股票代码:600429　　股票简称:三元股份　　公告编号:2026-026

北京三元食品股份有限公司关于对外投资相关事项的监管工作函的回复公告

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。

近期,北京三元食品股份有限公司(简称“公司”“三元股份”)收到上海证券交易所下发的《关于北京三元食品股份有限公司对外投资相关事项的监管工作函》(上证公函【2026】0583号)。公司收到上述监管工作函后高度重视,现就监管工作函相关问题回复如下:

2026年3月31日,公司公告称,拟与关联方共青城如星收购上海必如食品有限公司(以下简称标的公司)股权并现金增资,投资总额分别为1.04亿元、0.66亿元。交易完成后,公司、共青城如星分别持有标的公司42%股权、26.96%股权。根据本所《股票上市规则》第13.1.1条等有关规定,现请公司进一步核实并说明如下事项。

一、公告及评估报告显示,标的公司2022年至2025年分别实现营业收入0.70亿元、1.39亿元、2.21亿元和2.92亿元,实现净利润-1599.57万元、-479.89万元、973.82万元和1857.83万元,业绩增长较快。请公司:(1)补充披露标的公司2022年至2025年公司营业收入、营业成本、毛利率、经营活动现金流量等情况,结合同行业可比公司经营业绩,说明标的公司近年来业绩快速增长的主要原因,是否符合行业趋势、是否具有可持续性;(2)结合2025年度公司所处行业环境、经营状况相较上年的变化情况,说明标的公司2025年净利润增幅显著高于营业收入的原因及合理性,与同行业可比公司情况是否一致。

公司回复:

?(1)补充披露标的公司2022年至2025年公司营业收入、营业成本、毛利率、经营活动现金流量等情况,结合同行业可比公司经营业绩,说明标的公司近年来业绩快速增长的主要原因,是否符合行业趋势、是否具有可持续性。

(一)标的公司2022年至2025年主要财务指标情况

主要财务指标	2022年	2023年	2024年	2025年(未经审计)
营业收入(万元)	7,008	13,935	22,056	29,236
营业成本(万元)	5,637	11,020	17,300	23,338
毛利率(%)	19.6	20.9	21.6	20.2
净利润(万元)	-1,604	-480	974	1,858
经营活动产生的现金流量净额(万元)	-1,539	216	474	1,716

(二)可比公司情况

结合标的公司必如食品主营B 端茶饮餐饮专用乳制品、食品原料供应链的业务属性,公司选取 A 股业务相近、经营模式匹配的餐饮食品供应链企业立高食品、宝立食品、妙可蓝多、海融科技作为可比公司,上述企业均深耕下游新式茶饮、连锁餐饮原料供应赛道,业务结构、下游应用场景、盈利驱动逻辑与标的公司具备可比性,其增长情况可代表行业发展趋势。

1、立高食品

立高食品主要从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产和销售。公司主要产品包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料和冷冻烘焙半成品及成品。立高食品2022-2024年分别实现营业收入29.1亿元、35亿元、38.4亿元,平均复合增长率15%;归母净利润分别为1.44亿元、0.73亿元、2.68亿元,平均复合增长率36.5%。

2、宝立食品

宝立食品是为中西式餐饮、食品加工业、火锅、茶饮、咖啡等提供复合调味料等食品解决方案的供应商,核心产品包括复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料等。宝立食品2022-2024年分别实现营业收入20.37亿元、23.7亿元、26.5亿元,平均复合增长率14.09%;归母净利润2.15亿元、3.01亿元、2.33亿元,平均复合增长率4.07%。

3、妙可蓝多

妙可蓝多为国内奶酪行业上市公司,公司奶酪业务分为即食营养、家庭餐桌、餐饮工业三大系列,其中餐饮工业系列为核心B端业务,主营马苏里拉、奶酪片、稀奶油、黄油等,服务西餐、烘焙及工业加工等客户。2022-2024年,奶酪板块餐饮工业系列(B端)业务收入分别为8.25亿元、11.51亿元、13.13亿元,平均复合增长率26%;未单独披露该板块利润情况。

4、海融科技

海融科技是国内专业烘焙食品原料综合服务商,专注植物脂肪、乳脂肪研发创新,业务覆盖烘焙、餐饮等食品原料研发、生产、销售及配套综合服务。海融科技2022-2024年分别实现营业收入8.68亿元、9.55亿元、10.87亿元,平均复合增长率11.9%;归母净利润0.93亿元、0.90亿元、1.11亿元,平均复合增长率8.97%。

