 聚酯切片存货充足，故该期间标的公司 PET 聚酯切片采购量较少。

报告期内，标的公司人员、设备配置，与各期包装饮用水自主生产规模的匹配情况如下：

产品类型	2025 年 10 月 31 日/2025 年 1-10 月	2024 年 12 月 31 日/2024 年度	2023 年 12 月 31 日/2023 年度
包装饮用水-自主生产量（万吨）	103.01	105.09	99.09
产能（万吨）	158.98	198.05	204.53
产能利用率	64.80%	53.06%	48.45%
配套生产机器设备原值（万元）	39,925.67	43,514.68	49,008.14
月均生产人员数量（人）	408.00	434.58	451.33
单位设备产量（吨/万元）	25.80	24.15	20.22
单位人工产量（吨/人）	2,524.81	2,418.28	2,195.53

注 1：月均生产人员数量（人）=各报告期每月员工人数总和 ÷ 报告期月数。

报告期内，标的公司单位人工产量有所上升，主要系：1、报告期内标的公司通过优化排产、工艺及人员配置，加强人员效率管理，缩短班次切换、品项切换的耗时，使得人员生产效率有所提升；2、随着业务规模扩大，生产需求增长，标的公司产能利用率提升，在产能无重大变动的情况下，标的公司产量增长。因此，报告期内，标的公司人员配置与各期包装饮用水自主生产规模相匹配。

报告期各期末，标的公司配套生产机器设备原值分别为 49,008.14 万元、43,514.68 万元和 39,925.67 万元，受处置原老旧生产设备的影响，报告期内标的

公司产能规模略有下降，报告期内标的公司产能规模与配套生产机器设备原值的匹配关系详见本回复“问题 9”之“二、（一）结合报告期内标的公司产能、配套机器设备等变化，说明制造费用保持稳定的合理性”的回复内容。报告期内，公司包装饮用水自主产量分别为 99.09 万吨、105.09 万吨和 103.01 万吨，产能利用率分别为 48.45%、53.06%和 64.80%，产能利用率持续提升。因此，报告期内，标的公司设备配置与各期包装饮用水自主生产规模相匹配。

（二）各类原材料采购价格公允性，与市场价格变动的匹配性

1、标的公司各类原材料采购价格公允性

标的公司为国有控股主体，在执行大额采购的过程中，需按照《供应商管理制度》、《采购管理制度》、《“三重一大”决策制度实施办法》程序严格执行，确保采购交易的公允性、合理性。

首先，标的公司构建合格供应商名录，从源头上保障原料供应的可靠性、独立性、公允性。具体流程为：标的公司采购部、品控部对供应商相关资质、企业概况、生产规模、产品价格及代理证明等进行书面审核，并对供应商进行实地考核或从行内业绩、客户中了解。经过资质审核，且通过标的公司小试、中试到量试，结果符合生产要求，价格通过审批后的供应商，由采购部录入到《合格供应商名录》中。

其次，标的公司执行具体的原材料采购过程中，采用询比价流程执行。根据标的公司《采购管理制度》，询比价采购需三家以上的供应商提供的报价、技术配置、质量体系进行比较，以质量优先和价格优先为原则确定供应商。而对于大宗原材料物资（如 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料）的采购，标的公司还需在询比价的基础上，由经营班子执行“三重一大”事项集体决策，以保障所采购物料的价格具有市场竞争性、公允性。

报告期内，标的公司严格按照上述流程执行 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料、热收缩膜等原材料采购，供应商均为标的公司的非关联主体，不存在导致交易价格不公允的特殊安排。主要原材料的最终交易价格均为市场化询比价形成，报告期内，各供应商针对 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料的投标价（含税）情况列举如下：

单位：元/吨

采购物料	采购时间	中标价		未中标企业最低报价	中标价与未中标 企业最低报价差异率
		浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方	厦门市元丰达贸易有限公司		
PET 聚酯切片	2025 年 9 月	6,080	6,080	6,120	-0.7%
	2025 年 2 月	6,430		6,460	-0.5%
	2024 年 9 月	6,586		6,750	-2.4%
	2024 年 5 月	7,150	7,150	7,200	-0.7%
	2023 年 10 月	6,980	6,980	7,050	-1.0%
	2023 年 5 月	7,270	7,270	7,400	-1.8%
PE 聚乙烯盖料	2025 年 7 月		9,000	9,200	-2.2%
	2025 年 1 月		9,880	9,950	-0.7%
	2024 年 7 月		10,100	10,150	-0.5%
	2024 年 3 月		10,320	10,360	-0.4%
	2023 年 10 月		10,100	10,600	-4.7%
	2023 年 5 月		10,100	10,150	-0.5%

从上表可见，标的公司经过询比价程序，选择了目前服务的供应商，目前服务的供应商报价与其他未中标企业报价不存在显著差异，标的公司原材料采购价格公允。

2、标的公司各类原材料采购价格与市场价格变动的匹配性

报告期内，标的公司的原材料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
	单价	变动幅度	单价	变动幅度	单价
PET 聚酯切片	5,770.21	-7.29%	6,223.95	2.85%	6,051.35
PE 聚乙烯盖料	8,515.95	-4.40%	8,908.09	-3.34%	9,216.19
热收缩膜	9,605.72	-2.47%	9,848.66	-4.16%	10,276.62

其中，PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料均为大宗商品，其对应的期货牌号代码分别为：“瓶片 PR”“塑料 L”，其期货市场价格走势在下图 1.1、图 2 中予以列示。但由于 PET“瓶片 PR”期货在 2024 年 8 月于郑州商品交易所上市，其价格记录仅为 2024 年 8 月后相关交易数据。而大宗商品 PTA 为 PET 生产的关键原料，二者构成紧密的产业链关系。PTA 的产能和价格直接影响 PET 的生产成

本和市场供应，因此下图 1.2 中列示 PTA 期货价格走势用以补充替代 2024 年 8 月前的 PET 价格记录。

图 1.1：瓶片 2510（PR2510）

图 1.2：PTA2510（TA2510）

图 2：塑料 2510（L2510）

（1）PET 聚酯切片

2023 年，标的公司采购 PET 聚酯切片平均单价为 6,051.35 元/吨。从期货价格走势看，图 1.1 中瓶片期货无历史价格记录，图 1.2 中 PTA 在 2023 年交易价格波动较大，其低点为 2023 年 5 月中旬的 5,094 元/吨，高点出现在 2023 年 9 月中旬为 6,540 元/吨。整体而言，标的公司 2023 年 PET 聚酯切片的平均采购单价处于该区间中合理水平，与市场价格相匹配。

2024 年，标的公司采购 PET 聚酯切片平均单价为 6,223.95 元/吨。从期货价格走势看，图 1.1 中瓶片在 2024 年 10 月刚上市时最低价格为 6,302 元/吨，2024 年 12 月中旬涨至 6,552 元/吨。图 1.2 中 PTA 在 2024 年交易价格波动较大，呈现先缓增后急跌的趋势，高点出现在 2024 年 4 月初为 6,128 元/吨，其低点为 2024 年 9 月中旬的 4,590 元/吨，此后又快速回升。整体而言，标的公司 2024 年 PET 聚酯切片的平均采购单价略低于瓶片期货价格（2024 年 10-12 月）区间，考虑到 PTA 期货在 2024 年 10 月前处于价格下跌趋势中，且 9 月跌至最低点。因此，标的公司在 2024 年采购 PET 聚酯切片的平均采购单价 6,223.95 元/吨具有合理，与市场趋势相匹配。

2025 年 1-10 月，标的公司采购 PET 聚酯切片平均单价为 5,770.21 元/吨。从期货价格走势看，图 1.1 中瓶片在 2025 年 1 月中旬达到最高价 6,680 元/吨，

此后快速下跌至 2025 年 4 月中旬的 5,454 元/吨，2025 年 5 月-10 月在该价格区间内波动。整体而言，标的公司 2025 年 1-10 月 PET 聚酯切片的平均采购单价处于该区间中合理水平，与市场价格相匹配。

（2）PE 聚乙烯盖料

报告期内，标的公司采购 PE 聚乙烯盖料的平均单价分别为 9,216.19 元/吨，8,908.09 元/吨，8,515.95 元/吨，单价整体处于下行趋势中。与之相对应，塑料期货的价格走势中，2023 年下半年至 2024 年上半年为上涨趋势，由 2023 年 5 月中旬的 7,518 元/吨涨至 2024 年 5 月底的 8,734 元/吨，此后在 2024 年下半年至 2025 年 10 月期间进入持续下跌趋势中，最低点为 2025 年 9 月底的 6,750 元/吨。整体而言，标的公司采购 PE 聚乙烯盖料的平均价格与塑料期货的价格区间存在重合，但采购均价整体高于期货价格，其原因为标的公司报告期内主要向厦门市元丰达贸易有限公司采购进口的 PE 聚乙烯盖料，源头厂家为台塑集团（中国台湾）、乐天化学（韩国），其采购价格略高于国产塑料价格。

（3）热收缩膜

热收缩膜与 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料不同，不属于大宗商品、不存在相关的期货产品，其交易价格主要源于标的公司向合格供应商询价协商确定。报告期内，标的公司采购热收缩膜前一般向 6 至 7 家合格供应商进行市场化询价，询价记录显示各供应商的报价不存在显著差异。

综上所述，标的公司各类原材料采购价格公允性，与市场价格变动具有匹配性。

六、委托加工和原材料供应商的具体情况及经营规模，与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来，相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据；

（一）原材料供应商的基本情况及经营规模

报告期内，标的公司各期主要原材料供应商（各期前五大）如下：

单位：万元

原材料供应商	采购内容	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方	PET 聚酯切片	11,873.00	22,437.44	16,886.43
厦门市元丰达贸易有限公司	PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料	10,862.35	12,212.30	9,235.23
江西森特实业有限公司及其关联方	热收缩膜、标签	1,546.63	1,751.42	1,787.08
江西华洋印务有限公司	标签	836.40	1,023.40	969.83
建德市广鑫塑业有限公司	热收缩膜	740.83	984.99	738.54
总计		**25,859.20**	**38,409.56**	**29,617.10**

注 1：浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方指浙江亿鼎贸易有限公司、浙江亿盛塑业有限公司、宁波和霖贸易有限公司等；

注 2：江西森特实业有限公司及其关联方指江西森特实业有限公司、丰城市森茂纸箱彩印包装实业有限公司等。

标的公司主要原材料供应商基本情况如下表所示：

供应商名称	合作主体最早成立时间	合作主体最大实缴注册资本（万元）	主营业务	员工数量（人）	2024 年销售额（亿元）	与标的公司开始合作的时间	与标的公司是否存在关联关系	是否专门或主要为标的公司服务
浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方	2005 年 2 月 4 日	500	聚酯及其他化工原料批发、零售业务	17	14.9	2010 年	否	否
厦门市元丰达贸易有限公司	1999 年 04 月 21 日	1,000	PET 切片、聚乙烯等批发、零售业务	21	12	2008 年	否	否
江西森特实业有限公司及其关联方	2000 年 12 月 13 日	1,000	塑料标签、食品包装等生产、销售	33	0.52	2002 年	否	否
江西华洋印务有限公司	2016 年 9 月 2 日	200	包装装潢印刷品和其他印刷品印刷、广告设计与制作、塑料制品制作销售、包装材料销售	21	0.21	2016 年	否	否
建德市广鑫塑业有限公司	2010 年 6 月 10 日	2,500	塑料制品制造及销售	67	2.2	2019 年	否	否

注 1：浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方指浙江亿鼎贸易有限公司、浙江亿盛塑业有限公司、宁波和霖贸易有限公司等；
注 2：江西森特实业有限公司及其关联方指江西森特实业有限公司、丰城市森茂纸箱彩印包装实业有限公司等。

（二）委托加工供应商的基本情况及经营规模

报告期内，标的公司各期主要委托加工供应商（各期前五大）如下：

单位：万元

委托加工供应商	采购内容	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
信丰润昇饮料有限公司及其关联方	纯净水加工	3,823.64	3,886.46	2,839.06
江西嘉汇饮品有限公司	纯净水加工	1,224.55	1,227.33	1,224.16
泰和县荣事达饮料食品有限公司	纯净水加工	1,161.38	1,374.65	1,504.94
涿州市万基业食品有限公司	纯净水加工	702.76	669.97	536.74
漳州顶津食品有限公司及其关联方	电解质水、苏打水、茶饮料加工	691.57	343.15	-
江西博达天然矿泉水有限公司	矿泉水加工	395.93	404.31	50.91
大连翔龙饮品有限公司	纯净水及矿泉水加工	272.20	310.08	295.08
总计		**8,272.03**	**8,215.95**	**6,450.89**

标的公司主要委外加工商基本情况如下表所示：

委外加工商名称	合作主体最早成立时间	合作主体最大实缴注册资本	主营业务	员工数量（人）	2024 年销售额（万元）	与标的公司开始合作的时间	与标的公司是否存在关联关系	是否专门为标的公司服务
信丰润昇饮料有限公司及其关联方	2016 年 12 月 1 日	800 万人民币	包装饮用水生产	88	3,886.46	2016 年	否	是
江西嘉汇饮品有限公司	2018 年 12 月 27 日	200 万人民币	包装饮用水生产	36	1,227.33	2020 年	否	是
泰和县荣事达饮料食品有限公司	2010 年 6 月 17 日	260 万人民币	包装饮用水生产	50	1,374.65	2014 年	否	是
涿州市万基业食品有限公司	2006 年 7 月 6 日	500 万人民币	饮料生产	78	2,196	2018 年	否	否
漳州顶津食品有限公司及其关联方	2009 年 12 月 14 日	28,260.298 万人民币	瓶装水、瓶装饮料生产	412	118,895	2024 年	否	否

委外加工商名称	合作主体最早成立时间	合作主体最大实缴注册资本	主营业务	员工数量（人）	2024 年销售额（万元）	与标的公司开始合作的时间	与标的公司是否存在关联关系	是否专门为标的公司服务
江西博达天然矿泉水有限公司	2013 年 1 月 21 日	6,000 万人民币	饮料生产、食品生产、食品用塑料包装容器工具制品生产	28	8,000	2023 年	否	否
大连翔龙饮品有限公司	2004 年 3 月 1 日	255 万人民币	饮料生产、食品用塑料包装容器工具制品生产、食品生产	12	399	2018 年	否	否

注 1：信丰润昇饮料有限公司及其关联方指信丰润昇饮料有限公司、上饶市润昇饮料有限公司、锦州润昇饮料有限公司等。
注 2：漳州顶津食品有限公司及其关联方指漳州顶津食品有限公司、南昌顶津食品有限公司。

（三）与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来

标的公司委托加工和原材料供应商的基本情况具体参见上文内容。根据查询相关公开信息，并结合标的公司关联方清单、银行流水记录以及供应商走访等资料及核查程序：报告期内，委托加工和原材料供应商与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间不存在关联关系，亦不存在其他特殊关系、业务合作、非经营性资金往来。

（四）相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据

标的公司与信丰润昇饮料有限公司及其关联方、泰和县荣事达饮料食品有限公司、江西嘉汇饮品有限公司的加工合同中约定“乙方在合作期间内，只能为甲方加工产品，若乙方有生产自有品牌或加工其他品牌产品行为，甲方有权单方面终止本合同并追究乙方的相关责任”。除此三家主体外，标的公司与其他主要供应商不存在专门为标的公司服务的约定。

信丰润昇饮料有限公司及其关联方、泰和县荣事达饮料食品有限公司、江西嘉汇饮品有限公司，均为纯净水代工商且主要在江西地区。包装饮用水行业具有

较高的销售渠道壁垒和品牌壁垒，包装饮用水品牌、渠道对产品的赋能远高于生产部分，标的公司在江西区域渠道覆盖完善，拥有较强的定价话语权，为江西地区包装饮用水龙头企业（其产品在江西市场 2024 年市场占有率约为 58.5%），而受限于品牌、渠道等壁垒，区域内有较多饮用水生产企业专业从事代工业务。为填补在区域内的产能和运输半径的短板，通过对委外加工商生产资质、能力、加工量、加工单价等的考核或谈判，标的公司陆续于 2014 年至 2020 年期间与信丰润昇饮料有限公司及其关联方、泰和县荣事达饮料食品有限公司、江西嘉汇饮品有限公司等具备资质、符合要求的第三方加工方建立了合作，委托加工为标的公司提供了灵活、便捷的产能补给，可促使标的公司能够减少前期资本性投入，更专注于品牌和渠道的建设。标的公司为有效保障产能需求，并避免与其他品牌出现货源绑定、定位混同的情形，标的公司要求加工方保持独立性、排他性，避免与加工方的自有品牌或其他客户产生直接竞争关系。同时，考虑到加工方固定投资成本，标的公司一般会与加工商约定随着年加工量上升、加工费单价阶梯下降的模式，在该模式下，为降低综合成本，标的公司亦会优先考虑其委外加工服务，因此，三家委托加工商亦实现了较大的委托加工市场份额，报告期内，信丰润昇饮料有限公司及其关联方、泰和县荣事达饮料食品有限公司和江西嘉汇饮品有限公司为前三大委外加工商，三家委托加工供应商的合计交易金额占标的公司各期委托加工采购额的 60.72%、55.00%、51.27%。因此，该模式下，标的公司与委托加工商实现了双赢，具有合理性。

中介机构通过公开资料查询了上述三家委外供应商的工商资料，核查其成立时间、注册资本、主要经营人员、股权结构等工商信息；对上述三家主体均进行了走访，了解其基本情况、与标的公司的合作历史、主要合作内容、业务规模等情况；对上述三家主体均进行了函证，确认采购的准确性等；结合标的公司关联方清单、银行流水记录、供应商走访、委托加工合同等资料或核查程序，判断委外加工商与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系、其他特殊关系、业务合作、非经营性资金往来的情形；选取主流规格统计报告期内委外加工单价，核查上述三家委外供应商的委外加工单价与其他委外供应商是否存在重大差异；取得标的公司关于委外加工商的开标会议纪要、“三重一大”决策表，核查委外加工商标投标相关记录，关注各投标单位的

报价差异情况以及综合评审结果。经核查，标的公司与上述三家委外供应商的交易具有真实性、合理性，上述三家委外供应商的委外加工价格与其他委外加工商的委外加工价格不存在重大差异，委托加工价格具有公允性。

七、标的公司各类原材料供应商、各类产品在各区域委托加工供应商的基本情况，相关供应商经营以及与标的公司合作稳定性，进一步结合供应商采购占比情况及可替代性，说明标的公司对相关供应商是否存在依赖及应对措施

1、委托加工供应商

报告期内，标的公司各期纯净水、矿泉水、饮料主要委托加工供应商（各期前五大）如下：

（1）纯净水委托加工供应商

单位：万元、%

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
信丰润昇饮料有限公司及其关联方	2016 年	3,823.64	38.68	3,886.46	37.37	2,839.06	31.24
江西嘉汇饮品有限公司	2020 年	1,224.55	12.39	1,227.33	11.80	1,224.16	13.47
泰和县荣事达饮料食品有限公司	2014 年	1,161.38	11.75	1,374.65	13.22	1,504.94	16.56
涿州市万基业食品有限公司	2018 年	702.76	7.11	669.97	6.44	536.74	5.91
大连翔龙饮品有限公司	2018 年	272.20	2.75	302.32	2.91	284.87	3.13
江西金饮食品有限公司	2023 年	256.47	2.59	321.18	3.09	112.18	1.23
总计		**7,441.01**	**75.26**	**7,781.91**	**74.82**	**6,501.95**	**71.54**

（2）矿泉水委托加工供应商

单位：万元、%

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
江西博达天然矿泉水有限公司	2023 年	395.93	54.49	404.31	82.81	50.91	80.58
井冈山市润泽矿泉水有限公司	2025 年	247.15	34.02	-	-	-	-
翠林矿泉水集团股份有限公司	2024 年	47.74	6.57	37.96	7.77	-	-

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
定南县青云山矿泉水有限责任公司	2013 年	23.78	3.27	24.10	4.94	2.06	3.27
成都全兴矿泉水业有限公司	2025 年	10.94	1.51	-	-	-	-
四川省巴蜀梦食品有限责任公司	2020 年	1.01	0.14	14.12	2.89	-	-
大连翔龙饮品有限公司	2018 年	-	-	7.76	1.59	10.21	16.15
总计		**726.55**	**100.00**	**488.25**	**100.00**	**63.18**	**100.00**

（3）饮料委托加工供应商

单位：万元、%

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
漳州顶津食品有限公司及其关联方	2024 年	691.57	68.30	343.15	45.92	-	-
东莞市蜂乜保健食品有限公司	2024 年	320.96	31.70	404.07	54.08	-	-
总计		**1,012.53**	**100.00**	**747.22**	**100.00**	-	-

标的公司主要委托加工供应商的基本情况，详见上文第六小问回复中“（二）委托加工供应商的基本情况及经营规模”中的回复内容。整体而言，标的公司的主要委外供应商成立时间较长，经营状况较为稳定，且产品和服务竞争力得到标的公司的有效验证，大部分委外加工商与标的公司已合作年限在 5 年以上，与标的公司合作稳定。

如上表所示，标的公司纯净水、矿泉水委外加工均有多家委外供应商，饮料由于尚处于发展初期，目前有两家委外供应商。包装饮用水行业产品标准化程度较高，生产难度相对较低，产品生产的可替代性较强，因此委外加工商可供选择较多（根据企查查搜索，全国目前存续的饮用水制造企业有 2 万家以上），标的公司不存在对委外供应商依赖的情形。

2、原材料供应商

报告期内，标的公司各期 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料、热收缩膜主要供应商（各期前五大）分别如下：

（1）PET 聚酯切片供应商

单位：万元、%

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方	2010 年	11,873.00	62.24	22,437.44	73.37	16,886.43	74.84
厦门市元丰达贸易有限公司	2008 年	7,203.40	37.76	8,143.08	26.63	5,676.76	25.16
总计		**19,076.40**	**100.00**	**30,580.52**	**100.00**	**22,563.19**	**100.00**

（2）PE 聚乙烯盖料供应商

单位：万元、%

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
厦门市元丰达贸易有限公司	2008 年	3,658.95	98.17	4,069.22	98.84	3,558.25	100.00
上海昶佳鑫晟塑料科技有限公司	2024 年	68.37	1.83	47.61	1.16	-	-
总计		**3,727.32**	**100.00**	**4,116.83**	**100.00**	**3,558.25**	**100.00**

（3）热收缩膜供应商

单位：万元、%

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
江西森特实业有限公司及其关联方	2002 年	878.50	23.58	895.00	23.10	884.01	25.78
建德市广鑫塑业有限公司	2019 年	737.50	19.80	980.29	25.30	737.95	21.52
北京金雨正兴包装制品有限公司	2009 年	535.33	14.37	620.24	16.01	674.11	19.66
杭州德雅包装有限公司	2018 年	453.96	12.18	259.63	6.70	248.47	7.25

供应商名称	与标的公司开始合作的时间	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
广州膜师傅包装股份有限公司	2018 年	423.05	11.36	487.35	12.58	409.80	11.95
佛山市晟美包装制品有限公司	2018 年	351.34	9.43	414.78	10.70	420.83	12.27
总计		**3,379.67**	**90.71**	**3,657.28**	**94.38**	**3,375.17**	**98.44**

如上表所示，公司 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料的供应商主要系浙江亿鼎贸易有限公司及其关联方、厦门市元丰达贸易有限。浙江亿鼎贸易有限公司、厦门市元丰达贸易有限公司均为化工原料批发及零售业务的贸易商。其中，浙江亿鼎贸易有限公司主要供应三房巷（600370.SH）、万凯新材（301216.SZ）、海南逸盛石化有限公司的 PET 聚酯切片；厦门市元丰达贸易有限公司主要供应中国石化仪征化纤有限责任公司、万凯新材（301216.SZ）、海南逸盛石化有限公司的 PET 聚酯切片以及台塑集团、乐天化学的 PE 聚乙烯盖料。由此可见，标的公司采购 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料的源头供应商系国内外化工巨头，相关产品供应规模庞大、供给充足、标准统一，在市场中有充足的交易量，属于主流大宗产品，标的公司各期采购量占相应该市场规模的比例极低，不构成对特定供应商依赖，相关供应商之间具有较强的可替代性。

报告期内，标的公司热收缩膜供应商相对分散，供应商之间替代性较强，标的公司不存在对特定供应商的依赖。

标的公司主要原材料供应商的基本情况，详见上文第六小问回复中 “（一）原材料供应商的基本情况及经营规模”中的回复内容。整体而言，标的公司的主要原材料供应商成立时间较长，经营状况较为稳定，大部分原材料供应商与标的公司已合作年限在 5 年以上，与标的公司合作稳定。

八、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、与标的公司管理层沟通，了解标的公司自有产能规模，以及委托加工模式的开展方式等，了解标的公司在各区域的自有产能储备、以及与委托加工供应商的合作背景、合作历史等；取得标的公司关于委外加工商的开标会议纪要、“三重一大”决策表，核查委外加工商标投标相关记录，关注各投标单位的报价差异情况以及综合评审结果。

2、获取标的公司与委托加工供应商签订的主要加工合同并进行检查，识别委托加工供应商关于工作内容、质量要求等信息的合同条款，并结合查阅标的公司管理制度、实地走访委托加工供应商、参观委托加工商生产车间、观察委外加工商生产设施运行情况、查阅标的公司派驻人员的工作日报、取得委外加工商的取水证，了解标的公司和受托加工方从事的具体工作内容、委外加工商的产能情况以及标的公司控制产品质量的方式。

3、选取主流规格，核查不同委外供应商的委外加工单价是否存在重大差异；对标的公司的自产成本、委托加工价格进行分析性复核，将标的公司自产成本与同品类委托加工价格进行比较，分析相关变动及差异的合理性；对标的公司委托加工采购金额进行分区域统计，与标的公司的销售区域分布情况进行匹配分析，判断标的公司委托加工采购的地域分布是否合理；将标的公司原材料采购数量、能源消耗、人员和设备配置，与标的公司各期产量进行匹配，对采购、生产的合理性进行分析性复核。

4、查询同行业可比公司披露的业务模式，与标的公司委托加工的生产模式进行比较分析，判断标的公司采用委托加工模式是否符合行业惯例。

5、查询“瓶片 PR”“塑料 L”的期货市场交易记录，与报告期内标的公司采购原材料 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料的采购价格进行比对，并结合标的公司原材料采购协议、采购询价记录，判断标的公司原材料采购价格公允性，与市场价格变动的匹配性。

6、通过公开资料查询报告期内标的公司主要原材料供应商、委托加工供应商的工商资料，核查主要客户的成立时间、注册资本、主要经营人员、股权结构等工商信息。

7、结合标的公司关联方清单、银行流水记录、供应商走访、采购合同、加

工合同等资料或核查程序，判断委托加工和原材料供应商与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系、其他特殊关系、业务合作、非经营性资金往来的情形；并进一步结合供应商采购合同、采购占比情况，判断标的公司对相关供应商是否存在依赖，是否存在供应商专门或主要为标的公司提供服务的情形。

8、执行函证程序

报告期内，对标的公司向委托加工、原材料等供应商的采购情况进行函证，确认采购的真实性、准确性、完整性等，函证确认情况具体如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
采购金额（A）	47,732.30	59,964.07	47,575.95
发函金额（B）	42,395.33	55,230.20	43,010.71
发函比例（C=B/A）	88.82%	92.11%	90.40%
回函金额（D）	41,681.18	55,230.20	43,010.71
回函比例（E=D/A）	87.32%	92.11%	90.40%

9、执行访谈程序

对主要委托加工、原材料等供应商进行走访，具体走访核查情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
采购金额	47,732.30	59,964.07	47,575.95
走访家数	17	17	17
走访供应商采购金额	33,710.36	45,893.09	35,543.61
走访供应商采购额占比	70.62%	76.53%	74.71%

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司采用委托加工模式符合行业惯例，且主要针对自有产能利用率较为饱和的产品进行委托加工产能补充，因此标的公司采用委托加工模式且不同产品委托加工比例存在较大差异具有合理性。

2、包装饮用水行业上游委托加工供应产能充分，标的公司拥有众多经济、可行的选择空间，有利于标的公司将更多核心资源投入高优先级的经营方向中，

因此标的公司未进一步自建产能，采用自建产能与委托加工相结合的经营模式具有合理性。

3、委托加工的过程中，标的公司主要负责产品设计、原材料供给，并派驻品控人员驻厂管理，而委托加工商主要按照国家标准执行生产环节工作。

4、标的公司委托加工价格公允、变动合理，且与自产成本的差异具有合理性。

5、标的公司的委托加工供应商区域分布与销售区域相匹配，一般由标的公司根据各区域经销商的订单情况，要求运输服务商前往相应区域内的委托加工商仓库领取对应型号规格的存货，并直接发往所在地的经销商处。

6、报告期内标的公司各类原材料的采购数量、能源消耗、人员和设备配置等，与其产销量具有匹配性；标的公司各类原材料采购价格公允，与市场价格变动具有匹配性。

7、委托加工和原材料供应商与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间不存在关联关系或其他利益安排，不存在其他特殊关系或业务合作，不存在非经营性资金往来。除信丰润昇饮料有限公司及其关联方、泰和县荣事达饮料食品有限公司、江西嘉汇饮品有限公司外，相关主要供应商不存在专门或主要为标的公司服务的情形。

8、标的公司各类原材料供应商、委托加工供应商与标的公司合作稳定，且不存在对相关供应商依赖的情形。

问题 8. 关于收入

重组报告书披露，（1）报告期内标的公司主营业务收入分别为 113,648.37 万元、125,224.21 万元和 38,475.52 万元，主要为纯净水和矿泉水，二者占比分别为 77%和 21%左右；（2）纯净水收入增速高于矿泉水，二者销量均呈上升趋势，纯净水价格有所升高，矿泉水价格有所下降；（3）报告期内，标的公司矿泉水产能利用率为 28.66%、31.62%和 29.60%；（4）标的公司主营业务收入主要集中在江西地区，占比超过 70%，报告期内东北和华东地区的收入占比持续上升；（5）标的公司收入分布呈现出一定的季节性，第二季度和第三季度收入占比较高。

请公司说明：（1）按照市场区域，说明包装饮用水市场竞争格局，标的公司各类产品在各区域的竞争优势、市场地位和市占率，产品结构是否与同行业公司可比及原因；（2）标的公司及其各类产品收入增速与行业变动趋势、同行业公司收入变化、标的公司各类产品推广和销售渠道开拓进展等的匹配性；不同产品销量增速存在差异的原因及合理性，是否与同行业公司可比；矿泉水收入较低、价格下降、增速较慢、产能利用率较低的原因，是否处于竞争劣势，是否存在市场进入障碍；（3）各类产品销售价格情况（折算为瓶装水）及公允性，不同产品之间价格差异情况、合理性以及价格变化差异原因，上述情况是否与同行业公司可比；（4）标的公司各销售区域主要销售的产品和收入情况，各销售区域产品和收入分布的合理性，是否与所在区域销售渠道和产能分布相匹配；不同区域收入增长存在差异的原因及合理性，是否与各区域市场拓展和销售渠道建设进展相匹配；（5）标的公司收入季节性分布的合理性，是否与同行业公司可比。

请独立财务顾问和会计师说明对不同销售模式下收入真实性和截止性的核查措施、比例、依据和结论，并对上述事项发表明确意见。

回复：

一、按照市场区域，说明包装饮用水市场竞争格局，标的公司各类产品在各区域的竞争优势、市场地位和市占率，产品结构是否与同行业公司可比及原因

中国包装饮用水市场是一个规模巨大、增长稳定但竞争激烈的市场，其竞争格局呈现出“全国性巨头主导、区域性品牌割据”的鲜明特点。

（一）包装饮用水市场竞争格局

标的公司所处的包装饮用水行业，市场竞争格局呈现全国性品牌、区域性品牌多层次竞争的特点。在全国市场，由少数几家全国性企业主导；在区域市场，则存在多家凭借地域优势形成较强市场地位的品牌。

1、全国市场方面

全国市场方面，由农夫山泉和华润怡宝占据主导地位，凭借其强大的品牌影响力、广泛的渠道网络和规模效应，占据了市场的主要份额，景田百岁山、康师傅、娃哈哈等在全国市场中也拥有稳固基础。

2、区域市场方面

区域市场方面，存在众多区域性品牌，该等品牌通常在特定省份或地理区域内拥有深厚的市场基础、稳定的分销渠道和较高的消费者忠诚度，与全国性品牌形成差异化竞争和有效补充，如东北地区的泉阳泉、江西省具有绝对领先地位的润田等品牌。

（二）标的公司各类产品在各区域的竞争优势、市场地位和市占率

标的公司自成立以来推出了来自不同水源、不同规格、不同价格段、适用不同消费场景的包装饮用水产品。从产品规格来看，标的公司产品规格矩阵较为完善，既有 350ml、360ml、500ml、550ml 的小瓶装便于消费者外出携带，也有 1.5L、1.65L、2.2L、3.2L、5L、4.7L 等较大规格、12L、15L、17L 桶装水满足家庭用水需求，方便消费者应用于不同的消费场景。从价格段来看，以上述规格中的小瓶装为例，标的公司产品价格涵盖了零售定价 1 元的瓶装纯净水、零售定价 2 元的瓶装偏硅酸矿泉水和零售定价 3 元的瓶装含硒矿泉水，有助于对市场上的消费人群进行全方位的覆盖。

1、标的公司各类产品在各区域的竞争优势

标的公司产品线涵盖瓶装纯净水、瓶装矿泉水、桶装水及饮料类，基于各产品特性及区域市场特点，已形成差异化的竞争优势。具体如下：

瓶装纯净水方面，标的公司以 1 元价格带产品树立品牌标杆，在核心市场江西区域已构建矩阵式、网格化的销售网络，市场渗透率高、终端粘性强，具备稳

固的本地消费基础。随着其他大区的渠道逐步拓展，标的公司采取稳健策略，持续加强江西市场维护并逐步扩大外围市场，支撑该品类收入的持续增长。

瓶装矿泉水作为标的公司重点推广产品，契合健康饮水消费升级趋势。标的公司以“同价质优、同质价优”为竞争策略，依托润田翠含硒天然矿泉水等高端产品切入华东等高消费力市场，强化品牌认知。在江西本地市场，随着健康意识提升与渠道下沉，矿泉水渗透率具备较大提升空间，预计将逐步形成第二增长曲线。

桶装水主要面向企业与家庭集中供水场景，客户黏性强。标的公司在江西区域已建立品牌与渠道优势，并依托新基地人员配置，逐步拓展至北方与华东市场，形成区域协同与规模效应，支撑该品类在未来几年保持稳定增长。

饮料产品包括蜂蜜水、苏打水、电解质水及茶饮料等，目前收入规模较小但增长较快。标的公司充分利用现有水产品渠道进行协同推广，实现资源共享与成本优化，助力快速打开市场，完善多元化产品布局，增强整体市场竞争力。

2、标的公司在各区域的市场地位和市占率

从区域维度看，标的公司在江西区域渠道覆盖完善，拥有较强的定价话语权，已成为江西地区包装饮用水龙头企业，其产品在江西市场 2024 年市场占有率约为 58.5%。

在华东地区庞大的包装饮用水市场中，国际品牌如依云、巴黎水，国内领先品牌如农夫山泉（其高端矿泉水产品线如“长白雪”）、景田（百岁山）等是“润田翠”在高端赛道的主要竞争对手，这些品牌已具备较高的市场认知度和稳固的渠道份额，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。

