

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 82.56%、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 3458 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 3,117.7 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-0.8%、-2.5%、-3.6%。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《60%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：“10.6. 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。.....”光明乳业与湖州福昕就小西牛 40%股份交割的预计时间为 2025 年 2 季度。

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经营，.....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，目标公司总经理仍由湖州福昕提名，由王维生（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耗时较长，从而导致小西牛时任总经理王维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，乳制品行业增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 8.94 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产品矩阵，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。

根据《60%股份收购协议》约定，业绩承诺期和过渡期内，仍由王维生（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维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，可择机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维生和张玉琴夫妇（以下简称“创始股东”）的回购义务，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，出让方有权行使出售选择权，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整改并持续经营一年以上后方可行使出售选择权，如果创始股东不同意赔偿的，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、牧业团队、生产中心等团队，多次赴青海西宁、宁夏吴忠、宁夏灵武进行全面尽调。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、宁夏灵武等地开展实地调研，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》，针对股份价格、评估方法和结论、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，董监高已审慎决策、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整体估值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，行权价格为一方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 8,718.52 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，最终公司与王维生先生一致同意，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、与折现密切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 8.94 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 年行业平均倍数，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

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浮，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%

小西牛	历史期			预测期				
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：

$$r = r_d \times (1 - t) \times w_d + r_e \times w_e$$

式中：

w_d ：评估对象的付息债务比率；

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

D=付息债务

E=股权价值

w_e ：评估对象的权益资本比率；

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

t:所得税率；

r_d ：债务资本成本；

r_e ：权益资本成本，按以资本资产定价模型（CAPM）为基础的 Ibbotson 扩展方法确定权益资本成本 r_e ；

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

式中：

r_f ：评估基准日时点的无风险报酬率；

r_m ：市场预期报酬率；

ε ：特定风险调整系数；

β_e ：评估对象权益资本的预期市场风险系数；

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

β_t ：可比公司的预期无杠杆市场风险系数；

(2) 分析 CAPM 我们采用以下步骤：

无风险收益率预期值：根据中国资产评估协会网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 均值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
自身资本结构 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 ε 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应该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

$$r_e = r_f + \beta_e \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

$$= 1.68\% + 0.8126 \times 6.58\% + 3.90\%$$

$$= 10.90\%$$

（6）债务资本成本

债权期望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自身的资本结构作为目标资本结构。

$$D/E=0.00\%$$

$$W_d=D/(D+E)=0.00\%$$

$$W_e=E/(D+E)=100.00\%$$

（8）折现率 r 计算

$$r=r_d \times (1-t) \times w_d + r_e \times w_e$$

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）÷基准日最近期年报归母净利润

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 50,000.42 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，该倍数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 82%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值的基础上虽有增值，但增值

处于合理范围；交易对应的 PE 倍数低于历史估值 PE 倍数，低于近期可比案例平均倍数。

（四）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。

经上海申威评估并出具的评估报告（沪申威评报字（2021）第 0442 号）及经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的审计报告（信会师报字[2021]第 ZA52398 号）为依据，经收益法评估，以 2021 年 4 月 30 日为评估基准日，小西牛公司股东全部权益价值在 2021 年 4 月 30 日的评估值为 103,700.00 万元，较审计后合并的归属于母公司股东权益评估增值 71,005.64 万元，增值率 217.18%。

结合股权出让方是否承担业绩承诺补偿责任、出让方对利益和风险诉求不同及市场类似并购交易案例等因素，通过多方友好协商，确定了 60%股权收购对价采取差异化定价机制。其中，创始股东夫妇以及其控制的两家公司湖州福昕商务合伙企业（有限合伙）和湖州辰丰商务合伙企业（有限合伙），由于出让了控制权并且承担了业绩承诺补偿责任，因此获得了较评估值上浮 10.14%的作价。

差异化定价情况：

单位：人民币万元

股东	业绩承诺补偿	出售股权比例	交易价格	作价与评估值比较
创始股东	承担	42.5318%	48,577	上浮 10.14%
6 位小股东	不承担	17.4682%	12,610	下浮 30.39%
总计		60%	61,187	下浮 1.66%

具体交易对价情况如下：

单位：人民币元

序号	出让方	交易价格（元）	出让股权比例	出让股数（股）	售价较评估溢价率	售价较审计溢价率
1	湖州福昕商务合伙企业（有限合伙）	230,962,008.18	20.2218%	6,587,151	10.1%	249.3%
2	湖州辰丰商务合伙企业	254,812,855.76	22.3100%	7,267,389	10.1%	249.3%

