证券代码：600882 证券简称：妙可蓝多 公告编号：2023-056

上海妙可蓝多食品科技股份有限公司关于上海证券交易所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。

上海妙可蓝多食品科技股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“妙可蓝多”）于 2023 年 6 月 2 日收到上海证券交易所下发的《关于上海妙可蓝多食品科技股份有限公司收购控股子公司少数股权暨关联交易事项的监管工作函》（上证公函【2023】0649 号，以下简称“《工作函》”）。公司及相关中介机构对有关问题进行了认真分析与核查，并逐项予以落实和回复，现就《工作函》相关事项回复如下：

如无特别说明，本回复中所述的词语或简称与公司 2023 年 6 月 1 日披露的《关于现金收购控股子公司少数股权暨关联交易的公告》（公告编号：2023-050）所定义的词语或简称具有相同含义。

一、根据公司公告，2020 年 1 月内蒙蒙牛参与吉林科技定增时支付对价 4.58 亿元，评估基准日为 2019 年 6 月 30 日，评估值 6.1 亿元，增值率 142.71%；本次交易采用收益法评估，评估基准日为 2022 年 6 月 30 日，评估值 14.02 亿元，增值率 45.12%。请公司核实并补充披露：（1）本次交易的盈利预测、主要评估参数、重要假设等情况，并结合与前次盈利预测情况的差异，说明差异产生的原因；（2）结合标的公司 2022 年下半年和 2023 年一季度的主要财务数据情况，说明其评估基准日后业绩趋势是否发生变化，如是，请说明原因以及资产评估时是否考虑了相关情况；（3）结合标的公司一季度业绩情况、行业发展趋势以及公司发展规划等，说明吉林科技预测业绩的可实现性。请评估机构发表意见。

回复：

（一）本次交易的盈利预测、主要评估参数、重要假设等情况，并结合与前次盈利预测情况的差异，说明差异产生的原因

本次评估基准日为 2022 年 6 月 30 日，采用收益法作为评估结论对应吉林省广泽乳品科技有限公司（以下简称“吉林科技”、“标的公司”或“被评估企业”）股东全部权益评估价值为 14.02 亿元。纳入本次评估范围的吉林科技为控股型平台公司，其业务通过两家全资子公司妙可蓝多（天津）食品科技有限公司（以下简称“妙可食品”）和上海芝然乳品科技有限公司（以下简称“上海芝然”）开展，为如实反映吉林科技整体资产运营能力和企业价值，收益预测在合并层面开展。

与收益法对应的盈利预测、主要评估参数、重要假设等详细情况如下：

1、本次交易的盈利预测情况

结合历史经营情况，管理层根据妙可蓝多制定的发展规划，对吉林科技进行了盈利预测。评估师对被评估企业盈利预测进行了必要的调查、分析、判断，经与管理层多次讨论，被评估企业进一步修正、完善后，评估机构采信了被评估企业盈利预测的相关数据。预测数据如下：

单位：万元

序号	项目＼年份	2022 全年	2023	2024	2025	2026	2027
1	营业收入	138,172.03	168,510.79	183,736.07	199,102.89	219,477.19	237,019.68
2	净利润	8,003.41	10,067.34	11,402.55	12,625.18	14,174.87	15,483.08

2、本次交易的收益法特别假设

①被评估企业的未来收益可以合理预期并用货币计量；预期收益所对应的风险能够度量；未来收益期限能够确定或者合理预期。

②被评估企业子公司妙可食品的《高新技术企业证书》取得日期为 2020 年 10 月 28 日，有效期 3 年。假设现行高新技术企业认定的相关法规政策未来无重大变化，评估师对企业目前的主营业务构成类型、研发人员构成、未来研发投入占主营收入比例等指标分析后，基于对未来的合理推断，假设被评估企业未来具备持续获得高新技术企业认定的条件，能够持续享受所得税优惠政策。

③被评估企业结合现行大宗材料价格行情作为参考和判断依据，考虑汇率波动、国际贸易形势和国际市场的供求关系等因素的影响，对未来年度的大宗材料价格进行预测。假设被评估企业在现有条件下，综合考虑现阶段国际市场报价、在手的远期合约及对未来行情的判断基础上提供的未来年度大宗材料的预测价格，能够涵盖大宗材料价格波动对收益产生的影响。