在东北地区包装饮用水市场中，标的公司面临着全国性巨头（如农夫山泉、康师傅、怡宝）和本地强势品牌（如今麦郎、泉阳泉）的激烈竞争，标的公司凭借其纯净水产品扮演了一个“区域性挑战者”的角色，通过聚焦的渠道策略取得了一定的初期成果，2024 年度东北地区收入 14,025.12 万元，根据中国饮料工业协会分区域数据统计，测算标的公司在该区域的市场占有率约 12%。

“其他地区”每个省份都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”的深度渗透，四川有“蓝剑”等本地豪强。在这种格局下，标的公司的整体定位是一个“区域性渗透者”，2024年度其他地区收入合计8,068.23万元，考虑到这些省份的总人口和经济总量，标的公司在其他区域的整体市场占有率预计非常低。

但从整体来看，标的公司依据各区域市场特点制定差异化战略，保障全品类协同发展与毛利率总体稳定。

（三）产品结构是否与同行业公司可比及原因

可比公司产品结构情况如下：

证券代码	证券名称	主营产品类型
600189.SH	泉阳泉	长白山天然矿泉水（以矿泉水为主）、苏州园区园林绿化、“霍尔茨”木门及智能家居
603156.SH	养元饮品	核桃乳、功能性饮料、其他植物饮料
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
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（以纯净水为主）
9633.HK	农夫山泉	生产及销售包装饮用水（以天然水为主，辅以矿泉水和纯净水）及饮料、销售农产品

标的公司在选取同行业可比公司时，综合考虑了业务相关性、市场区域、财务表现及成本结构等因素，最终确定以上六家上市公司作为可比对象，具体选取原因如下：

首先，标的公司主营业务为瓶（罐）装饮用水制造，属于“饮料制造（C152）”下的“瓶（罐）装饮用水制造（C1522）”行业。因此，在选取可比公司时，优先考虑了在A股和H股上市、且主营业务中包含瓶（罐）装饮用水制造业务的企业，以确保行业分类与业务实质的可比性。

其次，在产品结构方面，标的公司与农夫山泉、华润饮料（怡宝）及泉阳泉均以包装饮用水为核心业务，但在具体产品构成上存在一定差异。标的公司以纯净水为主、矿泉水为辅，这一结构源于其独特的发展路径：作为1994年成立的江西本土品牌，标的公司从当时市场主流的纯净水起家，建立了深厚的区域根基，以1元纯净水守住基本盘抵御全国性巨头；同时，依托2008年投产的明月山含硒水源基地及2020年投产的吉安基地，逐步推出覆盖大众与高端市场的矿泉水

产品，既参与利润更丰厚的高端竞争，也顺应国外市场中矿泉水消费占比提升的趋势。

相比之下，农夫山泉、华润饮料及泉阳泉的产品结构则分别沿着不同的历史轨迹与资源禀赋演化形成。农夫山泉成立于 1996 年，初期亦生产纯净水，但于 1997 年率先推出千岛湖天然水产品，并于 2000 年 4 月战略性全面停产纯净水，专注推广天然水，凭借“大自然的搬运工”定位将全国 15 大水源地转化为品牌资产，确立了以天然水为核心的差异化优势。尽管为应对天然水增速放缓及全面参与市场竞争，农夫山泉于 2024 年重返纯净水赛道，但其核心基本盘仍以天然水为主，形成了覆盖天然水、矿泉水及纯净水的全品类布局。华润饮料作为中国最早涉足纯净水的企业之一，自 1990 年推出“怡宝”蒸馏水起便深耕纯净水赛道，依托遍布全国的工厂网络和强大的品牌认知，在城市大众消费市场建立了深厚的护城河，虽面临核心大单品依赖风险，但纯净水始终是其业务基石。泉阳泉成立于 2001 年，彼时东北市场已被娃哈哈、农夫山泉、今麦郎等占据，作为后来者，其依托长白山优质水资源，从创立之初便专注于矿泉水赛道，以差异化避开与纯净水、天然水等巨头的正面竞争，在吉林省内建立区域壁垒，并面向全国中高端健康消费人群持续拓展。

上述差异主要源于各家企业历史沿革、水源地资源禀赋、目标市场定位及应对竞争策略的不同，但并不影响其作为同行业可比公司的价值。从业务结构来看，四家公司均将包装饮用水作为核心业务板块，并在此基础上积极拓展茶饮料、功能饮料等品类，形成“水饮+”多品类协同发展的战略路径。特别是泉阳泉作为 A 股上市公司，其矿泉水业务收入占比达 69.00%，包装饮用水作为明确的核心业务，与标的公司的主营业务结构具有较强的可比性。

此外，尽管东鹏饮料、养元饮品与承德露露的主营产品分别为能量饮料、核桃乳及杏仁露，不属于瓶装水范畴，但其均处于软饮料大行业，与标的公司在下游客户群体、业务模式及消费渠道等方面具有相似性。这些公司均面向大众消费市场，依赖相似的经销网络与零售终端，且在品牌推广、渠道建设及产品矩阵拓展方面遵循相近的发展逻辑，具有较强的业务可比性。

综上所述，标的公司选取农夫山泉、华润饮料、泉阳泉、东鹏饮料、养元饮品及承德露露共六家公司作为同行业可比公司，既涵盖了主营业务高度一致的瓶

装水制造企业，也纳入了在软饮料赛道中具备相似业务模式与市场特征的上市公司，具备充分的合理性与可比基础。

二、标的公司及其各类产品收入增速与行业变动趋势、同行业公司收入变化、标的公司各类产品推广和销售渠道开拓进展等的匹配性；不同产品销量增速存在差异的原因及合理性，是否与同行业公司可比；矿泉水收入较低、价格下降、增速较慢、产能利用率较低的原因，是否处于竞争劣势，是否存在市场进入障碍

（一）标的公司及其各类产品收入增速与行业变动趋势、同行业公司收入变化、标的公司各类产品推广和销售渠道开拓进展等的匹配性

1、标的公司及其各类产品收入增速与行业变动趋势相匹配

2022 年至 2025 年 1-10 月，标的公司各类产品收入构成及增长情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年度		2025 年 1-10 月	2024 年度		2023 年度		2022 年度
	金额	增速	金额	金额	增速	金额	增速	金额
纯净水	105,459.45	8.46%	99,121.38	97,230.49	9.99%	88,398.99	6.29%	83,169.15
矿泉水	26,207.43	-1.71%	23,225.90	26,662.26	5.60%	25,249.38	8.79%	23,209.36
其他	2,548.15	91.38%	2,450.96	1,331.46	-	-	-	-
合计	**134,215.03**	**7.18%**	**124,798.24**	**125,224.21**	**10.19%**	**113,648.37**	**6.83%**	**106,378.51**

注：标的公司 2022 年度财务数据未经审计，**2025 年度数据经审阅**。

报告期内，标的公司产品收入增长趋势与包装饮用水行业整体发展水平基本匹配。根据欧睿国际统计数据，2016 年至 2024 年我国包装饮用水市场复合增长率为 5.71%，标的公司 2016 年至 2024 年营业收入复合增长率为 6.09%，整体增速趋势与行业长期表现保持一致。根据中国饮料工业协会编制的《二 O 二四年全国饮料工业企业经济指标资料汇编》，2024 年度饮料行业营业收入同比增长 4.84%，标的公司同期整体营业收入增速高于饮料行业平均水平。主要系在江西地区稳健增长的情况下，东北地区、华东地区及其他区域市场拓展成效显著、收入增长较快所致。

2024 年标的公司江西地区包装饮用水收入增速 6.26%高于行业整体水平，一方面当地高温天气相较于全国持续时间更长、强度更大，大幅拉动了包装饮用水的消费需求，另一方面农夫山泉等行业头部品牌受舆情影响竞争力有所减弱，

标的公司凭借旗下低价的润田纯净水，借助江西乡镇农村下沉市场消费者对全国性大品牌认知度不高的特点顺利抢占本地市场份额，但因基数较大整体增速仍低于其他区域；东北地区市场竞争格局分散，区域龙头泉阳泉在辽宁、黑龙江市场快速增长但渗透率仍低，标的公司以营口为样板复制江西精耕模式，以 1 元纯净水为主推产品，通过乡镇渠道下沉、车销铺市与高毛利渠道激励快速放量，2024 年纯净水收入增长 16.81%，成为区域核心增长动力；华东地区呈现大众市场高度集中、高端市场分散多元的格局，当地消费力强、健康饮水需求突出，标的公司以润田翠含硒矿泉水为核心抓手，以上海为桥头堡深耕高端社区、大客户及品牌曝光渠道，2024 年矿泉水收入增长 11.34%；其他区域覆盖范围广、人口基数与经济总量庞大，市场格局高度碎片化，标的公司以区域性渗透为策略，华南依托江西商会开拓企业招待与餐饮渠道，华中、西南依托武汉、张家界、成都基地强化根据地建设，推进高校、社区电商与瓶桶结合模式，2024 年整体收入增长 25.54%，纯净水与矿泉水双品类同步高速增长。各区域多点发力共同推动标的公司收入增速高于行业平均水平。

报告期内，标的公司主营业务收入主要来源于纯净水与矿泉水产品。2022 年至 2025 年，标的公司纯净水产品实现收入复合增长率 8.24%，矿泉水产品实现收入复合增长率 4.13%，整体保持增长态势但增速呈现结构性差异。分年度来看，受区域市场容量及宏观经济环境影响，两类产品增速呈阶段性交替特征。标的公司产品销售目前核心覆盖区域相对集中，在区域人口基数有限的存量市场背景下，消费者决策易受外部消费趋势影响。2023 年度，矿泉水产品受益于健康消费需求驱动，增速 8.79%高于纯净水 6.29%；2024 年度，受消费降级及市场竞争加剧影响，矿泉水产品增速 5.60%阶段性放缓，低于纯净水产品增速 9.99%；2025 年度，矿泉水产品受消费降级等多重因素影响收入同比下降 1.71%，纯净水产品则保持 8.46%的增长。上述波动主要系消费者在不同价格带产品间的结构性选择所致，符合宏观消费环境变化及细分市场竞争格局的动态特征。

2024 年和 2025 年标的公司矿泉水产品收入增长率下滑，特别是 2025 年收入同比下降 1.71%，主要受以下因素影响：第一，市场竞争激烈。在天然矿泉水细分市场，头部品牌凭借先发优势和品牌认知已建立较强的市场壁垒，百岁山占据约 80%的市场份额，农夫山泉、华润怡宝等头部企业亦相继布局矿泉水产品，

导致细分市场竞争日趋激烈。第二，行业头部企业舆情事件引发消费偏好结构性转移。2024 年包装水行业头部企业舆情事件后，消费者对中高端矿泉水产品的消费意愿受到阶段性抑制，部分消费者转向购买价格更为亲民的纯净水产品，以至于农夫山泉于 2024 年 4 月推出绿瓶纯净水产品参与市场竞争。第三，区域市场消费环境阶段性承压。标的公司矿泉水产品当前核心销售区域集中于江西省内，受区域经济环境及 2025 年消费降级趋势的阶段性影响，省内中高端饮品消费意愿有所波动，对标的公司矿泉水收入实现造成一定冲击。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，从 2025 年 1-10 月瓶装矿泉水销售重量数据来看，标的公司整体销量为 162,605.51 吨，同比下降 0.33%，但华东区域瓶装矿泉水销量实现 23,134.35 吨，同比增长 9.19%，市场认可度明显上升，新兴区域拓展战略成效显著，但由于销售产品结构性影响，使得收入有所下降。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。

2、标的公司收入变动与同行业可比公司相匹配

标的公司同行业可比公司包括承德露露、泉阳泉、养元饮品、东鹏饮料、农夫山泉及华润饮料，同行业可比公司收入变动情况如下：

单位：万元

公司	2024 年度		2023 年度		2022 年度	2022 年至 2024 年营业收入复合增长率
	营业收入	变动率	营业收入	变动率	营业收入	
泉阳泉-矿泉水产品	82,158.23	2.72%	79,980.88	11.66%	71,627.55	7.10%
养元饮品	605,754.49	-1.69%	616,160.60	4.03%	592,282.68	1.13%
东鹏饮料	1,583,885.18	40.63%	1,126,279.41	32.42%	850,538.97	36.46%
承德露露	328,729.22	11.26%	295,463.87	9.76%	269,202.12	10.50%
华润饮料	1,352,124.60	0.05%	1,351,472.80	7.07%	1,262,277.60	3.50%
农夫山泉	4,289,599.20	0.54%	4,266,722.10	28.36%	3,323,918.70	13.60%
平均值	-	9.59%	-	15.55%	-	12.05%
标的公司	126,009.72	9.39%	115,194.74	6.52%	108,146.99	7.94%

注：标的公司 2022 年财务数据未经审计，同行业可比上市公司未披露 2025 年 1-10 月营业收入，故未予对比。

报告期内，标的公司营业收入保持稳健增长，从长周期看，2022 年至 2024 年，标的公司营业收入复合增长率为 7.94%，与泉阳泉矿泉水产品同期收入复合增长率 7.10%基本匹配，增长趋势保持一致。2024 年度同比增长 9.39%，与同行业上市公司平均水平 9.59%基本持平，但同行业平均值受东鹏饮料高速增长 40.63%的拉动较为明显，若剔除该影响，标的公司增速实际高于泉阳泉 2.72%、华润饮料 0.05%、农夫山泉 0.54%等主要可比公司，原因如下：

（1）同行业可比公司

2024 年中国包装饮用水行业整体保持增长态势，根据欧睿国际数据，2024 年包装饮用水市场规模增速 4.10%，行业整体需求端保持稳定，但市场竞争格局呈现显著分化特征，头部企业经营表现差异较大，农夫山泉和华润饮料市场份额被娃哈哈等挤压，具体原因如下：

①根据农夫山泉 2024 年年度报告，其 2024 年公司包装水业务营收 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。

根据华润饮料 2024 年年度报告，2024 年公司包装水业务实现营收 121.24 亿元，同比下降 2.59%。华润饮料以纯净水为核心业务，2024 年遭遇农夫山泉 1 元绿瓶纯净水及娃哈哈低价产品的双线夹击，核心华南市场被强势渗透，市占率降低；同时华润饮料处于上市窗口期，经营策略偏保守，价格战投入及渠道扩张力度不及竞品，且被动跟进补贴导致经销商及终端利润被压缩，销售积极性下降，动销节奏放缓。

娃哈哈依托低价策略及渠道优势，2024 年成功抢占行业主要市场份额，根据广东省瓶装饮用水行业协会报道，娃哈哈集团 2024 年销售会议显示公司瓶装水销量同比大幅增长 188%，集团整体销售业绩同比增长 47%。核心增长原因一是 2024 年 2 月创始人宗庆后离世引发的 “野性消费” 带来品牌关注度与

好感度飙升，形成舆论红利；二是推出 0.8-1 元 / 瓶的极致低价产品，精准收割价格敏感人群，同时全国大量投放冰柜、维保终端设备，渠道触达能力大幅提升，并强势渗透怡宝核心华南市场；三是联销体 + 保证金模式带来充足现金流，渠道执行力极强，且主打纯净水赛道形成与农夫山泉天然水的错位竞争，成本控制优势显著。

娃哈哈 2024 年凭借舆论红利、极致低价与强渠道执行力，抢占了农夫山泉与华润饮料（怡宝）的包装水市场份额，冲击农夫山泉天然水基本盘、挤压华润饮料核心华南市场，成为导致农夫山泉包装水业务营收同比下滑 21.27%、华润饮料包装水业务营收同比下降 2.59% 的关键外部因素。

②泉阳泉：2024 年公司矿泉水业务营收同比增长 2.72%，整体呈小幅上涨态势但涨幅偏低。核心原因系行业 1 元价格战背景下，公司被迫在东北、华北核心市场降价抢份额，矿泉水销量同比增长 12.09%，但吨价同比下跌，呈现“量增价跌” 的特征；同时公司业务区域高度集中，76.54%收入来自东北市场，南方市场布局薄弱，长白山水源地长途物流导致吨水运费高企，终端价格缺乏竞争力；且短期负债高，营销及渠道扩张投入受限，绿化工程等辅业亏损挤占主业发展资源，制约矿泉水业务营收增长。

③东鹏饮料增速领先，主要源于其以能量饮料及电解质水为代表的功能饮料板块处于高速成长期，产品赛道红利显著；承德露露的增长则依赖于植物蛋白饮料品类的稳定基本盘与温和扩张；养元饮品业务结构相对单一，其增长易受细分品类市场需求波动或竞争加剧的影响。以上产品结构与标的公司可比性较小。

（2）标的公司增速较快

标的公司收入增长率高于行业平均水平，主要得益于行业竞争格局优化带来的低价产品红利，以及标的公司在江西、东北、华东三大核心区域的精准布局。2024 年行业头部品牌受舆情、策略调整及价格战冲击表现分化，1 元纯净水成为主流竞争赛道，标的公司长期深耕 1 元价带、拥有成熟供应链与渠道优势，充分享受行业竞争红利，核心基本盘稳健增长。

江西地区作为本土核心市场，凭借数十年品牌积淀、全覆盖下沉渠道与全品类运营，稳固龙头地位并依托旅游、体育场景稳健增长，2024 年实现纯净水收

入 76,982.91 万元，增长 7.34%；东北地区以辽宁为中心复制江西精耕模式，外埠市场基数低、竞争缓和、开拓难度小，叠加 1 元纯净水错位竞争，2024 年实现纯净水收入 13,737.46 万元，增长 16.81%；华东大区以含硒矿泉水差异化切入高端消费升级赛道，以上海为桥头堡快速辐射江浙，低基数叠加品牌与渠道突破，带动收入快速提升，2024 年实现矿泉水收入 5,590.33 万元，增长 11.34%。

标的公司依托 1 元纯净水抢占行业红利、本土壁垒深厚与外埠市场空间广阔三重优势，三大核心区域协同发力，推动整体收入增速高于行业平均水平，增长具备坚实的行业基础与区域支撑。

综上所述，标的公司与同行业可比公司在收入增速上的异同，主要源于行业竞争、产品结构和销售区域等因素造成，但总体符合包装饮用水行业的增长规律。

3、标的公司收入变动与标的公司各类产品推广和销售渠道开拓进展相匹配

2024 年度标的公司主营业务收入整体增速为 10.19%，其分产品收入变动与销售区域的匹配关系如下表所示：

单位：万元

销售地区	产品	2025 年 1-10 月	2024 年度		2023 年度
		收入	收入	增速	收入
江西地区	纯净水	78,851.85	76,982.91	7.34%	71,717.24
	矿泉水	14,553.32	16,710.09	1.54%	16,455.95
	饮料	1,884.56	1,054.62	-	-
东北地区	纯净水	13,060.10	13,737.46	16.81%	11,760.36
	矿泉水	233.08	213.47	140.77%	88.66
	饮料	223.64	74.20	-	-
华东地区（除江西地区）	纯净水	1,175.68	827.79	48.94%	555.8
	矿泉水	4,986.99	5,590.33	11.34%	5,021.06
	饮料	145.20	102.78	-	-
其他地区	纯净水	5,857.07	5,527.98	27.59%	4,332.69
	矿泉水	1,995.89	2,459.10	17.42%	2,094.23
	饮料	153.95	81.15	-	-
线上销售	纯净水	176.68	154.35	369.01%	32.91
	矿泉水	1,456.63	1,689.27	6.28%	1,589.48
	饮料	43.60	18.71	-	-

由上表，标的公司收入变动与其各类产品的推广策略及渠道开拓进展相匹配：

江西地区作为标的公司业务的核心主战场，在区域人口基数有限的存量市场背景下，消费者决策易受外部消费趋势影响，当地人均消费能力偏低，对 2 元及以上价格的矿泉水接受度有限，使得矿泉水需求相对疲软，2024 年收入增速仅 1.54%，增长明显放缓，而契合大众消费需求的 1 元纯净水则保持旺盛需求，收入增速达到 7.34%，增长表现更为突出；同时 2024 年江西地区气候显著偏热，高温持续时间长、强度大，位列全国高温影响最严重省份之一，大幅拉动包装饮用水消费需求，推动江西地区饮用水整体增长高于行业整体水平；叠加 2024 年农夫山泉等行业头部品牌受舆情等事件影响，品牌竞争力有所减弱，而标的公司润田纯净水具备价格低廉的核心优势，且江西乡镇与农村下沉市场消费者对全国性大品牌认知度不高，为润田纯净水提供了良好的扩张空间，促使其进一步抢占本地市场份额。标的公司在江西地区纯净水、矿泉水等各类产品的收入变动情况，与公司聚焦 1 元纯净水推广、持续深耕下沉市场、不断开拓乡镇与农村销售渠道的经营进展相匹配，整体收入表现既贴合区域市场特征与外部环境变化，也体现了自身产品策略与渠道布局的落地成效。

东北地区 2024 年纯净水收入实现 16.81%的高增长，与标的公司以 1 元纯净水为核心、复制江西精耕下沉渠道的推进节奏高度匹配。东北市场竞争格局分散，区域龙头泉阳泉 2024 年在辽宁、黑龙江销量分别增长 25.96%、101.13%，根据中泰证券预测，泉阳泉在吉林市占率达 38.65%，但在辽宁、黑龙江仅分别为 10.78%和 2.96%，大量空白份额为标的公司提供充足渗透空间；标的公司以营口为样板复制江西模式，通过主推 1 元价格带 550ml 纯净水、高毛利渠道激励、乡镇渠道下沉与车销铺市，实现营口市市场份额约 30%、销售网络覆盖 95%以上，近五年营收复合增长率达 12.56%，并依托该成功模式快速拓展经销商、扩大覆盖城市数量，叠加东北地区城镇化带来的增量空间，纯净水成为区域增长主力；同期矿泉水虽基数小增速高，但整体收入增长由纯净水主导，与产品推广重心相契合。

华东地区 2024 年矿泉水收入增长 11.34%，纯净水虽增速 48.94%但基数偏小，区域核心增长仍由矿泉水驱动，与区域市场特点及公司高端化策略高度匹配。华东大区包装饮用水市场呈现大众市场高度集中、高端市场分散多元的特点，为

具备产品特色的区域性龙头提供了良好切入机会，同时当地消费者购买力强、对健康与品质生活追求迫切，健康饮水需求持续提升；标的公司以润田翠含硒矿泉水为核心抓手，凭借连续三年全国含硒水销量第一的品牌优势，以上海为桥头堡发力高端社区、电梯广告、高铁与大客户渠道，覆盖政府、高校、金融、酒店等 200 余家重点客户，精准对接华东健康消费升级需求，矿泉水成为华东核心增长品类，收入增长与区域市场环境、产品策略落地相一致。

其他区域 2024 年整体收入增长 25.54%，纯净水增长 27.59%、矿泉水增长 17.42%，双品类同步高速增长，与该区域涉及范围广、人口基数与经济总量庞大、市场格局碎片化相匹配，标的公司以区域性渗透者定位切入并稳步提升份额。其中华南大区依托广东、福建、海南、广西庞大消费基础，借助江西商会资源开拓赣系餐饮与企业招待用水渠道；华中、西南大区以湖南、湖北、安徽、河南、四川、重庆等为核心，依托武汉、张家界、成都等基地建设根据地，强化高校、社区电商与瓶桶结合模式，并借助当地江西商会、文旅资源加快网点布局，多产品组合与区域精细化策略共同推动收入快速增长。

线上销售方面，标的公司通过在天猫、京东等主流电商平台设立官方旗舰店，并积极拓展社区团购、即时零售等新兴线上渠道，实现了对传统线下经销网络的有效补充，同时线上销售产品以高毛利的矿泉水产品为核心，因此矿泉水收入占比较高。

综上所述，标的公司及其各类产品收入增速与行业变动趋势、同行业公司收入变化、标的公司各类产品推广和销售渠道开拓进展等具有匹配性。

（二）不同产品销量增速存在差异的原因及合理性，是否与同行业公司可比

由于同行业公司产品结构和标的公司有所差异，选取以生产包装饮用水为主的农夫山泉、华润饮料和泉阳泉进行对比，报告期内，标的公司和同行业可比公司分产品销量增速情况如下：

单位：亿元

公司	产品	2024 年度		2023 年度		2022 年度
		营业收入	变动率	营业收入	变动率	营业收入
泉阳泉	矿泉水	8.22	2.72%	8.00	11.66%	7.16
农夫山泉	包装饮用水产品	159.52	-21.27%	202.62	10.95%	182.63

华润饮料	包装饮用水产品	121.24	-2.59%	124.47	4.54%	119.06
标的公司	纯净水	9.72	9.99%	8.84	6.29%	8.32
	矿泉水	2.67	5.60%	2.52	8.79%	2.32
	其他	0.13	-	-	-	-
	合计	**12.52**	**10.19%**	**11.36**	**6.83%**	**10.64**

注：标的公司 2022 年度财务数据未经审计。

1、不同产品销量增速存在差异的原因及合理性

报告期内，在当前宏观经济环境与行业竞争格局下，标的公司纯净水产品收入增速高于矿泉水产品，主要基于以下两方面原因：

一方面，受局部区域消费意愿趋于谨慎的影响，消费者在包装饮用水选择中更加注重产品性价比。纯净水作为基础性、大众化产品，具备显著的价格优势，其需求表现相对刚性，因此在当前阶段保持了良好的增长态势。

另一方面，矿泉水市场竞争加剧，特别是中低价位产品直接面临农夫山泉、华润怡宝等领先品牌的激烈竞争，对标的公司矿泉水产品的收入增长形成一定压力，导致其增速有所放缓。如上表所示，农夫山泉、华润饮料和泉阳泉包装饮用水产品均呈现出 2023 年增速较快，2024 年增速下滑的趋势。

综上，标的公司纯净水与矿泉水产品在 2024 年度的收入增长差异，符合当前核心市场的消费偏好变化与行业竞争态势，具备合理的商业逻辑。综合 2022 年至 2024 年来看，标的公司矿泉水收入复合增长率为 7.18%，纯净水收入复合增长率为 8.12%，差异较小。

2、与同行业公司变动趋势相符

标的公司矿泉水产品主要定位于 2-3 元大众消费市场，该价格区间为国内包装饮用水行业竞争最为激烈的核心领域。根据公开市场信息，农夫山泉、华润饮料及泉阳泉等可比公司均在该价格带内布局有主力产品，并凭借其全国性渠道、品牌影响力与规模化运营能力占据市场主导地位。因此，标的公司矿泉水产品与上述同行业上市公司具备较强的可比性。

标的公司矿泉水收入增速的变动趋势与同行业可比公司保持一致。2024 年度，受消费意愿趋紧及市场竞争加剧影响，包装饮用水行业整体增速呈现放缓态

势。农夫山泉、华润饮料增速由正转负，泉阳泉增速亦呈现大幅下降。标的公司矿泉水收入增速降幅小于同行业可比公司，主要原因如下：

（1）收入增速降幅度小于农夫山泉与华润饮料

一方面，农夫山泉作为行业龙头，在 2024 年受到特定舆情事件的阶段性影响，叠加其本身收入基数庞大，在激烈的市场竞争中增速波动更为显著；华润饮料亦因规模较大、全国性市场竞争激烈，其包装水业务增速由正转负。相比之下，标的公司区域聚焦、结构灵活，受单一事件冲击较小，因此在行业整体承压阶段表现出相对稳健的增长韧性。

（2）收入增速降幅小于泉阳泉

标的公司矿泉水产品矩阵更为丰富，包括零售定价 2 元的瓶装偏硅酸矿泉水和零售定价 3 元的瓶装含硒矿泉水等，并且涉及的规格类型较多，有效分散了单一品类增长压力；同时，标的公司矿泉水业务收入基数相对较小 2024 年度仅 2.52 亿元，而泉阳泉矿泉水产品收入高达 8 亿元，标的公司矿泉水在区域市场深耕和渠道渗透过程中仍具备一定的成长空间，使其增速回落幅度相对平缓。

综上所述，标的公司不同产品销量增速存在差异具有合理性，矿泉水产品与同行业公司在包装饮用水整体层面具有可比性。

（三）矿泉水收入较低、价格下降、增速较慢、产能利用率较低的原因，是否处于竞争劣势，是否存在市场进入障碍

报告期内，标的公司矿泉水的销售变动及产能利用率情况如下表所示：

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
销售收入（万元）	23,225.90	26,662.26	25,249.38
销售数量（吨）	173,662.31	196,375.63	182,309.32
销售单价（元/吨）	1,337.42	1,357.72	1,384.97
产能利用率	31.19%	31.62%	28.66%
旺季产能利用率	33.08%	39.68%	37.86%

标的公司矿泉水业务收入规模相对较低，主要系其起步较晚，自 2008 年明月山天然含硒矿泉水源地投产后初期产品定位高端、受众有限所致；随着 2020 年吉安基地投产并推出零售价 2 元的偏硅酸矿泉水，产品实现大众与高端市场全

覆盖，受众范围显著扩大，销量快速提升。尽管报告期内受局部区域消费意愿趋于谨慎、消费者更注重性价比，以及零售价 2 元价位产品面临农夫山泉、华润怡宝等领先品牌的激烈竞争影响，收入增速有所放缓，但长周期来看，2015 年至 2024 年间标的公司矿泉水业务收入复合增长率达 19.56%，至 2024 年已达 26,662.26 万元，已实现较快增长。标的公司将坚持高端化与全国化的发展路径，持续强化华东、华南等重点市场中高端矿泉水的推广，尽管近期消费降级等影响了标的公司矿泉水的增长情况，但矿泉水未来仍有较大的发展空间。

报告期内，标的公司矿泉水产品单价出现小幅下降，分别为-1.97%和-1.50%。该变动主要系标的公司为应对激烈的市场竞争、提升市场占有率而主动采取的策略性调整所致，具体包括加强终端网点铺设、提高铺市率，并增加产品陈列等渠道费用投入，导致报告期内返利金额有所增加。尽管上述措施导致单价微降，但有效增强了产品的市场覆盖广度和终端动销能力，提升了整体竞争力与品牌影响力。

报告期内，标的公司矿泉水的产能利用率较低，主要系大包装矿泉水产品及明月山含硒矿泉水产品产能利用率因市场培育及为未来发展预留产能等因素，产能利用率较低，整体拉低了标的公司矿泉水的产能利用率，具体情况参见本回复之“问题 7.关于生产模式与供应商”之“一、按照产品分类，说明标的公司自有和委托加工产能、产量情况；结合自有产能利用情况等，说明委托加工的合理性，标的公司未进一步自建产能的原因；委托加工供应商未直接进行销售的原因和合理性，委托加工模式是否符合行业惯例；标的公司不同产品委托加工比例存在较大差异的原因及合理性”之“（一）标的公司自有和委托加工产能、产量情况”相关内容。

综上所述，标的公司矿泉水收入较低主要受偏硅酸矿泉水投产时间较短的影响，价格下降系主动采取的战略性举措，旨在通过促销与渠道让利扩大市场份额，增速与同行业可比公司变动趋势一致，小包装偏硅酸矿泉水产能利用率已达 80%，并非处于竞争劣势，不存在市场进入障碍。

三、各类产品销售价格情况（折算为瓶装水）及公允性，不同产品之间价格差异情况、合理性以及价格变化差异原因，上述情况是否与同行业公司可比

（一）各类产品销售价格情况，不同产品之间价格差异情况、合理性以及价格变化差异原因

报告期内，各类产品规格的销售收入、销售单价及销售量具体情况列示如下：

产品	项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
纯净水	销售收入（万元）	99,121.38	97,230.49	88,398.99
	销售量（万标瓶）	301,749.27	306,285.66	279,918.55
	销售单价（元/标瓶）	0.33	0.32	0.32
	销售数量（吨）	1,659,620.96	1,684,571.12	1,539,552.02
	销售单价（元/吨）	597.25	577.18	574.19
矿泉水	销售收入（万元）	23,225.90	26,662.26	25,249.38
	销售量（万标瓶）	34,732.46	39,275.13	36,461.86
	销售单价（元/标瓶）	0.67	0.68	0.69
	销售数量（吨）	173,662.31	196,375.63	182,309.32
	销售单价（元/吨）	1,337.42	1,357.72	1,384.97
饮料	销售收入（万元）	2,450.96	1,331.46	-
	销售量（万标瓶）	1,630.25	702.20	-
	销售单价（元/标瓶）	1.50	1.90	-
	销售数量（吨）	6,194.96	2,668.36	-
	销售单价（元/吨）	3,956.37	4,989.80	-

注：由于纯净水和矿泉水涉及多种规格型号（含桶装水等），为保持可比性，将标的公司各规格型号纯净水产品根据容量按照 550ml/瓶折算，矿泉水产品根据容量按照 500ml/瓶折算，饮料产品根据容量按照 380ml/瓶折算。

1、产品间价格差异的合理性

标的公司产品种类丰富，涵盖瓶装纯净水、瓶装矿泉水、桶装水及饮料类，产品主要以零售定价 1 元的瓶装纯净水、零售定价 2 元的瓶装偏硅酸矿泉水和零售定价 3 元的瓶装含硒矿泉水为主。标的公司纯净水、矿泉水和饮料三者之间形成了清晰的价格阶梯，以标瓶单价来看，纯净水出厂单价最低，矿泉水次之，饮料最高，符合市场规律和产品价值逻辑：纯净水满足基础解渴需求，定位大众市场，故单价亲民；矿泉水因其含有对人体有益的天然矿物质和微量元素，附加值更高，定价约为纯净水的两倍；饮料作为风味和功能型产品，研发、配方及品牌

营销成本更高，因此享有最高的溢价能力。这种价差是不同产品定位、目标客群及成本构成的直接体现，具有合理性。

2、价格变化差异的原因分析

报告期内，三类产品的价格走势呈现不同特点。纯净水单价相对稳定，2025年1-10月每吨单价上涨3.48%，主要系瓶装纯净水占比上涨。纯净水单价稳定，反映了其作为成熟基础消费品的市场特性。矿泉水单价出现小幅下滑，这主要是标的公司主动采取的市场策略所致，为在各自竞争激烈的市场中提升份额，标的公司通过针对性的促销和必要的价格让渡来增强竞争力，这种以短期单价微降换取长期市场地位与规模效应的策略，更能灵活应市，变动原因具有商业合理性。2025年1-10月，饮料单价有所下降，主要原因是2025年1-10月，单价较低的电解质饮料和茶饮料销售增加，销售产品结构变化所致。

（二）标的公司各类产品销售单价与同类产品市场价格是否存在显著差异，销售价格是否具有公允性

通过同行业招股说明书、年度报告等公开信息披露文件取得同类产品的出厂价格信息如下：

单位：元/吨

公司	产品类别	2024年单价	2023年单价	备注
泉阳泉	矿泉水	731.42	798.13	/
华润饮料	包装饮用水产品	/	923	华润饮料为港股上市，年报未披露相关出厂单价
农夫山泉	包装饮用水产品	/	/	农夫山泉为港股上市，年报未披露相关出厂单价，根据其招股说明书2019年1,072元/吨
标的公司	纯净水	577.18	574.19	/
	矿泉水	1,357.72	1,384.97	/

为对比标的公司生产销售的包装饮用水产品与市场上同类产品的终端销售价格差异情况，通过淘宝等电商销售平台查询得到的具体情况如下：

公司	产品名称	规格	终端价格	终端单瓶价格	终端单价（元/吨）
泉阳泉	长白山天然矿泉水	600ml*24瓶	42.00	1.75	2,916.67
		18.9L*1桶	24.00	24.00	1,269.84
华润饮料	纯净水	555ml*12瓶	14.79	1.23	2,220.72