序号	出让方	交易价格（元）	出让股权比例	出让股数（股）	售价较评估溢价率	售价较审计溢价率
	业（有限合伙）					
3	谢先兴	37,395,000.00	5.1804%	1,687,500	-30.4%	120.8%
4	杨虹仙	19,681,758.56	2.7266%	888,166	-30.4%	120.8%
5	王惠娟	5,697,912.16	0.7893%	257,126	-30.4%	120.8%
6	冯涛	2,459,760.00	0.3408%	111,000	-30.4%	120.8%
7	上海杉蓝投资管理中心(有限合伙)	19,310,578.56	2.6751%	871,416	-30.4%	120.8%
8	青海宁达创业投资有限责任公司	41,550,000.00	5.7560%	1,875,000	-30.4%	120.8%
合计		611,869,873.22	60%	19,544,748	-1.7%	211.9%

小西牛 40%股份的转让价格系根据《60%股份收购协议》约定，同时结合双方协商一致确定。本次交易的估值较上次交易估值的上升，主要原因是小西牛 2024 年较 2020 年盈利能力有所提升，2020 年归母净利润 6,987 万元，2024 年归母净利润 8,942 万元，同比增长 28%。根据归母净利润口径测算的小西牛 40%股份转让交易的 PE 倍数 13.98 倍，低于前次 60%股份转让交易的 PE 倍数 14.84 倍，低于行业可比公司 PE 倍数。

综上，本次交易作价符合商业逻辑，是公允的。

三、关于标的资产的财务情况。根据公告，标的主要从事乳制品研发、生产和销售。截至 2025 年 8 月末，标的总资产 7.22 亿元，较 2024 年末增长 13.52%；负债总额 1.54 亿元，较 2024 年末增长 63.83%。标的主要资产包括固定资产、生产性生物资产等。2022 年至 2024 年以及 2025 年 1-8 月，标的营业收入分别为 6.84 亿元、6.4 亿元、6.17 亿元、3.53 亿元，扣非净利润分别为 0.87 亿元、0.79 亿元、1.04 亿元、0.35 亿元，自 2025 年以来利润率明显下降。请公司：

（1）结合标的生产经营及投资安排、资金需求及融资用途等，说明负债规模增长较快的原因及合理性；（2）补充披露近三年一期标的主要供应商及客户名称、合作年限、交易内容、结算方式、金额及变动情况，标的与前述主体是否存在关联关系或其他资金或业务往来；（3）结合近三年一期标的收入成本构成、毛利率及同比变动情况，说明标的在业绩承诺期满后营业利润率明显下滑的原因及合理性，与同行业可比公司是否存在明显差异；（4）结合生产性生物资产的

具体类型及折旧政策，说明当期生产性生物资产折旧、处置等金额核算的准确性；（5）结合标的与下游客户的结算方式、结算周期、信用政策等，说明收入的确认时点和依据，是否符合企业会计准则的规定，是否存在提前确认收入、跨期确认收入等情形。

公司回复：

（一）结合标的的生产经营及投资安排、资金需求及融资用途等，说明负债规模增长较快的原因及合理性；

2025 年 8 月 31 日，小西牛资产负债率较上年末上升的原因主要是小西牛于 2025 年 2 月新增 8,000 万元银行短期借款所致。借款用途为采购生奶、包材等大宗原材料。依据《民族贸易和民族特需商品生产贷款贴息管理办法》的规定，小西牛的该笔贷款可以获得财政贴息，实际利率水平为 0.22%。

综上，经过小西牛综合评估，2025 年采取了信用借款的筹资方式，既保证正常经营活动对于资金的需求，又享受了国家对于扶持企业的优惠政策，负债规模的增长具有合理性。

（二）补充披露近三年一期标的主要供应商及客户名称、合作年限、交易内容、结算方式、金额及变动情况，标的与前述主体是否存在关联关系或其他资金或业务往来；

1、小西牛三年一期主要供应商情况

1) 生奶类前五

单位：人民币万元

供应商	首次合作	结算方式	2022 年采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其 他资金或业 务往来
供应商 A	2019 年	预付款	4,215.59	13.55%	否	否
供应商 B	2021 年	预付款	2,622.95	8.43%	否	否
供应商 C	2022 年	月结	1,149.81	3.69%	否	否
供应商 D	2019 年	月结	1,090.90	3.51%	否	否
供应商 E	2020 年	预付款	932.93	3.00%	否	否
		合计	10,012.18	32.18%		

供应商	首次合作	结算方式	2023 年采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其 他资金或业 务往来
供应商 B	2021 年	预付款	3,579.73	11.39%	否	否
供应商 A	2019 年	预付款	3,289.63	10.47%	否	否
供应商 F	2023 年	月结	1,475.90	4.70%	否	否
供应商 G	2017 年	预付款	817.11	2.60%	否	否
供应商 E	2020 年	预付款	528.51	1.68%	否	否
		合计	9,690.88	30.83%		

供应商	首次合作	结算方式	2024 年采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其 他资金或业 务往来
供应商 B	2021 年	预付款	2,272.83	8.02%	否	否
供应商 A	2019 年	预付款	1,379.49	4.87%	否	否
供应商 H	2024 年	月结	1,115.99	3.94%	否	否
供应商 F	2023 年	月结	1,074.86	3.79%	否	否
供应商 I	2022 年	月结	740.58	2.61%	否	否
		合计	6,583.76	23.24%		