(三)标的公司业绩快速增长的主要原因

1、标的公司主营B端新式茶饮、咖啡等专用定制乳制品原料,与立高食品、宝立食品、妙可蓝多、海融科技同属餐饮配套食材、食品加工相关领域。2022-2024年,四家可比公司营业收入年均复合增长率处于11.9%-26%区间,均保持稳步增长。下游连锁茶饮、咖啡终端门店持续扩张、饮品品质持续升级,带动调制乳、特色奶油等专业食品原料需求持续释放,行业整体保持向上发展态势,标的公司收入规模快速扩张,契合行业发展趋势。

2、标的公司深耕B端调制乳、提纯乳差异化细分赛道,契合终端饮品差异化、高品质的消费升级趋势,产品适配下游品牌持续新品迭代需求,具有较强竞争力。标的公司承接下游增量订单,营业收入稳步增长。

3、深度绑定头部连锁客户,规模效应逐步显现。对标可比公司深耕头部大客户、持续拓展销售渠道的成熟发展模式,标的公司必如食品持续维护茶颜悦色、裕莲茶楼、Grid Coffee等优质头部茶饮、精品咖啡连锁品牌并拓展COCO奶茶、奈雪的茶等优质客户,不断加深客户合作深度、拓宽供货品类、提升市场供货份额。随着营收规模快速扩大,标的公司销售、管理费用占比持续下降,规模效应持续释放,于2024年实现扭亏为盈,2025年盈利能力进一步提升,经营现金流持续改善。

4、自身渠道拓展持续突破,产品迭代创新能力不断增强。2023年至2025年,标的公司大客户渠道收入占比分别为33%、49%、50%,2024年同比增长135%,2025年同比增长36%;同期经销商渠道收入占比分别为27%、23%、28%,2024年同比增长38%,2025年同比增长61%。产品层面,标的公司产品组合不断增强,2019年至2025年陆续推出冰博克、超级奶、黄油牛乳、酸奶等大单品,已经形成规模并保持快速增长,前述产品收入总额约占标的公司2025年营业收入的87%。同时标的公司持续完成多系列新品研发储备,产品创新能力逐步获得市场认可,具备一定内生增长潜力。标的公司在渠道拓展与产品研发方面积累的优势,对其后续业务开展形成有效支撑。

(四)业绩增长与行业发展趋势一致

国内现制饮品行业规模从2022年4,213亿元增长至2025年7,464亿元,年均复合增长率为21%(参考蜜雪集团2097.HK招股说明书),显著高于整体餐饮行业增长水平。随着咖啡茶饮行业持续扩容,原料应用创新需求不断加强,乳制品原料需求同步快速增加;同时消费者健康意识提升,市场对纯动物蛋白、高品质乳脂类产品偏好增强,带动上游专用乳制品供应链整体需求上行。近年来,立高食品、宝立食品、妙可蓝多B端餐饮工业板块、海融科技均实现收入持续稳健增长,B端茶饮、咖啡、烘焙食品原料赛道景气度持续向好。行业整体呈现下游终端持续扩容、原料品类升级、企业随规模扩张实现盈利改善的发展特征。标的公司营业收入逐年大幅提升,年均复合增长率约60%,毛利率维持稳定在19%-22%区间内,经营状况由亏损转向盈利。目前净利润率超过6%,盈利水平与同行业可比公司接近,符合行业整体发展趋势,不存在脱离行业的异常增长情形,业绩增长具备合理性。

(五)标的公司业绩增长具备较强可持续性

1、下游成长确定性充足。未来3年国内现制饮品行业规模预计从2025年7,464亿元增长至2028年11,634亿元,年均复合增长率约16%(参考蜜雪集团2097.HK招股说明书),市场下沉空间充足,行业连锁化率持续提升,终端品牌产品升级迭代持续进行,专用定制乳制品原料渗透率仍将持续提升,赛道长期成长空间广阔。四家可比公司多年持续稳健增长,充分印证行业具备长期景气度,为标的公司持续经营增长提供坚实的行业基础。

2、相较于行业成熟上市龙头企业,标的公司深耕B端调制乳、提纯乳差异化细分赛道,产品特色鲜明、客户粘性高,已积累部分头部优质连锁客户资源。目前标的公司仍具备新客户开发、新应用场景拓展、存量客户份额提升的较大空间。

3、经过多年经营发展,标的公司业务模式、产品体系、供应链体系相对成熟,盈利模型趋于稳定,经营活动现金流持续正向增长且逐年改善,成本管控、质量管理、客户服务能力持续优化,进入规模化、中高速发展阶段,未来收入与盈利能力具备持续、稳定增长的基础与能力。

