证券代码:600597 证券简称:光明乳业 公告编号:临2026-005号

光明乳业股份有限公司 关于上海证券交易所监管工作函的回复

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

光明乳业股份有限公司(以下简称“光明乳业”、“公司”或“本公司”)于近日收到上海证券交易所下发的《关于光明乳业股份有限公司收购控股子公司少数股权相关事项的监管工作函》(上证公函【2025】3981号(以下简称《工作函》)),公司已就《工作函》关注的相关问题逐项进行认真落实。公司现就青海小西牛生物乳业股份有限公司(以下简称“小西牛”、“标的”、“标的公司”或“目标公司”)股份收购的相关问题回复如下:

一、关于收购少数股权的必要性与合理性。根据公告,2021年11月,公司在收购小西牛控制权协议中,约定了交易双方分别享有标的剩余股权购买和出售选择权。如小西牛业绩承诺期2022年至2024年平均扣非净利润不低于7219万元,可按照15倍PE行使前述选择权。小西牛实际业绩超过前述指标,但2023年、2024年度均未达成业绩承诺,对应年度扣非净利润分别为0.79亿元、1.04亿元,业绩承诺完成率分别为92.56%、95.22%。另外,业绩承诺期满后,小西牛业绩出现明显下滑,2025年1-8月,标的扣非后净利润3468万元,明显低于2024年度标的扣非后净利润1.04亿元。请公司:(1)结合标的所处行业供需变化、行业地位、盈利模式等,说明标的前期业绩承诺未实现的主要原因,以及业绩承诺期满后第一年净利润大幅下滑的原因及合理性,是否存在持续性业绩下滑风险;(2)说明在标的前期业绩承诺未实现且标的业绩已明显下滑的情况下,本次进一步收购标的剩余少数股权的原因及合理性,是否有利于保护公司及股东合法权益;(3)前期协议中收购剩余股权相关条款设置的主要考虑,并结合公司董事、监事、高级管理人员在前期收购事项谈判、尽调、论证、协议签订等过程中所做的具体工作,充分说明前期协议签订是否审慎,董监高是否勤勉尽责。

公司回复:

(一)结合标的所处行业供需变化、行业地位、盈利模式等,说明标的前期业绩承诺未实现的主要原因,以及业绩承诺期满后第一年净利润大幅下滑的原因及合理性,是否存在持续性业绩下滑风险;

1、标的前期业绩承诺未实现的主要原因

小西牛是西北地区一家专门从事乳制品研发、生产和销售,具有高原特色的股份制企业(非上市)。小西牛主要产品为常温牛奶、常温酸奶、新鲜酸奶和乳饮料,主要采用经销和自营的营销模式,主要营销渠道包含传统、商超、特渠、线上等多种渠道。

小西牛2022年-2024年的经营数据如下:

单位:人民币万元

项目	2024年	2023年	2022年
营业收入	61,727.39	64,048.69	68,420.15
其中:液态奶(注)	61,582.39	63,766.70	65,659.02
净利润	8,941.57	7,713.69	8,504.31

注:2022-2024年,小西牛液态奶营业收入占比均超过95%。

根据国家统计局数据显示,2022年到2024年全国乳制品产量分别为3,177.7万吨、3,054.6万吨、2,961.8万吨。2022年到2024年中国人均乳制品消费量折合生鲜乳分别为42千克、42.4千克、40.5千克。根据尼尔森统计数据显示,2022年到2024年中国液态奶市场销售规模增长率分别为-03%、-25%、-36%。乳制品行业消费需求持续下行,液态奶市场规模减小。

小西牛前期业绩承诺未实现主要原因是:受乳制品行业产能过剩,乳制品消费需求下降,液态奶市场规模缩小等多重因素影响。

2、标的业绩承诺期满后第一年净利润大幅下滑的原因及合理性

1)市场环境因素

根据尼尔森统计数据显示,2025年1-9月全国液态奶市场销售量增速为-7.8%,销售额增速为-8.6%。

2025年1-8月小西牛的经营数据及同期变动如下:

单位:人民币万元

项目	2025年1-8月	2024年1-8月(注)	变动额	变动率
营业收入	35,308.73	42,275.79	-6,967.06	-16.48%
净利润	2,621.61	6,633.26	-4,011.65	-60.48%

注:2024年1-8月财务数据未经审计

2025年1-8月,小西牛实现营业收入35,308.73万元,较同期减少16.48%,减少主要原因是销售价格和销售量同比下降。

2025年1-8月			2024年1-8月		
营业收入(万元)	销售量(吨)	平均销售价格(万元/吨)	营业收入(万元)	销售量(吨)	平均销售价格(万元/吨)
35,308.73	40,688.00	0.87	42,275.79	44,497.18	0.95