农夫山泉	纯净水	550ml*12 瓶	14.90	1.24	2,257.58
	饮用天然水	550ml*24 瓶	30.90	1.29	2,340.91
标的公司	纯净水	550mL*24 瓶	24.60	1.03	1,863.64
	天然矿泉水	500mL*24 瓶	38.00	1.58	3,166.67
		15L*1 桶	22.00	22.00	1,466.67
	天然含硒矿泉水	500mL*24 瓶	65.00	2.71	5,416.67

注：以上产品终端价格来源于淘宝电商销售平台等，查询时间为 2026 年 3 月 12 日，未考虑购买多瓶产生的额外优惠；上表中“500mL*24 瓶”天然矿泉水系淘宝销售的纸箱包装产品，与饿了么销售的“润田翠天然矿泉水 500mL*24（彩塑包）” 彩塑包装产品有所差异。

标的公司 2024 年度和 2023 年度矿泉水出厂单价分别为 1,357.72 元/吨和 1,384.97 元/吨，分别高于泉阳泉矿泉水产品 731.42 元/吨和 798.13 元/吨。以 2024 年为例，根据中国饮料工业协会统计，2024 年度泉阳泉 1L 以下瓶装矿泉水产品产量占比低于 50%，而标的公司 1L 以下瓶装矿泉水产量占比 75%左右，标的公司小规格矿泉水产量占比较高，通过终端销售价格统计表可以看出，小规格产品终端定价更高、单位成本结构不同，故矿泉水整体单位出厂价高于泉阳泉。

基于产品品类结构及水源属性的根本差异，农夫山泉与华润饮料的包装饮用水出厂单价位于标的公司纯净水与矿泉水之间，标的公司的纯净水作为公共供水源的基础品类，终端单价最低、出厂单价也最低，而其经国家认证的深层矿泉水则因水源稀缺性、特定矿物质含量及开采权费用，终端定价显著偏高、出厂单价相应更高；相比之下，华润饮料产品为混合均价，其以纯净水为主、同时涵盖天然水与矿泉水的多元结构；而农夫山泉的天然饮用水因其主要源自地表水或水库，水源获取与生产成本低于深层矿泉水，终端定价与出厂单价虽高于纯净水，但仍低于标的公司的矿泉水产品。

从盈利水平看，2024 年度，标的公司矿泉水业务毛利率 41.50%与泉阳泉 44.68%差异不大；标的公司剔除运费后毛利率 45.85%与华润饮料 47.31%基本持平，毛利率水平与行业不存在重大差异。

综上所述，标的公司各类产品销售单价与同类产品市场价格存在一定差异，主要与产品规格和品种类型有关，但总体来看，出厂单价与终端零售价匹配、成本结构与水源价值对应、毛利率水平与行业可比，销售单价具有公允性。

四、标的公司各销售区域主要销售的产品和收入情况，各销售区域产品和收入分布的合理性，是否与所在区域销售渠道和产能分布相匹配；不同区域收入增长存在差异的原因及合理性，是否与各区域市场拓展和销售渠道建设进展相匹配

（一）标的公司各销售区域主要销售的产品和收入情况，各销售区域产品和收入分布的合理性，是否与所在区域销售渠道和产能分布相匹配

1、标的公司各销售区域产品和收入分布具有合理性，与所在区域销售渠道相匹配

报告期内，标的公司各销售区域主要销售的产品和收入情况如下表所示：

销售地区	产品		2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
江西地区	纯净水	收入	78,851.85	76,982.91	71,717.24
		收入占比	82.75%	81.25%	81.34%
	矿泉水	收入	14,553.32	16,710.09	16,455.95
		收入占比	15.27%	17.64%	18.66%
	饮料	收入	1,884.56	1,054.62	-
		收入占比	1.98%	1.11%	-
东北地区	纯净水	收入	13,060.10	13,737.46	11,760.36
		收入占比	96.62%	97.95%	99.25%
	矿泉水	收入	233.08	213.47	88.66
		收入占比	1.72%	1.52%	0.75%
	饮料	收入	223.64	74.20	-
		收入占比	1.65%	0.53%	-
华东地区（除江西地区）	纯净水	收入	1,175.68	827.79	555.8
		收入占比	18.64%	12.69%	9.97%
	矿泉水	收入	4,986.99	5,590.33	5,021.06
		收入占比	79.06%	85.73%	90.03%
	饮料	收入	145.20	102.78	-
		收入占比	2.30%	1.58%	-
其他地区	纯净水	收入	5,857.07	5,527.98	4,332.69
		收入占比	73.15%	68.52%	67.41%
	矿泉水	收入	1,995.89	2,459.10	2,094.23
		收入占比	24.93%	30.48%	32.59%

销售地区	产品		2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
	饮料	收入	153.95	81.15	-
		收入占比	1.92%	1.01%	-
线上销售	纯净水	收入	176.68	154.35	32.91
		收入占比	10.54%	8.29%	2.03%
	矿泉水	收入	1,456.63	1,689.27	1,589.48
		收入占比	86.86%	90.71%	97.97%
	饮料	收入	43.60	18.71	-
		收入占比	2.60%	1.00%	-

标的公司在江西大区的收入主要来源于纯净水产品，报告期内该产品收入占比 80%左右，是标的公司最核心的收入来源；矿泉水作为重要补充，收入占比保持 17%左右，相对稳定。江西大区作为标的公司总部所在地和传统优势市场，已建立起覆盖全省各级乡镇的深度分销网络，品牌认知度高，因此其收入高度集中具有合理性，体现了其成熟市场强大的渠道掌控力和品牌护城河。

在东北地区，纯净水同样是主要的收入构成，报告期内收入占比 96%以上，矿泉水及饮料的占比较低。标的公司目前正致力于打造辽宁市场为第二基地，当前的收入分布反映了其正处于以基础纯净水产品开拓和巩固渠道、建立品牌认知的阶段，与现阶段以营口、沈阳为中心构建经销体系的渠道布局相匹配，矿泉水等高端产品的市场潜力有待后续进一步释放。

在华东地区（除江西），产品收入结构呈现出与其他地区不同的特点，矿泉水收入占比 80%左右，显著高于纯净水。标的公司充分利用该区域经济发达、消费者对高品质产品接受度高的特点，通过水源地体验、社群营销等多元化渠道，成功推动了高端矿泉水的销售，显示出其产品策略与区域市场特性及渠道布局的良好协同。

在其他地区，纯净水与矿泉水收入占比相对均衡，共同构成了该区域收入的主体。这一结构符合标的公司“瓶桶结合”、依托汉南、成都等基地进行区域深耕的策略。标的公司正通过巩固现有经销商网络，并积极拓展社区电商等新兴渠道，逐步提升市场份额，当前收入分布反映了其在这些成长型市场中稳健的渠道拓展和产品组合策略。

线上销售渠道则以矿泉水产品为主导，该结构符合电商平台消费者对产品品质和品牌具有更高要求的特点，其线上渠道建设有效地服务于高端产品推广和品牌形象提升的目标。

2、标的公司各销售区域产品和收入分布与所在区域销售渠道和产能分布相匹配

（1）各区域产品、收入与产能分布的匹配情况

以 2024 年为例，标的公司各销售区域产能及其可辐射销售区域情况如下表所示：

产品种类	生产基地	2024 年产能（吨）	产能占比	可辐射销售区域	2024 年区域收入占比
纯净水	昌北基地	478,764.00	24.17%	江西大区、华东地区、其他地区	66.55%
	丰城基地	417,312.00	21.07%		
	九江基地	175,629.60	8.87%		
	武汉基地	136,760.40	6.91%		
	小计	**1,208,466.00**	**61.02%**		
	沈阳基地	220,207.68	11.12%	东北地区	10.97%
矿泉水	明月山基地	256,747.20	12.96%	江西大区、华东地区、其他地区、线上销售	21.11%
	吉安基地	295,056.00	14.90%		
	小计	**551,803.20**	**27.86%**		

由上表，标的公司各区域的产品和收入分布与产能分布形成了高度协同的匹配格局。

纯净水方面：江西和武汉生产基地 61.02%的主导产能与江西大区、华东地区等 66.55%的高收入占比相匹配，产能占比略低于收入占比，主要系对部分纯净水业务，灵活的采用了“委外加工”模式；沈阳基地 11.12%的产能占比与东北地区 10.97%的收入占比相匹配。

矿泉水方面：标的公司存在明月山和吉安两个自产基地，矿泉水产能占总产能的比例为 27.86%，主要辐射江西大区、华东和华南地区以及线上销售，与该等地区 21.11%的收入相匹配。

标的公司全部的饮料业务，采用“委外加工”模式，这种轻资产投入的方式，使标的公司能够在控制风险和成本的前提下，完善产品组合。

（2）各区域收入与经销渠道分布的匹配情况

以 2024 年度经销渠道为例，标的公司经销收入的区域分布及经销商区域分布情况如下表所示：

区域	经销收入	收入占比	经销商数量	经销商数量占比	经销商单家平均销售额
江西地区	92,267.28	76.49%	521	49.48%	177.10
东北地区	14,025.12	11.63%	165	15.67%	85.00
华东地区（除江西地区）	6,471.22	5.36%	122	11.59%	53.04
其他地区	7,863.53	6.52%	245	23.27%	32.10
总计	**120,627.14**	**100.00%**	**1,053**	**100.00%**	**114.56**

从上表可见，标的公司销售渠道以江西地区为主，同时东北、华东均作为标的公司的重点发展区域，收入占比及经销商数量占比均较高。同时，江西地区作为标的公司传统核心市场和总部所在地，经销商单家平均销售额高于其他区域，东北地区作为标的公司战略重心打造的第二战场，经销商平均销售额排名第二；而华东地区和其他地区作为标的公司持续拓展的区域，标的公司加大了渠道拓展，经销商数量占比高于其收入占比。标的公司收入分布与其渠道分布情况，符合标的公司业务发展及布局情况，具有合理性。

综上所述，标的公司各销售区域产品和收入分布具有合理性，与所在区域销售渠道和产能分布相匹配。

（二）不同区域收入增长存在差异的原因及合理性，是否与各区域市场拓展和销售渠道建设进展相匹配；

报告期内，标的公司按销售区域的收入增长情况如下表所示：

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	增长率	金额	占比
江西地区	95,289.73	76.36%	94,747.63	75.66%	7.46%	88,173.19	77.58%
东北地区	13,516.81	10.83%	14,025.12	11.20%	18.37%	11,849.02	10.43%
华东地区（除江西地区）	6,307.87	5.05%	6,520.90	5.21%	16.93%	5,576.86	4.91%
其他地区	8,006.92	6.42%	8,068.23	6.44%	25.54%	6,426.92	5.66%

项目	2025 年 1-10 月		2024 年度			2023 年度	
	金额	占比	金额	占比	增长率	金额	占比
线上销售	1,676.91	1.34%	1,862.33	1.49%	14.79%	1,622.40	1.43%
合计	**124,798.24**	**100.00%**	**125,224.21**	**100.00%**	**10.19%**	**113,648.37**	**100.00%**

不同区域收入增长存在的差异，主要源于各区域市场基础、渗透率及标的公司战略重心不同，具有充分的商业合理性：

1、江西地区

江西地区作为标的公司的传统核心市场和总部所在地，收入基数大、占比高但增速较低。江西地区经过数十年深耕，品牌认知度高，销售网络已全面覆盖至乡镇乃至村组级别，市场占有率较高。其增长主要依赖于对乡镇市场的持续下沉、桶装水市场的巩固与“即时零售”服务的拓展，以及通过产品结构优化提升矿泉水份额，符合成熟市场的拓展情况。

渠道建设方面，标的公司江西区域经销商 2023 年度为 518 家，2024 年度略增至 521 家，符合标的公司江西地区作为成熟市场的情况。

2、东北地区

东北地区收入增速显著，占比持续提升，这与标的公司的战略重心打造高度匹配。标的公司明确将辽宁市场定位为“第二个江西市场”进行重点打造，通过巩固以营口、沈阳为中心的市场基础，强化品牌认知，并执行“纯净水为主、矿泉水为辅”的多品项组合策略。

该区域目前处于快速成长期，渠道建设与经销商团队培育的成效正逐步显现，标的公司东北区域经销商 2023 年度为 152 家，2024 年度增至 165 家，标的公司通过巩固市场及拓展区域来同步推进第二战场的打造，因此其高速增长具有合理性。

3、华东及其他地区

华东、华南、华中及西南等地区虽收入基数相对较小，但展现出高速增长态势，这与其作为标的公司战略新兴市场的定位相符。标的公司在该区域采取了差异化策略：以上海为“桥头堡”聚焦高端矿泉水与高净值人群；依托水源地体验游等独特资源拓展家庭与单位客户；并以武汉、成都为基地推进“瓶桶结合”，

同时积极借助社区电商辐射家庭用户。这些市场拓展和渠道建设举措的有效推进，共同推动了该区域收入的合理快速增长。2023 年度，标的公司华东及其他地区经销商为 336 家，2024 年度增长至 367 家，标的公司持续在市场拓展及渠道拓展上发力。

4、线上销售

线上销售渠道保持稳定增长，但目前收入占比仍低，这与其在标的公司整体战略中的辅助定位相一致。线上渠道主要服务于高端矿泉水的品牌展示与家庭用户的触达，通过京东、天猫等平台与线下“即时零售”形成协同。其增长反映了标的公司线上线下融合战略的初步成效，而占比较低则说明其仍是传统渠道的有效补充。

综上，不同区域收入增长存在差异具有合理性，与各区域市场拓展和销售渠道建设进展相匹配。

五、标的公司收入季节性分布的合理性，是否与同行业公司可比

2023 年和 2024 年，标的公司主营业务收入分季度构成情况如下：

单位：万元

公司	项目	2024 年度		2023 年度	
		金额	占比	金额	占比
泉阳泉	第一季度	23,306.63	19.46%	21,993.67	19.60%
	第二季度	36,740.41	30.67%	41,539.12	37.02%
	第三季度	29,857.72	24.92%	31,066.05	27.69%
	第四季度	29,885.98	24.95%	17,601.25	15.69%
	合计	**119,790.74**	**100.00%**	**112,200.10**	**100.00%**
养元饮品	第一季度	231,593.72	38.23%	222,886.81	36.17%
	第二季度	62,566.58	10.33%	77,326.83	12.55%
	第三季度	128,693.50	21.25%	158,470.49	25.72%
	第四季度	182,900.68	30.19%	157,476.47	25.56%
	合计	605,754.49	100.00%	616,160.60	100.00%
东鹏饮料	第一季度	348,216.78	21.98%	249,086.60	22.12%
	第二季度	439,112.01	27.72%	296,931.89	26.36%
	第三季度	468,499.37	29.58%	318,072.74	28.24%

公司	项目	2024 年度		2023 年度	
		金额	占比	金额	占比
	第四季度	328,057.03	20.71%	262,188.17	23.28%
	合计	**1,583,885.18**	**100.00%**	**1,126,279.41**	**100.00%**
承德露露	第一季度	122,700.03	37.33%	114,107.94	38.62%
	第二季度	40,726.30	12.39%	35,294.09	11.95%
	第三季度	52,496.00	15.97%	54,114.86	18.32%
	第四季度	112,806.89	34.32%	91,946.98	31.12%
	合计	**328,729.22**	**100.00%**	**295,463.87**	**100.00%**
标的公司	第一季度	25,333.14	20.23%	23,598.88	20.76%
	第二季度	33,499.19	26.75%	32,080.94	28.23%
	第三季度	47,789.81	38.16%	40,293.00	35.45%
	第四季度	18,602.07	14.86%	17,675.55	15.55%
	合计	**125,224.21**	**100.00%**	**113,648.37**	**100.00%**

注：农夫山泉和华润饮料为港股上市公司，未披露季报相关数据

标的公司产品有较为明显的季节性特征，一般而言每年的第二季度和第三季度因天气较热，用户需求较高，为标的公司产品的销售旺季。

从季节性分布特征来看，标的公司与东鹏饮料、泉阳泉同属“气温驱动型”模式，表现出显著的一致性。三者的销售高峰均集中在年中，其中标的公司与东鹏饮料的峰值均出现在第三季度，且第二季度均为次高峰，泉阳泉收入分布相对平缓，主要系其包含了少量的绿化工程、绿化养护等业务收入，对季节性分布产生了一定影响，但其收入高点同样出现在第二、三季度。

根据泉阳泉 2017 年披露的《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）修订稿》：“矿泉水行业具有较强的季节性特征。首先，由于天气原因，消费者在第二和第三季度的高温天气下对矿泉水具有较高的消费需求；在第一和第四季度的低温时节对矿泉水有较低的消费需求。 其次，夏季高温天气持续时间较长，人体中的水分消耗较快，需要补充大量水份以满足人体需要，高温天气期间矿泉水的销售额一般较平时会有大幅增长，成为矿泉水的销售旺季。因此， 矿泉水企业因产品特性而在销售上存在一定的季节性。”

因此，标的公司、东鹏饮料、泉阳泉作为即时消费型饮品，其销售与夏季高温及户外活动量呈现强正相关，受相同的季节性需求逻辑驱动。

标的公司的季节性特征与养元饮品、承德露露的“节日驱动型”模式存在一定差异。养元饮品和承德露露作为传统节日礼品，其收入峰值高度集中于第一季度（春节）和第四季度（中秋、国庆），形成“两头高、中间低”的格局。这与标的公司以二、三季度为核心的“中间高、两头低”有较大差异，主要系两类产品在消费场景（日常饮用和礼节馈赠）和驱动因素（气温和节日）上的本质区别。

农夫山泉和华润饮料作为包装饮用水主要生产企业，其销售季节性和标的公司一致，由于报告期内未披露季度相关数据，查看招股说明书分别表述为：

农夫山泉：“包装饮用水市场及饮料市场受季节变化所影响。中国通常在一年中第二及第三季度的天气更为温暖或干燥，在该等季度中我们的包装饮用水及饮料产品的销售通常会比第一季度和第四季度高。一年之中每一个季度的销售亦可能由于其他原因而波动，包括新产品发布时间、广告及促销活动的时间等。”

华润饮料：“包装饮用水和饮料的消费量受季节性变化的影响。我们通常于每年天气转暖的第二及第三季度迎来销售旺季。同时，我们通常于第一及第四季度迎来淡季且该等季度的收入及产能利用率一般较低，这会对我们同期的盈利能力带来负面影响。”

综上，标的公司收入季节性分布具有合理性，与作为即时消费型饮品的同行业公司具有可比性。

六、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、与标的公司管理层沟通，了解标的公司各销售模式的开展方式、历史情况等，了解各销售区域的发展战略等。

2、了解标的公司销售与收款循环相关的内部控制及系统控制情况，并选取样本进行穿行及细节测试，确定标的公司与收入相关的内部控制的设计及执行是否有效。

3、获取标的公司与客户签订的主要销售合同并进行检查，识别客户取得相关商品控制权的合同条款与条件，复核标的公司收入确认政策是否符合企业会计

准则的要求；查询同行业可比上市公司披露的收入确认政策，与标的公司收入确认政策进行比较分析，判断标的公司收入确认政策是否符合行业惯例。

4、对标的公司的收入变动执行分析性复核程序，分析报告期内收入变动的合理性，分析是否存在异常收入变动情况，将标的公司收入、产品销售单价与同行业可比公司进行比较，分析相关变动及差异的合理性。

5、抽样检查报告期内标的公司与销售收入相关的销售订单、发票、记账凭证、签收单等支持性资料，确认标的公司是否按照制定的收入确认政策确认收入。针对经销模式，检查记账凭证、经销合同、订单、出库和收货确认单、运输单、发票、收款单、月度对账单；针对直销模式，检查记账凭证、销售合同、订单、出库和收货确认单、运输单、发票、收款单。

6、结合相关协议及订单，检查标的公司不同客户的返利政策；取得报告期内各期返利清单，向主要客户进行函证，检查并复核返利计提情况。

7、通过公开资料查询报告期内标的公司主要客户的工商资料，核查主要客户的成立时间、注册资本、主要经营人员、股权结构等工商信息。

8、执行函证程序

报告期内，对标的公司主要客户的收入进行函证，确认收入的真实性、准确性、完整性等，具体情况参见本回复之“问题 6.关于销售模式与客户”之“十二、中介机构核查情况”之“（一）核查程序”之“11、对标的公司客户进行走访及函证”相关内容。

9、执行访谈程序

对主要客户进行访谈，挑选核心经销商客户进行穿透核查，具体情况参见本回复之“问题 6.关于销售模式与客户”之“十二、中介机构核查情况”之“（一）核查程序”之“11、对标的公司客户进行走访及函证”及“12、对标的公司经销商进行穿透核查”相关内容。

10、针对电商模式

对电商销售流程实施穿行测试，检查销售订单、天猫等电商平台物流信息或签收信息、支付宝账务收款明细等，以验证样本涉及销售收入的真实性及账务处

理的准确性；获取标的公司主要电商收入实现平台天猫旗舰店的交易明细，与标的公司收入确认金额进行比对，检查是否存在异常；根据收货地址对标的公司电商平台交易进行分析性复核，检查是否存在异常。

11、执行收入截止性测试程序

执行截止性测试，在资产负债表日前后确认的收入交易中选取样本核对销售合同、签收单据、发票、结算单据、银行回单等资料，检查资产负债表日后是否存在大额异常的退货情况，评价销售收入是否在恰当的期间确认。

12、核查报告期内标的公司银行流水，与账面客户收款进行匹配分析。

13、查询同行业可比上市公司公开信息，了解同行业可比上市公司产品结构、收入变动、销售单价、收入季节性分布等信息；比较分析标的公司上述信息与同行业可比上市公司情况。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、包装饮用水市场呈现全国性品牌主导与区域性品牌割据的格局。标的公司在核心市场江西区域市场占有率较高，在东北区域占据一定的市场份额，在华东及其他地区尚处开拓初期，占有率较低。标的公司通过差异化产品矩阵和“同价质优”竞争策略持续渗透市场。标的公司产品结构与农夫山泉、泉阳泉等企业高度相似，与东鹏饮料等软饮企业在渠道和业务模式上亦具可比性，选取的同行业公司具有合理性。

2、标的公司及其各类产品收入增速与行业趋势、同行业公司变动及自身渠道策略相匹配，纯净水与矿泉水增速差异主要源于消费趋紧下性价比偏好及矿泉水市场竞争加剧，具备合理性且与同行业公司变动逻辑一致。标的公司矿泉水收入较低主要系吉安生产基地投产时间短及高端市场尚在培育，单价微降为主动促销策略，产能利用率低因前瞻性预留产能及大包装产品需求待释放；小包装偏硅酸矿泉水产能利用率已达 80%，说明矿泉水产品并非处于竞争劣势，不存在重大市场进入障碍。

3、标的公司纯净水、矿泉水与饮料形成清晰价格阶梯，价差源于产品定位、

健康附加值及成本构成，具有合理性；矿泉水价格高于泉阳泉主要因小规格产品占比更高，与农夫山泉、华润饮料相比，标的公司纯净水因采用公共供水源而价格更低，矿泉水则因属国家认证的深层稀缺水源而定价更高，该差异具备合理性与公允性。

4、标的公司各销售区域的产品与收入分布具备商业合理性，并与当地渠道及产能布局相匹配：在成熟市场江西以纯净水为主，深度下沉渠道支撑收入基本盘；东北作为新兴市场以纯净水快速拓展，产能与收入配比均衡；华东等地区依托高端矿泉水重点突破，契合区域消费力与品牌战略；线上渠道则聚焦高附加值矿泉水以强化品牌形象。各区域增速差异源于市场基础与战略阶段不同，江西增速平缓因基数大、渗透充分，东北与华东等新兴市场高速增长则受益于渠道开拓与产品精准定位，整体增长节奏与市场拓展及渠道建设进展相一致。

5、标的公司销售高峰集中于二、三季度，与气温驱动的消费需求高度相关，其模式与东鹏饮料、泉阳泉等即时饮品公司一致，也与农夫山泉、华润饮料等包装饮用水企业的季节性规律相符，具备合理性与行业可比性。

6、标的公司收入在所有重大方面真实、准确、完整，收入确认符合《企业会计准则》的相关规定。

问题 9. 关于成本与毛利率

重组报告书披露，（1）报告期内标的公司主营业务成本分别为 72,475.55 万元、79,047.95 万元和 24,283.30 万元，主要包括直接材料、委外加工费、直接人工、制造费用和运费等，成本结构保持相对稳定；（2）报告期内标的公司主营业务毛利率分别为 36.23%、36.87%和 36.89%，其中纯净水毛利率在 35%左右，矿泉水毛利率在 40%左右；（3）报告期内矿泉水销售价格有所下降，毛利率有所上升，主要系运费单价和原材料采购成本有所下降；（4）2023 年和 2024 年，同行业可比公司平均毛利率分别为 45.65%和 47.06%，标的公司毛利率低于同行业可比公司平均水平；（5）报告期内，标的公司矿泉水产能利用率分别为 28.66%、31.62%和 29.60%。

请公司说明：（1）结合生产物料清单等，分析各类材料成本结转完整性；生产人员数量变化情况，与产销量的匹配性，生产人员平均薪酬，与同区域同行业公司的可比性；（2）结合报告期内标的公司产能、配套机器设备等变化，说明制造费用保持稳定的合理性；结合标的公司主要运输路线、运输距离、运输频率、运输单价及变化等，说明运费变动较小的合理性，与各销售区域收入增长的匹配性；物流供应商的基本情况，是否与标的公司存在关联关系或其他特殊关系，是否主要为标的公司服务，标的公司与相关供应商是否存在异常资金往来，相关运费的公允性及依据；（3）委托加工费与委托加工销量之间的匹配性，结合（1）-（3）综合分析标的公司成本结转完整性；（4）结合单价和成本变化及原因，分析标的公司各类产品毛利率变化的原因，具体说明矿泉水运费和原材料采购价格变动情况、原因以及对毛利率的具体影响；（5）量化分析委托加工比例变化对标的公司各类产品毛利率的影响；（6）标的公司毛利率与同行业可比公司差异较大的原因，进一步说明标的公司主要产品毛利率与同行业可比产品的对比情况，并分析差异原因；（7）矿泉水产能利用率较低的原因，在产能利用率较低的情况下，毛利率水平较高的合理性。

请独立财务顾问和会计师说明对成本完整性的核查措施、比例、依据和结论，并对上述事项发表明确意见。

回复：

一、结合生产物料清单等，分析各类材料成本结转完整性；生产人员数量变化情况，与产销量的匹配性，生产人员平均薪酬，与同区域同行业公司的可比性

（一）结合生产物料清单等，分析各类材料成本结转完整性

报告期内，标的公司主要产品为瓶装水，各期销售收入占主营业务收入比重在 90%以上。瓶装水主要原材料为外包瓶装材料，包括以 PET 聚酯切片生产的瓶身、以 PE 聚乙烯盖料为主生产的瓶盖以及各类标签、打包的热收缩膜（塑包）及纸箱（箱包）等。报告期内，PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料采购额占标的公司原材料采购总额的比重分别为 68.01%、72.04%和 64.01%，系最为主要的原材料。其余标签、打包的包材等材料类型繁多（不同型号、同型号不同定制等）、单品项材料金额较小。

标的公司将采购的 PET 聚酯切片通过烘料、溶胶、射胶、保压成型等工序加工为符合食品级标准的瓶坯，将 PE 聚乙烯盖料经溶解、混匀色母、压塑成型等工序加工为密封性与安全性兼具的瓶盖。瓶坯与瓶盖经吹灌旋一体化工艺、冲洗、封盖、打码、贴标、封装等标准化工序，加工为成品瓶装水。

下述以标的公司最为主要的原材料 PET 聚酯切片和 PE 聚乙烯盖料，分析标的公司瓶装水材料成本结转的完整性。

1、主要原材料的采购量和领用量配比关系

报告期内，PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料各期的采购量、领用量及结存量如下表所示：

单位：吨

2025 年 1-10 月							
主要原材料类型	期初结存数量	当期采购数量	当期领用数量				期末结存数量
			瓶装水生产领用	饮料生产领用	其他领用	小计	
PET 聚酯切片	15,490.45	33,060.16	40,307.65	293.52	0.25	40,601.42	7,949.19
PE 聚乙烯盖料	199.92	4,376.87	4,386.15	-	22.26	4,408.41	168.38
2024 年度							
主要原材料类型	期初结存数量	当期采购数量	当期领用数量				期末结存数量
			瓶装水生产领用	饮料生产领用	其他领用	小计	
PET 聚酯切片	7,261.56	49,133.65	40,759.98	144.55	0.23	40,904.76	15,490.45

PE 聚乙烯盖料	145.80	4,621.45	4,567.30	-	0.03	4,567.33	199.92
2023 年度							
主要原材料类型	**期初结存数量**	**当期采购数量**	**当期领用数量**				**期末结存数量**
			瓶装水生产领用	**饮料生产领用**	**其他领用**	**小计**	
PET 聚酯切片	6,225.82	37,286.23	36,250.41		0.08	36,250.49	7,261.56
PE 聚乙烯盖料	264.27	3,860.87	3,976.22	-	3.12	3,979.34	145.80

注：其他领用中，PET 聚酯切片主要系销售领用或搬运损耗；PE 聚乙烯盖料具有一定通用性，标的公司根据生产需要，存在领用部分 PE 聚乙烯盖料生产提手的情况，其 2025 年 1-10 月领用较多主要系一客户需要新型号提手，标的公司领用了 PE 聚乙烯盖料对该提手进行试生产。

从上表可见，报告期内标的公司各主要原材料采购量、领用量和结存量勾稽，符合标的公司业务情况，具有匹配性。

2、瓶装水主要原材料生产消耗量与产品产量的匹配关系

标的公司主要原材料使用过程中可以分为两步：（1）将 PET 聚酯切片加工为半成品瓶坯；将 PE 聚乙烯盖料加工为半成品瓶盖；（2）将瓶坯经过吹瓶等工序形成最终使用的瓶体，灌装饮用水后，进行封盖，形成最终产成品瓶装水。下述以上述两步核心工序分析瓶装水生产过程中，主要原材料生产消耗量与产品产量的匹配关系。

（1）半成品瓶坯及瓶盖生产的主要原材料消耗量与产量的匹配关系

报告期内，半成品瓶坯及瓶盖主要原材料的投入产出情况如下：

单位：吨

材质	项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
PET 聚酯切片	材料生产领用（A）	40,307.65	40,759.98	36,250.41
	当期完工入库瓶坯数量（万个）	247,124.50	247,873.10	219,907.16
	当期完工入库瓶坯折算的耗用量（B）	40,218.52	40,666.25	36,161.86
	折算耗用量/实际耗用量（B/A）	99.78%	99.77%	99.76%
PE 聚乙烯盖料	当期材料领用（A）	4,472.42	4,662.46	4,059.39
	其中：PE 聚乙烯盖料领用	4,386.15	4,567.30	3,976.22
	瓶盖色母领用	86.27	95.16	83.17
	当期完工入库瓶盖数量（万个）	240,919.32	251,442.56	218,757.98
	当期完工入库瓶盖折算的耗用量（B）	4,458.73	4,648.45	4,046.40

材质	项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
	折算耗用量/实际耗用量（B/A）	99.69%	99.70%	99.68%

注 1：当期完工入库瓶坯/瓶盖折算的耗用量，系以不同规格的瓶坯/瓶盖当期完工入库的个数，分别与各自的单位重量相乘后加总得出。
注 2：瓶盖生产过程需要添加色母，占瓶盖重量 2%左右，上表半成品瓶盖耗用的材料领用量包括色母的重量。

（2）瓶装水产成品瓶坯及瓶盖消耗量与产量的匹配关系

①瓶坯及瓶盖半成品各期的生产量、领用量及结存量

报告期内，标的公司瓶坯及瓶盖半成品各期的生产量、领用量及结存量的勾稽情况如下表所示：

单位：万个

2025 年 1-10 月							
半成品类型	期初结存数量	当期完工数量	当期领用数量				期末结存数量
			生产领用	销售领用	其他领用	小计	
瓶坯	17,573.20	247,124.50	250,082.89	103.06	5.48	250,191.43	14,506.27
瓶盖	28,614.25	240,919.32	249,708.79	-	0.08	249,708.87	19,824.70
2024 年度							
半成品类型	期初结存数量	当期完工数量	当期领用数量				期末结存数量
			生产领用	销售领用	其他领用	小计	
瓶坯	16,172.24	247,873.10	246,335.06	128.86	8.23	246,472.14	17,573.20
瓶盖	22,681.17	251,442.56	245,508.77	-	0.70	245,509.47	28,614.25
2023 年度							
半成品类型	期初结存数量	当期完工数量	当期领用数量				期末结存数量
			生产领用	销售领用	其他领用	小计	
瓶坯	16,610.59	219,907.16	220,172.77	169.20	3.53	220,345.50	16,172.24
瓶盖	23,385.46	218,757.98	219,461.92	-	0.35	219,462.27	22,681.17

注：其他领用主要系外部品检、新模具试机。

②产成品瓶装水生产领用的瓶坯及瓶盖半成品的投入产出比情况

报告期内，标的公司产成品瓶装水生产领用的瓶坯及瓶盖对应的投入产出比情况如下：

单位：万个

半成品	项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
瓶坯	半成品瓶坯生产领用（A）	250,082.90	246,335.06	220,172.77
	当期完工入库瓶装水成品数量（B）	249,528.51	245,784.80	219,849.02
	折算耗用量/实际耗用量（B/A）	99.78%	99.78%	99.85%
瓶盖	半成品瓶盖生产领用（A）	249,708.79	245,508.77	219,461.92
	当期完工入库瓶装水成品数量（B）	248,969.37	245,094.31	219,237.09
	折算耗用量/实际耗用量（B/A）	99.70%	99.83%	99.90%

注：润田翠 4.5L 以上大瓶水的瓶盖耗用的材料为非 PE 聚乙烯盖料，相关瓶盖数量占比在 0.5%以下，上表计算的瓶盖折算耗用量与实际耗用量比率仅包括以 PE 聚乙烯盖料生产的瓶盖及其瓶装水数量，因此使用 PE 聚乙烯盖料生产的瓶装水完工入库数量略低于瓶坯相关的瓶装水成品数量。

从上表可见，标的公司各类材料各环节的折算耗用量与实际耗用量之比均在 99.50%以上，且相对稳定。标的公司采取相对成熟的生产线开展业务，产品生产过程中损耗情况较少，使得折算耗用量与实际耗用量之比较高。

综上所述，报告期内标的公司主要原材料采购数量、消耗量与结存量勾稽，与产品产量具有匹配性；标的公司主要产品各期折算耗用量与实际耗用量之比符合业务开展情况，折算耗用量与实际耗用量差异率低，且各期相对稳定，标的公司各类材料成本结转完整。

（二）生产人员数量变化情况，与产销量的匹配性，生产人员平均薪酬，与同区域同行业公司的可比性

1、生产人员数量变化情况，与产销量的匹配性

报告期内，标的公司各期平均生产人员数量与自产产量、销量的匹配情况如下表所示：

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
月均生产人员数量（人）	408.00	434.58	451.33
产量（万吨）	103.01	105.09	99.09
单位人工产量（吨/人/年）	2,524.81	2,418.28	2,195.53
自产产品销量（万吨）	102.05	104.64	99.83
单位人工销量（吨/人/年）	2,501.27	2,407.86	2,211.89