(2)结合2025年度公司所处行业环境、经营状况相较上年的变化情况,说明标的公司2025年净利润增幅显著高于营业收入的原因及合理性,与同行业可比公司情况是否一致。

(一)2025年行业整体环境变化

2025年度,中国乳制品行业存量竞争与结构性分化特征日渐凸显。C端乳品市场竞争加剧、增长承压,整体液奶市场规模小幅下滑;而下游咖啡茶饮行业持续快速扩容,咖啡茶饮乳制品需求量快速提升、新品创新升级加快,乳制品B端市场规模持续增长,行业B端整体保持较高景气度。

(二)标的公司自身2025年经营较上年变动情况

2025年标的公司持续拓展大客户与经销商渠道,大客户渠道和经销商渠道营收贡献比重增加,成为标的公司当年增长主要驱动力。同时,得到市场认可的产品组合进一步丰富,新老产品均保持高速增长。标的公司2025年实现营业收入2.92亿元,同比增长约33%。2022年至2024年标的公司毛利率稳步提升;2025年,受即时零售行业平台市场竞争加剧、价格促销战等外部市场环境影响,标的公司为维护核心战略合作客户关系、巩固市场渠道份额,阶段性向重点战略客户供应部分低毛利促销产品,导致当期综合毛利率较2024年度小幅回落。剔除阶段性短期因素扰动后,2025年毛利率整体仍贴近近四年平均合理区间,可比口径毛利率21.7%,整体盈利结构相对稳定可控。

(三)净利润增幅显著高于营业收入增幅的原因

一是规模经济效应凸显,期间费用率不断下降。标的公司市场竞争力与品牌影响力持续提升,客户合作关系稳定、全国销售网络及运营体系日趋成熟。管理团队、销售人员未随业务规模同步扩张,随着营收持续放量,固定运营成本不断摊薄。标的公司销售费用率由2024年7.5%下降至2025年5.4%,销售人员人均创收由920万元提升至1,170万元,销售费用率下降增厚利润2.1个百分点;管理及研发费用率由2024年8.8%下降至2025年7.7%,增厚利润1.1个百分点。标的公司银行借款规模较小,且账面现金进行了有效管理,2024年、2025年财务费用分别为-1.3万元、-3.6万元,对利润影响有限。2025年毛利率受阶段性因素影响,下降1.4个百分点,对盈利形成一定拖累,但费用比率下降带来的正向贡献显著更高。期间费用率逐年下降趋势自2022年开始体现,规模提升带来的效率提升不断实现。

二是整体盈利水平稳步提升。受益于收入快速放量与费用管控优化,公司净利率由2024年4.4%提升至2025年6.4%,同比提升2个百分点。综合规模摊薄成本、运营效率优化、盈利水平提升多重因素,共同推动净利润增速明显高于营收增速。

单位:万元	2022年	2023年	2024年	2025年(未经审计)
营业收入	7,008	13,935	22,056	29,236
同比	-	98.8%	58.3%	32.6%
营业成本	5,637	11,020	17,300	23,338
毛利率	19.6%	20.9%	21.6%	20.2%
销售费用	1,355	1,876	1,662	1,590
销售费用率	19.3%	13.5%	7.5%	5.4%
管理及研发费用	1,545	1,435	1,950	2,263
管理及研发费用率	22.0%	10.3%	8.8%	7.7%
净利润	(1,604)	(480)	974	1,858
同比	-	-	-	90.8%
净利率	(22.9%)	(3.4%)	4.4%	6.4%

(四)相关变动的合理性及与行业可比公司对比情况

2025年乳制品行业C端承压、B端茶饮咖啡原料赛道高景气分化格局清晰,下游终端持续产品创新拉动调制乳需求上行。标的公司依托渠道双轮驱动、产品持续迭代实现收入快速增长,叠加业务成熟后人员结构稳定、固定成本持续摊薄带来费用率自然回落、净利率稳步提升,均属于企业成长期规模化发展过程中的正常经营改善,具备充分合理性。

行业整体层面,B端餐饮乳制品赛道整体需求向好,恒天然大中华区餐饮渠道保持20%以上收入增长,标的公司33%营收增速与行业发展方向总体一致。同业上市公司整体呈现规模扩大带动费用率优化、盈利弹性增强的共性特征;同时行业龙头企业整体业务体量庞大、发展阶段成熟,整体利润增速相对偏低,与处于快速成长扩张期的标的公司业务基数、成长阶段差异较大,净利润增速不具备直接可比性,但标的公司盈利改善逻辑、经营变动趋势均与同行业可比公司情况一致,不存在异常不合理情形。