受市场环境因素影响,2025年1-8月份小西牛净利润下滑。

2)小西牛40%股份交易的不确定性

光明乳业与湖州启瑞商务合伙企业(有限合伙)【后更名为湖州福昕创业投资合伙企业(有限合伙)】(以下简称“湖州福昕”)于2021年10月21日签订的《关于青海小西牛生物乳业股份有限公司的股份转让协议》(以下简称《股份收购协议》)。

根据《60%股份收购协议》约定:“10.1……湖州福昕在业绩承诺期届满后,拥有出售选择权,有权要求光明乳业以行权价格购买湖州福昕所剩余全部(100%)的目标公司股份,行使出售选择权后光明乳业不得拒绝购买湖州福昕持有的目标公司股份。”2025年1月9日,湖州福昕正式发出《关于行使出售选择权的通知书》,行使出售选择权,要求光明乳业按约购买其持有的小西牛40%股份。

根据《60%股份收购协议》约定:“7.9自交割日至湖州福昕退出目标公司过程,……c.目标公司总经理由湖州福昕提名,总经理为法定代表人,负责目标公司的日常经营管理;d.目标公司经营管理人员与核心管理者由总经理提名,董事会批准后任命;……”。过渡期内,目标公司总经理的由湖州福昕提名,由王雅生(小西牛创始股东,湖州福昕实控人)继续担任小西牛总经理,负责小西牛的日常经营管理。

由于双方就小西牛40%股份交易事宜的谈判目时较长,从而导致小西牛时任总经理王雅生先生的工作重心有所分散,部分利益相关方对未来发展不确定性产生顾虑,故对小西牛的整体业务产生了阶段性影响。

小西牛在业绩承诺期满后净利润下滑主要受市场环境、股份交割产生的不确定性等因素的影响。

3、标的不存在持续性业绩下滑风险

小西牛40%股份收购完成后,交易不确定性带来的不利影响将会逐步消除。光明乳业将在品牌管理和运营上充分发挥小西牛自身的本土优势,同时积极发挥协同效应,通过资源优化配置、销售渠道共享、供应链降本增效、优化激励机制提升团队积极性等措施,实现小西牛经营业绩企稳回升。

因此小西牛的业绩波动是暂时的,不存在持续性业绩下滑风险。

综上,小西牛前期业绩承诺未实现主要原因是:乳制品行业产能过剩,乳制品消费需求下降,液态奶市场规模缩小;小西牛在业绩承诺期满后净利润下滑主要原因是:市场环境因素及股份交割产生的不确定性影响;小西牛的业绩波动是暂时的,不存在持续性业绩下滑风险。

(二)说明在标的前期业绩承诺未实现且标的业绩已明显下滑的情况下,本次进一步收购标的剩余少数股权的原因及合理性,是否有利于保护公司及股东合法权益;

1、小西牛的业绩波动是暂时的,核心价值未发生变化

小西牛在业绩承诺期满后净利润下滑主要原因是市场环境因素及股份交割产生的不确定性影响,市场环境方面:从中长期看,随着消费结构升级和健康意识增强,乳制品行业长趋势有望企稳回升。从小西牛公司所属区域来看,西部地区人均乳制品消费量仅为894公斤,远低于全国平均水平。随着西部地区城镇化进程加快,乳制品消费水平提升,未来增长潜力显著。小西牛是青海乳制品行业龙头企业,小西牛液态奶产量占青海省液态奶产量的比重超过60%,随着西部地区乳制品消费复苏,小西牛未来具备增长潜力。

交易不确定性方面:小西牛40%股份收购完成后,交易不确定性带来的不利影响将会逐步消除。光明乳业将在品牌管理和运营上充分发挥小西牛自身的本土优势,同时积极发挥协同效应,通过资源优化配置、销售渠道共享、供应链降本增效、优化激励机制提升团队积极性等措施,实现小西牛经营业绩企稳回升。

2、进一步完善光明乳业西北战略布局,发挥投后协同效应

小西牛作为青海乳制品行业龙头企业,凭借独特的地域资源与鲜明的品牌辨识度,在西部奶源布局、区域市场渗透等方面具备竞争优势。小西牛拥有“小西牛”、“青海老酸奶”、“托伦宝”等核心品牌,具有独特的青藏高原概念,具有鲜明的地域特色。小西牛乳制品在青海省内市场占有率多年保持第一。小西牛在宁夏有两个自有牧场,奶源自给率50%以上,具有稳定的奶源优势,保证乳制品生产需求。

