

金证（上海）资产评估有限公司关于上海证券交易所

《关于爱普香料集团股份有限公司有关拟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【2026】0850号）中资产评估相关问题 之核查意见

上海证券交易所：

根据贵单位于 2026 年 5 月 15 日出具的《关于爱普香料集团股份有限公司有关拟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【2026】0850 号，以下简称“《问询函》”）中的要求，金证（上海）资产评估有限公司（以下简称“金证评估”）对《问询函》中涉及资产评估相关问题进行了认真的分析和研究，现就相关问题回复如下：（对监管工作函所列问题回复的修订用“楷体（加粗）”表示。）

问题一：关于估值合理性。公告及评估报告显示，标的公司 2023 年至 2025 年分别实现营业收入 1.18 亿元、1.48 亿元、1.52 亿元，实现归母净利润 533 万元、1209 万元、1779 万元，利润增速显著高于营收增速。同时，标的公司 2025 年期末合并报表净资产 6396 万元，本次交易以 2025 年 12 月 31 日采用收益法评估结果作为定价依据，标的公司股东全部权益评估值为 2.25 亿元，增值率为 251.76%。请公司：（1）说明标的公司 2025 年在收入基本稳定的情况下，净利润大幅增长的原因及合理性，是否与行业变动趋势一致；（2）说明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，并结合标的公司历史业绩和同行业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）结合同行业可比相关交易案例、可比公司估值情况等，说明收益法估值是否公允。

请评估机构就前述问题发表意见。

回复：

一、说明标的公司 2025 年在收入基本稳定的情况下，净利润大幅增长的原因及合理性，是否与行业变动趋势一致

（一）2025 年度收入基本稳定而净利润大幅增长的原因及合理性分析

2025 年标的公司营业收入同比增长 2.15%，净利润同比增长 47.14%，核心驱动因素为自有产能替代委外加工、产品结构优化、成本管控能力提升带动毛利率提升，

具体原因分析如下：

1、自有产能替代委外加工

标的公司设立之初并无自有产线，生产均通过委外加工的方式开展。2021年，标的公司业务初具规模，于江西金溪生产基地投建产线，厂房系向公司租赁。2022年产线建成后进入调试期，受设备调试、工艺调整、熟练度等因素影响，2022-2025年逐步扩大自产规模，减少委外加工工序，缩减委外加工规模，至2025年仍有小部分产品因工艺原因无法自产或自产的成本效益较低需委外加工。2021-2025年，标的公司自产数量占总产量的比例分别为0%、26.27%、49.95%、70.26%和80.24%。委外代工模式下，加工费中包含代工方合理利润，代工规模持续收缩，直接带动标的公司产品生产成本下降，进而带动毛利率提升。

2、产品结构优化

随着标的公司江西金溪生产基地的建成投产，其生产管理体系与质量控制能力得到系统性升级，成功满足了高端、优质客户的验厂标准，推动合作深化的同时带来更多高毛利产品订单。

2023-2025年，标的公司整体毛利率分别为23.59%、26.18%和32.10%，而低毛利产品（毛利率低于20%）的销售收入占比分别为45.43%、40.99%和27.79%。高附加值产品占比提升，产品结构优化，对综合毛利率提升形成了正向支撑。

3、成本管控能力提升

一方面，自动化产线投产强化了标的公司对生产流程、损耗控制和成本结构的管控能力，并依托近年的技术积累与工艺升级，持续优化产品配方，持续改进生产工艺从而提升原料利用率、降低损耗，另一方面，标的公司加强重要原料采购管理，研判原料市场供需与价格变化，使得标的公司成本管控能力持续提升，最终带动毛利率提升。标的公司2025年前十大销售产品单位材料成本较2024年度的平均下降幅度超过12%。

（二）标的公司毛利率变化与可比上市公司对比分析

1、可比上市公司

标的公司业务聚焦性较强，深耕咸味香精细分赛道，为下游食品加工企业、餐饮连锁企业等B端客户供应咸味香精，部分产品以复合调味料的形式对外销售。A股上市公司中无完全可比的上市公司，为提升选取上市公司与标的公司的可比性，本回复中的可比上市公司筛选过程为：在调味料、食品添加剂行业上市公司中优先选择与标的公司拥有相同或相近产品的上市公司，其次选择以食品加工企业、餐饮连锁企业为主要客户的上市公司。经筛选，本回复中选取的可比上市公司说明如下：