二、公告显示,以2025年3月31日为基准日,标的公司全部股权采用收益法评估的价值为18,151万元,评估增值率达289.67%。截至公司公告披露日,本次评估报告的评估基准日有效期已届满。请公司:(1)补充披露收益法评估的测算过程,包括未来各年度收益或现金流量等重要评估依据,以及营业收入、营业成本、费用、净利润、增长率、折现率、销售毛利率等重要评估参数,并充分说明有关评估依据和参数确定的理由;(2)评估基准日后,标的公司经营情况、财务状况、核心资产、重要客户与供应商、行业政策等是否发生重大不利变化,是否影响本次评估假设、关键参数及最终评估结果;(3)结合标的公司历史财务数据、同行业公司或市场同类交易的可比情况,说明本次评估增值的合理性、标的公司的业绩预测是否具备可实现性;(4)补充披露本次交易设置业绩承诺及其他保护上市公司利益的措施的具体情况,说明业绩承诺与盈利预测的差异及其合理性,相关措施是否充分保障上市公司利益。请评估机构对问题(1)(2)发表意见。

公司回复:

?(1)补充披露收益法评估的测算过程,包括未来各年度收益或现金流量等重要评估依据,以及营业收入、营业成本、费用、净利润、增长率、折现率、销售毛利率等重要评估参数,并充分说明有关评估依据和参数确定的理由;

本次评估以持续经营和公开市场为前提,结合评估对象的实际情况,综合考虑各种影响因素,采用资产基础法和收益法分别对必如食品进行整体评估,然后加以分析比较,并最后确定评估结论。

由于资产基础法是基于会计的资产负债表为基础进行的,对不符合会计资产定义、不能准确计量的资源,如企业拥有客户资源、销售渠道、人力资源及管理团队等对公司收益形成贡献的其他无形资产价值没有单独评估,资产基础法未能反映上述资源的价值。

收益法综合考虑了企业拥有的客户资源、销售渠道、管理团队、技术研发、商标专利等资源的价值,且能反映标的公司收入持续增长、毛利率保持稳定、费用可控的能力,故收益法评估结论能够更好体现标的公司价值,本次评估以收益法结果作为评估结论。

(一)未来收益的确定

标的公司及其全资子公司必如(北京)商贸有限公司经营内容一致,团队人员统一管理,本次采用合并口径进行评估。

标的公司主营业务为研发、生产和销售B端乳制品,产品有冰博克、超级奶、黄油牛乳、酸奶、鲜牛奶、芝士厚牛乳等。主要的销售渠道有自营咖啡茶饮店、经销商、零售及大客户。

得益于新式茶饮和现制咖啡行业的快速扩容,以及产品线中对乳制品原料使用的占比上升,近几年产品销售有较大增长。

1. 营业收入的预测

标的公司是一家科技型创新乳制品公司,拥有较强的产品研发能力和供应链体系,聚焦原料乳品创新升级,拥有冰博克、超级奶、黄油牛乳等多个大单品,目前已成为国内B端乳制品知名品牌;主要产品在行业内可替代品较少,竞争力较强。

根据蜜雪冰城招股说明书中引用灼识咨询对未来年度的收入增长预测,国内现制饮品市场2023-2028年的复合增长率为17.6%。标的公司下游主要客户为连锁咖啡和茶饮企业,2023-2025年标的公司营业收入增长率分别为99%、58%、33%,均超过国内现制饮品市场增速。标的公司目前规模较小、基数较低,上市产品仍处于成长早期,所以增速快于下游已具备成熟体量的行业增速。标的公司还有较大市场和渠道待开发,未来营业收入由于既有客户收入增长、既有客户产品线中对乳制品原料使用占比上升,以及拓展新客户,预测会有五年增长期,之后维持稳定。

对于未来年度,综合上述三方面因素,预测2026年至2027年的增速同下游市场增速持平,本次取销售增长率15%,2028年度以后考虑到公司规模增加和市场竞争影响,销量增速放缓,约下降5%,故2028年增速为10%,2029年增速为5%,2030年之后基于保守估计原则为永续期增速率0%。

标的公司营业收入为销售产品收入,历史均呈持续增长态势,2023年较2022年增长99%,2024年较2023年增长58%,本次评估按照产品系列进行了分项预测,增长率不高于下游行业增长率。

收入预测如下:

单位:人民币万元

主营业务收入	未来五年预测					
	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
合计	21,642.71	31,336.15	36,005.58	39,592.65	41,556.44	41,556.44
增长率	24%	15%	15%	10%	5%	