光明乳业目前的优势市场主要集中在上海和华东地区,品牌和产品在西北地区的认知度相对较低。公司本次收购的核心战略目标是通过股份收购整合小西牛优质奶源资源、完善西部产能布局、拓展西北区域市场,进一步强化公司在乳制品行业的综合竞争力,与公司长期发展战略高度契合。本次收购可以丰富公司品牌矩阵,使光明乳业能够更大程度地覆盖市场。小西牛有多款具有地域特色的产品,受限于青海省以外地区渠道不足,销售潜力尚未充分发挥。本次收购后,光明乳业将利用目身的渠道优势,加强小西牛产品在华东地区的销售。小西牛在青海省及周边城市已建立起了成熟的销售渠道,光明乳业的产品也可以通过小西牛的优势渠道进行推类。

根据《60%股份收购协议》约定,业绩承诺期满后就购方,仍由王雅生(小西牛创始股东,湖州福昕实控人)继续担任小西牛总经理,负责小西牛的日常经营管理。小西牛40%股份收购完成后,日常经营将由光明乳业负责,因此本次收购有助于实现进一步全资控制小西牛的目的,从而整体获取其经营资产、资源及相关权益。通过全面整合,双方协同效应将得到更加充分的发挥,有助于落实公司整体战略布局,有助于实现股东利益最大化。

3、履行《60%股份收购协议》约定

根据2021年11月签订的《60%股份收购协议》的约定,光明乳业在业绩承诺期满后,拥有购买选择权,可择机用行权价格收购创始股东王雅生先生通过其控制的湖州福昕所持有的小西牛40%股份。同时,湖州福昕在业绩承诺期满后拥有出售选择权,可根据要求光明乳业以行权价格购买小西牛40%股份。行使购买选择权后,湖州福昕不得拒绝出让所持有的标的公司股份;行使出售选择权后,光明乳业不得拒绝购买湖州福昕持有的标的公司股份。本次小西牛40%股份转让是履行《60%股份收购协议》。

4、不收购将导致违约责任,损害公司及股东合法权益

根据《60%股份收购协议》的约定,鉴于小股东于2025年1月9日已发出《关于行使出售选择权的通知书》,公司若不履约,将可能会导致违约责任;公司若拒绝购买,可能面临诉讼风险。小西牛股东间的诉讼,将给小西牛的日常经营带来不利影响,给小西牛和光明乳业带来损失。

综上,小西牛的业绩波动是暂时的,核心价值未发生变化;本次收购有利于进一步完善光明乳业西北战略布局,发挥投后协同效应,有利于避免小西牛和光明乳业损失,有利于保护公司及股东合法权益。

(三)前期协议中收购剩余股权相关条款设置的主要考虑,并结合公司董事、监事、高级管理人员在前期收购事项谈判、尽调、论证、协议签订等过程中所做的具体工作,充分说明前期协议签订是否审慎,董监高是否勤勉尽责。

1、《60%股份收购协议》条款设置的主要考虑

公司初期曾考虑全面收购小西牛全部股份,后经多维度审慎评估,综合以下关键因素,最终确定先收购60%股份并设置剩余股份收购条款的交易方案:

1)购买和出售选择权对等

在购买和出售选择权条款设置上,《60%股份收购协议》在约定交易双方享有平等的购买和出售选择权的基础上,设置了出让方行使出售选择权的限制情形和王雅生和张玉琴夫妇(以下简称“创始股东”)的同购义务,以保障公司权益。具体而言,根据《60%股份收购协议》第10条约定,在业绩承诺期满后,公司有权行使购买选择权,由于行使购买选择权,由于《60%股份收购协议》约定行权价格与业绩承诺期内小西牛业绩相关,如果业绩承诺期内小西牛业绩不佳,公司有权以较低的行权价格向出让方收购小西牛40%股份且出让方不得拒绝,并且,根据《60%股份收购协议》第7.10款约定,如果小西牛在业绩承诺期内发生较大食品安全事故、较大生产安全事件等情形,公司有权提前终止业绩承诺期,要求创始股东赔偿损失,且出让方需待小西牛完成甄别并持续经营一年以上后方可行使出售选择权,如果创始股东不可意赔偿的,公司还有权要求其回购小西牛60%股份。