供应商	首次合作	结算方式	2025 年 1-8 月 采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其他 资金或业务往 来
供应商 H	2024 年	月结	1,135.80	7.78%	否	否
供应商 B	2021 年	月结	979.89	6.71%	否	否
供应商 A	2019 年	月结	793.19	5.43%	否	否
供应商 I	2022 年	月结	450.12	3.08%	否	否
供应商 J	2020 年	月结	392.46	2.69%	否	否
		合计	3,751.46	25.70%		

2022 年、2023 年，小西牛向前五名生奶供应商采购占总采购比重较稳定。2024 年，小西牛向前五名生奶供应商采购占总采购比重低于以前年度水平的主要原因是 2024 年生奶外购单价下降导致。2025 年 1-8 月，小西牛向前五名生奶供应商采购占总采购比重低于以前年度水平的主要原因是 2025 年 1-8 月产量下降，外购生奶量下降所致。

2) 包材类前五

单位：人民币万元

供应商	首次合作	结算方式	2022 年采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其他 资金或业务往 来
供应商 M	2016 年	月结	2,068.25	6.65%	否	否
供应商 N	2016 年	月结	1,676.33	5.39%	否	否
供应商 O	2017 年	月结	1,557.28	5.00%	否	否
供应商 P	2009 年	月结	1,359.42	4.37%	否	否
供应商 Q	2009 年	月结	1,126.46	3.62%	否	否
		合计	7,787.74	25.02%		

供应商	首次合作	结算方式	2023 年采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其他 资金或业务往 来
供应商 N	2016 年	月结	1,880.37	5.98%	否	否
供应商 M	2016 年	月结	1,823.24	5.80%	否	否
供应商 O	2017 年	月结	1,661.23	5.29%	否	否
供应商 Q	2009 年	月结	1,554.38	4.95%	否	否
供应商 P	2009 年	月结	1,116.89	3.55%	否	否
		合计	8,036.12	25.57%		

供应商	首次合作	结算方式	2024 年采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其他 资金或业务往 来
供应商 O	2017 年	月结	1,763.69	6.23%	否	否
供应商 M	2016 年	月结	1,603.90	5.66%	否	否
供应商 N	2016 年	月结	1,396.26	4.93%	否	否
供应商 Q	2009 年	月结	1,208.02	4.26%	否	否
供应商 R	2015 年	月结	1,097.68	3.87%	否	否
		合计	7,069.55	24.96%		

供应商	首次合作	结算方式	2025 年 1-8 月 采购金额	占比	是否存在 关联关系	是否存在其他 资金或业务往 来
-----	------	------	----------------------	----	--------------	-----------------------

供应商 O	2017 年	月结	1, 106. 36	7. 58%	否	否
供应商 M	2016 年	月结	1, 013. 02	6. 94%	否	否
供应商 Q	2009 年	月结	823. 68	5. 64%	否	否
供应商 N	2016 年	月结	805. 41	5. 52%	否	否
供应商 S	2016 年	月结	546. 28	3. 74%	否	否
		合计	4, 294. 74	29. 43%		

2022 年至 2024 年，小西牛向前五名包材供应商采购占总采购比重较稳定。2025 年 1-8 月，小西牛向前五名包材供应商采购占总采购比重高于以前年度水平的主要原因是产品结构的变化，导致采购集中度提升。

2、小西牛三年一期主要客户情况

单位：人民币万元

客户名称	首次合作年份	结算方式	类型	2022 年	占比	是否存在 关联 关系	是否存在其 他资金或业 务往来
客户 A	2015 年	赊销	电商	3, 863. 10	5. 65%	否	否
客户 B	2018 年	赊销	电商	3, 240. 95	4. 74%	否	否
客户 C	2020 年	赊销	电商	2, 149. 76	3. 14%	否	否
客户 D	2021 年	赊销	特渠	1, 197. 96	1. 75%	否	否
客户 E	2017 年	现销	经销商	1, 129. 82	1. 65%	否	否
客户 F	2017 年	赊销	电商	1, 120. 62	1. 64%	否	否
客户 G	2021 年	现销	经销商	870. 34	1. 27%	否	否
客户 H	2016 年	现销	经销商	849. 80	1. 24%	否	否
客户 I	2017 年	赊销	电商	843. 57	1. 23%	否	否
客户 J	2016 年	赊销	特渠	831. 90	1. 22%	否	否
			合计	16, 097. 82	23. 53%		