2. 营业成本的预测

标的公司为轻资产公司,产品依赖上游代工厂供应,货源充分,可选择厂商较多,供货稳定,成本可控。

标的公司历史单位产品的毛利率基本稳定,伴随着销量上升,毛利率稳中有升。2022年至2025年1-3月毛利率分别为19.6%、20.9%、21.6%、22.6%。2025年下半年部分月份,受下游即时零售平台大战等特殊竞争环境影响,个别战略客户有阶段性低价促销品的供应需求,短暂供应了低毛利定制产品,导致毛利率整体有所下降,盈利表现存在偶发性、一次性因素扰动,不具备长期持续性。2025年末在国家政策多轮治理下行业环境已回归常态。剔除2025年下半年阶段性供应低毛利定制促销产品带来的临时性不利影响后,公司可比口径毛利率21.7%,仍高于2024年21.6%的毛利率水平。2025年全年毛利率在整体稳定基础上有所波动,市场环境并非常态,而2024年行业整体竞争秩序理性平稳,公司全年产品销售结构、客户合作模式、定价政策及产销规模均处于常态化可持续经营状态,未受非正常市场竞争及临时性低价订单冲击,能够真实公允体现公司常规产品盈利空间、规模效应及常态化成本管控能力,故2024年度毛利率水平更具客观性与长期代表性。本次评估按照各系列产品做出相关预测,保守预测未来整体保持2024年毛利率。

成本预测数据如下:

单位:人民币万元

主营业务成本	未来五年预测					
	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
合计	17,016.04	24,554.35	28,219.35	31,034.70	32,576.14	32,576.14
毛利率	21.38%	21.64%	21.63%	21.61%	21.61%	21.61%

3. 税金及附加的预测

标的公司的营业税金及附加核算按应交增值税额计算的城市建设维护税、教育费附加和地方教育费附加。至评估基准日,各项税率为:增值税销项税率13%,城市维护建设税率为7%,教育费附加为3%,地方教育费附加为2%,印花税为0.03%。根据预测收入及成本数据计算税金及附加。

税金及附加预测数据如下:

序号	项目	税率	未来五年预测					
			2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
1	增值税	13%	563.77	805.33	963.62	1049.66	1102.34	1102.34
2	城市维护建设税	7%	39.46	56.37	66.75	73.48	77.16	77.16
3	教育费附加	3%	16.91	24.16	28.61	31.49	33.07	33.07
4	地方教育费附加	2%	11.28	16.11	19.07	20.99	22.05	22.05
5	印花税	0.03%	11.6	16.77	19.27	21.19	22.24	22.24
	合计		79.25	113.41	133.7	147.15	154.52	154.52

4.销售费用的预测

标的公司经过近几年的发展,已在市场上建立了一定的品牌知名度,获得了市场认可,销售网络及团队趋于成熟,并已同客户建立了稳定的合作关系,历史销售费用占比呈现逐年下降的趋势。销售费用主要包括展览费、职工薪酬、业务宣传费、营销服务费等,本次评估折旧费、无形资产摊销等固定费用同历史保持一致,展览费、业务宣传费、营销服务费等随收入增加而增长,职工薪酬考虑收入增长需增加销售人员的费用,未来年度销售费用占比基本稳定。

销售费用预测如下:

单位:人民币万元

销售费用	未来五年预测					
	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
合计:	1,410.43	2,306.67	2,651.42	2,910.31	3,051.76	3,051.76
占收入比例	6.52%	7.36%	7.36%	7.35%	7.34%	7.34%

5.管理费用的预测

标的公司的管理费用多为固定费用,随着近几年收入的增加,历史管理费用占比呈现逐年下降的态势。管理费用主要包括职工薪酬、咨询费、商品战略性货损等,本次评估折旧费、修理费、无形资产摊销等固定费用同历史保持一致,职工薪酬考虑薪资的正常增长,商品战略性货损随销售商品的增加而增加,未来年度管理费用占比略有下降。

管理费用预测如下:

单位:人民币万元

管理费用	未来五年预测					
	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
合　计	1,446.26	2,007.79	2,111.18	2,184.87	2,241.30	2,241.30
占收入比例	3.74%	3.62%	3.31%	3.10%	3.04%	3.04%

6.研发费用的预测

标的公司历史已逐步推出了几个大单品,产品生命周期较长,本次评估基于审慎态度预测未来销售仍以现有产品为主,未考虑新增大单品。研发费用多为产品的升级及新品储备,历史占比有所下降。研发费用主要包括职工薪酬、服务费、物料费等,职工薪酬考虑薪资的正常增长及增加研发人员的费用,服务费、物料费、折旧费预计无较大变动,因未来年度薪酬的增长小于收入增长,研发费用占比略有下降,同历史趋势保持一致。