3、主要评估参数

（1）预测收益期

评估人员在对企业收入结构、成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素，确定预测期。本次明确的预测期期间 n 选择为 5 年 1 期，根据被评估企业所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等，确定预测期后收益期确定为无限期，未考虑永续增长率的使用。

（2）折现率的选取

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定被评估企业市场价值的重要参数。由于被评估企业不是上市公司，其折现率不能直接计算获得。因此本次评估采用选取可比企业进行分析计算的方法估算被评估企业期望投资回报率。为此，第一步，首先在上市公司中选取可比企业，然后估算可比企业的系统性风险系数 β；第二步，根据可比企业平均资本结构、系统性风险系数 β 以及被评估公司资本结构估算被评估企业的期望投资回报率，并以此作为折现率。

本次采用加权平均资本成本模型（WACC）确定折现率。WACC 模型是股权期望报酬率和所得税调整后的债权期望报酬率的加权平均值，计算公式如下：

$$WACC = R_d \times (1-T) \times W_d + R_e \times W_e$$

式中：

R_d：债权期望报酬率；

R_e：股权期望报酬率；

W_d：债务资本在资本结构中的百分比；

$$W_d = \frac{D}{(E+D)}$$

W_e：权益资本在资本结构中的百分比；

$$W_e = \frac{E}{(E+D)}$$

T：为公司有效的所得税税率。

其中，股权期望报酬率 R_e 按资本资产定价模型（CAPM）确定，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

式中：

R_f：无风险利率；

MRP：市场风险溢价；

ε：特定风险报酬率；

β_e：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

$$\beta_e = \beta_t \times \left(1 + (1-t) \times \frac{D}{E}\right)$$

式中：β_t 为可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

D、E：分别为可比公司的债务资本与权益资本。

上述计算参数的取值情况如下：

计算参数	参数值	参数取值说明	参数取值合理性分析
R_f：无风险利率	2.78%	采取代一年期中国国债（截止评估基准日到期期限超过 10 年）到期收益率平均值	选择国债到期收益率作为无风险利率，且在持续经营假设下选择到期年限 10 年期国债计算，符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》和《资产评估专家指引第 12 号》的规定
MRP：市场风险溢价	6.88%	采用沪深 300 全收益指数，计算 2005 年 1 月底至基准日前一年底本期间内按照周收益价之前交易日 200 周连续计算（不足 200 周的按照自指数发布后开始计算连续获得的几周半年年化收益率，并扣除无风险利率得到各年度的年底市场风险溢价基础数据，考虑到当前我国经济正在从高速增长阶段转向高质量发展阶段，增速逐渐趋缓，因此采用 2017 年至 2021 年 5 年为值计算本次使用的 MRP 数值	《监管规则适用指引——评估类第 1 号》规定：如果被评估企业主要经营业务在中国境内，应当优先选择沪深 300 市场指数的长期风险溢价数据进行计算，本项目测算方式符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的要求
β_e：权益资本的预期市场风险系数	0.9100	选取可比公司 3 家上市公司（天润乳业、光明乳业、伊利股份），通过同花顺金融终端查询其加权剔除财务杠杆调整平均 β_t，D 根据基准日到有息负债确定，E 根据基准日到股票收益价对应的市值计算，最后得到评估对象权益资本预期风险系数	本项目选取可比公司 β 值修正得到标的公司 β 值的方式符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》和《资产评估专家指引第 12 号》的规定
ε：特定风险报酬率	2%	综合考虑标的公司风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素及与所选择的可比上市公司差异后，确定为 2%	特定风险报酬率的取值方式符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》和《资产评估专家指引第 12 号》的规定
W_e：权益资本在资本结构中的百分比	2022：99.3%；2023 年及以后：100%	结合未来盈利情况、管理层未来扩募资策略、标的公司与可比公司在融资能力、融资成本等方面的差异，资本结构是否稳定等合理测算，本次确定采用企业真实资本结构	采用真实资本结构方式符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》和《资产评估专家指引第 12 号》的规定
W_d：债务资本成本	0.7%；2023 年及以后：0%	评估基准日企业实际债务利率	债务资本成本的取值方式符合《监管规则适用指引——评估类第 1 号》和《资产评估专家指引第 12 号》的规定