2)小西牛作为青海省知名民营企业,创始股东在企业经营管理、区域资源整合、核心团队稳定等方面的作用短期不可或缺,保留其部分股份有助于保障收购后经营的连续性。

3)乳制品行业受奶源供应、市场需求等多重因素影响,存在一定经营不确定性,分步收购模式可有效降低交易风险。

4)创始股东退出安排系控股型收购中的常规商业操作。

2、公司董事、监事、高级管理人员在前期收购过程中所做的具体工作

为保障收购60%股份的合规性与公允性,公司就前期收购项目审慎选聘专业中介机构开展全面尽调工作:聘请德勤咨询(上海)有限公司担任财务顾问;聘请海华永泰律师事务所担任法律顾问;聘请立信会计师事务所(特殊普通合伙)开展财务尽职调查;委托上海申威资产评估有限公司(以下简称“上海申威”)出具评估报告;委托众华会计师事务所(特殊普通合伙)开展交割审计工作。同时,公司组织法务部、财务部、战略发展部、牧业部、人力资源部、生产中心等团队,多次赴青海西宁、宁夏吴忠进行全面尽调。双方经过多轮谈判、论证、协议修订,相关工作均是审慎进行。

公司在收购全过程严格遵循“集体决策、审慎论证”原则,通过多层级会议体系保障决策的科学性与合规性。项目推进阶段:公司多次召开专项工作会议,公司董事、监事、高级管理人员听取项目负责人及中介机构汇报,深入研讨交易方案、风险防控等关键事项,并组织相关人员赴青海西宁、宁夏吴忠、宁夏武忠等地开展实地调研,全面核实小西牛生产经营、奶源基地、产能布局等实际情况。

交易审议阶段:公司先后召开专题会、党委会对收购事项进行前置审议,部分董事、监事亲自列席会议,就交易细节充分发表意见。2021年10月,公司正式召开董事会战略委员会会议、董事会会议及监事会会议,专题审议《关于收购青海小西牛生物乳业股份有限公司60%股权的议案》,针对股份协议、评估方法和转让、出售选择权条款设置、人员整合方案等核心事项进行深度研讨,形成一致审议意见。

综上,前期协议条款设置是经过多方讨论,遵循了常规商业操作,有利于防范交易风险、保障交易目标实现。在前期收购过程中,董监高已审慎履职尽责、勤勉尽责。

二、关于估值作价的公允性。根据公告,本次交易评估采用收益法,以2024年12月31日为基准日,确定小西牛全部股权评估值10.8亿元,评估增值率达217.57%。同时,本次交易作价对应标的公司全部权益值12.5亿元,在前述评估值基础上,增值率15.74%,也高于公司前期收购小西牛控制权时对应标的估值。请公司:(1)说明在标的2025年业绩明显下滑情况下,采用2024年12月31日作为评估基准日的原因及合理性,相关评估结果是否能够反映标的当前价值;(2)结合收益法评估的具体过程,包括但不限于营业收入、毛利率、费用率、折现率等重要参数,并结合标的可比公司经营业绩情况,说明评估参数确定的依据及合理性;(3)结合标的资产历史估值作价、可比交易作价情况等,充分说明本次交易作价在收益法评估值的基础上仍有一定增值的原因及合理性;(4)对比标的当前以及前次收购时业绩情况,充分说明本次交易估值高于前次交易的原因及合理性,本次交易作价是否公允。

公司回复:

(一)说明在标的2025年业绩明显下滑情况下,采用2024年12月31日作为评估基准日的原因及合理性,相关评估结果是否能够反映标的当前价值:

1、小西牛40%股份的定价依据

小西牛40%股份的转让价格是根据《60%股份收购协议》约定,同时结合双方协商一致确定,具体如下:

按照《60%股份收购协议》的约定:在小西牛业绩承诺期(2022年至2024年)平均扣非净利润不低于7,219万元的情况下,行权价格为一万发出选择权通知书之日起前一个完整会计年度的标的公司经审计后扣非净利润数的15倍-标的公司总股数×拟转让股份数。

经立信会计师事务所(特殊普通合伙)出具的《关于青海小西牛生物乳业股份有限公司业绩承诺实现情况的专项审核报告》(信会师报字[2025]第ZA20322号)确认,小西牛2022、2023、2024年各年度实现的扣非净利润为5,718.52万元、7,923.28万元、10,372.03万元,三年累计完成93.32%。小西牛2022、2023、2024年度业绩承诺完成情况如下:

单位:人民币万元

项目	2022年度	2023年度	2024年度	合计
实现的扣非净利润	8,718.52	7,923.28	10,372.03	27,013.83
承诺扣非净利润	8,456.00	9,597.00	10,893.00	28,946.00
完成率(%)	103.10%	82.56%	95.22%	93.32%