研发费用预测如下:

单位:人民币万元

研发费用	未来五年预测					
	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
合计:	176.54	270.83	277.92	285.22	292.74	292.74
占收入比例:	0.70%	0.75%	0.68%	0.63%	0.62%	0.62%

7. 财务费用的预测

截至本次评估基准日,标的公司的财务费用为利息支出、利息收入及手续费,利息收入及手续费相对较少,短期取得的利息收入可覆盖,本次评估不做预测。标的公司未来仍会保持目前的借款数量,根据目前的金额及借款利息,对财务费用进行预测。

财务费用预测如下:

单位:人民币万元

财务费用	未来预测					
	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
合 计	15.19	20.25	20.25	20.25	20.25	20.25

8.基于以上各项目预测,未来年度净利润预测如下:

单位:人民币万元

年度	预测数据					
	2025年4-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	永续
净利润	1,499.01	1,823.32	1,943.81	2,257.61	2,414.79	2,414.79
净利率	5.82%	5.40%	5.70%	5.81%	5.81%	5.82%

(二)折现率的确定

1. 无风险报酬率rf

无风险报酬率通常可以参考政府发行的长期国债到期收益率来确定,剩余年限在10年以上国债于评估基准日近期的到期收益率平均值2.96%作为无风险报酬率。

2. 市场风险溢价rmf

本次市场风险溢价取股权投资风险收益率MRP,即投资者投资股票市场所期望的超过无风险报酬率的部分。按照以下方式计算:选用A股市场沪深300作为衡量中国股市波动变化的指数,以其年末收盘指数(数据来源同花顺)取其平均收益率计算得到股票投资市场平均收益率为9.62%,扣除无风险收益(2.96%)后MRP=6.66%作为本次市场风险溢价。

3. βe值

鉴于评估对象的主营业务属于食品加工业,通过“万得资讯情报终端”查询国内A股业务内容相近上市公司3年前剔除财务杠杆的Beta系数后,以平均值确定预期无财务杠杆风险系数的估计值βu=0.9554。

可比公司选取与必如食品经营范围相似的上市公司。并对选取的上市公司β进行T检验,已剔除β明显偏小的上市公司,最终选择的5家上市公司T均大于2,通过检验。

序号	证券代码	证券简称	“Beta(剔除财务杠杆)[起始交易日期] 截止日3年前[截止交易日期] 2025-3-31 [周期] 周[收益率算法] 普通收益率[标的指数] 上证指数”
1	300915.SZ	海融科技	1.2692
2	300973.SZ	立高食品	1.0364
3	600429.SH	三元股份	0.5782
4	300898.SZ	熊猫乳品	1.0266
5	600882.SH	妙可蓝多	0.8668
/	/	平均	0.9554

三元股份β较低,主要系公司深耕乳制品行业,主营业务聚焦京津冀区域市场,区域壁垒稳固,竞争格局平稳,叠加国有控股企业属性,经营决策稳健,整体经营表现稳定,受宏观经济周期影响较弱;同时,个股交易结构平稳,市场情绪扰动有限,进而使得区间内(评估基准日前三年)的波动相比大盘更小。

加载标的公司自身财务杠杆后β l=βu*(1+(1-t)*D/E)=1.0910

4. 权益资本成本re

本次评估考虑到评估对象在公司的融资条件、资本流动性以及公司的治理结构和公司未来资本债务结构等方面与可比上市公司的差异性所可能产生的特性个体风险,设公司特性风险调整系数ε=3%;最终得到评估对象的权益资本成本re=13.23%。

标的公司基准日付息债务占比为16%,平均债务资本成本为3.38%,适用所得税率为25%,故WACC=3.38%*(1-25%)*16%+13.23%*84% =11.52%。(WACC=债务资本成本*(1-所得税率)*付息债务占比+权益资本成本*权益占比)