上市公司	主要产品	主要客户类型	可比性分析
标的公司	咸味香精、复合调味料	下游客户主要为食品加工企业、餐饮企业	/
华宝股份	食用香精（包含烟草香精）、食品配料、日化香精等香精产品	下游客户包含饮料、乳制品、烘焙、休闲食品、烟草等工业客户以及现制新茶饮、咖啡等餐饮客户	与标的公司相比，存在相同和相近产品；存在相同类型客户与业务模式
日辰股份	酱汁类调味料、粉体类调味料、烘焙类食品及食品添加剂产品	下游客户主要为食品加工企业、餐饮企业	与标的公司相比，产品相近，均属于复合调味品；下游客户类型、业务模式相同
宝立食品	复合调味料、轻烹解决方案、饮品甜点配料	直销客户包括国内外餐饮连锁企业、食品工业企业等 B 端客户，同时亦通过电商平台直接向终端消费者销售	与标的公司相比，产品相近，均属于复合调味料；存在相同类型客户与业务模式
安记食品	复合调味粉、香辛料、风味清汤、酱类调味品、天然提取物调味料	直销客户包括食品加工企业、餐饮、酒店等	与标的公司相比，产品相近，均属于复合调味；存在相同类型客户与业务模式

2、标的公司毛利率变化与可比上市公司对比分析

2023-2025 年标的公司毛利率变化趋势与可比上市公司对比情况如下：

上市公司	对标业务	2023 年	2024 年	2025 年
华宝股份	食品配料业务	16.54%	23.00%	30.04%
日辰股份	酱汁/粉体调味料业务	38.53%	38.58%	40.27%
宝立食品	复合调味料业务	21.17%	24.02%	25.19%
安记食品	复合调味料业务	36.84%	38.25%	45.39%
平均毛利率		28.27%	30.96%	35.22%
标的公司		23.59%	26.18%	32.10%

由上表可见，2023-2025 年，标的公司毛利率变化趋势与可比上市公司平均水平基本一致。

二、说明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，并结合标的公司历史业绩和同行业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

（一）收益法评估的具体过程

标的公司经营性资产评估过程如下：

单位：万元

项目	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年 及以后
一、营业收入	16,543.88	17,877.63	19,149.93	20,170.19	20,757.30	20,757.3
营业成本	11,529.29	12,478.36	13,385.63	14,031.80	14,416.77	14,416.77
毛利率	30.31%	30.20%	30.10%	30.43%	30.55%	30.55%
税金及附加	98.15	105.36	111.94	118.31	121.92	121.92
期间费用	2,498.96	2,593.95	2,690.03	2,780.09	2,862.98	2,862.98
二、营业利润	2,417.48	2,699.96	2,962.33	3,239.99	3,355.63	3,355.63
三、净利润	1813.11	2024.97	2221.75	2429.99	2516.72	2516.72
折旧摊销	489.54	489.54	489.54	489.54	489.54	489.54
资本性支出	489.54	489.54	489.54	489.54	489.54	489.54
营运资本增加	593.45	378.35	361.66	274.08	162.37	0
四、企业自由现金流	1,219.66	1,646.62	1,860.09	2,155.91	2,354.35	2,516.72
折现率	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%	10.30%
折现期（月）	6	18	30	42	54	
折现系数	0.9522	0.8633	0.7827	0.7096	0.6433	6.2456
五、折现值	1,161.36	1,421.53	1,455.89	1,529.83	1,514.55	15,718.43

由上表可见，标的公司经营性资产评估值 22,801.59 万元，结合非经营资产、负债价值净值-339.71 万元，标的公司整体价值取整 22,500 万元。

（二）营业收入合理性分析

标的公司 2023-2025 年营业收入变动情况及 2026-2030 年预测情况如下：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
营业收入	11,784.84	14,843.41	15,163.21	16,543.88	17,877.63	19,149.93	20,170.19	20,757.30
增长率	/	25.95%	2.15%	9.11%	8.06%	7.12%	5.33%	2.91%

1、历史业绩对比分析

标的公司营业收入 2023-2025 年复合年均增长率为 13.43%，其中：2024 年同比增长 25.95%，主要受益于下游休闲食品、餐饮行业需求复苏带动销量快速增长，进而带动收入增长；2025 年下游客户部分订单改为委托加工模式，使得公司咸味香精业务收入略有下降而其他业务收入增加，进而导致营业收入整体规模增速较小。

标的公司 2025-2030 年营业收入预测复合年均增长率为 5.37%，增速呈逐年放缓的趋势，主要基于以下考虑：

宏观层面，国内居民食品消费升级、预制菜及餐饮工业化趋势持续推进，下游肉制品、方便食品、餐饮行业对风味配料的需求将保持稳定增长，为咸味香精行业提供长期支撑。

行业层面：食品用香精香料行业将维持中低速增长，头部企业凭借研发与规模优势，市场份额有望持续提升。公司作为爱普股份体系内的咸味香精核心生产平台，将受益于行业集中度提升与下游需求复苏。