经计算，WACC 折现率取值如下表所示：

年度	2022 年	2023 年及以后
WACC 折现率	10.9%	11.00%

4、与前次盈利预测的差异比较分析

（1）盈利预测数据的差异分析

2020 年 1 月内蒙蒙牛参与吉林科技定增时，评估机构开展吉林科技股东全部权益评估（以下简称“前次评估”）的评估基准日为 2019 年 6 月 30 日；前次评估盈利预测数据与吉林科技实际经营数据或本次盈利预测数据比较情况如下：

单位：万元

序号	项目	项目/年度	预测期合计	2019H2E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
A	前次评估	营业收入	804,971	36,147	87,635	128,659	161,643	185,408	205,479	不适用		
		净利润	57,608	2,121	4,378	8,284	11,712	14,297	16,816			
序号	项目	项目/年度	预测期合计	2019H2A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
B	实际业绩	营业收入	不适用	39,471	117,473	138,871	137,868	不适用				
		净利润		2,677	3,869	9,175	8,306					
	1 营业收入差异	B-A		3,324	29,837	10,212	-23,775					
	2 净利润差异	B-A		556	-509	891	-3,406					
序号	项目	项目/年度	预测期合计	2019H2A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
C	本次评估	营业收入	1,080,332(注 2)	不适用			138,172	168,511	183,736	199,103	219,477	237,020
		净利润	67,835（注 2）				8,003	10,067	11,403	12,625	14,175	15,483
	1 营业收入差异	C-A	275,361				-23,471	-16,898	-21,743	不适用		
	2 净利润差异	C-A	10,228				-3,709	-4,230	-5,453			

注 1：前次评估盈利预测数据为妙可食品和上海芝然分别采用收益法评估的相关预测数据之和，本次评估为吉林科技整体合并报表层面预测数据。

注 2：本次评估预测期营业收入和净利润合计数，2022 年仅包含下半年营业收入和净利润预测数。

本次评估的预测期为 2022 年下半年至 2027 年，合计实现营业收入 108.03 亿元、净利润 6.78 亿元；前次评估的预测期为 2019 年下半年至 2024 年，合计实现营业收入 80.50 亿元、净利润 5.76 亿元。本次评估预测期的合计营业收入及合计净利润均高于前次评估预测期。两次评估各年度盈利预测数据的差异情况具体如下：

①对比 2019 年下半年及 2021 年全年实际经营数据与前次评估预测数据，实际经营数据虽有波动，但合计营业收入与合计净利润指标均超过前次评估预测数据。

②对比 2022 年度实际经营数据与前次评估预测数据，实际营业收入与净利润指标均低于前次评估预测数据，主要原因为：

A、妙可蓝多与上海芝然均位于上海市，2022 年外部环境，特别是物流不畅对其销售、生产均产生较大影响；

B、以上海芝享食品科技有限公司（以下简称“上海芝享”）为实施主体的募投项目“上海特色奶酪智能化生产加工项目”有部分生产产品与上海芝然生产产品品类相同，2022 年随着该募投项目部分投产，部分同类产品生产分配至上海芝享，导致上海芝然产量、销量相应下降。

③对比两次评估重叠期间的 2023-2024 年，本次评估营业收入和净利润指标均低于前次评估预测数据，主要是因为：相较于前次 2019 年 6 月 30 日的评估时点，本次评估工作开展之日，包括经济复苏速度、市场消费端需求情况和复杂多变的国际贸易环境等因素在内的外部环境影响尚未明朗，管理层在编制未来年度盈利预测数据时采用了更为谨慎的方式，对 2023-2024 年的营业收入和净利润均下调了预期。本次评估预测数在上述预测期间内，低于前次评估预测数。

④对比本次评估预测期后三年（2025-2027 年）与前次评估后三年，本次评估预测营业收入和净利润均高于前次评估预测数据，主要是因为：

A、奶酪行业尚处于早期快速增长阶段，随着外部环境不确定因素逐步减弱，以及奶酪消费者教育不断深入和奶酪市场不断发展，结合妙可蓝多预测期消费端市场需求的应用场景开拓情况及产品市场占有率的预计，管理层以行业发展稳定和恢复为基调，对预测后期考虑产品销量的适当增长，后续期间营业收入和净利润有所增加。