小西牛业绩承诺期平均扣非净利润高于7,219万元,依据2024年度经审计后扣非净利润10,372.03万元为基础计算,小西牛40%股份转让价格按《60%股份收购协议》约定应为人民币622,322,017.08元。根据小西牛经营情况,经双方多轮协商,最终公司与王雅生先生一致同意,小西牛40%股份的转让价格调减为人民币500,004,193.85元。

2、本次评估的目的

本次评估报告仅用于国资审批。根据《上海市企业国有资产评估管理暂行办法》等的要求,公司聘请上海申威以2024年12月31日为评估基准日,对小西牛股东全部权益价值进行评估,并出具小西牛股东全部权益价值资产评估报告沪申威评报字(2025)第0906号(以下简称《评估报告》)。标的公司从事乳制品的研发、生产和销售,预期收益可以量化、预期收益年限可以预测、与折现率相关的预期收益所承担的风险可以预测,资料获取较为充分,因此本次评估适用收益法;标的公司所处行业存在较多的可比上市公司,市场信息比较完善,故适合采用市场法;所以本次采用收益法和市场法进行评估,并最终选取收益法做为最终结论。经评估,小西牛股东全部权益价值评估值为108,000.00万元,较单体报表所有者权益增值率217.57%,较合并报表归母所有者权益增值率134.54%。

3、采用2024年12月31日作为评估基准日的原因

光明乳业于2025年1月9日收到小西牛原股东的行权通知书,根据《60%股权转让协议》约定:“10.6就第10条下进行的全部股份转让,各方现已同意此项转让,在收到选择权通知书后六个月内签署相关股份转让协议及登记机关所要求的各项其他文件。”同时考虑到选择会计期末作为评估基准日,能够全面反映评估对象资产的整体情况,因此使用最临近行权通知书送达日的资产负债表日,即2024年12月31日作为评估基准日。

4、评估结果能够反映标的当前价值

2025年受乳制品行业产能过剩,乳制品消费需求下降,液态奶市场规模缩小等多重因素影响,行业整体下行,但中长期看,随着消费结构升级和健康意识增强,行业增长质量有望企稳回升。首先政策层面,农业农村部2025年发布的《关于加快奶业纾困提升奶业高质量发展水平的通知》明确提出“鼓励发展乳制品深加工”,为产业高质量发展提供了政策保障。与此同时,《中国食物与营养发展纲要(2025-2030年)》设定2030年人均奶类年消费量达到47公斤,进一步强化政策的引导作用。从标的公司所属区域来看,西部地区人均乳制品消费量仅为894公斤,远低于全国平均水平。随着西部地区城镇化进程加快,乳制品消费水平提升,未来增长潜力显著。

小西牛是青海乳制品行业龙头企业,在青海省内拥有较高的社会知名度与消费者基础,拥有“小西牛”、“青海老酸奶”、“托伦宝”等核心品牌,青海省内市场占有率多年保持第一。

小西牛液态奶产量与青海省液态奶产量的比重如下:

单位:万吨

年份	2022年	2023年	2024年
青海省液态奶产量	10.40	10.30	10.80
小西牛液态奶产量	6.86	6.90	6.60
占比	66%	67%	61%

注1:青海省产量数据来源于中国乳制品工业协会

可比公司(燕塘乳业、庄园牧场、天润乳业、三元股份、新乳业、阳光乳业)2024年收入为51,942万元至1,066,542万元。2024年,小西牛营业收入为61,727万元。

小西牛作为青海省乳制品行业龙头企业,被青海省政府评为“青海省农牧业产业化省级重点龙头企业”。小西牛在青海本地市场,长期占据主导地位,市场占有率为第一。其在2008年首创的“青海老酸奶”,以其凝固型工艺和浓郁口感,在市场中引起较好反响。

虽然2025年小西牛业绩出现暂时性下滑,但其在核心区域青海省依旧保持龙头地位,故未对小西牛企业核心价值造成影响。

考虑到小西牛与是参考的可比上市公司在企业规模、经营风险、管理能力、财务风险等方面存在优劣势方面的差异,所以本次评估充分考虑了企业特定风险调整系数。

估值方面,根据iFinD金融终端数据显示,截至2025年12月18日,申万乳品指数的PE为25.44倍(考虑流通性折扣后PE为18.57倍),2025全年平均为22.91倍(考虑流通性折扣后PE为16.72倍),较2024年度平均值16倍有所提升。说明在乳企利润下滑的情况下,投资者对于关乎营养健康的产业仍保持一定投资信心。本次估值PE倍数低于2025年行业平均数,具有合理性。