注 1：生产人员数量=各报告期每月员工人数总和 ÷ 报告期月数；

2024 年度，标的公司生产人员数量较 2023 年略有下降，主要系标的公司优

化产线人员配置，采取了减员增效措施；2024 年度，标的公司单位人员产量较 2023 年有所上升，主要系标的公司通过优化排产，提高非满产产线利用率，使得单位人工产量有所提升。2025 年 1-10 月，标的公司生产人员数量较 2024 年有一定下降，主要系标的公司加强了半成品包装与转运工艺优化，将原有人工麻袋装运模式升级为铁笼标准化装运，提高了搬运、清点环节的效率，降低了对生产人员的需求，使得生产人员数量下降；2025 年 1-10 月单位人工产量较上所有所增长，主要系工艺优化以及班次切换、品项切换等生产管理效率提升所致。

标的公司结合市场情况进行产品生产，产品销售情况良好，单位生产人员销量与单位生产人员产量不存在显著差异，未出现滞销的情况。

2、生产人员平均薪酬，与同区域同行业公司的可比性

结合标的公司业务情况，选择江西省内业务规模相对接近的食品饮料生产企业作为同区域可比公司进行比较，可比公司选择情况如下：

证券代码	证券名称	注册地址	业务类型	2024 年收入	2023 年收入
002695.SZ	煌上煌	江西省南昌市	主营卤制食品加工与销售	17.39 亿元	19.21 亿元
001318.SZ	阳光乳业	江西省南昌市	主营乳制品生产与销售	5.19 亿元	5.70 亿元
002991.SZ	甘源食品	江西省萍乡市	主营坚果炒货、休闲食品	22.57 亿元	18.48 亿元

注：可比公司信息取自其公司年度报告。

2023 年和 2024 年，标的公司生产人员平均薪酬与同行业同区域可比公司比较情况如下表所示：

单位：万元/年

类别	公司名称	2024 年度	2023 年度
同行业可比公司	泉阳泉	8.41	8.64
	承德露露	14.40	10.38
	养元饮品	11.56	9.60
	东鹏饮料	18.17	15.34
	农夫山泉	未披露	未披露
	华润饮料	未披露	未披露
	平均值	**13.13**	**10.99**
同区域可比公司	煌上煌	11.24	8.22
	阳光乳业	11.32	10.96
	甘源食品	9.43	7.61

类别	公司名称	2024 年度	2023 年度
	平均值	**10.66**	**8.93**
标的公司		**9.50**	**9.13**
江西省城镇非私营单位就业人员年平均薪酬		9.58	9.28
江西省城镇私营单位就业人员年平均薪酬		5.65	5.52

注 1：鉴于可比公司未披露 2025 年 1-10 月数据，因此未进行比较。
注 2：各期生产人员平均薪酬=各期生产人员职工薪酬总额/生产人员数量；各期生产人员职工薪酬总额=各期应付职工薪酬贷方增加额 - 销售费用中的职工薪酬 - 管理费用中的职工薪酬 - 研发费用中的职工薪酬；生产人员数量=（年初生产人员数量+年末生产人员数量）/2 。从可比口径出发，标的公司亦采取同样的测算方式。东鹏饮料总薪酬中离职后福利金额较大，对根据上述方式计算的生产人员平均薪酬有较大影响。
注 3：江西省城镇就业人员年平均薪酬数据来源于江西省统计局网站披露。

从上表可见，标的公司 2023 年度及 2024 年度生产人员平均薪酬略高于泉阳泉，但低于承德露露、养元饮品、东鹏饮料等同行业可比公司。主要系：（1）泉阳泉主要生产矿泉水，与标的公司产品类似，但标的公司地处江西省，该地区整体经济发展水平高于泉阳泉所在的吉林省，使得标的公司生产人员平均薪酬略高于泉阳泉。（2）承德露露、养元饮品、东鹏饮料等可比公司产品需涉及多种原料的精细化处理，生产流程更长、更为复杂，人工操作的专业性要求也更为严格，而相比之下，标的公司与泉阳泉的生产场景相对简单，使得标的公司生产人员平均薪酬低于承德露露、养元饮品、东鹏饮料。

标的公司生产人员平均工资 2023 年度与同区域可比公司相近，2024 年度略低于同区域可比公司。同区域可比公司阳光乳业、煌上煌食品企业生产工艺较为复杂，原料处理、调配等生产环节需要生产工人具备相应的技术和经验，对生产人员的技能要求较高；而包装饮水生产工艺主要是水处理和灌装，主要通过产线自动化控制，对生产人员的技能要求较低，经过短期培训即可上岗，这也使得包装饮水行业生产人员的薪酬水平与同行业同地区企业比较存在略低的情况。

标的公司生产人员人均薪酬与江西省城镇非私营单位就业人员年平均薪酬相近，年度变动趋势与江西省城镇非私营单位就业人员平均工资保持一致，均呈现同比上升态势，未出现偏离行业水平及区域劳动力市场价格的异常波动，薪酬水平具有合理性。

综上，标的公司生产人员平均薪酬与同行业同区域公司略有差异，差异情况具有合理性。

二、结合报告期内标的公司产能、配套机器设备等变化，说明制造费用保持稳定的合理性；结合标的公司主要运输路线、运输距离、运输频率、运输单价及变化等，说明运费变动较小的合理性，与各销售区域收入增长的匹配性；物流供应商的基本情况，是否与标的公司存在关联关系或其他特殊关系，是否主要为标的公司服务，标的公司与相关供应商是否存在异常资金往来，相关运费的公允性及依据

（一） 结合报告期内标的公司产能、配套机器设备等变化，说明制造费用保持稳定的合理性

报告期内标的公司产能情况如下表所示：

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
产能（万吨）	158.98	198.05	204.53
期末配套机器设备-原值（万元）	39,925.67	43,514.68	49,008.14
期末配套机器设备-净值（万元）	16,564.83	19,194.99	22,510.56
配套机器设备当期折旧（万元）	2,836.82	3,600.80	3,412.40
报告期当期新增配套机器设备（万元）	321.75	861.54	1,794.11
报告期内新增配套机器设备当期新增折旧（万元）	225.19	219.75	107.99

注 1：2025 年 1-10 月产能仅为 1-10 月期间数据。
注 2： 报告期内新增配套机器设备所带来的当期新增折旧，是指自 2023 年 1 月 1 日起新增的配套设备，在报告期各期的本期折旧额相对于上期的净增加部分。
注 3：标的公司于 2025 年新增非生产用体验馆电梯（期末原值为 27.41 万元）

报告期内，标的公司产能配套机器设备的变动情况如下表所示：

单位：万元

期间	类别	期初原值	本期增加	本期减少	期末原值
2024 年度	纯净水产线设备	13,719.29	303.68	-	14,022.97
	矿泉水产线设备	4,815.24	323.03	92.91	5,045.36
	半成品产线设备	14,029.47	119.97	-	14,149.44
	公用设备	5,530.50	265.04	143.81	5,651.73
	老旧设备	10,913.64	-	6,268.46	4,645.18
	小计	**49,008.14**	**1,011.73**	**6,505.19**	**43,514.68**
2025 年 1-10 月	纯净水产线设备	14,022.97	179.97	762.62	13,440.32
	矿泉水产线设备	5,045.36	2.39	-	5,047.75
	半成品产线设备	14,149.45	112.88	-	14,262.33
	公用设备	5,651.73	26.51	-	5,678.24

期间	类别	期初原值	本期增加	本期减少	期末原值
	老旧设备	4,645.17	-	3,148.14	1,497.03
	小计	**43,514.68**	**349.16**	**3,910.76**	**39,925.67**

从上表可见，报告期内，标的公司设备原值下降主要系老旧设备处置的影响。报告期内，标的公司处置的老旧设备已基本计提完折旧，其处置不影响期末配套机器设备净值，基本不影响报告期各期制造费用。

报告期内，标的公司存在更新配套机器设备，新增设备带来了一定的折旧增加额，使得制造费用略有上升，但新增设备增加的折旧相对整体制造费用中占比较低，因此，没有造成制造费用的大幅波动。

综上，报告期内标的公司产能虽略有下降，但因产能下降主要系处置已提完折旧的老旧设备所致，同时，标的公司为优化生产布局、提升设备自动化水平，存在一定的新增设备，使得制造费用未出现下降而保持稳定，具有合理性。

报告期各期，标的公司产能与配套设备原值的匹配分析如下表所示：

单位：万吨、万元

产品类别	所属基地	产能情况			设备原值		
		2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末
纯净水	丰城基地	34.78	41.73	41.73	3,771.42	3,760.15	3,516.80
	九江基地	14.64	17.56	17.56	1,746.03	1,746.03	1,733.30
	昌北基地	39.89	47.87	47.87	4,852.26	4,683.56	4,672.23
	武汉基地	11.40	13.67	13.67	1,117.03	1,117.03	1,080.76
	沈阳基地	12.29	22.02	22.02	1,953.58	2,716.20	2,716.20
	小计	**112.99**	**142.87**	**142.87**	**13,440.32**	**14,022.97**	**13,719.29**
矿泉水	吉安基地	24.59	29.50	29.50	2,257.67	2,257.67	2,131.09
	明月山基地	21.40	25.67	32.15	2,790.08	2,787.69	2,684.15
	小计	**45.98**	**55.18**	**61.66**	**5,047.75**	**5,045.35**	**4,815.24**
合计		**158.98**	**198.05**	**204.53**	**18,488.07**	**19,068.32**	**18,534.53**

注 1：2025 年 1-10 月产能按全年产能/12*10 进行测算。
注 2：上表中相关设备与标的公司产能情况密切相关，除上表中外的其他机器设备与产能关联度不高。

2024 年度，标的公司矿泉水产能略有下降，主要系标的公司宜春明月山生产基地的 1.5L 规格矿泉水产线停产退役所致，由于该条产线于 2023 年末开始不再使用，于 2023 年末开始不再统计入标的公司的产能设备原值，但当期产能仍

旧统计，使得上表呈现出明月山基地矿泉水 2024 年产能下降但设备原值未出现下降的情况；2025 年 1-10 月，标的公司纯净水产能略有下降，主要系标的公司沈阳基地一条纯净水产线停产退役所致，使得 2025 年 10 月末沈阳基地纯净水产能设备原值较上年度下降了 762.62 万元。

从上表可见，标的公司产能与相关设备情况具有匹配性。

中介机构对标的公司固定资产（包括生产设备）进行了盘点，标的公司固定资产真实；中介机构核对了标的公司产能统计表，匹配了标的公司账面机器设备情况，相关生产设备可以支撑标的公司相关产能。

（二）结合标的公司主要运输路线、运输距离、运输频率、运输单价及变化等，说明运费变动较小的合理性，与各销售区域收入增长的匹配性

1、标的公司主要运输路线、运输距离、运输频率、运输单价及变化情况

报告期内，标的公司运费路线较多，选取各期前十大运输线路（共涉及 13 条主要运输线）进行分析。

报告期内，标的公司前十大运输线路情况如下表所示：

序号	主要运输路线	路线编号	运输距离（千米）	运费（不含税，万元）		
				2023 年度	2024 年度	2025 年 1-10 月
1	瑞金市至赣州市	A 路线	85	487.90	477.69	485.17
2	沈阳市至营口市	B 路线	205	444.74	209.42	101.95
3	南昌市至南昌市郊	C 路线	50	395.84	428.01	434.42
4	宜春市至新余市	D 路线	97	373.02	377.33	385.09
5	吉安市内运输	E 路线	107	372.58	392.45	315.16
6	赣州市内运输	F 路线	75	369.77	379.93	385.23
7	南昌市至鹰潭市	G 路线	142	354.28	357.86	462.46
8	九江市至景德镇市	H 路线	90	310.03	368.34	416.75
9	宜春市至抚州市西北部	I 路线	95	295.16	293.44	296.32
10	吉安市至南昌市	J 路线	229	275.86	176.15	156.66
11	沈阳市内运输	K 路线	75	189.55	221.26	205.86
12	宜春市至吉安市	L 路线	202	124.13	108.96	238.24
13	营口市内运输	M 路线	50	0.00	189.05	276.57

序号	主要运输路线	路线编号	运输距离（千米）	运费（不含税，万元）		
				2023 年度	2024 年度	2025 年 1-10 月
合计				**3,992.87**	**3,979.88**	**4,159.88**
总运费				10,799.79	11,240.03	11,256.15
主要运输路线运费占总运费比例				36.97%	35.41%	36.96%

注 1：运输距离取始发仓库距各市区下属的县、区的距离平均值，非实际系参考距离。
注 2：2024 年度，标的公司新增营口委外工厂，因此于 2024 年新增营市内运输 M 路线。

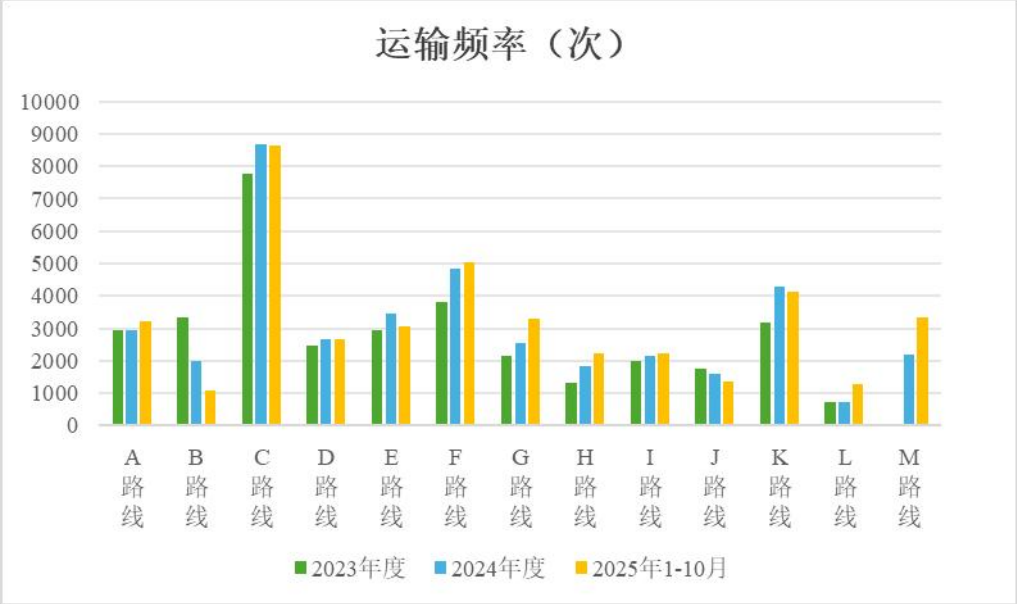
报告期各期，标的公司主要运输线路运费占标的公司整体运费的比重相对较为稳定。

2025 年 1-10 月，标的公司运费金额较 2024 年全年有所增长，主要系 2025 年 1-10 月平均气温较高，标的公司业务规模增长所致。其中 2025 年 1-10 月，G 路线、H 路线和 L 路线运费金额增长较大，主要系标的公司结合自主生产效率提升，增加了自有产能的利用，提高了自主生产的比例，相关产品由自有仓库发出，使得 G 路线等自有仓库发出线路运费有所增长，但被替代路线（如 E 路线等委外仓库发出线路）运费有所下降。

J 路线主要系将标的公司于吉安自有基地生产的矿泉水产品运输至南昌市区，2024 年度，该路线运费下降较大，主要系运输单价下降的影响。2024 年度，标的公司对物流供应商进行了重新招标，远孚物流集团有限公司为了打入标的公司运输服务商体系，报价较低中标，使得该线路运费单价下降较大，该线路平均单价自 2023 年度的 51.63 元/百公里.吨下降至 2024 年度的 33.00 元/百公里.吨，使得整体运费下降较大。

报告期各期，标的公司主要运输线路运输频率、运输单价及运费总额分析如下：

（1）主要运输路线运输频率

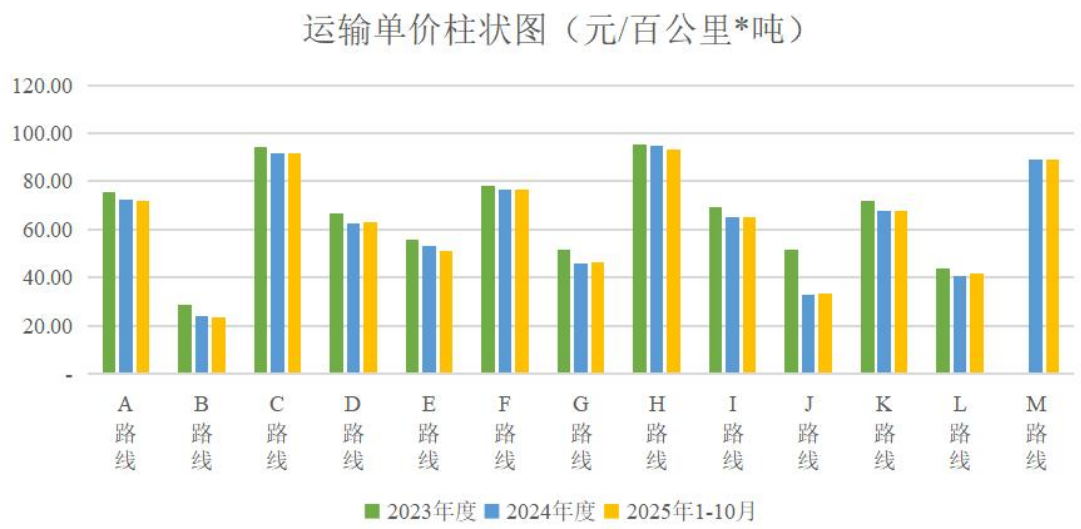


2024 年度，标的公司整体运输频率较 2023 年度显著增长，这一变化源于标的公司销量提升所带来的运量需求增加。其中，B 路线 2024 年运输频率及运费较 2023 年均有较大减少，主要系标的公司于 2024 年新增营口委外工厂，该工厂的运输半径能够直接辐射营口销售区域，因此，标的公司在 2024 年新增营口市内运输 M 路线，分流了 B 路线的部分运输需求。

2025 年 1-10 月，标的公司部分线路运输频率继续上升，主要系 2025 年 1-10 月平均气温较高，标的公司瓶装水业务量继续增长所致，其中 G 路线、H 路线和 L 路线上升较为明显，主要系标的公司提高自主生产比例，发货仓库变更所致。

整体来讲，标的公司主要运输路线运输频率有所增长，与标的公司业务规模扩大的情况相符。

（2）主要运输路线运输单价



从上表可见，标的公司 2024 年度平均运费单价较 2023 年度存在下降趋势，2025 年 1-10 月平均运费单价保持了相对稳定。2024 年度，标的公司对运输服务供应商进行了重新招标，选择了运费单价更低的供应商提供服务，使得平均运费单价有所下降。

2024 年度，货物物流市场整体竞争加剧。根据中物联货运物流分会发布的《2025 年中国公路货运发展报告》，“2024 年，公路货运市场价格总体低迷，年均运价较上年下降 2.7%。长期来看，供过于求的状态短期内难以改善，挤压运价上涨空间。”因此，在 2024 年度标的公司对运输服务供应商的招标中，中标企业中标运价均较以前有所下降，具有合理性。

综上所述，由于标的公司运输单价 2024 年有所下降，但标的公司整体运量需求增加、运输频率增加，使得标的公司报告期内主要运输路线的运输费用呈现出有增有降的不同情况。2025 年 1-10 月因业务量增长，标的公司运输费用继续增长。

2、运费变动较小的合理性，与各销售区域收入增长的匹配性

2024 年度，标的公司运费金额较 2023 年度变动较小，主要系运输单价下降及标的公司业务量上升使得运量增加的综合影响。

报告期内，标的公司运费按销售区域的划分情况如下表所示：

单位：万元

区域	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度

区域	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
江西地区	7,675.29	7,505.26	7,379.82
东北地区	1,256.68	1,304.34	1,264.33
华东地区（除江西地区）	707.36	677.62	612.23
其他地区	987.25	942.94	820.74
线上销售	629.56	809.87	722.66
合计	**11,256.15**	**11,240.03**	**10,799.79**

从上表可见，随着标的公司业务规模的上升，标的公司各区域的运费规模均呈现上升的趋势。

2024 年度，标的公司各区域运费增长率与收入增长率的比较情况如下表所示：

区域	运费增长率	收入增长率
江西地区	1.70%	7.46%
东北地区	3.16%	18.37%
华东地区（除江西地区）	10.68%	16.93%
其他地区	14.89%	25.54%
线上销售	12.07%	14.79%
合计	**4.08%**	**10.19%**

报告期内，除了线上销售运费增长率与收入增长率趋同外，其他销售区域运费增长速度均低于收入的增长速度，主要系标的公司 2024 年度重新招标，使得运费单价下降，一定程度降低了运量增长导致的运费增长。

综上所述，报告期内，标的公司销售规模增加，运量增长，但由于标的公司 2024 年度通过重新招标，降低了运费单价，综合使得标的公司运费增长率低于收入增长率。整体来讲，标的公司运费变动较小具有合理性，与各销售区域收入增长具有匹配性。

（三）物流供应商的基本情况，是否与标的公司存在关联关系或其他特殊关系，是否主要为标的公司服务，标的公司与相关供应商是否存在异常资金往来，相关运费的公允性及依据

1、物流供应商的基本情况，是否与标的公司存在关联关系或其他特殊关系，是否主要为标的公司服务，标的公司与相关供应商是否存在异常资金往来

报告期内，标的公司各期费用金额在 100 万元以上的主要供应商情况如下：

单位：万元

物流供应商	2025 年 1-10 月		2024 年度		2023 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
江西翰鹏物流有限公司	7,501.51	66.64%	7,192.13	63.99%	8,609.34	79.72%
江西铭驰物流有限公司	1,983.63	17.62%	2,035.13	18.11%	874.37	8.10%
远孚物流集团有限公司	572.73	5.09%	573.64	5.10%	-	-
南昌市旺缘物流运输有限公司	552.51	4.91%	536.76	4.78%	492.00	4.56%
湖北京邦达供应链科技有限公司	364.12	3.23%	-	-	-	-
杭州菜鸟供应链管理有限公司	226.01	2.01%	832.07	7.40%	756.36	7.00%
合计	**11,200.51**	**99.51%**	**11,169.73**	**99.37%**	**10,732.07**	**99.37%**

注：江西翰鹏物流有限公司以下简称“江西翰鹏”；江西铭驰物流有限公司以下简称“江西铭驰”；远孚物流集团有限公司以下简称“远孚物流”；南昌市旺缘物流运输有限公司以下简称“南昌旺缘”；湖北京邦达供应链科技有限公司以下简称“湖北京邦达”；杭州菜鸟供应链管理有限公司以下简称“杭州菜鸟”。

标的公司上述主要物流供应商的基本情况如下表所示：

物流供应商	成立日期	注册资本	注册地	股权结构	开始合作时间	是否与标的公司存在关联关系或其他特殊关系	是否主要为标的公司服务
江西翰鹏物流有限公司	2019-01-08	500 万人民币	江西吉安	王玉明 60.00%，魏建华 40.00%	2015 年	否	是，标的公司业务占比约 70-80%
江西铭驰物流有限公司	2018-06-07	200 万人民币	江西吉安	王秋华 50.00%，王翩 50.00%	2015 年	否	是，标的公司业务占比约 80%
远孚物流集团有限公司	2010-12-14	6,560.1676 万人民币	上海虹口	李勇洪 49.5414%，西藏榕安成长投资中心（有限合伙）10.5937%，张林 7.6218%，苏燕 7.3664%，厦门德韬大家居产业投资并购基金合伙企业（有限合伙）5.8653%等	2024 年	否	否
南昌市旺缘物流运输有限公司	2006-05-10	200 万人民币	江西南昌	刘克勇 80.00%，刘洋 20.00%	2015 年	否	是，标的公司业务占比约 80%
湖北京邦达供应链科技有限公司	2017-08-03	500 万人民币	湖北武汉	北京京邦达贸易有限公司 100%	2025 年	否	否
杭州菜鸟供应链管理有限公司	2016-10-27	5,000 万人民币	浙江杭州	浙江菜鸟供应链管理有限公司 100%	2021 年	否	否

注：标的公司于 2015 年 7 月开始与江西翰鹏的同控企业江西瑞通物流有限公司开始合作， 2019 年 4 月以江西翰鹏主体与标的公司继续合作；标的公司于 2015 年开始与江西铭驰的同控企业南昌县永通汽车运输有限公司开始合作，后于 2018 年 6 月以江西铭驰主体与标的公司继续合作。

报告期内，标的公司物流供应商稳定，不存在较大变动。其中，江西翰鹏、江西铭驰、远孚物流、南昌旺缘为标的公司的主要物流供应商，其提供的运输服务金额占各期运费金额的比重达到 90%以上，上述四家物流供应商与标的公司之间签署了为期三年的长期合作协议，且分别对应指定的生产工厂和划定的运输覆盖片区，与标的公司长期稳定合作。标的公司每 3 年对物流供应商进行招标，2024 年度，标的公司就 2024 年-2026 年期间的服务进行了重新招标，标的公司根据供应商资质、运力、价格综合考量，于 2024 年与

远孚物流开始建立合作，并与同期中标的其他合作方均签署了为期三年的合作协议。

湖北京邦达（京东物流子公司）、杭州菜鸟（阿里物流体系）系标的公司饮用水电商物流供应商。湖北京邦达采用京东物流落揽收配送，杭州菜鸟采用丹鸟落地配揽收配送，提供全国范围内的仓储与配送一体化服务、全国仓储网络及配送资源。2025 年度，标的公司就 2025 年起为期一年的饮用水电商物流服务进行了招标，标的公司从资质等级、服务能力、投标报价、增项服务能力及技术能力等方面进行综合考量，于 2025 年与湖北京邦达开始建立合作，并签署了为期一年的合作协议。

上述物流供应商与标的公司不存在关联关系或其他特殊关系，江西翰鹏、江西铭驰和南昌旺缘主要为标的公司服务，主要系标的公司为本地快消品大品牌，合作稳定，结算及时，其余物流供应商不存在主要为标的公司服务的情况，标的公司与上述供应商不存在异常资金往来。

2、相关运费的公允性及依据

标的公司主要通过公开招标的方式选择物流供应商，并从承运资质、承运能力、承运价格、运输过程中的卫生管理等多维度进行考察，以确定符合运输条件的物流供应商。合作过程中，标的公司对各物流供应商的运输时效性、安全性等方面进行持续考核，如因物流供应商原因导致货物出现未按时送达、串货、短少、破损、淋湿、污染或灭失等情况，则标的公司可对其采取违约金处罚、没收保证金、追偿损失等措施。

标的公司于 2024 年度对非电商类物流供应商进行了重新招标，各投标供应商针对不同标段的投标单价对比情况如下表所示：

单位：元/吨

标段划分	江西翰鹏	江西铭驰	远孚物流	南昌旺缘	未中标企业最低报价	中标价与外部企业最低报价差异率	所有中标企业中未中标企业最低报价	中标价与所有中标企业中未中标企业的最低报价差异率
标段一	105.69	101.86	***79.73***	111.5	86.58	-8.59%	101.86	-27.76%
标段二	46.93	44.25	59.25	***43.43***	40.94	5.73%	44.25	-1.89%
标段三	***150.27***	153.68	154.44	167.40	213.59	-42.14%	153.68	-2.27%
标段四	***59.11***	63.27	103.36	72.28	59.34	-0.39%	63.27	-7.04%
标段五	***83.50***	85.26	101.18	95.06	87.30	-4.55%	85.26	-2.11%
标段六	65.23	***65.22***	67.89	73.29	69.25	-6.18%	65.23	-0.02%
标段七	***314.26***	342.90	660.45	334.90	不适用	不适用	334.9	-6.57%
标段八	2.61	***2.50***	2.55	2.79	2.69	-7.60%	2.55	-2.00%
标段九	***245.12***	249.02	295.19	390.88	266.34	-8.66%	249.02	-1.59%

注 1：标的公司针对地理区域不同，将运输情况划分为九个标段。各标段中亦涉及多条线路。上述单价系综合平均单价。
注 2：各标段最终中标供应商以加粗、斜体、加下划线进行列示。未中标供应商此处称为外部企业。
注 3：标段二最低报价企业因对其所投标段二的物流业务未做充分了解，对运输过程中存在的装卸时效和禁行压车、物流时效等特殊性情况未充分考虑，且不认同物流服务合同中的时效性要求以及考核指标等条款，其决定自动放弃标段二的投标，后由投标报价排名第三低的江西铭驰替补进入竞争性谈判，后经竞争性谈判确定了南昌旺缘中标。

标的公司于 2024 年度对物流供应商进行了重新招标，江西翰鹏、江西铭驰、远孚物流和南昌旺缘于不同标段中标。同时，外部企业京东物流运输有限公司（京东物流体系）、杭州菜鸟橙运供应链管理有限公司（阿里物流体系）、芜湖安得智联科技有限公司（安得智联子公司，安得智联于 2025 年 8 月申请 H 股上市）、四川省纵达物流有限责任公司（系国家 4A 级综合物流服务商）等多家物流供应商参与了投标，但未中标。

从中标企业中标标段的价格比较来看，其中：

（1）远孚物流因之前未曾与标的公司有业务合作，将标段一作为战略合作切入点，希望通过该标段的成功合作，成为标的公司长期的物流合作伙伴，因此采取低价报价策略。虽然报价较低，但与未中标企业最低报价差异率较小，符合市场行情。同时，标段一整体运费规模在 500 万左右，金额相对于其他标段较小。远孚物流系中国 5A 级综合型物流供应链服务商，2024 年中国民营物流企业排名第 32 名，系国内知名的物流公司，与标的公司不存在关联关系。

（2）江西翰鹏、江西铭驰和南昌旺缘自 2015 年开始即为标的公司提供服务，与标的公司有良好的合作基础，对其负责的运输线路熟悉，与其负责的标段均有足够长期合作的司机资源（比如司机离配送点距离近，可以减少无效里程，亦能形成成本优势等）完成服务。同时，该三家企业均为江西当地中小型物流服务商，相较于京东物流运输有限公司等大型运输企业，管理链条短，管理成本低。从上表可见，除江西翰鹏中标的标段三外，其余标段的中标价和外部企业及已中标企业中的其他三家企业的最低值不存在显著差异。

（3）江西翰鹏因其对成本费用的管控能力较强，以相对较低的报价与标的公司达成多个标段合作。根据与江西翰鹏的电话访谈了解，其通过如下方式控制成本：首先，运力配置采取稳健资产策略，选用品质可靠的商用二手车，将固定资产的管控效率最大化。其次，其公司推行“扁平化组织架构”与“高人均效能”管理模式，管理层级压缩带来了决策链条的缩短，将管理成本控制在低水平。最后，江西翰鹏与司机建立良好互信关系，采用“日结制”薪酬模式以增强其议价能力。上述因素，使得其具有较高的成本优势，能以相对较低的价格中标。同时，标段三除中标企业外，未中标企业芜湖安得智联科技有限公司和四川省纵达物流有限责任公司对标段三进行了投标，但由于该两家公司均系大型企业，因此报价较高，同时远孚物流于该标段报价来看，其投标价与江西翰鹏差异也较小，结合江西翰鹏的成本管控能力，江西翰鹏于标段三报价相对较低，具有合理性。

整体来讲，标的公司的主要物流供应商均非标的公司关联方，标的公司作为国资控股企业，通过招投标方式选聘其物流供应商，

相关运输单价经竞价后确定，运输单价具有公允性。

标的公司于 2025 年度对饮用水电商物流供应商进行了重新招标，北京京邦达贸易有限公司（京东物流）、杭州菜鸟（阿里物流体系）、广州顺丰速运有限公司和天津全程德邦物流有限公司进行了投标。标的公司结合各投标公司的资质等级、服务能力、投标报价、增项服务能力及技术部分等进行了综合评估。北京京邦达贸易有限公司、杭州菜鸟递交的服务方案、报价等文件材料满足标的公司电商物流的采购需求，两家公司的综合实力和人员配置较为全面，均采用落地配揽收货物，货物无周转，保障货物完整如新的同时，配送服务非常好且送货入户，广州顺丰速运有限公司和天津全程德邦物流有限公司的服务方案有所欠缺；结合北京京邦达贸易有限公司、杭州菜鸟提交的物流运输报价表并结合公司 2025 年预估销量进行综合分析计算，北京京邦达贸易有限公司报价更优，因此北京京邦达贸易有限公司最终中标，标的公司因此与北京京邦达贸易有限公司建立了合作。北京京邦达贸易有限公司最终中标后，指定其全资子公司湖北京邦达向标的公司提供饮用水电商物流服务。

综上所述，标的公司主要物流供应商与标的公司不存在关联关系或其他特殊关系，江西翰鹏物流有限公司、江西铭驰物流有限公司和南昌市旺缘物流运输有限公司主要为标的公司服务，其余物流供应商不存在主要为标的公司服务的情况，标的公司与相关供应商不存在异常资金往来，相关供应商运输单价具有公允性。

三、委托加工费与委托加工销量之间的匹配性，结合（1）-（3）综合分析标的公司成本结转完整性

（一）委托加工费与委托加工销量之间的匹配性

报告期内，标的公司委托加工费与委托加工量之间的匹配情况如下表所示：

单位：万元，万吨，元/吨

项目		2025 年 1-10 月	2024 年	2023 年
纯净水	委托加工金额	9,886.47	10,400.45	9,088.19
	委托加工数量	78.34	81.98	72.30
	委托加工销量	78.32	81.23	71.93
	产销率	99.97%	99.09%	99.49%
	委托加工单价	126.20	126.86	125.71
矿泉水	委托加工金额	726.55	488.25	81.76
	委托加工数量	3.23	2.25	0.51
	其中：瓶装水加工数量	2.96	1.97	0.27
	桶装水加工数量	0.27	0.27	0.23
	委托加工销量	2.96	2.23	0.42
	产销率	91.64%	99.11%	82.35%
	委托加工单价	225.08	217.27	161.19
饮料	委托加工金额	1,012.53	747.22	-
	委托加工数量	0.75	0.32	-
	委托加工销量	0.62	0.27	-
	产销率	82.67%	84.38%	-
	委托加工单价	1,351.02	2,345.03	-

从上表可见，报告期内，标的公司纯净水的委托加工单价保持了相对稳定，委托加工金额增加主要系标的公司业务增长对委托加工量的增长。

报告期内，标的公司矿泉水委托加工单价持续上升，主要系桶装矿泉水委托加工量占比下降所致。报告期内，标的公司扩大了瓶装矿泉水的委托加工量，瓶装矿泉水委托加工量占比上升，而瓶装矿泉水委托加工单价较桶装水更高，使得矿泉水的平均委托加工单价持续上升。

报告期内，标的公司 2025 年 1-10 月饮料产品委托加工单价较 2024 年度显著下降，主要系 2025 年 1-10 月标的公司新增电解质饮料、茶饮料的委托加

工业务，使委托加工单价较高的蜂蜜水委托加工量在整体饮料委外加工量中的占比降低，进而拉低了饮料产品整体委托加工单价。

报告期内，标的公司委托加工产品产销率整体较高，符合标的公司利用委托加工补充产能的特点。

整体来讲，标的公司委托加工费与委托加工量具有匹配性。

（二）结合（1）-（3）综合分析标的公司成本结转完整性

结合本题前述分析，标的公司材料成本结转完整；生产人员人数变化与标的公司业务发展情况相符，生产人员平均薪酬与同行业可比公司略有差异但处于合理区间；标的公司制造费用变动合理；标的公司运费单价下降及运量增长综合导致标的公司运费变动较小，运费完整、运输单价公允；标的公司委托加工费与委托加工量具有匹配性，委托加工费完整。