B、前次评估预测期首年（2019 年）吉林科技营业收入预测金额和实际金额分别为 60,074 万元及 64,712 万元，净利润预测金额和实际金额分别为 3,023 万元及 3,628 万元；本次评估预测期首年（2022 年）吉林科技营业收入预测金额和实际金额分别为 138,172 万元及 137,868 万元，净利润预测金额和实际金额分别为 8,003 万元及 8,306 万元。随着妙可蓝多三年的高速发展，吉林科技 2022 年营业收入、净利润较 2019 年亦相应增长 113.05% 和 128.94%，以大规模增长后的营业收入及净利润为首年基数，即使在本次评估预测期营业收入和净利润预测增速均低于前次评估的谨慎预计前提下，本次评估预测营业收入和净利润绝对值仍高于前次评估预测数据。

⑤吉林科技前次评估的盈利预测数据为妙可食品和上海芝然分别采用收益法评估的相关预测数据之和，本次评估的盈利预测数据为吉林科技整体合并报表层面预测数据。随着 3 年奶酪市场的竞争格局、产品细分需求变化等因素的影响，管理层对妙可食品和上海芝然的产品生产布局和品类进行了调整。妙可食品和上海芝然两次评估的盈利预测差异如下：

A、2019 年至 2022 年度，上海芝然和妙可食品实际经营数据与前次评估预测数据，以及 2023-2024 年本次评估预测数据与前次评估预测数据差异列示如下：

单位：万元

子公司名称	项目/年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024
上海芝然	营业收入差异	2,752.10	21,046.42	-8,309.60	-63,907.02	-70,782.59	-72,954.75
	净利润差异	902.17	-434.67	-1,462.45	-6,823.06	-8,180.25	-9,201.89
子公司名称	项目/年度	2019	2020	2021	2022	2023	2024
妙可食品	营业收入差异	3,382.57	9,422.38	18,823.46	40,436.28	53,884.96	51,212.20
	净利润差异	112.69	558.07	1,946.44	3,090.64	3,872.50	3,786.99

B、妙可食品属于乳品行业的生产型企业，为妙可蓝多重要的生产加工基地，主要产品为马苏里拉、奶油芝士、高熔点奶酪和车达奶酪等。

妙可食品 2020-2022 年度营业收入和净利润实际数较前次评估预测数均有较大幅度增长，主要原因为其主要产品马苏里拉和奶油芝士市场需求明显增加。公司适应市场需求，对妙可食品核心产品马苏里拉和奶油芝士产线进行改造升级，妙可食品现有产能较前次评估期产能有大幅度增长。基于市场需求情况和妙可食品产能提升，管理层调增了本次评估妙可食品的盈利预测数据。

C、上海芝然亦属于乳品行业的生产型企业，为妙可蓝多重要的生产加工基地，主要产品是以车达、黄油、奶酪等为原料生产的奶酪棒和奶酪片等。

前次评估时点，上海芝然投产但尚未实现盈利，管理层基于对未来市场需求端的分析和新产品开拓进行盈利预测编制。至本次评估基准日，需求端的消费引导和新产品的市场培育基本达到预期。但由于公司在此期间新建其他工厂，特别是 2020 年非公开发行中以上海芝享为实施主体的募投项目“上海特色奶酪智能化生产加工项目”有部分生产产品与上海芝然生产产品品类相同。2022 年随着该募投项目部分投产，部分同类产品生产分配至上海芝享，导致上海芝然产量、销量相应下降。因此，本次评估，管理层调减了上海芝然的盈利预测数据。

本次评估上海芝然营业收入和净利润较前次评估均有下降，妙可食品营业收入和净利润较前次评估均有上升。但从吉林科技合并报表层面整体看，本次评估预测期的合计营业收入及合计净利润均高于前次评估预测期。

（2）营运资金增加的差异额分析

本次评估使用企业的自由现金流量作为评估对象的收益指标，其基本定义为：R=净利润+税后的付息债务利息+折旧和摊销-资本性支出-营运资金增加。评估机构根据吉林科技经营历史以及未来盈利预测，估算其未来预期的自由现金流量，将未来经营期内的自由现金流量进行折现处理并加总，测算得到企业经营性资产价值，其中营运资金增加额为现金流量的冲减项目。