客户名称	首次合作年份	结算方式	类型	2023 年	占比	是否 存在 关联 关系	是否存在其 他资金或业 务往来
客户 A	2015 年	赊销	电商	2, 760. 45	4. 31%	否	否
客户 B	2018 年	赊销	电商	2, 336. 59	3. 65%	否	否
客户 C	2020 年	赊销	电商	1, 545. 88	2. 41%	否	否
客户 E	2017 年	现销	经销商	1, 142. 01	1. 78%	否	否
客户 K	2021 年	现销	经销商	1, 011. 46	1. 58%	否	否
客户 G	2021 年	现销	经销商	1, 007. 25	1. 57%	否	否

客户名称	首次合作年份	结算方式	类型	2023 年	占比	是否 存在 关联 关系	是否存在其 他资金或业 务往来
客户 F	2017 年	赊销	电商	966.61	1.51%	否	否
客户 L	2020 年	赊销	电商	965.16	1.51%	否	否
客户 I	2017 年	赊销	电商	936.58	1.46%	否	否
客户 J	2016 年	赊销	特渠	935.40	1.46%	否	否
			合计	13,607.39	21.25%		

客户名称	首次合作年份	结算方式	类型	2024 年	占比	是否存 在关联 关系	是否存 在其他 资金或 业务往 来
客户 L	2020 年	赊销	电商	5,524.94	8.95%	否	否
客户 A	2015 年	赊销	电商	2,579.28	4.18%	否	否
客户 B	2018 年	赊销	电商	2,034.12	3.30%	否	否
客户 C	2020 年	赊销	电商	1,211.07	1.96%	否	否
客户 E	2017 年	现销	经销商	1,052.35	1.70%	否	否
客户 I	2017 年	赊销	电商	1,034.63	1.68%	否	否
客户 N	2023 年	赊销	特渠	989.75	1.60%	否	否
客户 K	2021 年	现销	经销商	851.84	1.38%	否	否
客户 G	2021 年	现销	经销商	685.41	1.11%	否	否
客户 F	2017 年	赊销	电商	654.60	1.06%	否	否
			合计	16,617.99	26.92%		

客户名称	首次合作年份	结算方式	类型	2025 年 1-8 月	占比	是否存 在关联 关系	是否存在其 他资金或业 务往来
客户 L	2020 年	赊销	电商	2,695.48	7.60%	否	否
客户 A	2015 年	赊销	电商	1,618.92	4.56%	否	否
客户 B	2018 年	赊销	电商	1,229.18	3.47%	否	否
客户 C	2020 年	赊销	电商	749.28	2.11%	否	否
客户 I	2017 年	赊销	电商	705.66	1.99%	否	否
客户 E	2017 年	现销	经销商	624.54	1.76%	否	否
客户 N	2023 年	赊销	特渠	579.32	1.63%	否	否
客户 K	2021 年	现销	经销商	549.60	1.55%	否	否
客户 O	2016 年	现销	经销商	510.65	1.44%	否	否

客户名称	首次合作年份	结算方式	类型	2025年1-8月	占比	是否存在关联关系	是否存在其他资金或业务往来
客户 G	2021 年	现销	经销商	472.54	1.33%	否	否
			合计	9,735.17	27.45%		

2023 年、2024 年、2025 年 1-8 月，客户 L 销售占总销售的比重提升。客户 D 自 2022 年开始内部调整，双方停止合作。后期调整为与客户 D 各省份的销售公司合作，但整体销量有所下降。

综上，近三年一期小西牛与主要供应商及客户合作较为稳定，变动与业务发展密切相关，且小西牛与主要供应商及客户不存在关联关系或其他资金或业务往来。

（三）结合近三年一期标的收入成本构成、毛利率及同比变动情况，说明标的在业绩承诺期满后营业利润率明显下滑的原因及合理性，与同行业可比公司是否存在明显差异；

1、收入成本构成、毛利率及同比变动情况

1) 收入变动情况

单位：人民币万元

主要产品	2025 年 1-8 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	收入	占比（%）	收入	占比（%）	收入	占比（%）	收入	占比（%）
纯牛奶	19,298.51	54.66%	35,508.65	57.52%	40,553.60	63.32%	45,792.99	66.93%
酸奶	14,336.17	40.60%	23,745.21	38.47%	21,281.15	33.23%	18,352.03	26.82%
饮品及其他	1,674.04	4.74%	2,473.54	4.01%	2,213.95	3.46%	4,275.13	6.25%
合计	35,308.73	100.00%	61,727.39	100.00%	64,048.69	100.00%	68,420.15	100.00%

2022 年至 2025 年 8 月，小西牛营业收入整体呈下降趋势，纯牛奶产品销售收入占比减少，酸奶产品占比不断提升，主要原因是乳制品行业竞争激烈，市场供给过剩，消费环境变化等因素影响所致。