综上，标的公司成本结转具有完整性。

四、结合单价和成本变化及原因，分析标的公司各类产品毛利率变化的原因，具体说明矿泉水运费和原材料采购价格变动情况、原因以及对毛利率的具体影响

（一）结合单价和成本变化及原因，分析标的公司各类产品毛利率变化的原因

报告期内，标的公司主要产品的销售单价、单位成本及毛利率变化情况如下：

产品类型	项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
纯净水	销售收入（万元）	99,121.38	97,230.49	88,398.99
	销售数量（万吨）	165.96	168.46	153.96
	销售单价（元/吨）	**597.25**	**577.18**	**574.19**
	单位成本（元/吨）	**370.42**	**371.59**	**373.25**
	毛利率	**37.98%**	**35.62%**	**34.99%**
矿泉水	销售收入（万元）	23,225.90	26,662.26	25,249.38
	销售数量（万吨）	17.37	19.64	18.23
	销售单价（元/吨）	**1,337.42**	**1,357.72**	**1,384.97**
	单位成本（元/吨）	**748.94**	**794.30**	**823.41**
	毛利率	**44.00%**	**41.50%**	**40.55%**

1、纯净水

从销售单价来看：2023 年和 2024 年，标的公司纯净水平均销售单价较为稳定。2025 年 1-10 月平均销售单价较 2024 年有所增长，主要系瓶装水和桶装水产品销售结构的影响。因 2025 年平均气温较高，使得瓶装水销售增长较大，而桶装水客户主要为企业及家庭用户，客户需求相对稳定，使得 2025 年 1-10 月高单价的瓶装水销售量（吨）占比达到了 74.69%，较上期 71.59%上升了 3.1 个百分点，使得综合平均单价有所增长。具体情况参见本回复之“问题 6.关于销售模式与客户”之“七、不同销售模式下，销售价格和毛利率情况及差异原因，是否与同行业公司可比；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；结合标的公司销售价格、经销商终端销售价格等，说明经销商毛利率情况、合理性及变动原因”。

从单位成本来看： 2024 年与 2023 年相比，标的公司纯净水单位成本因规模效应略有下降。2025 年 1-10 月，因材料成本下降、旺季规模效应等因素，标的公司纯净水单位成本有所下降。

上述情况，综合使得标的公司纯净水毛利率有所上升。

2、矿泉水

报告期内，标的公司矿泉水产品销售单价略有下降，单位成本有所下降，毛利率持续上升。

标的公司矿泉水销售单价略有下降，主要系受消费降级影响，2024 年开始，标的公司采取了一定的降价促销手段来提高市场竞争力。

标的公司矿泉水产品单位成本有所下降，主要原因系：1、矿泉水产品需要依靠水源地生产，运费成本占比相对较高，标的公司于 2024 年度对运输公司进行了重新招标，运输单价有所下降；2、随着标的公司采购规模的扩大，部分矿泉水核心原材料成本有所下降；3、2025 年 1-10 月未涵盖 11-12 月的业务淡季，因此 1-10 月的单位固定成本一般较全年会略低。

3、标的公司主要产品毛利率变动的综合原因分析

报告期内，标的公司纯净水及矿泉水毛利率均有所上升，主要系运费成本下

降、生产规模效应以及材料成本下降等成本端的综合影响，具体情况如下：

（1）运费成本下降的影响

2024 年度，标的公司对物流运输公司进行了重新招标，使得标的公司整体运费成本有所下降，具体情况参见本题之“（二）结合标的公司主要运输路线、运输距离、运输频率、运输单价及变化等，说明运费变动较小的合理性，与各销售区域收入增长的匹配性”相关内容。

2023 年度，标的公司产品总销量为 172.19 万吨，总运费为 10,799.79 万元，综合平均运费单价为 62.72 元/吨；2024 年度，标的公司产品总销量为 188.36 万吨，总运费为 11,240.03 万元，综合平均运费单价为 59.67 元/吨，综合平均运费单价下降了 5.11%。若以 2023 年平均运费单价模拟测算 2024 年度总运费，则 2024 年模拟总运费为 11,814.34 万元，较 2024 年实际运费高 574.31 万元，占 2024 年度标的公司主营业务收入的比重为 0.46%。

运费下降，系标的公司主要产品毛利率均上升的原因之一。

（2）规模效应及工艺优化等降低了单位固定成本

报告期内，标的公司自主生产产品总重量分别为 99.09 万吨、105.09 万吨和 103.01 万吨，自主生产产量逐年增加，生产规模效应增加；同时，标的公司通过工艺优化等，报告期内平均生产人员人数自 2023 年的 451.33 人下降至 2025 年 1-10 月 408 人。上述情况，使得标的公司单位制造费用及人工成本有所下降。具体情况，参见本回复之“问题 7.关于生产模式与供应商”之“三、不同产品委托加工价格的公允性及变动原因，委托加工单价与自产成本的差异，进一步说明采用委托加工模式而未自建产能的原因及合理性”之“（二）委托加工单价与自产成本的差异”中标的公司自产成本相关内容。

（3）材料成本下降

报告期内，标的公司主要材料各期的采购成本如下：

单位：元/吨

项目	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年
	单价	变动幅度	单价	变动幅度	单价
PET 聚酯切片	5,770.21	-7.29%	6,223.95	2.85%	6,051.35

项目	2025 年 1-10 月		2024 年		2023 年
	单价	变动幅度	单价	变动幅度	单价
PE 聚乙烯盖料	8,515.95	-4.40%	8,908.09	-3.34%	9,216.19
热收缩膜	9,605.72	-2.47%	9,848.66	-4.16%	10,276.62

从上表可见，除了 2024 年度 PET 聚酯切片采购平均单价略有上升外，主要材料于报告期各期均处于下降趋势，2025 年 1-10 月主要材料采购单价均较上期下降且 PET 聚酯切片采购单价较上期下降了 7.29%。

材料成本下降，系标的公司 2025 年 1-10 月毛利率上升的最主要原因。

4、同行业可比公司比较情况

承德露露和养元饮品的产品销售，受节假日影响更大，与标的公司包装饮用水产品受天气影响大有所差异；H 股上市公司不披露三季度报告。以泉阳泉和东鹏饮料 2023 年、2024 年和 2025 年 1-9 月的毛利率与标的公司比较情况如下：

可比公司	2025 年 1-9 月	2024 年度	2023 年度
泉阳泉-矿泉水业务	不适用	44.68%	39.47%
泉阳泉	36.17%	31.91%	32.42%
东鹏饮料	45.17%	44.82%	43.07%

从上表可见，泉阳泉矿泉水业务和东鹏饮料 2024 年相较于 2023 年，毛利率均呈现上升的趋势；2025 年 1-9 月，由于泉阳泉未披露收入分类别的情况，以其整体毛利率和东鹏饮料来看，可比公司毛利率亦处于上升的趋势。

因此，标的公司的毛利率变化情况，与同行业可比公司变动情况相似，具有合理性。

综上所述，标的公司各类产品毛利率变化，符合标的公司业务开展情况，具有合理性。

（二）具体说明矿泉水运费和原材料采购价格变动情况、原因以及对毛利率的具体影响

报告期内，标的公司矿泉水单位成本变动情况如下表所示：

单位：元/吨

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度

	金额	变动率	金额	变动率	金额
单位材料成本	376.45	-7.39%	406.50	-2.84%	418.39
单位运费	158.60	-2.13%	162.05	-9.61%	179.28
单位其他成本	213.88	-5.26%	225.75	0.00%	225.74
单位成本	748.94	-5.71%	794.30	-3.53%	823.41

报告期内，标的公司矿泉水毛利率分别为 40.55%、41.50%和 44.00%，毛利率有所上升，主要受成本下降的影响。2024 年毛利率略有上升，主要受单位材料成本及运费下降的综合影响，2025 年 1-10 月毛利率略有上升，主要受材料成本下降、运费下降等导致的单位成本下降的影响。

矿泉水产品较纯净水产品单价更高且定位更为高端，因此其对于外部包材的要求比纯净水更高；同时，矿泉水产品依托于水源地生产，运费对矿泉水产品的影响更大。

1、矿泉水产品直接材料成本变动情况

报告期内，标的公司矿泉水产品以瓶装矿泉水为主，瓶装矿泉水产品收入及成本占矿泉水产品整体的比重在 95%以上，下述以瓶装矿泉水产品直接材料成本情况进行分析。

报告期内，标的公司瓶装矿泉水产品的直接材料构成占比情况如下表所示：

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
PET 聚酯切片	54.96%	54.05%	51.94%
纸箱	15.23%	15.97%	16.83%
标签	12.96%	13.21%	13.76%
PE 聚乙烯盖料	7.16%	7.58%	7.83%
热收缩膜	7.77%	7.60%	7.95%
其他	1.92%	1.59%	1.68%
合计	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**

从上表可见，由于矿泉水产品较纯净水产品定位更高，因此矿泉水产品的成本构成中，纸箱、标签等成本占比相对较高。

报告期内，标的公司瓶装矿泉水主要原材料的采购价格及变动情况如下表所示：

项目	2025 年 1-10 月		2024 年度		2023 年度
	单价	变动幅度	单价	变动幅度	单价
PET 聚酯切片（元/吨）	5,770.21	-7.29%	6,223.95	2.85%	6,051.35
4.7L*2 润田翠天然含硒矿泉水纸箱（五层）（元/个）	2.61	-2.25%	2.67	-4.30%	2.79
润田翠矿泉水 500ML*24 白瓶纸箱（元/个）	2.57	-2.28%	2.63	-4.01%	2.74
4.7L*2 润田翠矿泉水标签（元/张）	0.5742	-1.32%	0.5819	-1.70%	0.5920
润田翠矿泉水 500ML 精品标签（元/张）	0.0867	-1.07%	0.0877	-0.94%	0.0885
PE 聚乙烯盖料（元/吨）	8,515.95	-4.40%	8,908.09	-3.34%	9,216.19
热收缩膜（元/吨）	9,605.72	-2.47%	9,848.66	-4.16%	10,276.62

注：纸箱及标签情况以主要核心品项产品进行示例。

从上表可见，随着市场行情变动，报告期内，除 PET 聚酯切片 2024 年采购单价略有上升外，标的公司矿泉水产品的其他核心原材料采购单价均出现下降；而 2025 年 1-10 月主要原材料单价均处于下降的趋势。

标的公司矿泉水产品部分核心原材料成本下降使得标的公司矿泉水产品的单位成本有所下降，一定程度提高了标的公司矿泉水产品毛利率。

2、矿泉水产品运费成本变动情况

报告期内，标的公司矿泉水运费成本如下表所示：

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
运费金额（万元）	2,754.29	3,182.29	3,268.42
销售重量（万吨）	17.37	19.64	18.23
运费单价（元/吨）	158.60	162.05	179.28
运费单价变动率	-2.13%	-9.61%	-

2024 年度，标的公司矿泉水平均运费单价下降了 9.61%，主要系 2024 年度标的公司对物流供应商进行重新招标，运费单价下降所致。运费单价下降，降低了标的公司矿泉水产品成本，提高了标的公司矿泉水产品毛利率。2025 年 1-10 月，标的公司矿泉水运费单价较上年度下降了 2.13%，主要系标的公司于 2025 年上半年电商业务变更了物流服务商，由湖北京邦达供应链科技有限公司（京东物流下属公司）替换了原杭州菜鸟供应链管理有限公司，运费价格有所下降所致。具体情况参见本题回复之“二、结合报告期内标的公司产能、配套机器设备等变

化，说明制造费用保持稳定的合理性；结合标的公司主要运输路线、运输距离、运输频率、运输单价及变化等，说明运费变动较小的合理性，与各销售区域收入增长的匹配性；物流供应商的基本情况，是否与标的公司存在关联关系或其他特殊关系，是否主要为标的公司服务，标的公司与相关供应商是否存在异常资金往来，相关运费的公允性及依据”相关内容。

综上所述，报告期内，标的公司矿泉水产品运费单价有所下降、部分核心原材料单价因采购规模扩大而有所下降，使得标的公司矿泉水产品平均单位成本有所下降，提高了标的公司矿泉水产品的毛利率。

五、量化分析委托加工比例变化对标的公司各类产品毛利率的影响

（一）报告期内委托加工比例变化对标的公司各类产品毛利率的影响

报告期内，标的公司各类产品委托加工占比及毛利率情况如下：

产品类别	项目	2025 年 1-10 月		2024 年度		2023 年	
		收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
纯净水	委托加工	40.19%	28.80%	41.55%	29.80%	39.55%	30.34%
	自产	59.81%	44.15%	58.45%	39.76%	60.45%	38.04%
	小计	**100.00%**	**37.98%**	**100.00%**	**35.62%**	**100.00%**	**34.99%**
矿泉水	委托加工	12.89%	36.53%	8.08%	31.76%	0.97%	24.52%
	自产	87.11%	45.11%	91.92%	42.35%	99.03%	40.70%
	小计	**100.00%**	**44.00%**	**100.00%**	**41.50%**	**100.00%**	**40.55%**
饮料	**委托加工**	**100.00%**	**40.94%**	**100.00%**	**35.90%**		
标的公司整体情况	委托加工	36.28%	29.97%	35.05%	30.08%	30.98%	30.30%
	自产	63.72%	44.39%	64.95%	40.54%	69.02%	38.89%
	小计	**100.00%**	**39.16%**	**100.00%**	**36.87%**	**100.00%**	**36.23%**

标的公司于 2024 年开始采用委托加工的模式开展饮料业务，2024 年和 2025 年 1-10 月的毛利率分别为 35.90%和 40.94%。

从上表可见，报告期内，标的公司纯净水及矿泉水委托加工毛利率均低于自产毛利率，主要系委托加工单位成本高于自产成本，具体情况参见问题 7 回复之“三、不同产品委托加工价格的公允性及变动原因，委托加工单价与自产成本的差异，进一步说明采用委托加工模式而未自建产能的原因及合理性”之“（二）委托加工单价与自产成本的差异”相关内容。

报告期内，标的公司委托加工纯净水毛利率有所下降，主要受标的公司东北区域委托加工的收入占比较高而东北区域毛利率相对较低影响，报告期内，标的公司纯净水委托加工中东北区域的占比分别为 8.96%、15.25%和 18.56%，随着标的公司东北区域收入占比上升，纯净水委托加工的毛利率有所下降；标的公司自产纯净水报告期内毛利率略有上升，主要系标的公司产能利用率提高带来的规模效应、运费成本及材料成本下降的综合影响。

标的公司委托加工矿泉水规模整体较小，2023 年至 2025 年 10 月，标的公司委托加工矿泉水收入分别为 244.42 万元、2,153.69 万元和 2,994.19 万元。2023 年，标的公司委托加工矿泉水以销售桶装水为主，收入规模较小；随着标的公司矿泉水业务规模增长，标的公司吉安基地瓶装矿泉水产能利用率处于较高水平，标的公司于 2023 年下半年开始引入江西博达天然矿泉水有限公司等瓶装矿泉水委外加工商，作为产能的补充，使得委托加工收入增长，委托加工矿泉水收入占比上升到 8%左右，毛利率回归到相对正常的水平。标的公司委托加工矿泉水及自产矿泉水毛利率有所上升，一定程度受到运费下降及部分原材料成本下降的影响，具体情况参见本题之“（二）具体说明矿泉水运费和原材料采购价格变动情况、原因以及对毛利率的具体影响”。

2024 年至 2025 年 1-10 月，委托加工矿泉水毛利率上升了 4.77%，自产矿泉水毛利率上升了 2.76%，委托加工矿泉水毛利率较自产毛利率上升幅度高 2.01%，以 2025 年 1-10 月委托加工矿泉水收入测算，毛利影响约 60 万元，金额较小，主要系标的公司为了拓展西南区域等非优势区域市场矿泉水业务，2024 年度给予部分客户相对较低的价格推广市场，使得 2024 年度毛利率略低。

2025 年 1-10 月，标的公司饮料毛利率较 2024 年度上升了 5.04%，主要系 2025 年新增了毛利率较高的电解质饮料和茶饮料产品所致，具体情况如下：

类别	2025 年 1-10 月		2024 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
电解质饮料	36.28%	44.25%	不适用	不适用
蜂蜜水	18.01%	32.98%	41.05%	31.33%
苏打水	41.30%	41.22%	58.95%	39.08%
茶饮料	4.41%	43.50%	不适用	不适用

类别	2025 年 1-10 月		2024 年	
	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
合计	**100.00%**	**40.94%**	**100.00%**	**35.90%**

从上表可见，标的公司于 2025 新增了电解质饮料及茶饮料，新产品毛利率较蜂蜜水和苏打水更高，拉高了标的公司的饮料产品毛利率。同时蜂蜜水和苏打水毛利率略有上升，主要受委托加工单价下降及材料成本下降的影响。

报告期内，各类产品委托加工和自产毛利率各期的波动，受销售区域结构、产品销售结构、客户定价、成本差异等各种因素的综合影响。标的公司在向客户销售产品时，产品来源于委托加工或自产，并非标的公司销售过程的考虑因素。为了降低相关因素的影响，纯净水委托加工和自产分别按 3 期平均毛利率、委托加工矿泉水按 2024 年和 2025 年 1-10 月平均毛利率（其中 2023 年度因收入较低，不具有参考性）、自产矿泉水按 3 期平均毛利率来进行模拟测算，委托加工占比对标的公司毛利率的影响，具体如下：

产品类别	项目	2025 年 1-10 月		2024 年度		2023 年	
		收入占比	毛利率	收入占比	毛利率	收入占比	毛利率
纯净水	委托加工	40.19%	29.65%	41.55%	29.65%	39.55%	29.65%
	自产	59.81%	40.65%	58.45%	40.65%	60.45%	40.65%
	小计	**100.00%**	**36.23%**	**100.00%**	**36.08%**	**100.00%**	**36.30%**
矿泉水	委托加工	12.89%	34.15%	8.08%	34.15%	0.97%	34.15%
	自产	87.11%	42.72%	91.92%	42.72%	99.03%	42.72%
	小计	**100.00%**	**41.61%**	**100.00%**	**42.03%**	**100.00%**	**42.64%**

从上表可见，由于委托加工毛利率低于自产毛利率，委托加工比例的上升对标的公司产品毛利率将产生一定负面影响，但整体影响相对较小。

（二）委托加工比例变化对标的公司主营业务毛利率影响的敏感性分析

2024 年度，标的公司主营业务综合毛利率为 36.87%，委托加工收入和自产收入占比分别为 35.05%和 64.95%，委托加工毛利率和自产毛利率分别为 30.08%和 40.54%。在委托加工毛利率和自产毛利率分别保持 30.08%和 40.54%不变的情况下，以委托加工收入和自产收入占比分别为 35%和 65%为基准，收入占比变化对标的公司主营业务毛利率的影响测算如下：

委托加工收入占比	标的公司主营业务毛利率
30%	37.40%
31%	37.30%
33%	37.09%
35%	**36.88%**
37%	36.67%
39%	36.46%
41%	36.25%
43%	36.04%
45%	35.83%
50%	35.31%

从上表可见，委托加工收入占比提高，将导致标的公司主营业务毛利率略有下降，委托加工收入占比每上升 2 个百分点，标的公司主营业务毛利率下降约 0.21%。

综上所述，由于委托加工成本较自产成本更高，标的公司委托加工毛利率低于自产毛利率，委托加工比例上升将导致标的公司毛利率略有下降，但整体影响较小。

六、标的公司毛利率与同行业可比公司差异较大的原因，进一步说明标的公司主要产品毛利率与同行业可比产品的对比情况，并分析差异原因

标的公司矿泉水业务毛利率与泉阳泉矿泉水业务及其他饮料类企业相比，差异不大。标的公司整体毛利率低于同行业可比公司，主要系标的公司产品结构中纯净水占比较大所致。

标的公司与同行业可比公司主要产品的比较情况如下：

项目	主要产品	产品类型	价格水平
润田实业	纯净水	包装饮用水	低
	矿泉水	包装饮用水	中
泉阳泉	矿泉水	包装饮用水	中
承德露露	杏仁露	杏仁露类植物蛋白饮料	中
养元饮品	六个核桃	核桃乳类植物蛋白饮料	中
东鹏饮料	东鹏特饮等	功能性饮料	高

项目	主要产品	产品类型	价格水平
农夫山泉	天然水	包装饮用水	中
	东方树叶等	茶饮料	高
华润饮料	纯净水	包装饮用水	中
	至本清润、佐味茶事等	茶饮料	高

注：上表仅列示了各家公司的主要产品，价格水平根据其主流产品的单价相较于纯净水产品进行示意性列示

根据产品情况，将标的公司产品与同行业可比公司进行比较分析如下：

1、纯净水

标的公司纯净水产品与华润饮料纯净水产品类似。但鉴于港股上市公司未单独披露各品类产品毛利率，但华润饮料以纯净水产品为主，因此比较其综合毛利率情况。

报告期内，标的公司纯净水毛利率与华润饮料的比较如下：

可比公司	2024 年度	2023 年度
华润饮料	47.31%	44.66%
标的公司-纯净水	**35.62%**	**34.99%**
标的公司-纯净水（剔除运费）	**43.89%**	**43.51%**

注：华润饮料为港股上市公司，运费在销售费用核算；华润饮料饮料类产品 2023 年度和 2024 年度收入占比分别为 7.9%和 10.3%。

从上表可见，标的公司纯净水剔除运费后毛利率略低于华润饮料，主要原因是华润饮料相较于标的公司仍具有一定的规模及品牌溢价优势，同时华润饮料饮料类产品已具备一定规模，饮料类产品的附加值水平较高。因此，标的公司纯净水产品毛利率略低于华润饮料综合毛利率。

2、矿泉水

标的公司矿泉水产品作为有一定附加值及中等定价的产品，与其他可比上市公司产品有一定的可比性，具体比较情况如下：

可比公司	2024 年度	2023 年度
泉阳泉	44.68%	39.47%
承德露露	40.94%	41.46%
养元饮品	46.52%	45.68%
东鹏饮料	44.82%	43.07%

可比公司	2024 年度	2023 年度
A 股上市公司平均值	**44.24%**	**42.42%**
标的公司-矿泉水	**41.50%**	**40.55%**
农夫山泉	58.08%	59.55%
标的公司-矿泉水（剔除运费）	**53.43%**	**53.49%**

注 1：泉阳泉毛利率为其矿泉水业务毛利率；其余可比公司为其主营业务毛利率。
注 2：农夫山泉为港股上市公司，运费在销售费用核算。

从上表可见，标的公司矿泉水毛利率与泉阳泉、承德露露差异不大；略低于养元饮品和东鹏饮料，主要系养元饮品和东鹏饮料产品附加值水平较高。标的公司矿泉水剔除运费后毛利率略低于农夫山泉，主要系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，同时其附加值水平较高的茶饮料、功能性饮料占比也较高。

综上，与同行业可比公司相比，标的公司毛利率处于合理水平。

七、矿泉水产能利用率较低的原因，在产能利用率较低的情况下，毛利率水平较高的合理性

（一）矿泉水产能利用率较低的原因

矿泉水产能利用率较低的原因分析，具体参见本回复之“问题 7.关于生产模式与供应商”之“一、按照产品分类，说明标的公司自有和委托加工产能、产量情况；结合自有产能利用情况等，说明委托加工的合理性，标的公司未进一步自建产能的原因；委托加工供应商未直接进行销售的原因和合理性，委托加工模式是否符合行业惯例；标的公司不同产品委托加工比例存在较大差异的原因及合理性”之“（一）标的公司自有和委托加工产能、产量情况”相关内容。

整体来讲，大包装矿泉水产品及明月山含硒矿泉水产品产能利用率因市场培育及为未来发展预留产能等因素，产能利用率不高，整体拉低了标的公司矿泉水的产能利用率，使得标的公司矿泉水产能利用率较低。

（二）在产能利用率较低的情况下，毛利率水平较高的合理性

报告期内，标的公司矿泉水在产能利用率较低的情况下，毛利率较高的主要原因：1、标的公司吉安基地生产 2 元水为主，瓶装矿泉水产能利用率较高；2、明月山生产的天然含硒矿泉水为中高端产品，尽管产能利用率低，但是销售单价

较高；3、矿泉水产品与纯净水产品主要的核心原材料基本一致，变动成本差异不大；4、与产能利用率相关的主要成本为制造费用，但制造费用占标的公司整体成本的比重约 20%，占比不高，对成本的影响相对较低。因此报告期标的公司在产能利用率较低的情况下，毛利率水平较高具有合理性。

八、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、获取标的公司主要产品的生产物料清单，分析报告期内标的公司主要原材料采购量、领用量的匹配情况及检查结存量的勾稽情况，分析半成品生产的主要原材料消耗量与产量的匹配情况、产成品生产的主要半成品消耗量与产量的匹配情况。

2、获取标的公司报告期生产人员数量，分析报告各期平均生产人员数量与自产产量的匹配情况，结合主要产品的产销率匹配情况，分析生产人员数量变化与产销量的匹配性；测算标的公司报告期生产人员平均薪酬，分析与同区域同行业公司同期比较的差异的主要影响因素，评价差异的合理性及变动趋势的合理性。

3、获取报告期内标的公司产能、配套机器设备的变化情况，分析报告期内处置老旧配套设备及新购配套设备对产能的影响，对当期折旧的影响，评价制造费用保持稳定的合理性。

4、选取报告各期前十大运输线路（共涉及 13 条主要运输线），获取标的公司报告期主要运输路线的运输距离、运输频率、运输单价及运费总额的变化情况，结合报告期新设工厂、物流供应商招投标情况，分析运费变动较小的合理性，分析与不同销售区域收入增长的匹配性。

5、获取标的公司主要物流供应商的基本情况，检查是否与标的公司存在关联关系或其他特殊关系；通过走访了解报告期主要物流供应商是否主要为标的公司服务；获取标的公司的银行流水，检查与主要物流供应商是否存在异常资金往来；了解标的公司对于物流供应商的选择方式，了解相关运费单价的定价规则，分析其公允性。

6、获取标的公司报告期委托加工费及其加工量、销售量、加工单价情况，分析报告期委托加工费与委托加工量之间的匹配性。

7、获取标的公司报告期主要产品的销售收入、销售数量、销售单价、单位成本及毛利率情况，结合主要原材料的采购价格报告各期的变动情况、运费单价的变动情况，分析报告各期销售单价和单位成本的变化原因，分析标的公司各类产品毛利率变化的原因；结合报告期矿泉水运费和原材料采购价格变动情况及其原因，分析对标的公司主要产品毛利率的具体影响。

8、获取标的公司报告各期主要产品自产及委托加工的收入占比及毛利率情况，分析差异情况，对委托加工占比进行敏感性分析，了解委托加工的比例变化对标的公司产品毛利率的影响。

9、获取标的公司与同行业可比公司主要产品的比较情况，结合产品结构、产品附加值等影响，分析标的公司与同行业可比公司报告期毛利率比较的差异原因，评价其合理性。

10、获取标的公司报告期矿泉水产能利用情况，结合生产线配置情况以及季节性的影响，分析矿泉水产能利用率较低的原因；结合矿泉水的定价影响，分析在产能利用率较低的情况下，毛利率水平较高的合理性。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司材料成本结转完成；标的公司生产人员数量与产销量具有匹配性，标的公司生产人员平均薪酬与同行业同区域可比公司略有差异，差异情况具有合理性。

2、标的公司制造费用保持稳定具有合理性；标的公司销售运费变动较小具有合理性，与各销售区域收入增长情况具有匹配性；标的公司主要物流服务供应商与标的公司不存在关联关系或其他特殊关系；江西翰鹏、江西铭驰和南昌旺缘主要为标的公司服务，其余主要物流供应商不存在主要为标的公司服务的情况；标的公司与相关供应商不存在异常资金往来，相关运费具有公允性。

3、标的公司委托加工费与委托加工销量具有匹配性，标的公司成本结转完

整。

4、标的公司报告期内各类产品毛利率变动系成本及单价变动的综合影响，毛利率变动具有合理性；报告期内，标的公司矿泉水产品运费单价有所下降、部分核心原材料单价因采购规模扩大而有所下降，使得标的公司矿泉水产品平均单位成本有所下降，提高了标的公司矿泉水产品的毛利率，具有合理性。

5、委托加工比例上升将导致标的公司毛利率下降。

6、报告期内，因产品结构及附加值水平、产品价格、运费核算方式、市场地位等因素，导致标的公司与同行业可比公司相比，毛利率略有差异，具有合理性。

7、报告期内，标的公司矿泉水产能利用率较低符合标的公司业务开展情况。报告期内，标的公司矿泉水在产能利用率较低的情况下，毛利率较高具有合理商业背景，具有合理性。

问题 10. 关于存货

重组报告书披露，（1）报告期各期末，标的公司存货账面价值分别为 11,637.62 万元、17,928.41 万元和 15,634.87 万元，主要包括原材料、半成品、库存商品、委托加工物资和发出商品；（2）2024 年末存货上升的主要原因系加大原材料备货，原材料金额增加较多；2025 年 4 月末存货高于 2023 年末的主要原因系库存商品有所增加；（3）报告期各期末，半成品和库存商品呈上升趋势；（4）报告期各期末，委托加工物资分别为 579.37 万元、829.92 万元和 879.99 万元；(5)报告期各期末，存货跌价准备的计提比例分别为 3.50%、2.13%和 1.22%。

请公司说明：（1）标的公司原材料构成，结合原材料特性、价格变化以及标的公司业绩变化等，说明 2024 年末大额储备原材料的原因，期后去化情况及去化周期；（2）标的公司半成品的主要内容，结合在手订单和备货周期等，说明半成品和库存商品持续上升的合理性，2025 年 4 月末发出商品增加较多的原因，结合上述存货期后去化情况和去化周期，进一步说明标的公司备货金额的合理性以及成本结转的完整性；（3）结合标的公司委外加工产销量及备货周期等，说明报告期各期末委托加工物资账面金额的合理性；（4）标的公司各类存货的库龄情况，长库龄存货的形成原因，结合各类存货特点和库龄分布，说明存货跌价准备计提的充分性。

请独立财务顾问和会计师说明对存货和委托加工物资的核查措施、比例、依据和结论，并对上述事项发表明确意见。

回复：

一、标的公司原材料构成，结合原材料特性、价格变化以及标的公司业绩变化等，说明 2024 年末大额储备原材料的原因，期后去化情况及去化周期

报告期各期末，标的公司原材料账面价值构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 10 月末		2024 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
PET 聚酯切片	4,503.87	71.05%	9,546.59	83.89%	4,530.25	72.67%
PE 聚乙烯盖料	143.58	2.26%	171.85	1.51%	131.49	2.11%
热收缩膜	69.03	1.09%	186.57	1.64%	165.75	2.66%

项目	2025 年 10 月末		2024 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他	1,622.73	25.60%	1,474.77	12.96%	1,406.14	22.56%
合计	**6,339.21**	**100.00%**	**11,379.79**	**100.00%**	**6,233.62**	**100.00%**

从上表可见，报告期各期末，标的公司原材料以 PET 聚酯切片、PE 聚乙烯盖料和热收缩膜等为主，相关原材料占比在 70%以上。

2024 年末，标的公司原材料账面价值较 2023 年末增长了 5,146.17 万元，主要系标的公司对 PET 聚酯切片进行了一定备货，2024 年末，标的公司 PET 聚酯切片存货账面价值较 2023 年末增长了 5,016.34 万元。

PET 聚酯切片系石油化工产品，原材料价格与石油价格变动有较大相关性。

2024 年度，石油价格有所波动，具体情况如下图所示：

注：数据来源于 IFind.