评估基准日时点的不同，基准日的资本结构、资金来源和是否存在外部借款等因素均会对现金流测算中的营运资金增加额产生较大影响。

① 本次营运资金测算原则

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，接受他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

生产性企业营运资金主要包括：正常经营所需保持的运营现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收、预付账款）等所需的基本资金扣减应付、预收账款等应付款项。通常上述科目的金额与收入、成本呈相对稳定的比例关系，其他应收账款和其他应付账款需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性确定（其中与主营业务无关或暂时性的往来作为非经营性）。本次评估的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

其中，营运资金=运营现金+应收账款+预付账款+存货-应付账款-预收账款-应付职工薪酬-应交税费

运营现金包括两部分：

A、安全运营现金：企业要维持正常运营，需要保有一定数量的现金。该现金一方面需要保证在固定时间必须按时支付的各项开支，如职工薪酬、税金等；另一方面，还要保留一部分现金用于期后的正常营运资金的投入。企业的营运资金不是固定不变的，而是有一定的波动性，安全运营现金的量需要覆盖上述两个情况。

结合企业成本加成的运营模式，吉林科技营业成本不需要作为付现成本考虑，通过分析企业以前年度营运资金的变动情况，根据月付现成本来进行计算。

月完全付现成本=（应交税金+三项费用-折旧与摊销）/12

B、限制类资金：限制类资金主要包括企业开具银行承兑汇票、保函等需要在银行交付的一定比例的押金等。该限制类资金会根据开具的应付票据、保函、信用证等金额的大小而变动。另外，部分行业存在向客户收取但使用有明显限制的资金也纳入限制类资金来考虑。该资金不是溢余，也是企业运营资金的一部分。未来根据相应的科目变动而变动。

其他各个科目按照相应的周转率计算：

应收账款=营业收入总额/应收款项周转率；

预付账款=营业成本总额/预付账款周转率；

存货=营业成本总额/存货周转率；

应付账款=营业成本总额/应付账款周转率；

预收账款=营业收入总额/预收账款周转率；

应付职工薪酬=营业成本总额/应付职工薪酬率；

应交税费=营业收入总额/应交税费周转率。

经过上述对营运资金驱动因素的分析，计算过程表及结果如下表所示：

项目名称＼年份		2020 年末 A	2021 年末 A	2022-06-30A	2022E 年末	2023E 年末	2024E 年末	2025E 年末	2026E 年末	2027E 年末
	营运资金增加				--4,755.55	7,794.01	3,822.84	3,869.10	5,127.07	4,416.01
	期末营运资金		29,152.16	38,741.80	33,986.25	41,780.26	45,603.10	49,472.20	54,599.27	59,015.28
0	运营现金		831.81	1,435.15	2,225.35	2,715.25	2,914.78	3,139.91	3,443.52	3,705.79
1	应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	应收账款	35,662.99	31,598.41	54,508.53	34,990.92	42,837.18	46,725.83	50,636.78	55,814.35	60,273.18
3	应收款项融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4	预付款项	5,213.65	839.58	870.47	3,208.26	3,964.56	4,325.82	4,688.26	5,169.11	5,583.63
5	经营性其他应收款	10.09	1,339.45	29.47	29.47	29.47	29.47	29.47	29.47	29.47
6	存货	18,695.93	15,843.89	8,910.43	18,180.11	22,465.81	24,513.00	26,566.81	29,291.64	31,640.59
7	合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
8	其他的经营性资产	3,170.44	608.74	48.83	48.83	48.83	48.83	48.83	48.83	48.83
9	应付票据	3,400.00	6,406.78	3,807.90	5,194.32	6,418.80	7,003.71	7,590.52	8,369.04	9,040.17
10	应付账款	19,156.85	10,968.02	20,184.02	15,998.50	19,769.92	21,571.44	23,378.79	25,776.64	27,843.72
11	预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
12	合同负债	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
13	应付职工薪酬	1,323.86	1,276.28	855.10	1,379.18	1,704.30	1,859.61	2,015.41	2,222.12	2,400.32
14	应交税费	383.85	2,025.51	1,287.74	1,198.37	1,461.50	1,593.55	1,726.82	1,903.53	2,055.68
15	经营性其他应付款	294.76	1,233.13	926.32	926.32	926.32	926.32	926.32	926.32	926.32
16	其他的经营性负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