因此，从历史业绩角度来看，标的公司 2026-2030 年营业收入预测是合理且谨慎的。

2、可比上市公司对比分析

2023-2025 年，标的公司营业收入与可比上市公司对比情况如下：

单位：万元

上市公司	对标业务	2023 年	2024 年	2025 年	年复合增长率
华宝股份	食品配料业务	41,542.14	36,334.92	47,366.55	6.78%
日辰股份	酱汁/粉体调味料业务	35,537.79	40,216.13	42,247.45	9.03%
宝立食品	复合调味料业务	114,464.08	129,583.18	137,305.59	9.52%
安记食品	复合调味料业务	19,855.42	17,950.86	16,372.55	-9.19%
平均数		52,849.86	56,021.27	60,823.04	7.28%
标的公司		11,784.84	14,843.41	15,163.21	13.43%

2023-2025 年同行业上市公司营业收入均值分别为 52,849.86 万元、56,021.27 万元和 60,823.04 万元，复合年均增长率为 7.28%。标的公司处于发展初期，由于营业收入基数较小，2023-2025 年增长率高于同行业上市公司均值具备合理性。

整体来看，香精与食品配料行业产品应用领域极其广泛，深度渗透于食品、饮料、日化等日常生活的各个方面，且与国民经济发展水平及居民基本生活消费紧密关联，下游应用的高度多元化与必需性赋予了该行业较强的消费属性与民生保障特征，盈利预测充分考虑了行业增长趋势、下游需求节奏及市场竞争格局，标的公司 2025-2030 年营业收入复合年均增长率 5.37%，仍低于 2023-2025 年同可比上市公司营业收入复合年均增长率，增速具备合理性与可实现性。

综上，标的公司营业收入的测算具备合理性与审慎性。

（三）毛利率合理性分析

标的公司 2023-2025 毛利率变动情况及 2026-2030 年预测情况如下：

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
营业成本	9,004.78	10,957.26	10,295.82	11,529.29	12,478.36	13,385.63	14,031.80	14,416.77
毛利率	23.59%	26.18%	32.10%	30.31%	30.20%	30.10%	30.43%	30.55%

1、历史业绩对比分析

2023-2025 年，标的公司毛利率由 23.59% 上涨至 32.10%，主要系自有产能替代委外加工、产品结构优化、成本管控能力提升所致。具体分析参见“一、说明标的公司 2025 年在收入基本稳定的情况下，净利润大幅增长的原因及合理性，是否与行业变动趋势一致；”之“（一）2025 年度收入基本稳定而净利润大幅增长的原因及合理性分析；”相关内容。

2026-2030 年，标的公司毛利率预测维持在 30.10%-30.55% 范围之内，较 2025 年的高点略有回落，主要考虑了未来原材料价格波动及市场竞争加剧以及成本端通过稳定采购、优化工艺控制单位成本，毛利率保持在 30.10%-30.55% 范围，预测逻辑具备合理性与审慎性。

2、可比上市公司对比分析

2023-2025 年，标的公司毛利率与可比上市公司对比分析如下：

上市公司	对标业务	2023 年	2024 年	2025 年
华宝股份	食品配料业务	16.54%	23.00%	30.04%
日辰股份	酱汁/粉体调味料业务	38.53%	38.58%	40.27%
宝立食品	复合调味料业务	21.17%	24.02%	25.19%
安记食品	复合调味料业务	36.84%	38.25%	45.39%
平均毛利率		28.27%	30.96%	35.22%
标的公司		23.59%	26.18%	32.10%

由上表可见，标的公司毛利率与可比上市公司相比处于中间水平，低于可比上市公司平均值。2023-2025 年度，标的公司毛利率呈逐年上升趋势，主要系标的公司自身业务变化所致，自有产能替代委外加工、产品结构优化、成本管控能力提升带动毛利率提升。

可比上市公司 2023-2025 年平均毛利率分别为 28.27%、30.96% 和 35.22%，呈逐年上升趋势，相比之下，标的公司 2026-2030 年销售毛利率维持在 30.10%-30.55% 范围之内，具备合理性与审慎性。

综上，标的公司毛利率的测算具备合理性与审慎性。

（四）费用率合理性分析

标的公司 2023-2025 期间费用变动情况及 2026-2030 年预测情况如下：

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
期间费用	1,952.78	2,172.49	2,409.40	2,498.96	2,593.95	2,690.03	2,780.09	2,862.98
费用率	16.57%	14.64%	15.89%	15.11%	14.51%	14.05%	13.78%	13.79%

注：标的公司 2026-2030 年无债务融资计划导致无财务费用，因此，上表期间费用及下文对比分析均不包含财务费用。

1、历史业绩对比分析

标的公司 2023-2025 年平均期间费用率为 15.70%，2025 年费用率有所提升主要系下游客户部分订单改为委托加工模式使得营业收入整体规模增速较小所致。2026-2030 年，随着标的公司收入规模不断扩大，期间费用率呈逐年小幅下降趋势具备合理性与审慎性。