其中,流通折扣定义为:在资产或权益价值基础上扣除一定数量或一定比例,以体现该资产或权益缺少流通性。缺少流通性的资产存在价值贬值这一规律在中国国内也是适用的,国内的缺少流通性折扣也是客观存在的。借鉴国际上定量研究缺少流通折扣率的方式,本次评估我们结合国内实际情况采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率。2025年度流通性折扣率为27%。

综上,小西牛40%股份的转让价格是根据《60%股份收购协议》约定,经双方协商一致确定。《评估报告》仅用于国资审批之目的,非小西牛40%股份转让定价依据。采用2024年12月31日作为评估基准日,是根据《60%股份收购协议》的约定,且考虑选取最临近行权通知书送达日的资产负债表日。小西牛2025年业绩波动是暂时性的,未对小西牛核心价值造成影响,且本次估值PE倍数低于2025年行业平均倍数,因此评估结果能够反映标的当前价值。

(二)结合收益法评估的具体过程,包括但不限于营业收入、毛利率、费用率、折现率等重要参数,并结合标的可比公司经营业绩情况,说明评估参数确定的依据及合理性;

1、营业收入预测分析

可比公司及小西牛历史营业收入及收入增长率如下表所示:

单位:人民币万元

证券名称	2022年营业收入	2023年营业收入	2024年营业收入
002732.SZ燕塘乳业	187,519	195,033	173,222
收入增长率	-5.52%	4.01%	-11.18%
002910.SZ庄园牧场	104,988	95,567	89,002
收入增长率	2.78%	-8.97%	-6.87%
600419.SH天润乳业	240,978	271,400	280,434
收入增长率	14.25%	12.62%	3.33%
600429.SH三元股份	800,254	784,124	701,238
收入增长率	3.52%	-2.02%	-10.57%
002946.SZ新乳业	1,000,650	1,098,729	1,066,542
收入增长率	11.59%	9.80%	-2.93%
001318.SZ阳光乳业	56,960	56,993	51,942
收入增长率	-9.68%	0.06%	-8.86%
行业平均收入增长率	2.82%	2.58%	-6.18%
小西牛营业收入	68,420	64,049	61,727
小西牛收入增长率	-7.20%	-6.39%	-3.63%

注:上市公司数据来源于定期报告、iFinD金融终端

小西牛公司收入预测如下:

单位:人民币万元

公司名称	2025年预测营业收入	2026年预测营业收入	2027年预测营业收入	2028年预测营业收入	2029年预测营业收入
小西牛营业收入	50,095	52,904	68,104	75,325	77,648
小西牛三年收入复合增长率	-9.86%	-6.14%	3.33%	14.56%	13.64%

目前乳制品行业进入结构性调整期,从可比案例(区域性乳企、液态奶为主)业绩可以看出,自2023年起,行业总体营业收入均有不同程度下滑,至2026年预测期,小西牛营业收入预测均保持一定谨慎性,预计可实现性较高。

2026及以后年度,依托稳定的市场占有率及所属地区品牌认可度,小西牛逐步恢复原有营业收入水平,并依托光明乳业自身的渠道优势,加强小西牛产品在华东地区的销售。小西牛在青海省及周边城市已建立起了成熟的销售渠道,光明乳业的产品也可以通过小西牛的优势渠道进行售卖。

小西牛未来三年营业收入预测增长率及复合增长率均处于谨慎水平,具有一定合理性。

2、毛利率预测分析

标的公司历史期毛利率如下表所示:

小西牛	2022年销售毛利率(%)	2023年销售毛利率(%)	2024年销售毛利率(%)
	23.01	25.65	32.83

2022、2023年度小西牛毛利率基本保持稳定,2024年度由于当地原奶成本下降,毛利率有所提升。2025年由于收入下降,导致固定成本占比增加,毛利率下降;自2026年起,收入预测递增,毛利率逐步恢复至历史水平,毛利率水平预测如下:

小西牛	预测期				
主要经营指标	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
毛利率	28.05%	31.65%	32.48%	32.88%	32.99%

3、期间费用预测分析

小西牛历史及未来各项期间费用率预测如下:

小西牛	历史期			预测期					
主要经营指标	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
销售费用率	6.10%	7.88%	9.79%	13.00%	12.66%	11.55%	11.14%	10.92%
管理费用率	2.42%	2.60%	2.53%	3.30%	3.31%	2.68%	2.53%	2.56%
研发费用率	0.00%	0.05%	0.93%	0.79%	0.84%	0.67%	0.61%	0.61%
财务费用率	0.17%	-0.01%	0.09%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%

其中,预测期销售费用有所增长,系考虑未来稳固品牌市场占有率,保持收入稳定增长,增加必要的销售费用投入;其他费用率均保持历史水平预测。

4、折现率测算过程

(1)折现率测算如下:

本次采用企业现金流口径,故采用加权平均资本成本模型(WACC)确定折现率。WACC模型它是期望的股权回报率和所得税调整后的债权回报率的加权平均值。

在计算总投资回报率时,第一步需要计算,截止评估基准日,股权资金回报率和利用公开的市场数据计算债权资金回报率。第二步,计算加权平均股权回报率和债权回报率。

总资本加权平均回报率利用以下公式计算:

[illegible]

(2)分析CAPM我们采用以下几步:

无风险收益率预期值:根据中国资产评估协会风险站转载的中国国债收益率曲线数据,截止2023年12月31日,剩余期限为10年期的国债到期收益率1.68%,即:Rf=1.68%。

中国股票市场风险溢价Rm-Rf(ERP)的测算

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益,即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。

考虑到被评估单位主要经营业务在中国境内,故我们利用中国的证券市场指数的历史风险溢价数据计算。中国的证券市场指数选用具有代表性的沪深300指数,借助iFinD金融终端数据进行测算。

通过测算,本次评估市场风险溢价(Rm-Rf)取值为6.58%。

(3)β e的计算

根据被评估单位的业务特点,评估人员通过同花顺iFinD查询了与被评估单位同行业可比公司于评估基准日的按市场价值剔除财务杠杆后的调整后β u为0.8126。

将可比公司的β u公式以被评估单位适用的资本结构、适用的所得税率数据将该β u换算成β L:

根据企业的经营特点分析,本次评估被评估单位适用的资本结构取自身资本结构D/E=0.00%,结合各期适用企业所得税税率计算被投资企业β L。计算如下:

年份	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
企业所得税税率	9.00%	10.00%	11.00%	11.00%	11.00%
可比公司β u	0.8126	0.8126	0.8126	0.8126	0.8126
目身资本结构D/E(保持不变)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
权益系统风险系数β L	0.8126	0.8126	0.8126	0.8126	0.8126

(4)特定风险调整系数r*的确定

经分析,企业特定风险调整系数为待估企业与所选择的可比上市公司在企业规模、经营风险、管理能力、财务风险等方面所形成的优劣势方面的差异,各风险说明如下:

采用资本定价模型是估算一个投资组合的组合收益,一般认为对于单个公司的投资风险要高于一个投资组合的风险,因此,在考虑一个单个公司或股票的投资收益时要考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。

由于测算风险系数时选取的为上市公司,相应的证券或资本在资本市场上可流通,而纳入本次评估范围的资产为非上市资产,与同类上市公司比,该类资产的权益风险要大于可比上市公司的权益风险。

企业特定风险调整系数的确定需要将被评估单位重点考虑以下几方面因素:企业规模;历史经营情况;企业的财务风险;企业经营业务、产品和地区的分布;企业内部管理及控制机制;对主要客户及供应商的依赖等。

此次评估企业特定风险调整系数取3.90%。

(5)权益资本成本的确定

[illegible]

=1.68%+0.8126×6.58%+3.90%

=10.90%

(6)债务资本成本

债权期望投资报酬率是企业债务融资的资本成本,一般可以通过2种途径确定:以全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率(LPR)为基础调整得到;采用企业债务的实际利率,前提是其利率水平与市场利率不存在较大偏差。评估基准日最新的贷款市场报价利率(五年期LPR)为3.60%,且评估基准日后至本报告出具日期间,2025年3月21日公布的贷款市场报价利率(五年期LPR)仍为3.6%。因此本次评估采用评估基准日最新的贷款市场报价利率(五年期LPR)为3.60%作为本项目的债权期望投资报酬率。

(7)资本结构的确定

资本结构:本次评估采用被评估企业评估基准日时点企业目身的资本结构作为目标资本结构。

D/E=0.00%

Wd=D/(D+E)=0.00%

We=E/(D+E)=100%

(8)折现率计算

[illegible]

将上述各值分别代入公式即有:

r=10.90%

可比公司折现率计算如下:

证券代码	证券名称	WACC(%)[交易日期]20241231
002732.SZ	燕塘乳业	6.7863
002910.SZ	庄园牧场	8.8913
600419.SH	天润乳业	9.4148
600429.SH	三元股份	8.0196
002946.SZ	新乳业	7.7447
001318.SZ	阳光乳业	6.4471
算术平均		7.8840