本次现金流量模型中对营运资金的测算充分体现了内蒙蒙牛增资后的现金流优化结果，各项经营性资产的周转率均得以提升，营运资金周转得到大幅度的改善。营运资金的测算能够合理反映本次评估基准日的现金流需求状况，与吉林科技的经营情况基本吻合。

②与营运资金测算相关的经营性资产和负债会因为基准日不同，所选取的历史年度各项资产和负债的周转率存在差异，导致营运资金测算形成差异

本次评估基准日 2022 年 6 月 30 日，内蒙蒙牛的股权投资款全部注入，资金已经到位并投入使用，按照投资协议约定，股权投资资金全部投入到上海芝然和妙可食品的生产经营中。上述事项对吉林科技经营性营运资金需求提供了有力保障，从而体现在股权投资资金到位的条件下，营运资金需求得到较大改善。

前次评估基准日 2019 年 6 月 30 日，为了满足上海芝然的生产经营资金需求，需要考虑维持 3 亿元左右的外部金融机构借款，评估时点债务与股权价值比例约为 68.15%，其资本结构偏重于债务融资，整体经营性现金流压力较大，从而体现在营运资金层面的追加需求较高。

两次不同评估基准日下营运资金增加额的具体差异如下表所示：

单位：万元

基准日	公司名称	项目/年度	2019 年 7-12 月	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	预测期营运资金增加合计
2019 年 6 月 30 日	上海芝然	截至期末营运资金	17,286.65	25,282.23	35,510.03	38,797.29	45,437.73	51,262.04	不适用
	妙可食品	截至期末营运资金	11,548.91	11,524.60	10,807.16	9,695.54	10,184.80	10,381.55	
	小计		28,835.56	36,806.83	46,317.19	48,492.83	55,622.52	61,643.58	
	上海芝然	营运资金增加	10,400.73	7,995.58	10,227.80	3,287.26	6,640.44	5,824.31	44,376.12
	妙可食品	营运资金增加	6,255.78	-24.31	-717.44	-1,111.62	489.26	196.75	5,088.42
小计	运营资金增加小计		16,656.51	7,971.27	9,510.36	2,175.64	7,129.70	6,021.06	49,464.54
基准日	公司名称	项目/年度	2022 年 7-12 月	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	预测期营运资金增加合计
2022 年 6 月 30 日	吉林科技合并	截至期末运营资金	33,986.25	41,780.26	45,603.10	49,472.20	54,599.27	59,015.28	不适用
		营运资金增加	-4,755.55	7,794.01	3,822.84	3,869.10	5,127.07	4,416.01	20,273.48
两次评估基准日营运资金增加差异额									-29,191.06

③经测算，本次评估基准日营运资金增加额较前次评估基准日营运资金增加额减少 29,191.06 万元。营运资金增加额作为采用自由现金流折现模型计算的冲减项目减少，对本次估值具有正向影响。

（3）折现率的差异分析

折现率的影响因素包括无风险利率、市场风险溢价、可比公司的 β 系数、特定风险报酬率、债权期望投酬率和资本结构等，评估基准日的变动，会导致上述指标参数的取值发生变化。本次评估与前次评估，相关参数和折现率情况如下：

评估基准日	无风险利率	市场风险溢价	贝塔系数	特定风险报酬	折现率
2019 年 6 月 30 日	3.43%	6.94%	0.8029	2%	10.27%（妙可食品）
2019 年 6 月 30 日	3.43%	6.94%	0.7931	4%	11.97%（上海芝然）
2022 年 6 月 30 日	2.78%	6.88%	0.9100	2%	11%（合并层面）

前次评估上海芝然和妙可食品折现率分别为 11.97% 和 10.27%；在国内无风险利率有所下降、上市公司控股股东变更后经营更加稳健等因素的影响下，本次评估吉林科技整体折现率为 11%。在上述因素共同作用下，本次评估采用的 WACC 折现率较前次评估下降在 1% 以内。