2024 年度，原油价格自 2024 年初开始上行，至 4 月初达到高点，后续价格开始下行，于 10 月达到低点，并稳定。标的公司管理层判断原油价格处于低位，后续可能会有上行的情况，进而影响标的公司的原材料采购价格。因此在 2024 年下半年，标的公司结合原材料使用需求及市场价格变动情况，加大了原材料的备货，使得 2024 年末原材料余额较大。同时，报告期内，标的公司营业收入持续增长，业务规模增加，对原材料需求亦有所增加。

综上，2024 年末，标的公司增加原材料储备主要系考虑到原材料市场价格变动及业务发展需求做出的管理决定。

标的公司 2024 年末主要原材料的期后去化情况如下表所示：

单位：吨

原料品名	2024 年 12 月 31 日			
	结存量	期后一个月物料耗用量	期后三个月物料耗用量	期后三个月去化率
PET 聚酯切片	15,470.00	3,081.25	9,823.77	63.50%
PE 聚乙烯盖料	199.92	367.56	1,202.06	100.00%
PE 热缩膜	192.76	275.32	923.42	100.00%
合计	**15,862.68**	**3,724.13**	**11,949.25**	**-**

标的公司 PE 聚乙烯盖料、热收缩膜实际去化周期均在 1 个月内，2024 年末结存的相关原材料于期后一个月内已全部消耗。PET 聚酯切片因标的公司结合市场价格及业务需求，于 2024 年末做了一定的材料储备，使得该材料于期后 3 个月的去化率为 63.50%，但相关材料已于 2025 年 5 月底前完成了全部领用，同时标的公司 2025 年上半年也减少了相关原料的采购。

综上所述，标的公司 2024 年末大额储备原材料主要系结合原材料市场价格变动及标的公司业务需求做出的管理决定，相关原材料于期后已顺利去化，标的公司亦结合原材料库存情况调整了期后的采购计划，符合标的公司的业务经营情况，具有合理性。

二、标的公司半成品的主要内容，结合在手订单和备货周期等，说明半成品和库存商品持续上升的合理性，2025 年 4 月末发出商品增加较多的原因，结合上述存货期后去化情况和去化周期，进一步说明标的公司备货金额的合理性以及成本结转的完整性

（一）标的公司半成品的主要内容，结合在手订单和备货周期等，说明半成品和库存商品持续上升的合理性，2025 年 4 月末发出商品增加较多的原因

报告期各期末，标的公司半成品构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 10 月末		2025 年 4 月末		2024 年末		2023 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
瓶坯	1,682.17	79.65%	2,179.17	71.65%	2,147.16	76.35%	2,134.48	78.80%
瓶盖	369.51	17.50%	711.44	23.39%	565.39	20.10%	489.54	18.07%
其他	60.19	2.85%	150.71	4.96%	99.84	3.55%	84.83	3.13%
合计	**2,111.87**	**100.00%**	**3,041.32**	**100.00%**	**2,812.39**	**100.00%**	**2,708.85**	**100.00%**

从上表可见，标的公司半成品以生产产成品时需要的主要物料瓶坯和瓶盖为主。标的公司在产品生产过程中，会提前根据淡旺季需求，将原材料预制为瓶坯和瓶盖等半成品，再根据各生产基地需求，配送至具体生产基地。

报告期各期末，标的公司半成品、库存商品与当期收入及在手订单的比较情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 10 月 30 日/2025 年 1-10 月	2025 年 4 月 30 日/2025 年 1-4 月	2024 年 12 月 31 日/2024 年度	2023 年 12 月 31 日/2023 年度
半成品	2,111.87	3,041.32	2,812.39	2,708.85
库存商品	3,405.02	4,278.01	2,899.89	2,111.75
半成品及库存商品合计	5,516.89	7,319.33	5,712.28	4,820.60
营业收入	125,602.69	38,828.22	126,009.72	115,194.74
半成品及库存商品/营业收入[注]	3.66%	6.28%	4.53%	4.18%
在手订单	509.05	853.41	105.87	12.96

注：2025 年 1-4 月及 1-10 月占比已年化处理。

从上表可见，2024 年末半成品及库存商品较 2023 年末有所增长，主要系标的公司业务规模增长，适当加大了备货；2025 年 4 月末半成品及库存商品较 2024 年末有所增长，主要系 2025 年 4 月末处于旺季前期，标的公司加大了库存备货，随着旺季的到来，相关半成品及库存商品被陆续消耗或出售，2025 年 10 月末标的公司半成品及库存商品已降到历史正常水平。标的公司各期末半成品及库存商品占营业收入的比重较低，2023 年、2024 年和 2025 年 10 月末比例相对稳定，2025 年 4 月末，随着天气变热，为了迎接旺季的到来，标的公司适当加大了库存备货，使得占比略有上升。

标的公司产品作为快消品，产品的快速生产及流转是行业的最重要特征。标的公司产品生产周期一般在一周以内，根据淡旺季情况，对瓶坯和瓶盖等半成品和库存商品预留一定的库存，在客户下单后，相关产品能及时出库送达客户，并经过流转，最终流转至消费者。标的公司产品生产并非根据客户订单进行的排产，系标的公司根据历史淡旺季需求进行提前备货，以便在客户下单后，能将产品及时发出、完成送货，因此各期末在手订单金额与标的公司半成品及产成品库存情况无实际的关联关系。但从历史数据来看，各年末因处于销售淡季，因此在手订单金额极小，2025 年 4 月末因处于销售旺季到来前，在手订单规模有所上升，

随着即将进入销售淡季，标的公司在手订单亦出现下降。

2025 年 4 月末，标的公司发出商品金额为 416.06 万元，较 2023 年末和 2024 年末金额略高，主要系随着旺季的到来，根据客户需求，标的公司于 4 月末发货金额较大，导致发出商品金额 4 月末较年末淡季更高。

（二）结合上述存货期后去化情况和去化周期，进一步说明标的公司备货金额的合理性以及成本结转的完整性

报告期内，标的公司半成品及库商商品的期后去化情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 10 月 31 日			2024 年 12 月 31 日			2023 年 12 月 31 日		
	期末余额	次月去化金额	去化率	期末余额	次月去化金额	去化率	期末余额	次月去化金额	去化率
半成品	2,111.87	1,649.09	78.09%	2,812.39	2,163.51	76.93%	2,708.85	2,348.96	86.71%
库存商品	3,405.02	4,367.58	100.00%	2,899.89	6,147.25	100.00%	2,111.75	6,220.76	100.00%

注：次月去化金额按期后一个月消耗的相关存货金额进行统计。

标的公司半成品及库存商品去化周期一般在 30 天-40 天以内。从上表可见，半成品一个月内的去化率均在 75%以上，以瓶坯和瓶盖为主的半成品作为标的公司生产产成品的核心物料，标的公司进行了适量备货，期后去化率较好；标的公司产品作为快消品，产品销售周期较短，使得库存商品月度去化率持续保持 100%。

标的公司根据存货特点及需求，对半成品及库存商品进行备货。半成品作为生产过程的必要储备，其备货策略体现了对生产连续性的保障，一个月的去化率在旺季达到 90%以上，而淡季达到 75%以上，既预留了合理的安全库存，又通过动态调整避免了资金长期占用。标的公司备货库存金额占营业收入的比重始终处于合理区间，与标的公司快消品行业的特性相匹配。标的公司半成品与库存商品去化周期与生产周期的匹配度高。库存商品 100%的一个月去化率则直接反映了"以销定产"模式下的存货高效流转。综上，标的公司报告期各期期末备货金额与销售规模、经营季节性特点、生产周期匹配，具有合理性。

报告期标的公司各期末库存商品均实现 100%月度去化率，销售出库与销售成本结转同步，不存在滞留未结转成本的情况。标的公司各期期末半成品 75%以上月度去化率，生产消耗与生产成本结转保持动态匹配，过程完整反映了从原

材料到半成品再到产成品的成本递延轨迹。

综上，标的公司报告期内半成品及库存商品备货金额合理，成本结转具有完整性。

三、结合标的公司委外加工产销量及备货周期等，说明报告期各期末委托加工物资账面金额的合理性

报告期各期末，标的公司委托加工物资金额分别为 579.37 万元、829.92 万元和 798.96 万元。

2024 年末，标的公司委托加工物资较 2023 年末增长了 250.55 万元，主要系：1、标的公司结合东北区域业务需求，2024 年度新增了营口委外加工厂，该加工厂 2024 年末增加了委外加工物资 90.72 万元；2、标的公司于 2023 年下半年与部分委托加工商开展合作，经过 1 年多的磨合期，标的公司 2024 年纯净水销售增长较好，因此考虑到后续的销售需求，标的公司加大了委外加工物资的准备。

2025 年 10 月末，标的公司委托加工物资较 2024 年末差异不大。

报告期内，标的公司委外加工产品产销量情况如下表所示：

单位：万吨

项目	2025 年 1-10 月	2024 年度	2023 年度
产量	82.32	84.55	72.81
销量	81.90	83.72	72.35
产销率	99.49%	99.02%	99.37%

从上表可见，标的公司将委外加工作为自身产能的补充，根据销售需求向委外加工厂提出生产需求，委外加工产销率较高。

报告期内，委托加工物资占各期委托加工产品收入的比例情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025 年 10 月 31 日/2025 年 1-10 月	2024 年 12 月 31 日/2024 年度	2023 年 12 月 31 日/2023 年度
委托加工物资	798.96	829.92	579.37
委托加工产品收入	45,279.87	43,885.02	35,206.06
委托加工物资/委托加工产品收入	1.76%	1.89%	1.65%

注： 2025 年 1-10 月占比已年化处理。

从上表可见，报告期各期，标的公司委托加工物资占当期委托加工产品收入

的比重较为稳定。标的公司结合业务需求，给各个委外加工厂安排委托加工物资，结合历史情况，标的公司一般在委外加工厂物资使用完毕前一周左右向委外加工商新发出委托加工物资，因此委托加工物资金额整体不高，占同期收入的比重约2%左右。

综上，标的公司报告期各期末委托加工物资账面金额与标的公司业务情况匹配，具有合理性。

四、标的公司各类存货的库龄情况，长库龄存货的形成原因，结合各类存货特点和库龄分布，说明存货跌价准备计提的充分性。

报告期各期末，标的公司存货库龄情况及跌价计提情况如下表所示：

单位：万元

期间	类别	1年以内	1-2年	2年以上	存货余额	1年以上存货余额占比	存货跌价金额
2025年10月末	原材料	5,562.05	3.01	22.68	5,587.74	0.46%	1.29
	库存商品	3,377.02	21.98	17.34	3,416.34	1.15%	11.32
	半成品	2,097.67	0.00	26.03	2,123.70	1.23%	11.84
	委托加工物资	790.68	9.47	5.32	805.47	1.84%	6.51
	低值易耗品	337.04	98.17	538.63	973.84	65.39%	221.08
	发出商品	204.76	-	-	204.76	-	-
	小计	**12,369.22**	**132.63**	**610.00**	**13,111.86**	**5.66%**	**252.04**
2024年末	原材料	10,541.71	37.02	17.57	10,596.29	0.52%	7.33
	库存商品	2,933.20	5.36	34.49	2,973.05	1.34%	73.16
	半成品	2,776.75	2.69	56.93	2,836.37	2.10%	23.98
	委托加工物资	817.83	7.14	6.40	831.37	1.63%	1.45
	低值易耗品	244.66	167.74	663.58	1,075.99	77.26%	285.17
	发出商品	6.42	-	-	6.42		-
	小计	**17,320.57**	**219.95**	**778.98**	**18,319.50**	**5.45%**	**391.09**
2023年末	原材料	5,284.78	13.79	15.54	5,314.11	0.55%	7.32
	库存商品	2,094.78	67.64	79.93	2,242.35	6.58%	130.60
	半成品	2,653.81	57.96	28.52	2,740.29	3.16%	31.44
	委托加工物资	569.16	5.66	16.72	591.54	3.78%	12.16
	低值易耗品	341.98	189.19	636.48	1,167.65	70.71%	240.81
	发出商品	4.03	-	-	4.03		-

期间	类别	1 年以内	1-2 年	2 年以上	存货余额	1 年以上存货余额占比	存货跌价金额
	小计	10,948.53	334.23	777.18	12,059.95	9.22%	422.33

注：标的公司审计报告附注将低值易耗品并入原材料披露。

（一）存货跌价政策情况

报告期各期末，标的公司根据制定的存货跌价政策，对期末存货计提跌价准备，具体跌价政策如下：

类别	跌价政策
原材料、半成品、委托加工物资	考虑到标的公司产品生产周期较短，原材料、半成品、委托加工物资周转快，且标的公司毛利率在 40%左右，因此对 1 年以下存货未计提跌价。针对 1 年以上的存货，标的公司对 1 年以上且本期发出少于期初库存的 30%的原材料、半成品、委托加工物资全额计提跌价。
库存商品	以账面成本与可变现净值孰低为计量依据计提跌价准备，对已超过保质期的水产品全额计提存货跌价准备，其中纯净水保质期为 1 年，矿泉水保质期为 2 年。
低值易耗品	选取 1 年以上本期无领用的低值易耗品，若该部分低值易耗品对应的为机器设备维护备货，相应的机器设备不再使用的，则全额计提跌价，以前年度计提跌价的低值易耗品本期延续计提。
发出商品	以账面成本与可变现净值孰低为计量依据计提跌价准备。

同行业可比公司的存货跌价政策如下：

可比公司名称	跌价政策	跌价比率	
		2024 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日
泉阳泉	期末对存货进行全面清查后，按存货的成本与可变现净值孰低提取或调整存货跌价准备。未披露各类别存货存货跌价具体的计提方式。	16.70%	17.65%
承德露露	资产负债表日，存货采用成本与可变现净值孰低计量，按照存货类别成本高于可变现净值的差额计提存货跌价准备。未披露各类别存货存货跌价具体的计提方式。	2.14%	1.34%
养元饮品	根据上市招股说明书披露，结合其公司业务情况，不计提跌价	0.00%	0.00%
东鹏饮料	根据上市招股说明书披露，结合其公司业务情况，不计提跌价	0.00%	0.00%
农夫山泉	未披露相关信息。	0.07%	0.11%
华润饮料	未披露相关信息。	0.00%	0.00%
平均值		3.15%	3.18%
润田实业		2.13%	3.50%

从上表可见，标的公司结合自身业务情况，相应制定了存货跌价政策，从存货跌价计提比例来看，标的公司低于泉阳泉，与承德露露不存在显著差异，主要系泉阳泉存在工程类业务，相关业务存货跌价准备计提较多所致。而养元饮品、东鹏饮料、农夫山泉及华润饮料基本未计提跌价准备。

（二）长库龄存货情况

报告期内，标的公司 1 年以上存货主要为低值易耗品，报告期各期末，低值易耗品占标的公司 1 年以上存货的金额分别为 74.29%、83.22%和 85.75%。报告期内，标的公司低值易耗品主要为用于设备的五金配件，种类规格较多，单位价值较低，报告期涉及型号达到近 2 万种，以轴承、电气元件（开关、继电器等）、电机设备（变频器、伺服电机等）、密封圈（机械密封、油封等）、机械配件（齿轮、皮带等）、阀门等为主，相关低值易耗品具有一定的通用性，因此存在长库龄的情况，标的公司结合跌价政策对相关低值易耗品计提了跌价准备。

报告期各期末，标的公司库存商品主要为包装饮用水产品及用于促销的物料（包括 PC 桶、雨伞、帆面袋、抽纸、货架等）。其中，标的公司存在少量库龄在 1 年以上的库存商品，相关库存商品主要系 PC 桶、雨伞、帆面袋、抽纸、货架等物料（主要用于促销等）；报告期各期末，标的公司包装饮用水产品库龄均未超过其对应的保质期。同时，标的公司存在少量库龄在 1 年以上的半成品，主要系小品项产品的瓶坯、瓶盖。

整体来讲，报告期各期末，标的公司结合各类别存货的库龄及可变现净值情况，对各类别存货计提了存货跌价准备，存货跌价准备充分。

五、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、获取标的公司的生产与仓储相关制度，实地查看公司的生产过程，了解公司的成本核算方法，执行穿行测试，评价设计的有效性；执行内部控制测试，评价执行的有效性。

2、获取标的公司报告期末存货构成及其明细，结合库龄情况，分析是否存

在库存积压；测算报告期存货周转率、毛利率等指标，分析波动原因及合理性。

3、结合标的公司主要原材料系石油化工产品的特性，对标石油期货结算价格变动情况，分析储备原材料的合理性。

4、获取报告期各期末半成品、库存商品的次月去化金额，测算去化率，结合标的公司产品系快消品，生产与流转快速的特点、季节性特点，结合期末在手订单，分析瓶坯和瓶盖等半成品和库存商品备货金额的合理性。

5、检查主要供应商的采购合同，抽查采购入库单，检查入库数量、入库单价、入库金额的准确性；检查领料单、出库单，验证存货收发记录的完整性和准确性；了解标的公司存货成本的计价方法，执行计价测试，重新计算样本的成本结转金额，检查差异，评价合理性。

6、了解润田实业存货存放情况，编制了存货监盘计划，对存放于公司仓库的原材料、半成品和库存商品等进行了监盘，对存放于各地外部仓库的原材料、半成品进行了函证。对标的公司 2025 年 10 月末存货执行监盘程序，关注存货状态（如是否变质、呆滞），对存放于委外加工商的存货进行监盘或函证程序，具体核查比例情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 10 月 31 日
期末存货账面余额	13,111.86
其中：存放于委外加工商存货账面余额	805.48
标的公司存货监盘金额（不含委托加工物资）	10,681.56
存放于委外加工商存货监盘及函证金额	753.64
整体监盘及函证金额	11,435.20
整体监盘及函证比例	87.21%

选取库存存货进行明细账数量与盘点记录数量的双向核对，评价存货的真实性与完整性。

7、获取报告期标的公司的生产工艺流程及成本核算方法，检查成本核算方法与生产工艺流程是否匹配，前后期是否一致；复核标的公司报告期成本计算表，检查生产成本中直接材料、直接人工、 制造费用的归集与分配情况，编制成本倒轧表，与直接材料、 直接人工和制造费用的发生额进行勾稽，检查成本结转

的准确性和完整性；测算报告期公司主要原材料投入产出情况，分析公司材料成本结转的完整性。

8、获取关于标的公司报告期产能情况，检查产量是否与现有生产能力相匹配。

9、检查发出商品的期后客户签收单，检查期后确认收入的情况。

10、执行截止性测试，检查存货出入库是否计入了正确的会计期间；

11、获取标的公司的存货跌价政策，获取报告期标的公司存货跌价准备计提明细表，了解存货跌价的原因及合理性，重新计算存货跌价准备的计提和转销金额，了解跌价计提的原因，评价其合理性。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、2024 年末，标的公司增加原材料储备主要系考虑到原材料市场价格变动及业务发展需求做出的管理决定，期后去化情况正常。

2、标的公司半成品以生产产成品时需要的主要物料瓶坯和瓶盖为主，2024 年末半成品及库存商品较 2023 年末有所增长，主要系标的公司业务规模增长，适当加大了备货；2025 年 4 月末半成品及库存商品较 2024 年末有所增长，主要系 2025 年 4 月末处于旺季前期，标的公司加大了库存备货，具有合理性，2025 年 10 月末相关存货规模已下降；2025 年 4 月末发出商品增加较多，主要系随着旺季的到来，根据客户需求增加发货所致。标的公司上述存货期后去化正常，备货金额具有合理性，标的公司成本结转具有完整性。

3、标的公司委托加工物资变动与标的公司业务变化情况匹配，具有合理性。

4、报告期各期末，标的公司长库龄的存货金额较小，主要为具有通用性五金配件的低值易耗品。标的公司已结合各类存货库龄情况、各类存货特点等足额计提了存货跌价准备。

5、标的公司存货及委托加工物资真实。

问题 11. 关于期间费用

重组报告书披露，（1）报告期内，标的公司销售费用分别为 15,473.11 万元、16,265.52 万元和 4,566.56 万元，其中主要为职工薪酬、广告宣传费和促销品，占比超过 90%；（2）报告期内，标的公司管理费用分别为 6,319.69 万元、5,980.51 万元和 2,012.90 万元，主要为职工薪酬，占比超过 50%；（3）2023 年和 2024 年，标的公司销售费用率分别为 13.43%和 12.91%，与 A 股可比公司不存在重大差异；管理费用率分别为 5.49%和 4.75%，略高于同行业可比公司。

请公司说明：（1）标的公司销售费用和管理费用构成与同行业公司的对比情况及差异原因；（2）标的公司销售人员数量、主要职责及具体工作，结合上述情况和标的公司客户数量等，说明销售人员数量与业务、客户规模等的匹配性，是否与同行业公司可比；销售人员平均薪酬情况，与同行业同区域可比公司的对比情况，主要销售人员与客户、供应商是否存在异常资金往来；（3）广告宣传费和促销品涉及的主要项目和内容，占比较高的原因和合理性，是否符合行业惯例；主要供应商的基本情况和经营规模，采购价格的公允性及依据，与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来，相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据；（4）标的公司管理费用率高于同行业可比公司的原因及合理性，管理人员数量和平均薪酬情况，管理人员数量是否与标的公司经营规模相匹配，平均薪酬与同行业同区域可比公司的对比情况，主要管理人员与客户、供应商是否存在异常资金往来。

请独立财务顾问和会计师核查上述事项，说明核查措施、比例、依据和结论，并发表明确意见。

回复：

一、标的公司销售费用和管理费用构成与同行业公司的对比情况及差异原因

（一）标的公司销售费用构成与同行业公司的对比情况及差异原因

报告期内，标的公司销售费用以工资薪酬和广告宣传促销费为主，具体如下：

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
职工薪酬	8,456.69	58.22%	9,543.03	58.67%	8,619.28	55.70%
广告宣传促销费	5,070.63	34.91%	5,526.20	33.97%	5,776.25	37.33%
其他	996.93	6.86%	1,196.29	7.35%	1,077.57	6.96%
合计	**14,524.25**	**100.00%**	**16,265.52**	**100.00%**	**15,473.11**	**100.00%**

报告期内，标的公司销售费用主要费用项目结构较为稳定。

鉴于可比公司未披露 2025 年 1-10 月信息，以 2023 年和 2024 年进行比较，标的公司与同行业公司销售费用的具体构成情况如下：

单位：万元

公司名称	销售费用项目	2024 年度		2023 年度	
		金额	占比	金额	占比
泉阳泉	工资薪酬	8,690.34	54.12%	7,839.07	55.59%
	广告宣传促销费	4,222.12	26.29%	3,970.28	28.16%
	其他	3,146.54	19.60%	2,291.72	16.25%
	合计	**16,059.00**	**100.00%**	**14,101.07**	**100.00%**
养元饮品	工资薪酬	13,532.28	18.99%	13,473.32	18.29%
	广告宣传促销费	53,213.77	74.69%	55,463.30	75.30%
	其他	4,501.01	6.32%	4,715.99	6.40%
	合计	**71,247.06**	**100.00%**	**73,652.61**	**100.00%**
东鹏饮料	工资薪酬	111,550.85	41.61%	89,403.68	45.72%
	广告宣传促销费	133,180.88	49.67%	86,366.46	44.16%
	其他	23,376.25	8.72%	19,797.00	10.12%
	合计	**268,107.98**	**100.00%**	**195,567.14**	**100.00%**
承德露露	工资薪酬	14,686.27	35.10%	14,545.66	42.31%
	广告宣传促销费	20,565.85	49.16%	14,801.09	43.05%
	其他	6,586.27	15.74%	5,030.62	14.63%
	合计	**41,838.38**	**100.00%**	**34,377.37**	**100.00%**
农夫山泉	工资薪酬	未披露		117,700.00	20.24%
	广告宣传促销费			121,900.00	20.96%
	物流及仓储开支			252,600.00	43.43%
	其他			89400.00	15.37%

公司名称	销售费用项目	2024 年度		2023 年度	
		金额	占比	金额	占比
	合计			**581,600.00**	**100.00%**
华润饮料	工资薪酬	未披露		156,378.10	38.27%
	广告宣传促销费			107,417.00	26.29%
	物流服务开支			104,627.30	25.60%
	其他			40,228.60	9.84%
	合计			**408,651.00**	**100.00%**
标的公司	工资薪酬	9,543.03	58.67%	8,619.28	55.70%
	广告宣传促销费	5,526.20	33.97%	5,776.25	37.33%
	其他	1,196.29	7.36%	1,077.57	6.97%
	合计	**16,265.52**	**100.00%**	**15,473.11**	**100.00%**

注：港股上市公司年度报告不披露费用构成的具体明细，上述数据中：1、华润饮料采用其 2023 年招股说明书披露信息；2、农夫山泉 2023 年数据系其招股说明书中披露的 2019 年信息，作为替代比较。

鉴于可比公司披露的费用类别有差异，选取同类费用占比进行比较如下：

公司名称	2024 年占比			2023 年占比		
	职工薪酬	广告宣传促销费	小计	职工薪酬	广告宣传促销费	小计
泉阳泉	54.12%	26.29%	80.41%	55.59%	28.16%	83.75%
养元饮品	18.99%	74.69%	93.68%	18.29%	75.30%	93.59%
东鹏饮料	41.61%	49.67%	91.28%	45.72%	44.16%	89.88%
承德露露	35.10%	49.16%	84.26%	43.05%	43.05%	86.10%
农夫山泉	-	-	-	35.78%	37.05%	72.83%
华润饮料	-	-	-	51.44%	35.33%	86.77%
同行业可比公司平均值	37.46%	49.95%	87.41%	41.65%	43.84%	85.49%
标的公司	58.67%	33.97%	92.64%	55.70%	37.33%	93.03%

注：鉴于港股上市公司将运输费用纳入了销售费用核算，上表中将运输费用从农夫山泉和华润饮料的销售费用中剔除后，计算其他费用占剔除后销售费用的比重。

从上表可见，同行业可比公司销售费用均以职工薪酬和广告宣传促销费为主，平均占比在 85%以上，标的公司与同行业可比公司情况相似，不存在显著差异。

从具体费用类别来看：

1、标的公司职工薪酬占比与泉阳泉类似，高于其他可比公司，主要系标的公司与泉阳泉作为区域龙头企业，采取扁平化的业务拓展模式，销售人员下沉到

最基层服务客户，使得销售人员工资占比较高，与其他全国化运营的企业有所差异。

2、标的公司广告宣传促销费占比略高于泉阳泉，与农夫山泉、华润饮料类似，低于其他可比公司，主要系：

（1）标的公司与泉阳泉、农夫山泉和华润饮料业务均以包装饮用水产品为主，产品相对简单，不需要通过大规模的广告宣传促销费向消费者普及产品特点，因此相关企业的广告宣传促销费占比较其他饮料类企业更低。但是标的公司持续开拓江西省外市场，江西省外销售持续增长，为了提高标的公司知名度，标的公司通过各类广告宣传及促销物料发放加大广宣力度，因此广告宣传促销费占比要略高于泉阳泉。

（2）养元饮品、东鹏饮料、承德露露等饮料类企业需要通过大规模广告宣传投入来向消费者普及产品的用途等产品特性，使得其广告宣传促销费占比较高。

（二）标的公司管理费用构成与同行业公司的对比情况及差异原因

报告期内，报告期内，标的公司管理费用以工资薪酬、折旧与摊销、办公费、差旅费等日常费用和中介机构费为主，具体如下：

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
职工薪酬	3,068.10	61.41%	3,515.02	58.77%	3,185.31	50.40%
折旧与摊销	793.73	15.89%	1,047.32	17.51%	880.17	13.93%
办公费、差旅费等日常费用	542.03	10.85%	740.64	12.38%	603.35	9.55%
中介机构费	145.44	2.91%	154.97	2.59%	1,013.18	16.03%
其他	446.64	8.94%	522.56	8.74%	637.68	10.09%
合计	**4,995.94**	**100.00%**	**5,980.51**	**100.00%**	**6,319.69**	**100.00%**

除 2023 年度，标的公司因前期 IPO 事项，发生了金额较大的中介机构费用，使得中介机构费用占比较高外，报告期内，标的公司其他主要费用结构相对稳定。

鉴于可比公司未披露 2025 年 1-10 月信息，以 2023 年和 2024 年进行比较，标的公司与同行业公司管理费用的具体构成情况如下：

单位：万元

公司	管理费用项目	2024 年度		2023 年度	
		金额	占比	金额	占比
泉阳泉	工资薪酬	7,941.98	65.97%	8,929.93	66.65%
	折旧与摊销	1,116.04	9.27%	1,377.60	10.28%
	办公费、差旅费等日常费用	827.01	6.87%	723.95	5.40%
	中介机构费用	538.78	4.48%	640.82	4.78%
	其他	1,614.62	13.41%	1,726.67	12.89%
	合计	**12,038.43**	**100.00%**	**13,398.97**	**100.00%**
养元饮品	工资薪酬	3,407.75	45.60%	3,086.63	32.27%
	折旧与摊销	902.99	12.08%	1,157.19	12.10%
	办公费、差旅费等日常费用	1,805.51	24.16%	1,984.71	20.75%
	咨询及服务费	1,188.14	15.90%	3,172.32	33.17%
	其他	168.12	2.25%	163.97	1.71%
	合计	**7,472.51**	**100.00%**	**9,564.82**	**100.00%**
东鹏饮料	工资薪酬	23,154.29	54.40%	20,595.08	55.87%
	折旧与摊销	6,372.09	14.97%	5,008.59	13.59%
	办公费、差旅费等日常费用	4,291.95	10.08%	4,577.37	12.42%
	信息服务费	2,310.49	5.43%	2,355.36	6.39%
	中介费	2,238.47	5.26%	1,621.68	4.40%
	其他	4,198.09	9.86%	2,701.36	7.33%
	合计	**42,565.38**	**100.00%**	**36,859.44**	**100.00%**
承德露露	工资薪酬	2,118.94	38.27%	1,728.77	54.23%
	折旧与摊销	375.57	6.78%	468.96	14.71%
	办公费、差旅费等日常费用	611.7	11.05%	434.02	13.61%
	股份支付	1,841.25	33.26%		
	其他	589.07	10.64%	556.13	17.45%
	合计	**5,536.53**	**100.00%**	**3,187.88**	**100.00%**
农夫山泉	工资薪酬	未披露		42,800.00	30.95%
	折旧与摊销			27,900.00	20.17%
	办公费、差旅费等日常费用			14,200.00	10.27%
	研发成本			11,500.00	8.32%
	股份支付			15,700.00	11.35%
	其他			26,200.00	18.94%

公司	管理费用项目	2024 年度		2023 年度	
		金额	占比	金额	占比
	合计			**138,300.00**	**100.00%**
华润饮料	工资薪酬	未披露		14,749.30	49.07%
	折旧与摊销			3,511.20	11.68%
	办公费、差旅费等日常费用			1,357.20	4.52%
	咨询费用			6,835.50	22.74%
	其他			3,603.00	11.99%
	合计			**30,056.20**	**100.00%**
标的公司	工资薪酬	3,515.02	58.77%	3,185.31	50.40%
	折旧与摊销	1,047.32	17.51%	880.17	13.93%
	办公费、差旅费等日常费用	740.64	12.38%	603.35	9.55%
	中介机构费	154.97	2.59%	1,013.18	16.03%
	其他	522.56	8.74%	637.68	10.09%
	合计	**5,980.51**	**100.00%**	**6,319.69**	**100.00%**

注 1：港股上市公司年度报告不披露费用构成的具体明细，上述数据中：1、华润饮料采用其 2023 年招股说明书披露信息；2、农夫山泉 2023 年数据系其招股说明书中披露的 2019 年信息，作为替代比较。

注 2：可比公司未披露 2025 年 1-10 月数据，因此未进行比较。

鉴于：1、可比公司结合各自不同的发展情况，部分可比公司存在支出大额的信息服务相关费用以建设信息系统；2、部分可比公司考虑对员工激励而存在股份支付费用；3、各公司根据上市、融资、审计等需求，存在支付中介机构费用情况；4、港股上市的农夫山泉将研发费用纳入管理费用核算。由于相关费用与日常管理经营关联性不大且各家主体有所差异，将相关费用从各家主体费用结构中剔除后，比较各家主体的工资薪酬、折旧与摊销及办公费、差旅费等日常费用占比情况如下：

公司名称	2024 年				2023 年度			
	职工薪酬	折旧与摊销	日常费用	小计	职工薪酬	折旧与摊销	日常费用	小计
泉阳泉	69.06%	9.70%	7.19%	85.95%	69.99%	10.80%	5.67%	86.46%
养元饮品	54.23%	14.37%	28.73%	97.33%	48.29%	18.10%	31.05%	97.44%
东鹏饮料	60.91%	16.76%	11.29%	88.96%	62.63%	15.23%	13.92%	91.78%
承德露露	57.34%	10.16%	16.55%	84.05%	54.23%	14.71%	13.61%	82.55%
农夫山泉	-	-	-	-	38.52%	25.11%	12.78%	76.41%

公司名称	2024 年				2023 年度			
	职工薪酬	折旧与摊销	日常费用	小计	职工薪酬	折旧与摊销	日常费用	小计
华润饮料	-	-	-	-	63.52%	15.12%	5.84%	84.48%
同行业可比公司平均值	60.39%	12.75%	15.94%	89.07%	56.20%	16.51%	13.81%	86.52%
标的公司	60.34%	17.98%	12.71%	91.03%	60.03%	16.59%	11.37%	87.99%

从上表可见，2023 年度，标的公司职工薪酬、折旧与摊销及日常费用占比与可比公司平均水平不存在显著差异；2024 年度，标的公司职工薪酬占比与可比公司平均水平不存在显著差异，标的公司折旧与摊销占比略高，主要系标的公司新增部分管理用固定资产及办公楼装修费摊销，使得折旧与摊销费用金额有所增长，导致占比略高，同时拉低了日常费用占比。

综上所述，标的公司销售费用与管理费用构成与可比公司相比略有差异，相关差异符合标的公司与可比公司业务开展情况，具有匹配性。

二、标的公司销售人员数量、主要职责及具体工作，结合上述情况和标的公司客户数量等，说明销售人员数量与业务、客户规模等的匹配性，是否与同行业公司可比；销售人员平均薪酬情况，与同行业同区域可比公司的对比情况，主要销售人员与客户、供应商是否存在异常资金往来

（一）标的公司销售人员数量、主要职责及具体工作

报告期各期末，标的公司销售人员数量、主要职责与具体工作如下：

销售职位名称	人数			主要职责及具体工作
	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末	
销售经理	60	60	66	全面负责辖区销售运营管理，通过精准执行公司政策、区域化方案及动态资源调配，确保业绩目标达成；统筹团队建设与能力提升，优化经销商网络及市场拓展策略，同时强化返利管控与数据驱动决策，实现市场份额可持续增长与客户关系深度维护。
销售主管	159	154	157	协助区域负责人管理辖区营销工作，负责统筹辖区销售目标制定与执行，主导客户开发与关系维护，协调供应链资源，同时通过团队培训、考核及日常管理，驱动业务增长与客户满意度提升。
销售业代	657	638	614	根据公司销售制度及区域销售政策，负责辖区市场网点拜访、订单达成及竞品监测，执行促销政策、推广活动、返利投放落地，同时收集客户反馈并维护客情关系，推动产品动销与市场份额提升。

销售职位名称	人数			主要职责及具体工作
	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末	
合计	876	852	837	-

（二）结合上述情况和标的公司客户数量等，说明销售人员数量与业务、客户规模等的匹配性，是否与同行业公司可比

2023 年度和 2024 年度，标的公司销售人员数量与业务、客户规模情况如下：

项目	2024 年度	2023 年度
客户数量（家数）	1430	1288
销售人员平均数量（人）	845	818
人均服务客户家数（家数/人）	1.69	1.57
主营业务收入（万元）	125,224.21	113,648.37
人均创收（万元/人）	148.19	138.93

注 1：上述客户数量按当期产生实际收入的直销客户和经销商合计数进行测算；销售人员数量按年初和年末销售人员数量平均数，并向上取整进行测算。
注 2：因 2025 年 1-10 月非完整自然年度，数据不具有可比性，暂不列示。

2023 年和 2024 年，标的公司销售人员人均服务客户家数为 1 家多，符合标的公司扁平化的经销商管理模式，具有合理性。随着标的公司业务规模的扩大，标的公司人均服务客户家数及人均创收金额略有上升，具有合理性。

2023 年和 2024 年，标的公司的销售人员人均服务客户家数、人均创收与同行业可比公司的比较情况如下：

可比公司	销售人员人均服务客户家数		销售人员人均创收（单位：万元）	
	2024 年度	2023 年度	2024 年度	2023 年度
泉阳泉	未披露	未披露	209.83	215.84
养元饮品	4.75	3.84	1,059.43	1,124.55
东鹏饮料	0.48	0.50	238.60	188.04
承德露露	1.27	1.24	451.50	422.08
农夫山泉	未披露	未披露	未披露	未披露
华润饮料	未披露	未披露	未披露	未披露
平均值	2.17	1.86	489.84	487.63
润田实业	1.42	1.37	148.19	138.93

注 1：鉴于可比公司仅披露了经销商数量，未披露完整的客户数量，从可比口径，标的公司亦采用经销商数量统计人均服务客户家数。销售人员人均服务客户家数=年度经销商数量/

销售人员数量，销售人员数量=（年初销售人员数量+年末销售人员数量）/2。
注 2：销售人员人均创收=年度主营业务收入/销售人员数量，销售人员数量=（年初销售人员数量+年末销售人员数量）/2。
注 3：泉阳泉、农夫山泉和华润饮料未披露客户数量或销售人员数量，无法进行部分数据测算。

从人均服务客户家数来看，标的公司与承德露露较为接近，低于养元饮品，高于东鹏饮料。养元饮品于公共卫生事件期间更改其销售模式，减少部分销售人员，同时其 2020 年取得红牛饮料在长江以北地区全渠道的独家经销权，导致所属经销商增加，二者因素导致销售人员人均服务客户家数高于标的公司及其他可比公司；东鹏饮料采取精耕销售管理模式，销售团队全方位服务下游渠道和零售终端，与经销商、邮差批发商及终端门店共同进行市场维护及开发，需要服务的客户群体较大，导致销售人员人均服务客户家数低于标的公司及其他可比公司。

从人均创收来看，标的公司人均创收低于同行业可比公司水平，主要系标的公司主营业务为包装饮用水，且以纯净水销售为主，产品销售单价低，且标的公司采取扁平化的经销商管理模式，销售人员以低职级的销售业代为主，因此人均创收低于以矿泉水为主的泉阳泉，以饮料为主的承德露露、养元饮品和东鹏饮料。

综上所述，标的公司销售人员数量与业务规模、客户规模具有匹配性；因为业务模式、产品结构不同，标的公司销售人员人均服务客户家数、人均创收与同行业公司有所差异，但具有合理性。

（三）销售人员平均薪酬情况，与同行业同区域可比公司的对比情况

2023 年和 2024 年,标的公司销售人员平均薪酬与同行业同区域可比公司对比情况如下：

单位：万元

类别	公司名称	2024 年度			2023 年度		
		人数	平均薪酬	人均创收	人数	平均薪酬	人均创收
同行业可比公司	泉阳泉	568	15.30	209.83	518	15.13	215.84
	承德露露	728	20.17	451.50	700	20.78	422.08
	养元饮品	569	23.78	1,059.43	548	24.59	1,124.55
	东鹏饮料	6,631	16.82	238.60	5983	14.94	188.04
	农夫山泉	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露
	华润饮料	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露