2) 成本变动情况

单位：人民币万元

成本构成	2025 年 1-8 月		2024 年		2023 年		2022 年	
	成本	占比 (%)	成本	占比 (%)	成本	占比 (%)	成本	占比 (%)
直接材料	20,092.32	77.71	32,195.01	77.65	38,561.63	80.98	43,072.45	81.76
直接人工	990.60	3.83	1,435.22	3.46	1,644.97	3.45	1,750.17	3.32
制造费用	2,465.95	9.54	3,541.46	8.54	3,779.49	7.94	3,835.40	7.28
运费	2,307.16	8.92	4,289.21	10.35	3,631.26	7.63	4,020.52	7.64
合计	25,856.03	100.00	41,460.90	100.00	47,617.37	100.00	52,678.54	100.00

2022 年至 2024 年，小西牛营业成本中直接材料占比呈下降趋势，主要原因是生牛乳采购价格下降。2025 年 1-8 月较 2024 年，小西牛营业成本中的制造费用占比有所上升，主要原因是产量减少，制造费用中固定成本有所上升。

3) 毛利率变动情况

主要产品大类	2025 年 1-8 月	变动值	2024 年	变动值	2023 年	变动值	2022 年
纯牛奶	18.93%	减少 7 个百分点	25.93%	增加 3.79 个百分点	22.14%	增加 2.94 个百分点	19.20%
酸奶	42.64%	减少 3.27 个百分点	45.90%	增加 12.02 个百分点	33.89%	减少 2.7 个百分点	36.59%
饮品及其他	-18.73%	减少 25.19 个百分点	6.46%	减少 4.38 个百分点	10.83%	增加 5.49 个百分点	5.49%
综合毛利率	26.77%	减少 6.06 个百分点	32.83%	增加 7.18 个百分点	25.65%	增加 2.65 个百分点	23.01%

小西牛 2022 年至 2024 年综合毛利率上升的原因主要是原奶价格走低，2025 年 1-8 月较 2024 全年综合毛利率下降的原因主要是原奶价格提升。其中，2024 年小西牛酸奶毛利率较高的原因主要是产品结构变化，高毛利产品慕拉酸奶在酸奶品类的占比提升。

4) 业绩承诺期满后营业利润率下滑的原因及合理性

小西牛在业绩承诺期满后，其营业利润率与净利润的下滑原因高度趋同，主要是外部市场环境变化及小西牛 40%股份交易的不确定性影响。

小西牛 2025 年 1-8 月及上年同期营业利润率情况：

单位：人民币万元

项目	2025 年 1-8 月	2024 年 1-8 月	变动率/变动值
营业收入	35,308.73	42,275.79	-16.48%
营业成本	25,856.03	28,375.70	-8.88%
营业利润	3,930.51	8,484.33	-53.67%
营业利润率	11.13%	20.07%	减少 8.94 个百分点

注：2024 年 1-8 月数据未经审计

受乳制品市场需求疲软及行业价格战激烈等因素影响，2025 年 1-8 月，小西牛实现营业收入 35,308.73 万元，较上年同期下降 16.48%，其中纯牛奶收入较上年同期下降 4,424.14 万元，酸奶收入较上年同期下降 2,888.30 万元。2025 年 1-8 月，小西牛产量较上年同期下降 13.0%，因产量下降导致单位固定成本上升。

另外，由于双方就小西牛 40%股份交易相关事宜的谈判推进耗时较长，从而导致小西牛时任总经理王维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，对小西牛的整体业务产生了阶段性影响。

诸多因素共同作用下，小西牛 2025 年 1-8 月营业利润率同比下滑。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，后续小西牛和光明乳业将积极发挥协同，应对市场环境的变化。

2、同行业可比公司情况

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	2025 年 1-9 月营业收入
002732.SZ 燕塘乳业	187,519	195,033	173,222	117,870
收入增长率	-5.52%	4.01%	-11.18%	-9.55%
002910.SZ 庄园牧场	104,988	95,567	89,002	62,913
收入增长率	2.78%	-8.97%	-6.87%	-3.10%

证券名称	2022 年营业收入	2023 年营业收入	2024 年营业收入	2025 年 1-9 月营业收入
600419. SH 天润乳业	240,978	271,400	280,434	207,363
收入增长率	14.25%	12.62%	3.33%	-3.81%
600429. SH 三元股份	800,254	784,124	701,238	487,104
收入增长率	3.52%	-2.02%	-10.57%	-9.74%
002946. SZ 新乳业	1,000,650	1,098,729	1,066,542	843,384
收入增长率	11.59%	9.80%	-2.93%	3.49%
001318. SZ 阳光乳业	56,960	56,993	51,942	35,610
收入增长率	-9.68%	0.06%	-8.86%	-7.62%
行业平均收入增长率	2.82%	2.58%	-6.18%	-5.06%
小西牛营业收入	68,420	64,049	61,727	注
小西牛收入增长率	-7.20%	-6.39%	-3.63%	注