（4）本次评估整体估值分析

经上述分析，本次评估盈利预测及参数选取均公允合理。于前次评估基准日 2019 年 6 月 30 日，吉林科技账面合并净资产为 2.75 亿元，股权整体估值 6.1 亿元，内蒙蒙牛增资资金 4.58 亿元，模拟该基准日增资后的净资产约为 7.33 亿元，增资后股权投后估值约为 10.68 亿元。本次评估中，截止基准日 2022 年 6 月 30 日，吉林科技账面合并净资产为 9.66 亿元，较前次评估基准日模拟增资后的净资产有所提升，主要原因为未分配利润增加；受本次评估预测期内合计净利润提升、营运资金大幅改善、折现率略有降低等因素影响，本次评估值为 14.02 亿元，较评估基准日账面合并净资产增值 45.12%，较前次投后估值增值 31.27%，具有合理性。

5、评估机构意见

上海东洲资产评估有限公司认为：综上，通过对本次评估涉及的盈利预测、主要评估参数和重要假设进行逐项分析，同时结合对前次增资相关评估事项的对比分析，本次评估测算评估结果全面考虑了上述因素，评估结果合理、客观，能够合理反映本次评估基准日评估对象的市场价值。

（二）结合标的公司 2022 年下半年和 2023 年一季度的主要财务数据情况，说明其评估基准日后业绩趋势是否发生变化，如是，请说明原因以及资产评估时是否考虑了相关情况

1、吉林科技评估基准日后业绩趋势情况

（1）2022 年下半年，吉林科技预测净利润 4,081.81 万元（业绩数据未按季度进行预测，此为 2022 年全年预测数减去 2022 年上半年实际数），实际实现净利润 4,384.66 万元，净利润达成率 107.42%。

（2）2023 年第一季度，吉林科技实际净利润 2,357.06 万元，占全年预测净利润的 23.41%（业绩数据未按季度进行预测，此为 2023 年第一季度实际数占全年预测数比例）。

2020-2022 年度，公司合并报表第一季度归属于母公司股东的净利润占全年的比例分别为 17.13%、20.74% 和 54.30%。其中 2022 年第一季度占比较高，主要是公司 2022 年第四季度受外部环境变化和原材料成本上升影响，导致该季度营业收入减少且营业成本上升，从而归属于母公司股东的净利润为负数，进而导致一季度归属于母公司股东的净利润占全年的比例提高。以公司合并财务数据为参考，在不考虑 2022 年的特殊情况下，吉林科技 2023 年第一季度已实现净利润占全年预测净利润的比例已处于较高水平，预计吉林科技全年实际业绩与预测业绩不会出现重大差异。

综上，评估基准日后吉林科技业绩趋势未发生重大变化。

2、评估机构意见

上海东洲资产评估有限公司认为：上述阶段的实际经营数据基本与预测期数据吻合，后续业绩趋势没有发生变化，预计未来收益预测能获取合理的支撑。

（三）结合标的公司一季度业绩情况、行业发展趋势以及公司发展规划等，说明吉林科技预测业绩的可实现性

1、行业发展趋势

当前我国液态奶、酸奶等细分行业发展已较为成熟，而奶酪受益乳品消费升级，正处于早期快速增长阶段，预计将成为未来乳制品行业的主要增长点。2018 年 6 月，国务院办公厅印发《关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，明确提出“支持发展奶酪、乳清粉、黄油等干乳制品”；2022 年 2 月，农业农村部发布《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》，提出“鼓励企业开展奶酪加工技术攻关，加快奶酪生产工艺和设备升级改造，提高国产奶酪的产出率，研发适合中国消费者口味的奶酪产品”；2022 年 12 月，新修订的《食品安全国家标准 再制干酪和干酪制品》实施，对生产再制干酪的企业提出了更高的要求，有望进一步提升再制干酪的产品品质，促进行业发展。各类支持政策的相继发布，均将对行业发展发挥催化作用。

2、公司发展规划

（1）公司总体经营方针

公司围绕“坚定高增长，增长高质量，发展可持续”的经营方针，持续聚焦奶酪业务，保持先发优势。展望未来，公司将坚守奶酪初心，紧扣原点人群，以强渠道力为根基，构建产品矩阵，建立最受消费者喜爱的奶酪品牌，进一步巩固奶酪品类领导者地位，为成为“中国领先、世界一流”的奶酪企业而奋斗。