根据以上预测的净利润,加回非付现成本折旧及摊销、利息支出,并考虑资本性投入和营运资金追加,进行折现后,将净利润数据转换成折现后的现金流。

评估机构认为,上述评估依据和参数确定理由符合行业发展趋势和企业经营实际,评估结果能够公允反映企业价值。

?(2)评估基准日后,标的公司经营情况、财务状况、核心资产、重要客户与供应商、行业政策等是否发生重大不利变化,是否影响本次评估假设、关键参数及最终评估结果。

评估基准日后,标的公司整体经营保持稳健良性发展态势。2025年4-12月,标的公司实现营业收入2.37亿元、净利润1,740万元,高于同期评估预测营业收入2.16亿元、净利润1,499万元。标的公司期后业绩优于评估预测,主要系下游新式茶饮等终端消费市场持续复苏,乳制品原料市场需求回暖;同时标的公司持续深化与头部茶饮、咖啡连锁品牌的战略合作,积极拓展新增经销商及终端客户,客户矩阵持续丰富、产品出货规模稳步提升。此外,持续优化外协供应链管理体系,严控产品生产成本,精细化压降期间费用,整体经营效率与盈利能力优于前期评估测算预期。因前述即时零售大战原因,2025年实际毛利率为20.2%,低于预测值21.6%。假如综合考虑实际收入、净利润超预期和毛利率低于预测的情况,代入评估模型模拟测算收益法评估值将达到1.839亿元,略高于评估报告值1.815亿元。

标的公司专利技术、渠道资源等核心资产无重大变化,与上游合作工厂关系稳定,自2021年合作至今,未发生更换,与2家主要代工厂的奶制品定制加工合同每两年续签一次,并已于2025年完成合作协议续签,供应链合作具备持续性与稳定性。下游终端大客户及经销商合作关系维系良好,原有核心客户合作持续续约、稳定开展,同时标的公司持续拓展新增优质客户及经销渠道,客户规模稳步扩容,有效带动营业收入持续增长。

相关行业政策未出现重大不利变化。2026年中央一号文件明确提出“多措并举促进乳制品消费”,为奶业全链条提质增效、消费扩容升级划定了核心方向。农业农村部《关于加快奶业纾困提升奶业高质量发展水平的通知》(农办牧[2025]23号),明确鼓励乳品企业强化全产业链自主可控,促进乳制品消费升级,构建精益供应链体系。相关产业导向均利好乳制品行业长期稳健发展,为标的业务持续经营提供良好政策环境。

评估机构认为,标的公司经营中所需遵循有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化,本次交易标的公司所处环境无重大变化,无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响;行业存续发展的情况不会产生较大变化,标的公司在评估基准日后持续经营,经营情况、财务状况、核心资产、重要客户与供应商、行业政策等均未发生重大不利变化,不影响本次评估假设、关键参数及最终评估结果。

(3)结合标的公司历史财务数据、同行业公司或市场同类交易的可比情况,说明本次评估增值的合理性、标的公司的业绩预测是否具备可实现性。

(一)同行业及同类交易情况

评估报告并未采用可比交易法。标的公司属于乳制品行业下细分的B端市场,乳品行业上市公司对于标的公司而言具备参考性。经对相关上市公司及可比交易情况分析,标的公司评估值合理。

乳制品行业相关上市公司估值情况:

证券代码	证券名称	市盈率PE(TTM)	市净率PB(TTM)	TTM收入增长率	TTM利润增长率
001318.SZ	阳光乳业	33	2.67	-8.08%	9.34%
002732.SZ	燕塘乳业	44	1.68	-8.47%	-43.94%
002946.SZ	新乳业	22	4.15	+5.33%	+35.98%
300898.SZ	熊猫乳品	27	2.90	+27.50%	+5.38%
600419.SH	天润乳业	20	1.20	-1.87%	-4.99%
300915.SZ	海融科技	375	1.90	+3.82%	-92.98%
300973.SZ	立高食品	18	2.35	+17.31%	+165.64%
600429.SH	三元股份	-42.4	1.87	-9.58%	-511.56%
600882.SH	妙可蓝多	92	2.21	+16.29%	+4.29%
600887.SH	伊利股份	20	3.00	-0.43%	-32.78%
申万乳制品行业指数总市值加权平均PE(TTM)		23			
	标的公司	11.67		33%	91%

注:截至2026年4月24日数据

公开披露的乳品行业相关产业并购案例显示,该领域投资核心估值均以标的公司历史年度净利润为基础,结合其成长性、市场地位、客户资源、技术优势及与投资方的协同效应(产业投资)/上市流动性预期(财务投资)综合确定市盈率倍数。可比案例具体情况如下:

1、新希望乳业收购宁夏夏进乳业60%股权(2020年)

2020年5月,新希望乳业股份有限公司(证券代码:002946.SZ)发布《重大资产购买报告书》,以102,660万元现金收购宁夏寰美乳业发展有限公司60%股权(核心资产为宁夏夏进乳业)。以寰美乳业2019年1-11月归母净利润进行年化模拟测算,对应静态市盈率(PE)倍数约为15.4倍;以寰美乳业2019年11月末净资产计算,对应市净率(PB)倍数为4.17倍。