注 1：2025 年 1-8 月，小西牛收入 35,309 万元，同比下降 16.48%。

注 2：上市公司数据来源于定期报告、iFinD 金融终端

单位：人民币万元

证券名称	2022 年 归母净利润	2023 年 归母净利润	2024 年 归母净利润	2025 年 1-9 月 归母净利润
002732. SZ 燕塘乳业	9,936	18,044	10,279	5,331
增长率	-37.01%	81.60%	-43.03%	-34.32%
002910. SZ 庄园牧场	6,095	-8,148	-16,621	-4,844
增长率	13.86%	-233.68%	104.00%	-59.08%
600419. SH 天润乳业	19,656	14,203	4,366	-1,061
增长率	31.33%	-27.74%	-69.26%	-147.66%
600429. SH 三元股份	3,650	24,267	5,481	23,607
增长率	-85.11%	564.78%	-77.41%	128.16%
002946. SZ 新乳业	36,151	43,083	53,769	62,285
增长率	15.77%	19.18%	24.80%	31.48%
001318. SZ 阳光乳业	11,089	11,582	11,456	8,740
增长率	-18.28%	4.45%	-1.09%	2.24%
行业平均归母净利润增长率	-13.24%	68.10%	-10.33%	-13.20%
小西牛归母净利润	8,504	7,714	8,942	注
小西牛归母净利润增长率	18.04%	-9.30%	15.92%	注

注 1：2025 年 1-8 月，小西牛归属于母公司股东的净利润 2,621.61 万元，同比下降 60.48%。

注 2：上市公司数据来源于定期报告、iFinD 金融终端

从可比公司（区域性乳企、液态奶为主）财务数据可以看出，近年来，可比公司营业收入和净利润除新乳业保持增长外，其余公司均有所下降

综上，小西牛在业绩承诺期满后，受市场环境因素影响，叠加交易不确定性，小西牛业绩下滑，且下滑幅度高于可比公司。

（四）结合生产性生物资产的具体类型及折旧政策，说明当期生产性生物资产折旧、处置等金额核算的准确性；

1、生产性生物资产的具体类型及折旧计提政策

小西牛生产性生物资产主要分为未成熟性生物资产、成熟性生物资产。未成熟性生物资产系后备母牛，未成熟生产性生物资产经配种由后备牛转为成母牛，即成熟性生物资产。公司从成母牛开始按照成熟性生物资产计提折旧。

小西牛按照规定对成熟性生物资产计提折旧，折旧方法采用平均年限法，在使用寿命内计提折旧，年限、预计净残值和年折旧率列示如下：

类别	年限	预计净残值率	年折旧率
成熟性生物资产	5 年	20%	16%

2024 年、2025 年 1-8 月成熟性生物资产当期折旧情况如下：

单位：人民币万元

类型	2024 年度	2025 年 1-8 月
成熟性生物资产计提折旧金额	1,649.82	815.35

2、生产性生物资产处置具体情况及核算的准确性

序号	类型	说明	处置方式
1	被 动 淘 汰	母牛因疾病等原因自然死亡	1、有保险的保险公司赔偿后进行无害化处理 2、无保险的直接无害化处理。
2	主 动 淘 汰	母牛转至成熟性生物资产后主动淘汰，因无饲养价值以商品销售方式进行处置。	采用客户竞价销售的方式，公司根据淘汰情况对母牛出售公示，客户在规定时间内根据母牛膘情体况进行竞价，遵循优质优价、价格从高到低、时间优先的市场化原则，保证价格独立性和公允性。

目前公司生产性生物资产处置主要有以下两种方式：

生产性生物资产按照成本进行初始计量。小西牛的生产性生物资产主要为自行繁育，成本包括其达到预定生产经营目的前发生的饲料费、人工费、应分摊的固定资产折旧费、成熟的生产性生物资产折旧费及其他应分摊的间接费用等。公司淘汰牛损失计入营业外支出中。

2024 年、2025 年 1-8 月生物资产处置情况如下：

单位：人民币万元

类别	2024 年度	2025 年 1-8 月
生物资产处置金额	-1,937.02	-866.88

注：负号代表损失

综上，公司当期生产性生物资产折旧、处置等金额核算准确，符合相关政策规定。

（五）结合标的与下游客户的结算方式、结算周期、信用政策等，说明收入的确认时点和依据，是否符合企业会计准则的规定，是否存在提前确认收入、跨期确认收入等情形。

1、与下游客户的结算方式、结算周期、信用政策情况

小西牛与下游客户交易模式主要分为以下几种：

类别	交易模式	结算周期及信用政策
经销商	客户可从 CRM 系统查看可用信用额度，在可用额度范围内下订单	现销模式：款到发货 赊销客户：60 天
特渠客户	在授信账期和授信金额范围内下销售订单	结算周期：90 天
委托代销客户	委托代销客户如超商，业务员依照客户需求在 CRM 下调拨单，经财务人员 SAP 审核后推送至仓库出货，产品送至网点，相关人员签字，财务依照收货确认单账务处理移仓，委托代销客户定期出具实际结算单	结算周期：60 天
电商客户	终端客户在电商平台进行下单，客户付款至第三方支付平台，随后公司进行物流发货，客户收货	现销