（2）公司具体经营计划

公司将不断丰富奶酪产品结构，巩固奶酪品类领导者地位。在零售产品端，公司将重点推进奶酪棒恢复快速增长。同时，凭借在奶酪棒等优势产品积累的研发能力和机制，公司还将继续敏锐捕捉、发掘市场需求，加大奶酪产品、尤其是原制奶酪、奶酪片、奶酪杯等零售产品的开发力度，不断推陈出新，丰富和优化产品结构，持续打造具有爆发力的储备产品，储备针对更多年龄群体和消费场景的新品，“常温做广、低温做精”，形成产品类别上的接力发展。在餐饮奶酪系列，公司将在现有优势产品马苏里拉奶酪的基础上，进一步加强奶酪片、奶油芝士、稀奶油、黄油等产品的开发推广力度，不断丰富产品组合，继续开拓大客户。

此外，公司将持续加强品牌建设，建立品牌护城河；继续扩大营销网络覆盖，打造全体系渠道优势；不断提升管理水平，为可持续发展夯实基础。公司多措并举，提升公司经营业绩与核心竞争力。

3、吉林科技业绩可实现性

（1）吉林科技在公司发展规划中的职能

吉林科技为控股型平台公司，主要通过下属两家全资子公司妙可食品和上海芝然开展生产经营，从事以奶酪为核心的特色乳制品的研发、生产和销售，生产场地分别位于天津和上海，以车达、酪蛋白、黄油等大宗商品为主要原材料，生产奶酪棒、马苏里拉奶酪、奶酪片等产品。

妙可食品和上海芝然分别是公司主要生产单元之一，公司各类奶酪产品生产规划在妙可食品、上海芝然、上海芝享和吉林市广泽乳品有限公司等生产单元中进行统筹安排。

妙可食品和上海芝然实行以销定产的经营模式，其产品以成本加成的定价方式销售给上市公司及其下属企业并通过上市公司统一向客户实现最终销售。

（2）基于公司整体规划的吉林科技业绩预测程序

① 预测吉林科技各产品成本及售价

根据公司 2022 年原辅料成本决算数和 2023-2025 年原辅料成本预算数及三年规划数预测吉林科技在预测期的主要原辅料成本，并计算得出吉林科技在预测期各奶酪产品的生产成本，进而结合吉林科技对公司销售产品的成本加成方式计算得出预测期各奶酪产品的销售单价。

② 预测上市公司主要产品销售量

根据 Euromonitor 白皮书等第三方市场调查机构的奶酪行业报告，预估中国奶酪行业在预测期的市场规模，结合公司对即食营养系列和家庭餐桌系列奶酪产品市占率的预估值，以及公司对餐饮工业系列奶酪产品每年增速的预估值，参考公司三年规划数，预估公司主要奶酪产品在预测期的销售量。

③ 预测吉林科技生产量

根据公司各类奶酪产品的销售量和总体生产产能，结合吉林科技主要奶酪产品的生产产能，得出预测期吉林科技各奶酪产品每年生产量。

④ 预测吉林科技经营业绩

根据以上吉林科技各奶酪产品在预测期的生产成本、销售单价和生产量，结合公司对吉林科技各类费用的合理预估，得出吉林科技在预测期的预测业绩。

（3）吉林科技预测业绩的可实现性

①奶酪行业受益乳品消费升级，正处于早期快速增长阶段，预计将成为未来乳制品行业的主要增长点。公司作为一家以奶酪为核心业务的 A 股上市公司，依托在产品、渠道、品牌方面的核心竞争力，近几年在奶酪行业的市场占有率快速增长，在中国奶酪产业居于领导者地位，2018-2022 年奶酪业务复合增长率 70.67%。奶酪行业前景向好，公司未来发展可期。

②吉林科技及其下属企业是公司重要的奶酪产品生产运营主体，公司各类奶酪产品生产规划在包括妙可食品和上海芝然在内的各生产单元中进行统筹安排，其产品以成本加成的定价方式销售给上市公司及其下属企业并通过上市公司统一向客户实现最终销售。吉林科技在公司生产销售体系中占据重要地位。

③本次吉林科技业绩预测结合公司整体经董事会审议批准的 2023-2025 年三年战略规划相关预测数及 2026-2027 公司整体业务发展预计，对影响吉林科技经营业绩的核心变量，包括