类别	公司名称	2024 年度			2023 年度		
		人数	平均薪酬	人均创收	人数	平均薪酬	人均创收
	平均值	**1,937**	**19.02**	**489.84**	**2,124**	**18.86**	**487.63**
同区域可比公司	煌上煌	611	16.88	275.11	720	16.08	260.34
	阳光乳业	389	6.79	133.69	393	6.31	145.02
	甘源食品	586	21.28	383.43	520	17.91	353.56
	平均值	**529**	**14.98**	**264.08**	**544**	**13.43**	**252.98**
润田实业		**845**	**11.30**	**148.19**	**818**	**10.54**	**138.93**
江西省城镇非私营单位就业人员年平均薪酬		-	9.58	-	-	9.28	-
江西省城镇私营单位就业人员年平均薪酬		-	5.65	-	-	5.52	-

注 1：可比公司未披露 2025 年 1-10 月数据，因此未进行比较。
注 2：各期销售人员平均薪酬=各期销售费用中职工薪酬总额/销售人员数量，销售人员数量=（年初销售人员数量+年末销售人员数量）/2。从可比口径出发，标的公司亦采取同样的测算方式。
注 3：江西省城镇就业人员年平均薪酬数据来源于江西省统计局网站披露。

1、同行业可比公司比较情况

标的公司销售人员的人均薪酬低于同行业可比公司的平均水平。消费品行业，销售人员收入与销售业绩提成关联性较大。泉阳泉、承德露露、养元饮品、东鹏饮料等可比公司的业务开展模式及产品结构与标的公司存在一定差异，导致可比公司销售人员的人均创收大幅高于标的公司，因此销售提成高，使得销售人员平均薪酬较高。标的公司主营业务为包装饮用水，产品价值较低，且采取扁平化的经销管理模式，需要大量的低层级销售人员开拓渠道、市场维护，因此使得标的公司人均创收大幅低于同行业可比公司，进而使得标的公司销售人员人均薪酬低于同行业可比公司。

2、同区域可比公司比较情况

标的公司销售人员人均薪酬略低于同区域可比公司平均薪酬，高于阳光乳业、低于煌上煌和甘源食品，同时高于江西区域水平。

标的公司销售人员平均薪酬高于阳光乳业，主要系阳光乳业系区域性品牌，在当地市场占有率高且稳定，产品市场竞争相对缓和，销售人员竞争压力小，因此，在人均创收与标的公司无重大差异的情况下，销售人员平均薪酬低于标的公司。

标的公司销售人员平均薪酬低于煌上煌和甘源食品，主要系销售人员的薪酬，一部分是依靠于业绩提成，与收入实现情况有较大的正相关性，煌上煌和甘源食品两家公司销售人员人均创收高于标的公司，进而使得其销售人员人均薪酬高于标的公司。

综上所述，标的公司销售人员平均薪酬高于江西区域水平，因所处行业及销售人员人均创收差异等原因，低于同行业同区域可比公司平均薪酬，具有合理性。

（四）主要销售人员与客户、供应商是否存在异常资金往来

经核查标的公司销售副总、主要销售人员（主要区域销售负责人）报告期内银行流水，主要销售人员与客户、供应商不存在异常资金往来的情况。

三、广告宣传费和促销品涉及的主要项目和内容，占比较高的原因和合理性，是否符合行业惯例；主要供应商的基本情况和经营规模，采购价格的公允性及依据，与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来，相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据

（一）广告宣传费和促销品涉及的主要项目和内容，占比较高的原因和合理性，是否符合行业惯例

报告期内，标的公司广告宣传费和促销品涉及的主要项目和内容如下：

单位：万元

项目	类别	2025 年 1-10 月		2024 年度		2023 年度	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
广告费	广告宣传费	3,112.10	61.37%	3,602.85	65.20%	4,150.22	71.85%
冰柜	促销品	993.79	19.60%	816.47	14.77%	537.13	9.30%
PC 桶	促销品	252.80	4.99%	210.71	3.81%	293.24	5.08%
宣传费	广告宣传费	251.89	4.97%	299.54	5.42%	298.75	5.17%
其他	-	460.05	9.07%	596.64	10.80%	496.92	8.60%
合计		**5,070.63**	**100.00%**	**5,526.20**	**100.00%**	**5,776.25**	**100.00%**

为了扩大品牌知名度，报告期内，标的公司持续加大媒体宣传，包括冠名公信力媒体江西广播电视台全民健身活动，冠名江西航空民航飞机、上海黄浦江金灿灿游轮等，使得广告费及宣传费金额较大；同时，为了增加销售渠道的品牌曝

光度，深化标的公司的市场影响，在标的公司整体统筹、经销商配合执行渠道营销活动，标的公司向下游终端渠道提供有标的公司冠名的冰柜等促销物料，并开展以旧桶换新桶活动，形成了较大金额的促销品费用。

报告期内，标的公司广告宣传费和促销品费用占比较高，系标的公司处于消费品行业，产品的品牌知名度对于标的公司的业务拓展非常重要，行业内企业相关费用金额占比亦较高，具体情况参见本题之“一、标的公司销售费用和管理费用构成与同行业公司的对比情况及差异原因”之“（一）标的公司销售费用构成与同行业公司的对比情况及差异原因”之相关内容。

综上，标的公司广告宣传费和促销品费用占比较高符合消费品行业特征，与可比公司情况一致，符合行业惯例，具有合理性。

（二）主要供应商的基本情况和经营规模，采购价格的公允性及依据，与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来，相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据

1、主要供应商的基本情况和经营规模，采购价格的公允性及依据

报告期各期，标的公司广告宣传费和促销品前五大供应商情况如下表所示：

单位：万元

2025 年 1-10 月				
序号	**供应商名称**	**采购类别**	**金额**	**占比**
1	江西广电广告有限责任公司	广告	824.84	16.27%
2	青岛海信商用冷链股份有限公司	冰柜	681.61	13.44%
3	青岛澳柯玛商用电器有限公司	冰柜/展示柜	312.32	6.16%
4	中国花样滑冰协会	广告	220.13	4.34%
5	江西融源文化传媒有限公司	广告	193.77	3.82%
合计			**2,232.67**	**44.03%**
2024 年度				
序号	**供应商名称**	**采购类别**	**金额**	**占比**
1	江西广电广告有限责任公司	广告	897.78	16.25%
2	青岛澳柯玛商用电器有限公司	冰柜/展示柜	864.78	15.65%
3	上海隐泉之广告有限公司	广告	301.01	5.45%

4	南昌启韵文化传媒有限公司	广告	283.02	5.12%
5	驰众广告有限公司	广告	235.44	4.26%
合计			**2,582.03**	**46.72%**
2023 年度				
序号	**供应商名称**	**采购类别**	**金额**	**占比**
1	江西广电广告有限责任公司	广告	1,046.71	18.12%
2	青岛澳柯玛商用电器有限公司	冰柜/展示柜	580.52	10.05%
3	南昌启韵文化传媒有限公司	广告	283.02	4.90%
4	江西青柠科技有限公司	广告	241.47	4.18%
5	南昌星空广告传播有限公司	广告	236.02	4.09%
合计			**2,387.74**	**41.34%**

上述主要供应商的基本情况如下表所示：

供应商名称	公司性质	注册所在地	成立时间	注册资本	股东情况	经营规模	合作开始时间	采购价格确定方式	是否专门或主要为标的公司服务
江西广电广告有限责任公司	国有独资公司	江西南昌	2022.3	1,000 万人民币	江西广电传媒集团有限责任公司持股 100%	7-8 亿元	2023 年	商务谈判	否
青岛海信商用冷链股份有限公司	上市公司子公司	山东青岛	2016.10	5,000 万人民币	海信冰箱有限公司 99.7788%、青岛员利信息咨询股份有限公司 0.2212%	18 亿元	2024 年	招投标	否
青岛澳柯玛商用电器有限公司	上市公司子公司	山东青岛	1995.11	5,000 万人民币	澳柯玛股份有限公司 100%	13-14 亿元	2016 年	招投标	否
中国花样滑冰协会	社会团体	北京海淀	1991.1	10 万人民币	社会团体，业务主管单位为国家体育总局	信息保密	2018 年	商务谈判	否
江西融源文化传媒有限公司	民营企业	江西南昌	2017.11	500 万人民币	张清莲 50%、余绍三 50%	1,000-1,200 万人民币	2019 年	商务谈判	否
上海隐泉之广告有限公司	民营企业	上海徐汇	2012.11	500 万人民币	葛莉娜 95%、蒋炜 5%	1,500 万元	2019 年	商务谈判	否
南昌启韵文化传媒有限公司	民营企业	江西南昌	2016.4	50 万人民币	鲍秀琴 100%	1,000 万元	2017 年	商务谈判	否
驰众广告有限公司	上市公司子公司	浙江宁波	2013.8	5,000 万人民币	上海分众多媒体技术集团有限公司 100%	100 余亿元	2024 年	商务谈判	否
江西青柠科技有限	民营企业	江西南昌	2016.6	150 万人民币	十四行（厦门）投资有限公司 100%	700-800 万元	2016 年	招投标	否

供应商名称	公司性质	注册所在地	成立时间	注册资本	股东情况	经营规模	合作开始时间	采购价格确定方式	是否专门或主要为标的公司服务
公司									
南昌星空广告传播有限公司注	民营企业	江西南昌	2004.11	100 万人民币	李日青 100%	1,000-2,000 万元	2015 年	商务谈判	否

注：南昌星空广告传播有限公司系经上海分众广告传播有限公司授权的在南昌地区的运营公司。

标的公司广告宣传费及促销品主要供应商采购价格主要采用招投标或商务谈判的形式确定，价格确定具体过程如下：

针对促销品供应商，标的公司一般采用招投标形式。招标前，标的公司明确采购商品或服务的目标，并确定执行形式、具体要求与预算费用，在公开网站上发出招投标公告。在供应商应标后，标的公司根据投标报价文件，进行综合考量，选择合适的供应商，并确定采购价格。

针对广告宣传供应商，根据年度品牌建设规划，标的公司对适合当年市场发展阶段需要的媒介进行规划，在广告合作单位的筛选上，标的公司主要与广告主体单位直接合作，如江西广电广告、江西航空或是与拥有独家代理资质的公司合作，大多采用单一来源采购方式。标的公司在洽谈合作前，市场部与销售区域负责人先对拟投放的广告形式位置调查，根据行业价格、历史价格、对方的报价、广告效果等，进行综合考量，经商务谈判后确定合作内容及价格，每一项广告投放都严格按照公司制度实施。标的公司严格履行国有企业采购的制度，上述供应商选择过程符合标的公司内控制度规定，确定的采购价格具有公允性。

2、与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间是否存在关联关系或其他利益安排，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在非经营性资金往来，相关供应商是否存在专门或主要为标的公司服务的情形及依据

标的公司广告宣传费和促销品主要供应商与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间不存在关联关系或其他利益安排，不存在其他特殊关系或业务合作，不存在非经营性资金往来，相关供应商不存在专门或主要为标的公司服务的情形。

四、标的公司管理费用率高于同行业可比公司的原因及合理性，管理人员数量和平均薪酬情况，管理人员数量是否与标的公司经营规模相匹配，平均薪酬与同行业同区域可比公司的对比情况，主要管理人员与客户、供应商是否存在异常资金往来

（一）标的公司管理费用率高于同行业可比公司的原因及合理性

报告期内，标的公司管理费用率分别为 5.49%、4.75%和 3.98%，随着标的公司业务规模的扩大，标的公司管理费用率略有下降。

2023 年和 2024 年，标的公司管理费用率及收入规模与同行业可比公司的比较情况如下表所示：

公司名称	管理费用率		营业收入（亿元）	
	2024 年度	2023 年度	2024 年度	2023 年度
泉阳泉	10.05%	11.94%	11.98	11.22
承德露露	1.68%	1.08%	32.88	29.55
养元饮品	1.23%	1.55%	60.23	61.57
东鹏饮料	2.69%	3.27%	158.39	112.63
农夫山泉	4.57%	5.07%	428.96	426.67
华润饮料	2.46%	2.33%	135.21	135.15
平均值	**3.78%**	**4.21%**	**-**	**-**
剔除泉阳泉后平均值	**2.53%**	**2.66%**	**-**	**-**
标的公司	**4.75%**	**5.49%**	**12.60**	**11.52**

注：鉴于可比公司未披露 2025 年 1-10 月数据，因此未进行比较。

2023 年和 2024 年，标的公司管理费用率略高于可比公司平均水平，低于泉阳泉，主要系：1、泉阳泉因存在矿泉水业务及园林家居业务等多类主营业务，涉及板块较多，使得其管理费用率较高；2、除泉阳泉外，其他可比公司收入规模均远大于标的公司，规模效应较高，管理费用率低，剔除泉阳泉后，标的公司管理费用率高于同行业可比公司平均水平，符合规模效应的特征。

整体来讲，标的公司管理费用率与可比公司略有差异，但仍处于合理水平。

（二）管理人员数量和平均薪酬情况，管理人员数量是否与标的公司经营规模相匹配，平均薪酬与同行业同区域可比公司的对比情况

2023 年和 2024 年，标的公司管理人员数量和平均薪酬情况如下表所示：

项目	2024 年末/2024 年度	2023 年末/2023 年度
管理人员平均数量	227	228
管理人员平均薪酬	15.48	13.97
标的公司营业收入	126,009.72	115,194.74
管理人员人均创收	555.11	505.24

注 1：管理人员数量按年初和年末管理人员数量平均数，并向上取整进行测算。
注 2：各期管理人员平均薪酬=各期管理费用中职工薪酬总额/管理人员数量，管理人员数量=（年初管理人员数量+年末管理人员数量）/2。
注 3：管理人员人均创收=年度营业总收入/管理人员平均数量。

从上表可见，报告期内标的公司的营业收入、管理人员平均薪酬及人均创收在持续增长，而管理人员数量基本保持稳定。现有管理团队管理效率较高，管理人员数量能够有效支撑公司经营规模的增长，因此管理人员数量与标的公司经营规模相匹配。

2023 年和 2024 年，标的公司管理人员平均薪酬与同行业同区域可比公司的对比情况如下：

单位：万元/年

类别	公司名称	2024 年度	2023 年度
同行业可比公司	泉阳泉	26.65	28.48
	承德露露	16.75	13.00
	养元饮品	9.92	7.26
	东鹏饮料	17.50	17.29
	农夫山泉	未披露	未披露
	华润饮料	未披露	未披露
	平均值	**17.71**	**16.51**
同区域可比公司	煌上煌	14.03	12.23
	阳光乳业	17.26	19.31
	甘源食品	18.36	11.22
	平均值	**16.55**	**14.25**
标的公司		**15.48**	**13.97**
江西省城镇非私营单位就业人员年平均薪酬		9.58	9.28
江西省城镇私营单位就业人员年平均薪酬		5.65	5.52

注 1：鉴于可比公司未披露 2025 年 1-10 月数据，因此未进行比较。
注 2：各期管理人员平均薪酬=各期管理费用中职工薪酬总额/管理人员数量，管理人员数量=（年初管理人员数量+年末管理人员数量）/2。从可比口径出发，标的公司亦采取同样的测算方式。

注 3：江西省城镇就业人员年平均薪酬数据来源于江西省统计局网站披露。

1、同行业可比公司比较情况

标的公司管理人员平均薪酬低于同行业可比公司平均水平，主要系泉阳泉管理人员平均薪酬大幅高于同行业可比公司，剔除泉阳泉后，同行业可比公司 2023 年和 2024 年管理人员平均薪酬分别为 12.52 万元和 14.72 万元，标的公司与剔除泉阳泉后的同行业可比公司情况不存在显著差异。泉阳泉管理人员平均薪酬较高的主要原因系泉阳泉业务包括了“矿泉水 + 园林绿化 + 木门家居”三大类，其苏州园林业务管理团队及北京木门业务管理团队薪酬需匹配所在地域薪酬水平，平均薪酬较高，拉高了公司整体的管理人员平均薪酬水平。

2、同区域可比公司比较情况

标的公司管理人员平均薪酬与同区域可比公司平均水平趋同，不存在重大差异，且高于江西区域平均水平。

综上，标的公司管理人员平均薪酬低于同行业可比公司平均水平，主要系业务结构及管理人员区域位置所致；标的公司管理人员平均薪酬与同区域可比公司平均水平不存在重大差异。

（三）主要管理人员与客户、供应商是否存在异常资金往来

经核查，标的公司主要管理人员与客户、供应商不存在异常资金往来。

五、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、取得标的公司报告期内期间费用明细表，对报告期内标的公司期间费用实施分析性复核程序，分析各期间的各类别费用占比及变动是否合理；查阅同行业可比公司招股说明书、年度报告，了解标的公司与同行业可比公司期间费用构成存在差异的原因及合理性。

2、与标的公司管理层沟通，了解公司业务发展情况、相应薪酬体系及执行情况；了解公司的销售部门和管理部门具体职责和区域分布情况，并分析销售人员规模、管理人员规模与业务、客户规模是否匹配。

3、获取标的公司职工薪酬数据和员工花名册，统计、对比分析公司员工人数与职工薪酬变动情况；了解报告期内销售、管理人数变动原因，分析各类型员工薪酬水平变动原因及其合理性。

4、结合人员数量及平均薪酬分析期间费用中职工薪酬占比及变动情况，并结合同行业及标的公司所在地平均工资分析薪酬变动合理性。

5、分析广告宣传费和促销品涉及的主要项目和内容，占比较高的原因和合理性，获取同行业同类型费用占比数据，判断是否符合行业惯例。

6、通过公开资料查询报告期内标的公司广告宣传费和促销品主要供应商的工商资料，核查主要供应商的成立时间、注册资本、主营业务、股权结构等工商信息；对主要供应商进行访谈，了解主要供应商是否与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间存在关联关系，是否存在其他特殊关系或业务合作，是否存在专门或主要为标的公司服务。

访谈比例如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-10 月			2024 年度			2023 年度		
	账面金额	访谈金额	访谈比例	账面金额	访谈金额	访谈比例	账面金额	访谈金额	访谈比例
广告宣传费和促销品	5,070.63	3,136.84	61.86%	5,526.20	3,279.16	59.34%	5,776.25	2,949.66	51.07%

7、对标的公司的广告宣传费和促销品主要供应商执行细节测试，检查协议、发票、银行回单等支持性文件，了解交易的商业理由，确认采购业务的真实性，获取招投标或商务谈判文件，判断采购价格公允性等信息。

检查比例如下：

项目	2025 年 1-10 月			2024 年度			2023 年度		
	账面金额	检查金额	检查比例	账面金额	检查金额	检查比例	账面金额	检查金额	检查比例
广告宣传费和促销品	5,070.63	4,208.57	83.00%	5,526.20	4,366.11	79.01%	5,776.25	4,522.60	78.30%

8、执行分析程序，分析报告期内各期的期间费用率水平是否合理，并与同行业可比公司进行比较，分析差异原因；分析费用项目与标的公司经营情况、收

入发展趋势的匹配性等。

9、获取并查阅标的公司主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体、近亲属、董监高、主要销售人员的资金流水，核查是否存在与标的公司供应商、客户之间存在异常或非经营性资金往来。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司销售费用和管理费用构成与同行业公司略有差异，差异具有合理性。

2、标的公司销售人员数量、职责划分符合公司的实际情况，人员数量与业务、客户规模等具有匹配性，相关情况因业务开展情况差异，与可比公司存在一定差异，差异具有合理性。标的公司销售人员平均薪酬高于江西区域水平，因所处行业及销售人员人均创收差异等原因，低于同行业同区域可比公司平均薪酬，具有合理性。标的公司主要销售人员与客户、供应商不存在异常资金往来。

3、广告宣传费和促销品涉及的主要内容包括广告费、宣传费、冰柜及以旧换新 PC 桶费用等，相关费用占比高系标的公司的业务拓展需要，且符合行业惯例；标的公司主要供应商的基本情况和经营规模正常，采购价格通过招投标、商业谈判最终确定，具有公允性，与标的公司及其主要人员、控股股东、实际控制人及其控制主体之间不存在关联关系或其他利益安排，不存在其他特殊关系或业务合作，不存在非经营性资金往来，相关供应商不存在专门或主要为标的公司服务的情形；

4、标的公司管理费用率高于同行业可比公司平均值，主要原因系公司处于快速发展阶段，收入规模与同行业可比公司仍存在一定的差距，而管理费用具有刚性，即维持公司运营需要保证一定规模的管理费用，从而导致公司的管理费用率高于同行业可比公司平均值，具备合理性；报告期内，标的公司管理人员数量变动趋势平稳，与销售收入的增长趋势相符，管理人员数量与标的公司经营规模相匹配，标的公司管理人员平均薪酬低于同行业可比公司平均水平，主要系业务结构及管理人员区域位置所致，标的公司管理人员平均薪酬与同区域可比公司平均水平不存在重大差异；标的公司主要管理人员与客户、供应商不存在异常资金往来。

问题 12.关于其他

重组报告书披露，（1）2023 年 6 月，上市公司拟通过发行股份的方式向江旅集团购买相关资产；2023 年 12 月，前述重组终止；（2）2023 年 6 月，标的公司申请主板首次公开发行股票，后续撤回申请；（3）标的公司已取得备案 APP 共计 1 项、小程序共计 4 项；（4）标的公司多处房产和土地使用权被抵押；（5）报告期各期末，标的公司应收账款账面价值分别为 256.92 万元、258.09 万元和 373.96 万元，主要原因系标的公司销售以经销模式为主，且主要采取先款后货的结算模式；（6）报告期各期末，标的公司预付款项分别为 440.18 万元、448.16 万元和 1,029.92 万元；（7）报告期各期末，标的公司固定资产账面价值分别为 53,207.71 万元、49,127.48 万元和 47,607.50 万元，2024 年末固定资产账面价值减少主要原因系标的公司对部分机器设备等固定资产进行了处置或报废；（8）2023 年末和 2024 年末，标的公司账面货币资金和定期存单金额较高，同时也存在大额短期借款，2025 年 4 月末短期借款为 0；（9）报告期各期末，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，主要系预收经销商货款。请公司披露：（1）2023 年上市公司重组的背景、终止的原因以及与本次交易的关系；（2）标的公司前次申报主板上市与本次重组交易估值的对比，相关申报材料是否存在实质性差异；（3）抵押涉及房产和土地在生产经营中的作用及重要性，是否存在被处置风险及对生产经营的影响；（4）标的公司持有 APP、小程序等基本情况，是否涉及数据开发利用等数据处理活动及所涉范围，数据收集、存储、保护及用户信息管理等是否符合相关规定，是否履行主管部门审批流程；（5）标的公司应收账款期后回款情况；（6）预付款项的主要内容和账龄，预付模式和比例的合理性，2025 年 4 月末预付款项增加的原因，主要支付对象的具体情况及期后结转情况；（7）处置或报废机器设备的具体情况及主要用途，对标的公司产能和生产经营的影响，其他固定资产是否存在相似情况，减值准备计提充分性；（8）2023 年末和 2024 年末，标的公司在账面资金和定期存单金额较高的情况下，大额短期借款的原因及合理性，账面资金和定期存单的真实性及是否受限，定期存单的具体情况及资金具体流向；（9）合同负债的主要内容，2025 年 4 月末标的公司合同负债上升的原因，是否与报告期同期可比，经销商预付比例的合理性，相关资金流向。

请独立财务顾问核查并发表明确意见，请律师对（1）-（4）核查并发表明确意见，请会计师对（5）-（9）核查并发表明确意见。

回复：

一、2023 年上市公司重组的背景、终止的原因以及与本次交易的关系

（一）2023 年上市公司重组的背景

2023 年 6 月，上市公司发布重组草案，上市公司拟通过发行股份的方式向江旅集团购买其持有的江西旅游集团航空产业有限公司 47.5%股权、江西省旅游集团沁庐酒店管理有限公司 100%股权、江西风景独好传播运营有限责任公司（现更名为“江西长旅创意文化传媒有限公司”）100%股权、江西省旅游集团文旅科技有限公司（现更名为“江西长旅数智科技有限公司”）100%股权和江西旅游集团国际会展有限公司（现更名为“江西长旅国际会展有限公司”）100%股权，向海南太美航空股份有限公司购买其持有的江西旅游集团航空产业有限公司 37.5%股权。

自 2019 年上市公司控股股东变更为江旅集团后，上市公司以“突出旅游主业、聚焦旅游大消费”为发展战略；积极发展互联网营销及数字文旅等现有主业的同时，重点布局旅游、文娱、康养等旅游大消费领域。为贯彻前述发展战略，上市公司 2023 年拟收购整合优质文旅资产、拓宽文旅消费业务版图，拟收购资产业务涵盖“吃、住、行、游、购、娱”六要素。如该次交易实施，上市公司将逐步构建覆盖特色餐饮、酒店、航线运营、景区开发运营等的综合文旅业务板块及体系。

（二）终止的原因

2023 年 12 月，上市公司披露《关于终止重大资产重组的公告》，该重大资产重组终止，原因系由于该交易历时较长，相关市场环境较该交易筹划之初已发生一定变化，综合考虑当前外部环境与标的公司经营情况等因素，为切实维护上市公司和广大投资者利益，经上市公司审慎研究并与交易对方友好协商，决定终止该重大资产重组事项。

（三）与本次交易的关系

2023 年重组与本次交易均为上市公司积极利用国有上市公司背景，整合江西省文旅消费资源，以实现公司可持续经营发展，为公司和股东创造更大价值为目的，但二者之间无实质性直接关系。

二、标的公司前次申报主板上市与本次重组交易估值的对比，相关申报材料是否存在实质性差异

（一）标的公司前次申报主板上市与本次重组交易估值的对比

2023 年 6 月 21 日，润田实业向上交所报送了首次公开发行股票并在主板上市的申请材料，后受资本市场外部环境变化等因素影响，润田实业向上交所申请撤回材料。申报期间，上市申请未被受理。

根据润田实业报送的《首次公开发行股票并在主板上市招股说明书（申报稿）》，其本次发行拟募集 83,532.53 万元资金，发行股数不超过 6,840 万股，发行后总股本不超过 27,340 万股，据此测算得出润田实业前次申报主板上市时预计估值约 250,353.34 万元，其与本次重组交易估值对比情况如下：

项目	字母或计算公式	前次申报主板上市	本次重组交易
估值或交易金额（万元）	A	250,353.34	300,900.00
报告期最近一年扣非后归母净利润（万元）	B	12,666.78	16,791.65
静态市盈率	C=A÷B	19.76	17.92

根据前述表格对比可知，标的公司本次重组交易估值相较于前次申报主板上市时更为谨慎。

（二）相关申报材料是否存在实质性差异

经核查润田实业 2023 年报送的《首次公开发行股票并在主板上市招股说明书（申报稿）》等申报材料，本次重组交易中润田实业相关信息披露的差异主要包括：

1、财务方面

本次重组交易报告期为 2023 年度、2024 年度及 2025 年 1-10 月，润田实业 2023 年申报 IPO 期间报告期为 2020 年度、2021 年度和 2022 年度。本次重组交

易报告期与 2023 年申报 IPO 期间报告期未重叠。

2、非财务方面

内容	重组报告书	招股说明书/律师工作报告	差异原因
风险因素	本次交易的审批风险；本次交易可能被暂停、中止或者取消的风险；募集配套资金不达预期的风险；标的公司评估增值较高的风险；本次交易完成后整合不达预期的风险；交易对方未实现业绩承诺及补偿不足风险；商誉减值的风险；上市公司未弥补亏损风险；政策风险；市场竞争风险；产品质量风险；销售区域较为集中的风险；新区域及新产品拓展风险；原材料价格波动风险；经营业绩季节性波动的风险；矿泉水水源地的风险；委托加工生产比例较高的风险；房屋建筑物产权瑕疵及土地租赁瑕疵风险；股票价格波动风险；不可抗力的风险	消费者需求改变的风险；经营资质申请或续期的风险；水源地不利变化的风险；产品品质的风险；经销模式占比较高的风险；个体工商户或自然人客户数量较多的风险；销售区域集中的风险；委托加工生产比例较高的风险；营销费用使用及营销活动效果未达预期的风险；商誉减值风险；发行后即期每股收益、净资产收益率被摊薄的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争激烈的风险；季节性波动的风险；政策风险；募投项目无法达到预计效益的风险；新市场开拓风险	因信息披露准则差异、披露/申报时点不同，面临的风险存在差异
股权结构及产权控制关系	江旅集团控股股东为江西长旅集团	江旅集团控股股东为江西国控	江旅集团控股股东已变更为江西长旅集团
主要资产情况	详细披露企业 24 项未取得权属证书房产、8 项房产租赁；企业境内注册商标 221 项、境外注册商标 10 项、境内专利 39 项、作品著作权 26 项；企业备案 APP 共 1 项、小程序 4 项	按重要性披露企业主要房屋租赁、未取得产权证书的房屋建筑物；企业境内注册商标 205 项、境外注册商标 2 项、境内专利 34 项、作品著作权 22 项	因信息披露谨慎性差异、披露/申报时点不同导致
主要经营资质	3 个进出口货物收发货人备案	2 个进出口货物收发货人备案	因披露/申报时点不同导致
主要产品	纯净水、矿泉水、饮料	纯净水、矿泉水	因披露/申报时点不同导致
财务数据分析的同行业可比公司	选取农夫山泉、泉阳泉、承德露露、养元饮品、东鹏饮料、华润饮料作为同行业可比公司进行财务数据对比	选取农夫山泉、泉阳泉、李子园、欢乐家作为同行业可比公司进行财务数据对比	综合考虑业务可比性和可参考性后选择
关联方及关联	企业间接控股股东新增了江西长旅集团，无江西国控；企业董事为周容彬、刘晓权、欧阳昱、吴晓光、	企业间接控股股东为江旅集团、建银基金和江西国控；企业董事为曾少雄、欧阳昱、吴晓光、刘晓权、	江旅集团控股股东变更、董

内容	重组报告书	招股说明书/律师工作报告	差异原因
关系	瞿莱、黄润东、赵玉洁、喻玲、罗舜菁，及其关联企业	邱琳瑛、冯英、罗舜菁、赵玉洁、喻玲，及其关联企业	事会换届导致

如上所述，本次重组交易披露文件与润田实业 2023 年申报主板上市材料之间的差异主要为披露/申报时点不同、报告期不同、信息披露准则存在一定差异所导致，本次重组交易披露文件与润田实业 2023 年申报主板上市材料之间不存在重大实质性差异。

三、抵押涉及房产和土地在生产经营中的作用及重要性，是否存在被处置风险及对生产经营的影响；

截至 2025 年 4 月末，润田实业的子公司丰城润田的土地、房产存在抵押，抵押涉及的房产和土地情况具体如下：

序号	产权证号	坐落	用途	性质	房屋建筑面积（㎡）	土地简况	报告期末抵押情况
1	赣（2019）丰城市不动产权第 0006339 号	丰城市高新技术产业园慧灯路 9 号 1 幢 1-4 层	工业用地/工业	出让/自建房	3,053.68	共有宗地面积：86,667.10 ㎡ 国有建设用地使用权终止日期：2055.04.30	2024 年 3 月 7 日，丰城润田与中国银行南昌市西湖支行签订《最高额抵押合同》（编号：2024HZYXY008），左述房产抵押至中国银行南昌市西湖支行，用于担保中国银行南昌市西湖支行与润田实业自 2023 年 10 月 26 日至 2026 年 10 月 25 日签署的主合同，最高本金余额为 2 亿元，对应主合同为润田实业与中国银行西湖支行签署的《授信额度协议》（编号：2024HZYXE036）。
2	赣（2019）丰城市不动产权第 0006340 号	丰城市高新技术产业园慧灯路 9 号 2 幢 1-2 层	工业用地/工业	出让/自建房	4,771.31		
3	赣（2019）丰城市不动产权第 0006342 号	丰城市高新技术产业园慧灯路 9 号 3 幢 1 层	工业用地/工业	出让/自建房	5,089.89		
4	赣（2019）丰城市不动产权第 0006343 号	丰城市高新技术产业园慧灯路 9 号 4 幢 1 层	工业用地/工业	出让/自建房	11,079.09		
5	赣（2019）丰城市不动产权第 0006341 号	丰城市高新技术产业园慧灯路 9 号 5 幢 1 层	工业用地/工业	出让/自建房	5,089.89		
6	赣（2020）丰城市不动产权第 0092526 号	丰城市高新技术产业园区慧灯路 9 号 6 栋 1 层 101 号	工业用地/工业	出让/其他	6,677.09		
7	赣（2020）丰城市不动产权第 0092528 号	丰城市高新技术产业园区慧灯路 9 号 7 栋 1 层 101 号	工业用地/工业	出让/其他	322.32		
8	赣（2021）	丰城市高新技术	工业	出让/自	7,272.16	共有宗地面积：	2024 年 5 月 21 日，

序号	产权证号	坐落	用途	性质	房屋建筑面积（㎡）	土地简况	报告期末抵押情况
	丰城市不动产权第0000693号	产业园区慧灯路10号1幢1层	用地/工业	建房		100,555.22㎡国有建设用地使用权终止日期：2056.03.21	丰城润田与工商银行南昌都司前支行签订《最高额抵押合同》（合同编号：0150200012-2024年都支（抵）字0015号），左述房产及相应土地使用权抵押至工商银行南昌都司前支行，用于担保润田实业于2024年5月23日至2029年5月23日期间、在3,900万元的最高余额内对工商银行南昌都司前支行的债务，对应主合同为润田实业与工商银行南昌都司前支行签署的《最高额授信合同》（合同编号：0150200012-2024年都支（授信）字0015）。
9	赣（2021）丰城市不动产权第0000694号	丰城市高新技术产业园区慧灯路10号2幢1层至夹层	工业用地/工业	出让/自建房	11,965.86		
10	赣（2021）丰城市不动产权第0000695号	丰城市高新技术产业园区慧灯路10号3栋1层	工业用地/工业	出让/自建房	7,272.16		
合　计					**62,593.45**	**187,222.32**	-

截至报告期末，上述抵押至中国银行和工商银行的房产或土地使用权对应的债务均已到期偿还，相关授信协议项下借款余额均为0元。

截至本回复签署日，上述房产及土地使用权均已办理完毕不动产解押登记手续，不存在被处置风险及对生产经营的不利影响。

四、标的公司持有APP、小程序等基本情况，是否涉及数据开发利用等数据处理活动及所涉范围，数据收集、存储、保护及用户信息管理等是否符合相关规定，是否履行主管部门审批流程；