注:折现率选取指标包括Beta为0.8126,无风险收益率为十年期国债收益率,短期利率为3.1%,长期利率为3.6%,所得税率为25%。

注:上市公司数据来源于定期报告、iFinD金融终端

注:上表数据由评估公司提供。

(9)折现率合理性分析

折现率方面,行业平均折现率约为7.884%,此次收益法评估折现率为10.9%,主要由于目前公司处于行业结构调整、股份交易过渡期,存在一定风险。

综上,评估参数确定的依据合理。

(三)结合标的资产历史估值作价、可比交易作价情况等,充分说明本次交易作价在收益法评估值的基础上仍有一定增值的原因及合理性;

小西牛40%股份的转让价格是根据《60%股份收购协议》约定,同时结合双方协商一致确定。《评估报告》仅用于国资审批之目的,非小西牛40%股份转让定价依据。

从标的资产历史估值情况及乳品行业分析如下:

证券代码	证券名称	市盈率(20241231)	市盈率(20210430)
002732.SZ	燕塘乳业	24.05	35.15
600419.SH	天润乳业	68.28	25.21
002946.SZ	新乳业	23.23	54.94
001318.SZ	阳光乳业	28.05	未上市
算术平均		35.90	38.43
考虑流通性折扣后PE		23.41	27.67
小西牛		13.98	14.84

注1:市盈率(20241231)=公司2024年12月31日收盘价市值(或估值)÷基准日最近年度归母净利润

注2:市盈率(20210430)=公司2021年4月30日收盘价市值(或估值)÷基准日最近期年报归母净利润

注3:上市公司数据来源于定期报告、iFinD金融终端

注4:2021年度流通性折扣为28%;2024年度流通性折扣为34.8%。

小西牛40%股份转让价格为人民币500,000.42万元,较《评估报告》溢价15.74%。以小西牛2024年度经审计归母净利润8,942万元为基础计算,小西牛40%股份交易对应的PE倍数为13.98倍,该价格低于可比上市公司考虑流通性折扣后的平均PE倍数23.41倍,低于前次60%股份转让的PE倍数14.84倍。

虽然小西牛作为非上市公司与参考的可比上市公司在流通性等方面存在差异,但小西牛作为区域型的乳制品行业龙头企业,与可比公司在品牌认知度优势和渠道优势、核心竞争力等方面存在可比性。

本次交易参考了考虑流通性折扣后的可比公司平均PE倍数,交易作价具有合理性。

乳制品行业可比交易案例如下:

单位:人民币万元

收购案例	基准日	收购方	标的公司	估值	PE
1	2019年11月30日	新乳业	宁夏寰美乳业发展有限公司	171,136	21.85
2	2018年3月31日	庄园牧场	西安东方乳业有限公司	30,454	20.02
3	2016年5月31日	骑士乳业	银川东君乳业有限公司	5,103	25.96
4	2022年12月31日	天润乳业	阿拉尔新农乳业有限责任公司	32,596.67	11.09
5	2022年12月31日	三元股份	山东三元乳业有限公司	10,655.94	28.50
6	2022年6月30日	妙可蓝多	吉林省广泽乳品科技有限公司	140,200.00	16.88
平均数					20.72
此次评估标的					13.98

注1:市盈率=交易标的公司估值÷上一完整会计年度归母净利润

注2:上市公司数据来源于定期报告、iFinD金融终端

案例1:新希望乳业股份有限公司以人民币17.11亿元现金收购宁夏寰美乳业发展有限公司原股东合计持有的宁夏寰美乳业发展有限公司100%股权。

案例2:兰州庄园牧场股份有限公司以人民币2.49亿元现金收购原股东合计持有的西安东方乳业有限公司92%股权。

案例3:内蒙古骑士乳业集团股份有限公司以人民币3,150.00万元现金收购宁夏塞尚乳业有限公司、宁夏金河科技股份有限公司合计持有的银川东君乳业有限公司100%股权。

案例4:新疆天润乳业股份有限公司以人民币32,596.67万元现金收购新疆塔里木农业综合开发股份有限公司、阿拉尔市沙河镇建融国有资产投资经营有限责任公司合计持有的阿拉尔新农乳业有限责任公司100%股权。

案例5:北京三元食品股份有限公司收购公司控股股东北京首农食品集团有限公司持有的山东三元乳业有限公司100%股权。

案例6:上海妙可蓝多食品科技股份有限公司以人民币60,117.76万元现金收购控股股东内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司所持有的吉林省广泽乳品科技有限公司42.88%股权。

小西牛40%股份交易PE倍数低于近期可比案例平均倍数,具有合理性。

综上,小西牛40%股份的转让价格是根据《60%股份收购协议》约定,同时结合双方协商一致确定。《评估报告》仅用于国资审批之目的,非小西牛40%股份转让定价依据。本次交易作价在收益法评估的基础上虽有增值,但增值处于合理范围