2、收入的确认相关事项

1) 收入确认的时点与依据

小西牛执行光明乳业统一的收入确认政策，生产产品并向客户销售液态奶、

其他乳制品等产品。小西牛按照合同规定交付产品，小西牛在客户取得相关商品控制权时点确认收入。

小西牛的具体业务模式分为以下几种：

类别	收入确认时点	收入确认时点 客户是否取得 控制权
经销商	经销商从 CRM 系统查看可用信用额度，在可用额度范围内下订单，经审核订单推送至 OM 核查信控额度，仓库依照 SAP 推送到 WMS 里面的数量发货，客户在销售出库单上签字后，确认收入。	是
特渠客户	在授信账期和授信金额范围内，下销售订单，取得客户收货确认时，财务确认收入。	是
委托代销客户	委托代销客户如商超，业务员依照客户需求在 CRM 下调拨单，经财务人员 SAP 审核后推送至仓库发货，产品送至网点，相关人员签字，财务依照收货确认单账务处理移仓，待收到实际结算单时，财务确认收入。	是
电商客户	客户在电商平台进行下单，公司依据订单信息进行仓库发货，客户付款确认后，财务确认收入。	是

2) 根据《企业会计准则第 14 号—收入》的规定，小西牛针对不同业务模式，分别制定了不同的收入确认时点，不同时点均是在客户获得商品的控制权的时点，小西牛的确认政策符合会计准则的相关要求。

综上，小西牛收入的确认时点和依据，符合企业会计准则的规定，不存在提前确认收入、跨期确认收入的情形。

四、交易支付安排及保障。本次交易作价参考收益法评估值，但未设置业绩承诺。本次交易款项将在标的剩余 40%股权完成过户登记后 10 个工作日内一次性支付。此外，截止目前，交易对方王维生、张玉琴尚未支付前期标的业绩承诺补偿约 3243 万元，公司称相关金额拟从本次交易价款中抵扣。请公司：（1）结合本次交易估值作价情况，充分说明本次交易未设置分期付款条款的原因及合理性，是否能够充分保障公司合法权益；（2）结合业绩补偿的触发时点、业绩承诺方至今尚未补偿的原因及合理性，充分评估并说明业绩承诺方是否具有业绩补偿能力，业绩补偿金额从本次交易价款中抵扣的合理性；（3）结合前述

情况，说明公司与交易对方、业绩承诺补偿方是否存在其他未披露的协议或利益安排，是否损害公司及股东利益。

公司回复：

（一）结合本次交易估值作价情况，充分说明本次交易未设置分期付款条款的原因及合理性，是否能够充分保障公司合法权益；

公司已根据本次交易的情况在《青海小西牛生物乳业股份有限公司的 40%股份转让协议》（以下简称《40%股份收购协议》）中设置了交割前小股东需达成的义务条款，并约定在完成小西牛 40%股份转让工商变更后，支付股份转让款。通常要求先转让股份后付款的交易安排本身是一种有利于受让方的安排。同时，《40%股份收购协议》中还针对小西牛资产进行承诺保证，防范一次性付款下公司资产的交付风险。《40%股份收购协议》中的风险防范条款，不仅有具体的资产质量保证义务条款，同时也约定了湖州福昕及创始股东对于小西牛交割日及其之前合规经营、无损害公司利益行为等概括性的兜底责任，具体如下：

第二条第一款约定甲方（即湖州福昕及其创始股东，下同）应确保文件资料完整齐备、全部资产完好且权属无争议；第四条“陈述与保证”中还明确约定甲方应保证持有股份权属清晰无争议、提供文件资料真实、无虚假陈述、不存在大额未披露的逾期应收账款、交割前合法合规经营、工厂及两牧场（包括牛只）在交割日前在建设质量、安全、防疫等事项上均符合国家及地方标准。

同时，第五条第二款还兜底性地约定了如湖州福昕及创始股东在交割日及之前有其他任何损害目标公司利益行为或重大经营过失或有其他违约行为的，光明乳业亦可向其主张相应违约责任。

协议附件一中专章约定了湖州福昕及创始股东的各项“一般陈述与保证”，其中第五条具体约定了与资产相关的保证，包括：资产所有权无瑕疵保证、资产可适当使用保证、资产处于良好运营状态保证、库存合理且处于良好状态保证、应收账款可收回性保证。

此外，协议第四条“陈述与保证”第 8 款还明确约定了如果湖州福昕及创始股东有任何违反本协议约定情形而对光明乳业产生赔偿义务的，光明乳业可从应付其款项或者小西牛应付其利润分配、分红款等款项中直接扣除相应损失及违约金，亦系对公司权利的进一步保护。且在目前延迟分配小西牛 2023、2024 年度