（一）标的公司持有APP、小程序等基本情况，是否涉及数据开发利用等数据处理活动及所涉范围

截至本回复签署日，润田实业及其合并报表范围内子公司已取得备案App共计1项、小程序共计4项。

根据《中华人民共和国数据安全法》第3条，数据处理，包括数据的收集、存储、使用、加工、传输、提供、公开等。标的公司基于业务需要，通过相关

App、小程序开展数据处理活动。

标的公司持有 App、小程序的基本情况和涉及数据开发利用等数据处理活动及所涉范围相关情况具体如下：

序号	持有主体	App/小程序名称	主要功能	涉及的数据处理活动及所涉范围
1	润田实业	润田动销	（1）内部日常办公和业务管理，包括员工工作日报、工作流审批、员工在线培训、拜访管理和记录等；（2）内部日常人事管理，包括考勤打卡、员工薪酬管理、员工问卷等。	为了满足标的公司企业内部日常办公、业务管理和人力资源管理需要，处理企业日常办公和业务开展过程中的人事数据和业务数据，不涉及处理消费者个人信息。
2	润田实业	润田费用管控协同系统	用于与客户进行线上签约。	为了完成签约，处理客户的联系方式信息。
3	润田实业	润田好水送到家	供企业、个人等用户线上购买润田实业产品。	（1）为了用户注册登录，处理用户的账号信息和手机号码信息；（2）为了展示所在城市服务信息，处理用户地理位置信息；（3）为了完成商品配送，处理收货人名称、收货地址、联系方式及订单信息。
			供个人在线提交成为社区代理商的相关申请使用。	为了完成社区代理审核，处理申请人的身份信息、联系方式信息和相关社区信息。
4	润田实业	润田翠天然含硒矿泉水	供企业、个人等用户线上购买润田实业产品。	（1）为了用户注册登录，处理用户的账号信息和手机号码信息；（2）为了展示所在城市服务信息，处理用户地理位置信息；（3）为了完成商品配送，处理收货人名称、收货地址、联系方式及订单信息。
5	润田实业	润田二维码云平台	用于品牌宣传及为“润田翠天然含硒矿泉水”小程序引流。	处理用户地理位置信息，按用户所在城市分配不同广告宣传内容，并可跳转至“润田翠天然含硒矿泉水”小程序。

（二）标的公司数据收集、存储、保护及用户信息管理等是否符合相关规定

截至本回复签署日，标的公司数据收集、存储、保护及用户信息管理符合《民法典》《个人信息保护法》《网络安全法》《数据安全法》等法律法规相关规定，相关情况具体如下：

数据收集、存储、保护及用户信息管理相关主要中国法律法规			标的公司相关情况
法规名称	核心要求	具体规定	
1、数据收集方面			
《中华人民共和国民法典》	1、遵循合法、正当、必要原则；2、征得同	第一千零三十五条“处理个人信息的，应当遵循合法、正当、必要原则，不得过度处理，并符合下列条件：	在数据收集方面，标的公司对上述个人信息的收集和后

	意，但是法律、行政法规另有规定的除外；3、公开信息处理规则并告知收集的目的、方式、范围。	（一）征得该自然人或者其监护人同意，但是法律、行政法规另有规定的除外；（二）公开处理信息的规则；（三）明示处理信息的目的、方式和范围……”	续使用均出于正常业务开展必要需求。标的公司基于运营的上述 App、小程序，通过《隐私政策》等线上文本向用户告知收集个人信息收集、使用的目的、方式、类型，并征得用户同意，若用户不同意《隐私政策》，仍可继续浏览上述 App、小程序，查看产品以及继续使用其他无需收集个人信息的功能。标的公司不存在超出处理目的收集与其提供的服务无关的信息的情况。标的公司收集个人信息及其用途具有商业合理性和必要性，符合合法、正当、必要原则的要求。
《中华人民共和国个人信息保护法》	1、遵循合法、正当、必要原则；2、取得个人的同意或具备其他第十三条规定的合法性基础；3、不得以个人不同意为由拒绝提供产品或者服务；4、向个人告知个人信息处理规则	第五条“处理个人信息应当遵循合法、正当、必要和诚信原则，不得通过误导、欺诈、胁迫等方式处理个人信息。”第十三条“符合下列情形之一的，个人信息处理者方可处理个人信息：（一）取得个人的同意；（二）为订立、履行个人作为一方当事人的合同所必需，或者按照依法制定的劳动规章制度和依法签订的集体合同实施人力资源管理所必需；……”第十六条“个人信息处理者不得以个人不同意处理其个人信息或者撤回同意为由，拒绝提供产品或者服务；处理个人信息属于提供产品或者服务所必需的除外。”第十七条“个人信息处理者在处理个人信息前，应当以显著方式、清晰易懂的语言真实、准确、完整地向个人告知下列事项：…..”	
《中华人民共和国数据安全法》	合法、正当收集数据	第三十二条“任何组织、个人收集数据，应当采取合法、正当的方式，不得窃取或者以其他非法方式获取数据……”	
《中华人民共和国网络安全法》	1、遵循合法、正当、必要原则；2、公开收集、使用规则，明示收集、使用信息的目的、方式和范围	第四十一条“网络运营者收集、使用个人信息，应当遵循合法、正当、必要的原则，公开收集、使用规则，明示收集、使用信息的目的、方式和范围……。网络运营者不得收集与其提供的服务无关的个人信息，不得违反法律、行政法规的规定和双方的约定收集、使用个人信息，并应当依照法律、行政法规的规定和与用户的约定，处理其保存的个人信息。”	
2、数据存储方面			
《中华人民共和国民法典》	确保存储安全	第一千零三十八条“信息处理者不得泄露或者篡改其收集、存储的个人信息……信息处理者应当采取技术措施和其他必要措施，确保其收集、存储的个人信息安全，防止信息泄露、篡改、丢失……”	标的公司所收集的数据均存储于境内，标的公司制定了相应的数据安全管理制度，要求保存个人信息不应超出《隐私政策》等个人信息收集使用规则中声明的保存期限；同时，标的公司采取了数据加密等措施，以保障数据存储安全。
《中华人民共和国个人信息	个人信息的保存期限应当为实现处理目的	第十九条“除法律、行政法规另有规定外，个人信息的保存期限应当为实现处理目的所必要的最短时间。”	

保护法》	所必要的最短时间		
3、数据保护方面			
《中华人民共和国民法典》	应当采取技术措施和其他必要措施确保个人信息安全	第一千零三十八条“信息处理者不得泄露或者篡改其收集、存储的个人信息……信息处理者应当采取技术措施和其他必要措施，确保其收集、存储的个人信息安全，防止信息泄露、篡改、丢失……”	标的公司制定了《数据安全管理制度》《网络安全管理制度》《机房安全管理制度》，以规范内部的数据处理活动；标的公司根据员工所处部门的不同层级，配置了不同的数据访问权限，员工仅能根据其职责内容访问其权限范围内的数据；标的公司的《机房安全管理制度》明确规定了机房安全相关要求及措施，如定期巡检、保密管理等，保障机房和相关数据的安全。
《中华人民共和国个人信息保护法》	采取措施确保个人信息处理活动安全	第五十一条“个人信息处理者应当根据个人信息的处理目的、处理方式、个人信息的种类以及对个人权益的影响、可能存在的安全风险等，采取下列措施确保个人信息处理活动符合法律、行政法规的规定，并防止未经授权的访问以及个人信息泄露、篡改、丢失……”	
《中华人民共和国数据安全法》	采取必要措施保障数据安全	第二十七条“开展数据处理活动应当依照法律、法规的规定，建立健全全流程数据安全管理制度，组织开展数据安全教育培训，采取相应的技术措施和其他必要措施，保障数据安全……”	
4、用户信息管理方面			
《中华人民共和国民法典》	应保障个人的查阅、复制、更正、删除权利	第一千零三十七条“自然人可以依法向信息处理者查阅或者复制其个人信息；发现信息有错误的，有权提出异议并请求及时采取更正等必要措施。自然人发现信息处理者违反法律、行政法规的规定或者双方的约定处理其个人信息的，有权请求信息处理者及时删除。”	标的公司通过 App、小程序的交互页面、《隐私政策》等向用户告知并提供了个人信息查询、更正、删除、注销账户等权利的途径，保障用户个人信息权利的行使，并通过制度要求应当在收到相关权利请求后相应处理。
《中华人民共和国个人信息保护法》	应保障个人的查阅、复制、转移、更正、删除等权利	第四十五条“个人有权向个人信息处理者查阅、复制其个人信息；有本法第十八条第一款、第三十五条规定情形的除外。个人请求查阅、复制其个人信息的，个人信息处理者应当及时提供。个人请求将个人信息转移至其指定的个人信息处理者，符合国家网信部门规定条件的，个人信息处理者应当提供转移的途径。”第四十六条“个人发现其个人信息不准确或者不完整的，有权请求个人信息处理者更正、补充。个人请求更正、补充其个人信息的，个人信息处理者应当对其个人信息予以核实，并及时更正、补充。”第四十七条“有下列情形之一的，个人信息处理者应当主动删除个人信息；个人信息处理者未删	

		除的，个人有权请求删除：（一）处理目的已实现、无法实现或者为实现处理目的不再必要；（二）个人信息处理者停止提供产品或者服务，或者保存期限已届满；（三）个人撤回同意；（四）个人信息处理者违反法律、行政法规或者违反约定处理个人信息；（五）法律、行政法规规定的其他情形……”	
《中华人民共和国网络安全法》	应保障个人的更正和删除权利	第四十三条“个人发现网络运营者违反法律、行政法规的规定或者双方的约定收集、使用其个人信息的，有权要求网络运营者删除其个人信息；发现网络运营者收集、存储的其个人信息有错误的，有权要求网络运营者予以更正。网络运营者应当采取措施予以删除或者更正。”	

报告期内，标的公司未因违反有关数据保护方面的法律法规而受到重大行政处罚。

综上，截至本回复签署日，标的公司通过其持有的 App、小程序所开展的数据处理活动，在数据收集、存储、保护及用户信息管理方面符合《民法典》《个人信息保护法》《网络安全法》《数据安全法》等法律法规相关规定。

（三）标的公司持有 App、小程序所涉数据处理活动是否履行主管部门审批流程

报告期内，标的公司在开展主营业务的相关业务过程中，基于业务需要开展数据处理活动，标的公司所收集的数据均存储于境内，标的公司不存在对数据进行挖掘并提供数据处理相关增值服务的情况。根据《民法典》《个人信息保护法》《数据安全法》《网络安全法》等相关法律、法规规定，标的公司通过其持有的 App、小程序所开展的数据处理活动无需取得主管部门的相应审批。

五、标的公司应收账款期后回款情况

截至 2025 年 12 月 31 日，标的公司各期末应收账款的期后回款情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末
应收账款余额	422.63	285.52	284.29
已回款金额	232.75	229.28	270.44
未回款金额	189.88	56.24	13.85

项目	2025 年 10 月末	2024 年末	2023 年末
回款比例	55.07%	80.30%	95.13%

报告期各期末，标的公司应收账款规模较小，主要系直销客户的应收款项。

从上表可见，截至 2025 年 12 月 31 日，报告期各期末，标的公司应收账款的期后回款比例分别为 95.13%、80.30%与 55.07%，其中 2025 年 10 月末应收账款期后回款比例较低主要系应收款未到回款期或客户尚未回款导致，标的公司已结合应收款客户及账龄情况，计提了相应的坏账准备。

截至 2025 年 12 月 31 日，金额在 10 万元以上，尚未回款的应收款客户主要包括：

1、江西根号二供应链有限公司（以下简称“根号二”），截至 2025 年 12 月 31 日，根号二尚未回款金额为 79.16 万元。根号二采购标的公司产品后，主要用于运营校园超市相关业务。因根号二经营情况不佳，未能正常回款，标的公司于 2025 年 4 月向法院提起诉讼；经江西省南昌市红谷滩区人民法院调解，标的公司与根号二于 2025 年 6 月达成民事调解书。根据调解书，根号二自 2025 年 7 月至 2027 年 5 月，每月底前向标的公司支付 3 万元款项，剩余款项于 2027 年 6 月底前支付。2025 年 7 月至 8 月，根号二按约定履行还款义务，但自 2025 年 9 月开始，根号二未按约还款，截至 2025 年 11 月末，其尚未支付 9-11 月款项。此外，根号二自 2025 年 9 月以来涉及多起被执行案件，整体偿付能力进一步恶化。基于上述情况，标的公司判断该应收账款回收风险显著增加，于 2025 年 10 月末已对其全额计提坏账准备。同时，标的公司已于 2025 年 11 月向江西省南昌市红谷滩区人民法院提起了强制执行申请。

2、招商局食品（中国）有限公司（以下简称“招商局”），截至 2025 年 12 月 31 日，招商局未回款金额为 40.14 万元。标的公司与招商局已合作多年，标的公司给予该客户一定的信用期，相关应收账款均在信用期内，标的公司已根据账龄情况计提了相应的坏账准备。

3、台州黄岩长丰工艺厂（以下简称“长丰工艺”），截至 2025 年 12 月 31 日，长丰工艺尚未回款金额为 13.76 万元，相关应收款系标的公司重组润田饮料时，丰城润田已留下的应收账款， 2023 年末账龄已在 3 年以上，标的公司已全

额计提了坏账准备。

六、预付款项的主要内容和账龄，预付模式和比例的合理性，2025 年 4 月末预付款项增加的原因，主要支付对象的具体情况及期后结转情况

（一）预付款项的主要内容和账龄，预付模式和比例的合理性

报告期各期末，标的公司预付款项前五大供应商情况如下表所示：

单位：万元

项目	单位名称	预付款项余额	占比	采购内容	账龄
2025 年 10 月 31 日	国网江西省电力有限公司	114.56	20.70%	电费	1 年以内
	中国石化销售股份有限公司	76.26	13.78%	油费	1 年以内
	国网辽宁省电力有限公司	67.02	12.11%	电费	1 年以内
	中国花样滑冰协会	44.03	7.96%	广告服务	1 年以内
	江西青柠科技有限公司	35.14	6.35%	广告服务	1 年以内
	小计	**337.00**	**60.90%**	-	-
2024 年 12 月 31 日	国网江西省电力有限公司	73.64	16.43%	电费	1 年以内
	中国石化销售股份有限公司	59.04	13.17%	油费	1 年以内
	国网辽宁省电力有限公司	52.08	11.62%	电费	1 年以内
	江西华珑盛品文化发展有限公司	36.36	8.11%	广告服务	1 年以内
	广州华研精密机械股份有限公司	31.14	6.95%	修理服务	1 年以内
	小计	**252.27**	**56.28%**	-	-
2023 年 12 月 31 日	国网江西省电力有限公司	88.38	20.08%	电费	1 年以内
	丰城德高电力开发有限公司	58.24	13.23%	电费	1 年以内
	中国石化销售股份有限公司	43.06	9.78%	油费	1 年以内
	江西华珑盛品文化发展有限公司	36.36	8.26%	广告服务	1 年以内
	东莞市蜂乜保健食品有限公司	25.25	5.74%	委托加工服务	1 年以内
	小计	**251.28**	**57.09%**	-	-

从上表可见，标的公司预付款项主要系预付广告宣传服务商、电力供应商、油品供应商等的服务/商品采购款。

报告期各期末，标的公司预付款项账龄情况如下表所示：

单位：万元

账龄	2025 年 10 月 31 日		2024 年 12 月 31 日		2023 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1 年以内（含 1 年）	543.74	98.27%	446.14	99.55%	437.90	99.48%
1 至 2 年（含 2 年）	7.62	1.38%	0.08	0.02%	1.11	0.25%
2 至 3 年（含 3 年）	-	-	0.78	0.17%	1.17	0.27%
3 年以上	1.95	0.35%	1.17	0.26%	-	-
合计	**553.31**	**100.00%**	**448.16**	**100.00%**	**440.18**	**100.00%**

从上表可见，标的公司预付款账龄主要集中在 1 年以内，占比在 98%以上，账龄分布合理。

标的公司预付对象主要为广告服务商、电力公司或石油公司等，广告服务商一般在提供冠名或服务后，服务将持续一段时间，标的公司根据合同约定支付前期预付款，符合行业情况；而电力公司、石油公司预收款项符合日常经营惯例。针对货物采购，标的公司根据合同约定，按合同节点预付款项，货款预付比例基本在 30%-50%之间；针对服务采购，服务款的预付比例根据合同具体约定而各有不同。标的公司的预付模式及比例具有合理性。

（二）2025 年 4 月末预付款项增加的原因，主要支付对象的具体情况及期后结转情况

标的公司 2025 年 4 月末预付款项账面价值为 1,029.92 万元，较 2024 年末的 448.16 万元增长了 129.81%，主要系预付广告宣传服务商、冰柜供应商、电力供应商等的服务/商品采购款增加。

预付货款方面，主要系标的公司于 2025 年初开展促销活动，冰柜采购增加，交货及验收期较长，导致 2025 年 4 月末预付货款余额较 2024 年末增加；预付费用款方面，主要系广告宣传服务费用，按合同约定于年初预付对应款项，按期进行摊销，摊销期一般为一个会计年度，2025 年 4 月末处于期中，未摊销完毕金额较 2024 年末增加，导致 2025 年 4 月末预付费用款余额增加。

2025 年 4 月末，标的公司预付款项主要支付对象具体情况及期后结转情况：

单位：万元

单位名称	成立日期	注册资本	注册地	企业性质	采购内容	余额	截至 2025 年 12 月末结转金额	期后结转比例
中国花样滑冰协会	1991/1/1	10 万人民币	北京海淀	社会团体	广告服务	176.10	176.10	100.00%
青岛海信商用冷链股份有限公司	2016/10/18	5,000 万人民币	山东青岛	上市公司子公司	采购商品	141.84	141.84	100.00%
国网江西省电力有限公司	1993/11/26	2,328,903.745981 万人民币	江西南昌	国有企业	电费	111.78	111.78	100.00%
中国石化销售股份有限公司	1985/3/15	2,840,300 万人民币	北京朝阳	上市公司子公司/国有企业	油费	79.11	78.43	99.13%
江西青柠科技有限公司	2016/6/30	150 万人民币	江西南昌	民营企业	广告服务	57.47	57.47	100.00%

从上表可见，标的公司主要预付款项期后结转正常，截至 2025 年 12 月末，未完成结转款项，主要系待使用的油费，符合业务情况，具有合理性。

七、处置或报废机器设备的具体情况及主要用途，对标的公司产能和生产经营的影响，其他固定资产是否存在相似情况，减值准备计提充分性

（一）处置或报废机器设备的具体情况及主要用途，对标的公司产能和生产经营的影响

报告期内，标的公司处置或报废的机器设备的简要情况如下：

单位：万元

项目	原值	净值	成新率
2025 年 1-10 月	3,910.76	115.09	2.94%
2024 年度	6,505.19	357.83	5.50%
2023 年度	2,910.75	38.52	1.32%

如上表所示，报告期内处置或报废的机器设备对应的成新率极低，主要原因为相关资产购置时间相对较早，折旧摊销基本已足额计提。报告期内，标的公司处置或报废的主要机器设备（净值 10 万元以上）的具体情况及主要用途如下表所示：

期间	设备名称	净值（万元）	具体用途
2025 年 1-10 月	注塑机	32.17	原三部 5#6#KM 机，生产

期间	设备名称	净值（万元）	具体用途
			瓶坯用
	全自动吹瓶机	19.44	原老式半自动生产线设备
	码垛机	13.71	瓶装线码垛用
	制盖机	16.30	生产 2 克瓶盖设备及配套
	其他设备	33.47	原老式半自动生产线设备
2024 年度	全自动旋转式高速伺服定位贴标机	56.14	不干胶瓶身贴标使用
	二级反渗透 72m3/h 一级 RO+42m3/h 二级 RO1/3	44.20	水处理设备
	108T/H 反渗透制水系统改造	27.67	水处理设备配套安装工程
	反渗透处理系统	27.45	纯水生产设备
	高压空压机	24.67	生产吹瓶供气设备
	瓶坯制造系统	23.21	瓶坯生产设备
	无油润滑压缩机	21.18	供瓶水线吹瓶机吹瓶使用
	水处理改造及设备连线	19.69	水处理设备配套安装工程
	五加仑生产整线	16.56	大桶线设备
	全自动吹瓶机	10.07	2.12L 吹瓶用
	其他设备	86.99	水处理生产使用设备
2023 年度	注塑机	26.61	原三部 1＃KM 注塑机，瓶坯生产用
	其他设备	11.90	制水设备

上述设备均系标的公司产品生产环节中的必备生产设备，设备的处置或报废均会对标的公司产能产生不利影响。但报告期内，标的公司对机器设备的处置及报废主要系对部分更新换代或损坏的机器设备进行清理，在清理的同时，标的公司亦根据生产需求，新增了部分机器设备进行替换，因此，上述设备的处置或报废对产能无实质影响。

综上所述，标的公司处置或报废机器设备系正常的管理举措，不会对标的公司产能和生产经营造成实质性影响。

（二）其他固定资产是否存在相似情况，减值准备计提充分性

标的公司于资产负债表日进行固定资产盘点，根据固定资产盘点结果，经相关职能部门初步认定，对各生产基地使用年限过长、无使用或修复价值的或淘汰落后产能等产生的闲置设备进行集中处置。通过上述程序，标的公司已识别所有

拟处置或报废的机器设备，其余机器设备均正常使用，不存在减值迹象。

标的公司报告期内每年聘请评估机构对上述相关资产进行了评估，测试结果表明资产的可回收金额低于其账面价值的，标的公司按其差额计提减值准备并计入减值损失，减值准备计提充分。

综上，报告期各期末，标的公司已充分识别拟处置或报废的固定资产，其他固定资产不存在待处置或报废的情况，标的公司针对固定资产的减值准备计提充分。

八、2023 年末和 2024 年末，标的公司在账面资金和定期存单金额较高的情况下，大额短期借款的原因及合理性，账面资金和定期存单的真实性及是否受限，定期存单的具体情况及资金具体流向

（一）标的公司在账面资金和定期存单金额较高的情况下，大额短期借款的原因及合理性

2023 年末和 2024 年末，标的公司存续的定期存单及短期借款情况如下表所示：

单位：万元

序号	类别	存款银行/借款银行/贴现银行	起始日期	终止日期	金额	利率	借款类别
1	定期存单	上海浦东发展银行股份有限公司南昌湖景支行	2022/1/28	2025/1/28	2,000	3.45%	-
2	定期存单	中国银行股份有限公司南昌市西湖支行	2022/2/9	2025/2/9	3,000	3.35%	-
3	定期存单	中国银行股份有限公司南昌市西湖支行	2022/3/8	2025/3/8	2,000	3.30%	-
4	定期存单	中国银行股份有限公司南昌市西湖支行	2022/3/8	2025/3/8	1,000	3.30%	-
5	定期存单	中国工商银行股份有限公司南昌都司前支行	2022/3/8	2025/3/8	2,000	3.35%	-
6	定期存单	中国工商银行股份有限公司南昌都司前支行	2022/3/8	2025/3/8	2,000	3.35%	-
7	定期存单	中国工商银行股份有限公司南昌都司前支行	2022/3/8	2025/3/8	1,000	3.35%	-

序号	类别	存款银行/借款银行/贴现银行	起始日期	终止日期	金额	利率	借款类别
8	定期存单	上海浦东发展银行股份有限公司南昌湖景支行	2022/4/29	2025/4/29	2,000	3.35%	-
9	短期借款	中国工商银行股份有限公司南昌都司前支行	2023/4/28	2024/4/26	3,000	2.80%	银行借款
10	短期借款	中国银行股份有限公司南昌市西湖支行	2023/7/17	2024/1/17	3,000	1.40%	票据贴现
11	短期借款	中信银行股份有限公司南昌分行	2023/9/26	2024/3/26	2,000	1.25%	票据贴现
12	短期借款	江西银行股份有限公司南昌八一支行	2023/12/4	2024/1/31	800	2.53%	信用证融资
13	短期借款	江西银行股份有限公司南昌八一支行	2023/12/6	2024/1/31	1,000	2.54%	信用证融资
14	短期借款	中国银行股份有限公司南昌市西湖支行	2024/3/25	2025/3/25	1,000	2.27%	银行借款
15	定期存单	江西银行股份有限公司南昌八一支行	2024/5/14	2027/5/14	2,000	2.75%	-
16	定期存单	江西银行股份有限公司南昌八一支行	2024/5/14	2027/5/14	3,000	2.75%	-
17	定期存单	江西银行股份有限公司南昌八一支行	2024/5/14	2027/5/14	5,000	2.75%	-
18	定期存单	中国民生银行股份有限公司南昌分行	2024/5/14	2027/5/14	3,000	2.60%	-
19	定期存单	中国民生银行股份有限公司南昌分行	2024/5/14	2027/5/14	2,000	2.60%	-
20	定期存单	上海浦东发展银行股份有限公司南昌湖景支行	2024/5/16	2027/5/16	2,000	2.60%	-
21	定期存单	上海浦东发展银行股份有限公司南昌湖景支行	2024/5/16	2027/5/16	3,000	2.60%	-
22	短期借款	中国工商银行股份有限公司南昌都司前支行	2024/7/19	2025/1/10	3,000	1.08%	票据贴现
23	定期存单	中国工商银行股份有限公司南昌都司前支行	2024/10/8	2027/10/8	2,000	2.15%	-

序号	类别	存款银行/借款银行/贴现银行	起始日期	终止日期	金额	利率	借款类别
24	定期存单	中国民生银行股份有限公司南昌分行	2024/10/10	2027/10/10	2,000	2.30%	-
25	定期存单	中国建设银行股份有限公司南昌高新开发区支行	2024/10/11	2027/10/11	2,000	2.15%	-
26	定期存单	上海浦东发展银行股份有限公司南昌湖景支行	2024/10/14	2027/10/14	3,000	2.40%	-
27	短期借款	中国银行股份有限公司南昌市西湖支行	2024/10/21	2025/4/21	3,000	0.90%	票据贴现
28	短期借款	中信银行股份有限公司南昌分行	2024/10/24	2025/3/31	3,000	0.80%	票据贴现
29	定期存单	赣州银行股份有限公司南昌分行	2024/10/25	2027/10/25	1,000	2.55%	-
30	短期借款	中信银行股份有限公司南昌分行	2024/11/6	2025/3/24	3,000	0.90%	票据贴现
31	短期借款	中信银行股份有限公司南昌分行	2024/11/19	2025/2/18	1,000	0.40%	票据贴现
32	短期借款	中信银行股份有限公司南昌分行	2024/12/5	2025/3/18	4,000	0.40%	票据贴现
33	短期借款	中信银行股份有限公司南昌分行	2024/12/16	2025/3/27	2,000	0.45%	票据贴现

从上表可见，标的公司实际向银行取得的借款仅两笔，分别为序号 9 的 3,000 万元和序号 14 的 1,000 万元。标的公司资金较为充裕，考虑到定期存单利率较高，而同期的银行借款利率较低，因此，向银行取得了低利率的借款用于日常经营，同时将自有资金投入定期存单获得利息，以赚取利差。除前述银行借款外，其余于短期借款核算的借款主要系标的公司因业务开展通过银行承兑汇票或信用证向子公司支付货款，子公司收到银行承兑汇票或信用证后用于贴现，已贴现未到期票据或信用证金额，根据会计准则的规定于短期借款核算。

综上，标的公司在账面资金和定期存单金额较高的情况下，大额短期借款主要系为了赚取利差及母子公司业务往来票据融资形成，具有合理性。

（二）账面资金和定期存单的真实性及是否受限

报告期各期末，账面资金受限情况如下表所示：

单位：万元

项目	金额	受限原因
2025 年 10 月末	62.25	生态修复基金专项用途受限
2024 年末	645.51	银行承兑汇票保证金及生态修复基金专项用途受限
2023 年末	245.60	银行承兑汇票保证金及生态修复基金专项用途受限

上述账面资金受限情况，已于《审计报告》中“（十七）所有权或使用权受到限制的资产”进行了披露。

标的公司账面资金及定期存单真实。除上述情况外，报告期各期末，账面资金和定期存单无其他受限情况。

（三）定期存单的具体情况及资金具体流向

定期存单的具体情况，详见本小题回复之“（一）标的公司在账面资金和定期存单金额较高的情况下，大额短期借款的原因及合理性”相关内容。

定期存单为定期存款，与活期存款相比，除了时间限制与利率差异外，无其他差异。因此，标的公司定期存单涉及资金仅存放于银行，无其他资金流向。

九、合同负债的主要内容，2025 年 4 月末标的公司合同负债上升的原因，是否与报告期同期可比，经销商预付比例的合理性，相关资金流向

报告期各期末，标的公司合同负债主要内容如下：

单位：万元

项目	2025 年 10 月末	2025 年 4 月末	2024 年末	2023 年末
待发放返利	6,198.54	5,874.84	6,038.61	5,702.22
预收货款	1,501.90	16,264.87	2,495.01	2,032.07
合计	**7,700.45**	**22,139.71**	**8,533.62**	**7,734.29**

由上表可见，标的公司各期末合同负债由待发放返利及预收货款构成，报告期各期末，标的公司待发放返利金额相对稳定。

2025 年 4 月末，标的公司合同负债金额较 2024 年末增加了 13,606.09 万元，增幅较大，主要系年初开展“水头”促销活动所致。在该促销政策下，经销商通过预付货款可获得相应销售折扣，而标的公司则以预收货款方式提前锁定客户在未来一定期间的采购需求，有助于保障销售渠道的稳定。为了获得相应的销售折扣，经销商会倾向于在年初集中预付货款，使得标的公司年初预收货款规模显著

上升。后续随着经销商逐步提货，标的公司预收款规模逐步回落，截至 2025 年 10 月末预收货款金额已较小。

2024 年 4 月末，标的公司合同负债余额为 24,527.66 万元（未经审计），2025 年 4 月末情况与上年同期相似，具有可比性。

因此，2025 年 4 月末预收款金额高于 2023 年末和 2024 年末，符合包装饮用水行业的经营特征，具有商业合理性。

标的公司预收货款的资金主要用于标的公司经营支出，包括原材料采购、生产运营成本、人工薪酬支付、定期存单购买等。

十、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了以下核查程序：

1、查阅上市公司 2023 年 7 月披露的重组报告书。

2、查阅上市公司董事会 2023 年第十次临时会议决议、监事会 2023 年第七次临时会议决议、《关于终止重大资产重组的公告》。

3、查阅了标的公司前次申报主板上市申报材料。

4、查阅丰城润田与中国银行南昌市西湖支行签署的《授信额度协议》《最高额抵押合同》《不动产登记证明》《贷款已还款明细清单》、与工商银行南昌都司前支行签署的《最高额授信合同》《最高额抵押合同》《不动产登记证明》《企业贷款结清证明》。

5、查阅润田实业及其子公司报告期重大债权债务合同、征信报告。

6、通过银行函证程序，核对标的资产抵押质押情况。

7、查阅润田实业及其子公司不动产权证书以及丰城润田在不动产主管部门调取的抵押权登记信息。

8、访谈润田实业的财务人员及聘请的会计师事务所的会计师。

9、查阅《民法典》《个人信息保护法》《数据安全法》《网络安全法》等与数据处理活动相关的法律法规。

10、访问、查阅标的公司润田动销 App、润田费用管控协同系统、润田好水送到家、润田翠天然含硒矿泉水、润田二维码云平台小程序相关情况。

11、查阅标的公司的《数据安全管理制度》《网络安全管理制度》《机房安全管理制度》、第三方服务合同及相关人员数据权限访问情况。

12、通过网络渠道公开查询标的公司是否存在因违反数据保护相关法律法规而受到处罚的情形。

13、查阅标的公司的书面说明及回复。

14、取得标的公司应收账款期后回款明细，核查其期后实际回款情况，分析判断应收账款坏账准备计提的充分性与合理性。

15、获取标的公司预付款项明细、账龄及主要支付对象期后结转明细，了解预付模式及预付比例，了解 2025 年 4 月末预付款项余额增加的原因并分析预付款项期后结转情况，复核预付款项主要支付对象，获取大额合同，针对 2025 年 4 月末预付款项主要支付对象期后结转情况进行检查，获取相应发票、结算单据等。

16、获取定期存单相关说明，了解定期存单与活期存款相比，除了时间限制与利率差异外，是否无其他差异。

17、取得公司报告期内合同负债明细表，了解其形成背景，并抽查主要客户的销售合同及收款凭证；核查合同约定收款条款与实际收款进度是否存在重大差异；对主要客户执行函证程序，核实交易金额及预收款项情况；分析报告期各期末合同负债余额的构成及变动原因。

18、获取标的公司银行流水，核查资金流向。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、2023 年重组与本次交易均为上市公司积极利用国有上市公司背景，整合江西省文旅消费资源，以实现公司可持续经营发展，为公司和股东创造更大价值为目的，但与本次交易无实质性直接关系；

2、标的公司本次重组交易估值相较于前次申报主板上市时更为谨慎，相关

申报材料不存在实质性差异；

3、截至本回复签署日，标的公司及其子公司报告期内抵押的房产及土地使用权均已办理完毕不动产解押登记手续，不存在被处置风险及对生产经营的不利影响；

4、截至本回复签署日，标的公司通过其持有的 App、小程序所开展的数据处理活动，在数据收集、存储、保护及用户信息管理方面符合《民法典》《个人信息保护法》《网络安全法》《数据安全法》等法律法规相关规定。报告期内，标的公司在开展主营业务的相关业务过程中，基于业务需要开展数据处理活动，标的公司所收集的数据均存储于境内，标的公司不存在对数据进行挖掘并提供数据处理相关增值服务的情况。根据《民法典》《个人信息保护法》《数据安全法》《网络安全法》等相关法律、法规规定，标的公司通过其持有的 App、小程序所开展的数据处理活动无需取得主管部门的相应审批。

5、除根号二及长丰工艺外，标的公司报告期内应收账款期后回款情况良好，标的公司已结合应收款客户及账龄情况对应收款计提了坏账准备，坏账准备计提充分、合理。

6、标的公司预付款项主要内容合理、账龄结构正常，预付模式和预付比例合理，2025 年 4 月末预付款项余额增加具有合理性，主要支付对象的具体情况正常，期后结转具有合理性。

7、报告期内，标的公司对机器设备的处置及报废主要系标的公司报告期内对部分更新换代不再使用或损坏的机器设备进行清理，在清理的同时，标的公司亦根据生产需求，新增了部分机器设备，因此对标的公司生产经营无重大影响；报告期各期末，标的公司已充分识别拟处置或报废的固定资产，其他固定资产不存在待处置或报废的情况，标的公司针对固定资产的减值准备计提充分。

8、2023 年末和 2024 年末，标的公司在账面资金和定期存单金额较高的情况下，大额短期借款主要系为了赚取利差及母子公司业务往来票据融资形成，具有合理性；标的公司账面资金和定期存单具有真实性，账面资金中除保证金及专项用途存在受限，其他资金并无存在受限情况，定期存款无受限情况；标的公司定期存单存在期间均存放在银行，无其他资金流向。

9、标的公司各期末合同负债为待发放返利及预收货款，其中 2025 年 4 月末余额较大，与公司业务开展情况相符，与上年同期具有可比性；标的公司对经销商客户主要实行“先款后货”的结算模式，无具体预付比例要求，2025 年 4 月末，标的公司预收货款金额较大，主要系年初的“水头”促销活动形成，符合包装饮用水行业的经营特征，具有商业合理性；标的公司预收货款的资金主要用于标的公司经营支出，包括原材料采购、生产运营成本、人工薪酬支付、定期存单购买等，具有合理性。

独立财务顾问总体意见：对本回复材料中的上市公司回复内容，本机构均已进行核查，确认并保证其真实、完整、准确。

（以下无正文）

（本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于上海证券交易所<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>回复之核查意见》之签章页）

项目协办人：

张　东　　金华东　　林　馨

张权生　　王　乾

财务顾问主办人：

陶劲松　　李元江　　于侍文

投行业务负责人：

唐松华

内核负责人：

邵　年

法定代表人：

江　禹

华泰联合证券有限责任公司

2016 年 5 月 27 日