2、天润乳业收购新农乳业100%股权(2023年)

2023年4月,新疆天润乳业股份有限公司(证券代码:600419.SH)发布《新疆天润乳业股份有限公司关于现金收购资产的公告》,以32,596.67万元现金收购阿拉尔新农乳业有限责任公司(简称“新农乳业”)100%的股权。以新农乳业2022年归母净利润计算,对应静态市盈率(PE)倍数为11.09倍;以新农乳业2022年度净资产计算,对应市净率(PB)倍数为1.78倍。

3、光明乳业收购青海小西牛40%股权(2025年)

2025年11月,光明乳业股份有限公司(证券代码:600597.SH)发布《关于收购青海小西牛生物乳业股份有限公司40%股份的公告》,以500,004,193.85元现金收购湖州福昕创业投资合伙企业(有限合伙)持有的青海小西牛生物乳业股份有限公司40%股权。以小西牛2024年度净利润计算,对应静态市盈率(PE)倍数为14.0倍;以小西牛2024年度净资产计算,对应市净率(PB)倍数为2.31倍。

4、煌上煌收购立兴食品51%股权(2025年)

2025年8月,江西煌上煌集团食品股份有限公司(证券代码:002695.SZ)发布《关于收购福建立兴食品股份有限公司控股权的公告》,拟受让其他股东持有的立兴食品合计51%的股权,股权交易价格为49,470万元。以立兴食品2024年度净利润计算,对应静态市盈率(PE)倍数为22.98倍;以立兴食品2024年度净资产计算,对应市净率(PB)倍数为3.90倍。

本次交易标的公司增资前估值为1.815亿元,对应2025年未经审计净利润1,858万元,市盈率倍数为9.77倍;对应2025年承诺利润目标1,555万元,市盈率倍数为11.67倍,该估值水平接近上述案例的估值倍数,同时低于申万乳制品行业指数总市值加权平均PE(TTM,滚动12个月)24倍。标的公司最近一轮融资为2022年,投后估值3.5亿元,相较历史估值水平,本次交易条件更具投资价值。

(二)评估增值合理性

标的公司为科技型创新乳制品供应链企业,深耕B端特色乳品原料赛道,具备较强自主研发实力、标准供应链体系及差异化优势产品矩阵,拥有冰博克、超级奶、黄油牛乳等多个大单品,深度绑定头部新式茶饮、精品咖啡品牌开展共研共创,品牌影响力与行业认可度位居国内B端特色乳制品第一梯队。

标的公司采用轻资产运营模式,资产周转效率、盈利水平大幅优于同行业平均水平。标的公司2024年、2025年净资产收益率分别为31%、34%,前述相关行业上市公司平均净资产收益率水平约为7%。标的公司净资产收益率约为行业平均水平的3-4倍,高股东回报水平是本次股权评估较账面净资产形成增值的核心原因之一。

企业价值由企业获利能力决定,股权投资回报是通过取得权益报酬实现的,股东权益报酬是股权定价的基础,收益法结果能够较为完整地体现被评估单位各项资产所带来的贡献价值,客观、合理地反映其股权价值。基于以上原因,本次采用了收益法评估。

资产基础法仅能体现账面有形资产、专利商标等可辨认无形资产价值,无法量化公司长期积累的优质深度绑定大客户资源、成熟销售渠道、稳定核心管理运营团队等核心软实力;而收益法能够完整覆盖企业全部有形资产、不可辨认无形资产、持续经营获利能力与长期成长潜力,全面反映标的综合内在价值,估值选取逻辑客观。

同时对比乳制品行业、食品行业相关并购交易来看,通常存在估值对净资产的合理溢价,如新希望收购宁夏寰美、煌上煌收购福建立兴等,均对具备稳定下游渠道、差异化产品和良好品牌基础的企业给予估值溢价。标的公司凭借盈利弹性、客户壁垒、明星产品周期优势和品牌积累,本次评估增值水平与可比市场化交易整体逻辑一致,不存在异常高估情形。从历史估值来看,2022年标的公司上一轮融资投后估值3.5亿元,相较来看本次交易投前估值更具投资价值。

(三)业绩可实现性

评估报告预测标的公司2025年收入增长率为23%,2026至2027年收入增长率为15%,2028年为10%,2029年为5%,永续期增长率为0。整体增速逐级放缓、逐步趋稳,整体预测口径低于标的公司历史增速、下游现制饮品行业整体增速及同行业可比公司成长速度,假设条件偏谨慎。从实际经营结果来看,2025年标的公司实现营业收入2.92