利润的情况下（小西牛拟分配湖州福昕分红款 3,264.39 万元，双方均认可延迟分配，以上分红款已在评估值中考虑并剔除），依据上述协议约定，该笔分红款亦可为湖州福昕就可能的赔偿（如有）提供一定的支付保障，充分保护公司权利。

综上，协议虽未设置分期付款条款，但实际不仅已通过先交付股份后付款的安排来控制股份转让过程中的风险，也通过协议明确约定了湖州福昕及创始股东按约完好交付公司资产、交割日前合规妥善经营、无损害公司利益行为等各项义务及相应的违约责任，并就湖州福昕及创始股东可能的违约责任约定了可从其他光明乳业或小西牛向其支付的款项中予以直接扣除的保障安排，能充分保障公司合法权益。

（二）结合业绩补偿的触发时点、业绩承诺方至今尚未补偿的原因及合理性，充分评估并说明业绩承诺方是否具有业绩补偿能力，业绩补偿金额从本次交易价款中抵扣的合理性；

1、业绩补偿的触发时点

2025 年 4 月 28 日，公司第七届董事会第二十七次会议审议通过《关于小西牛业绩承诺实现情况的议案》，确认小西牛业绩承诺实现情况，确认业绩承诺方需承担业绩承诺补偿义务。

2、业绩承诺方至今尚未补偿的原因及合理性

1) 双方互负大额资金给付义务

三年业绩承诺期到期后，依据《60%股份收购协议》及湖州福昕的请求，一方面光明乳业有收购小西牛 40%股份并需向湖州福昕支付收购款的义务，另一方面湖州福昕也有向光明乳业支付业绩补偿款的义务。

鉴于湖州福昕于 2025 年 1 月 9 日行使选择权的请求，公司有收购小西牛 40%股份并需向湖州福昕支付收购款的义务，该收购金额根据《60%股份收购协议》约定为（人民币 6.22 亿元）远大于湖州福昕需向公司支付的业绩补偿款（人民币 3,242.57 万元），同时亦有按日万分之五计算的违约金。

2) 公司通过谈判实现收购对价的大幅调减

出于公司利益最大化的角度综合考虑，公司认为通过谈判实现收购金额的大

幅度调减及避免因此产生更高额的收购违约金，整体上比仅催告湖州福昕支付估值补偿款及主张违约金对公司的利益更大。

谈判的实际效果是收购价格较初始收购价格下调了约 1.2 亿元（约估值补偿金额的 3.75 倍）。同时，双方互不主张《60%股份收购协议》约定的违约金。

3) 延迟小西牛 2023、2024 年度利润分配

根据《60%股份收购协议》约定：“7.11 湖州启瑞在上述业绩承诺期内仍为目标公司的股东，持有目标公司 40%的股份。目标公司在符合法律规定，除本协议和股东协议另有约定外，各方同意交割日之前的未分配利润不进行分配。自 2022 年 1 月 1 日起，目标公司在确保实施利润分配后的现金余额不低于上一年度营业收入的 5%及资产负债率不高于 60%的情况下，在上述业绩承诺期每年向全体股东分配不低于目标公司交割后上一年度实现的可供分配利润的 50%。”

小西牛目前已经完成 2022 年度利润分配。2023 年度、2024 年度利润分配尚待实施。基于以上约定，小西牛应向光明乳业分红 48,965,792.54 元，向湖州福昕分红 32,643,861.7 元。

鉴于交易双方就 40%股权对价的谈判暂未达成一致，创始股东尚未履行估值补偿义务 3,242.57 万元，故小西牛拟分配湖州福昕的分红款 3,264.39 万元至今尚未实施。

3、业绩承诺方是否具有业绩补偿能力

小西牛创始股东财务状况良好，无重大负债及流动性风险，具有业绩补偿能力。且根据《60%股份收购协议》约定，湖州福昕已将其持有的小西牛公司 40%股权质押给光明乳业，并已向市监部门办理股权质押的登记。

4、业绩补偿金额从本次交易价款中抵扣的合理性

截至目前，光明乳业需支付湖州福昕小西牛 40%股份的转让款 5 亿元。湖州福昕应付光明乳业的业绩承诺估值补偿款 3,242.57 万元。

鉴于双方互负金钱给付义务，且金额较大，双方一致同意直接从收购价款中扣除业绩补偿款，以简化操作流程、提升交易效率。

综上，业绩补偿金额从本次交易价款中抵扣是合理的，未损害公司的利益。

（三）结合前述情况，说明公司与交易对方、业绩承诺补偿方是否存在其他未披露的协议或利益安排，是否损害公司及股东利益。

综上，经公司董事会、管理层联合核查确认，公司与交易对方、业绩承诺补偿方不存在《股票上市规则》等监管规则所规定的应披露而未披露的协议或利益安排，不存在损害公司及股东利益的情形。

特此公告。

光明乳业股份有限公司董事会

二零二六年一月九日