2、可比上市公司对比分析

2023-2025 年标的公司期间费用率与可比上市公司对比情况如下：

上市公司	2023 年	2024 年	2025 年
华宝股份	30.18%	37.44%	44.09%
日辰股份	20.15%	18.84%	15.69%
宝立食品	19.42%	19.28%	19.43%
安记食品	11.37%	11.45%	12.68%
平均数	20.28%	21.75%	22.97%
标的公司	16.57%	14.64%	15.89%

由上表可见，标的公司期间费用率低于行业平均水平，高于安记食品。华宝股份以烟草香精销售为主，日辰股份、宝立食品均包括 C 端业务，其期间费用率相对较高。其中，2025 年日辰股份期间费用率与标的公司相当。根据日辰股份公开信息，其 2025 年期间费用率下降主要系优化并减少了 C 端经销渠道的投放力度，同时加强费用精细化管理所致。

因此，对比可比上市公司 2023-2025 年期间费用率，标的公司盈利预测 2026-2030 年期间费用率处于 13.78%-15.11% 范围内具备合理性与审慎性。

综上，标的公司期间费用的测算具备合理性与审慎性。

（五）折现率的确定过程

本次收益法评估采用企业自由现金流折现模型，选取加权平均资本成本（WACC）作为折现率，计算公式如下：

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + R_e \times \frac{E}{D + E}$$

其中：Re—权益资本成本；Rd—付息债务资本成本；E—权益价值；D—付息债务价值；T—企业所得税税率。

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM）确定公司的权益资本成本，计算公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \varepsilon$$

其中：Re—权益资本成本；Rf—无风险利率；β—权益系统性风险调整系数；(Rm-Rf)—市场风险溢价；ε—特定风险报酬率。

权益资本成本计算参数列示如下：

项目	对应参数
无风险利率	1.85%
市场风险溢价	5.80%
行业剔除财务杠杆 β 系数	0.7889
资本结构比率	15.0%
企业所得税税率	25.00%
被评估企业 β 系数	0.878
特定风险报酬率	4.50%
权益资本成本	11.4%

加权平均资本成本计算如下：

项目	对应参数
债务资本成本	3.50%
付息债务占比	13.0%
权益资本占比	87.0%
加权平均资本成本	10.3%

综上，在特定风险调整系数确定方面，本次测定的特定风险调整系数测定过程考虑充分全面；折现率其他相关参数反映了标的资产所处行业的特定风险及自身风险水平，关键参数确定思路合理，故本次评估整体折现率取值具备合理性。

三、结合同行业可比相关交易案例、可比公司估值情况等，说明收益法估值是否公允

（一）与可比交易案例对比分析

1、可比交易案例情况

标的公司主营业务为咸味香精的研发、生产和销售。经查询，近两年 A 股市场暂无与其主营业务、所处行业完全一致的并购标的。为保证可比性，本次选取 A 股市场近年三起食品工业领域并购交易作为可比案例。可比交易案例说明如下：

证券简称	标的资产	标的资产主要业务	评估结果选取方法	可比性说明
爱普股份	上海爱普食品配料有限公司	为食品加工企业、餐饮连锁等下游客户供应咸味香精	收益法	/
煌上煌	福建立兴食品股份有限公司	为休闲食品、方便食品、餐饮连锁等下游客户供应冻干食品配料	收益法	业务模式与标的公司具备一定可比性，且评估结果均选用收益法
天味食品	四川食萃食品有限公司	为连锁餐饮、特色餐饮、特色小吃等下游客户提供川菜调料及复合调味料，为下游客户提供标准化定制化服务以及整体解决方案	收益法	产品类型、业务模式与标的公司具备一定可比性，且评估结果均选用收益法
恒顺醋业	镇江恒顺新型调味品有限责任公司	为食品加工企业等下游客户提供各种包装复合鲜味料、果蔬沙司、调味汁、香辛料等系列调味品	收益法	产品类别、业务模式与标的公司具备一定的可比性

2、本次交易与可比交易案例对比

本次交易与可比交易核心要素对比如下：

项目	煌上煌收购立兴食品	天味食品收购四川食萃	恒顺醋业收购恒顺调味品	平均值	本次交易
收购比例	51.00%	55.00%	8.70%	/	49.00%
交易价格（万元）	49,470.00	36,200.00	539.40	/	10,780.00
评估基准日	2025/6/30	2023/4/30	2021/5/30	/	2025/12/31
评估增值率（合并归母净资产口径）	252.58%	2102%	24.54%	793.04%	251.76%
市净率	3.53	4.33	1.25	3.04	3.52
市盈率（静态）	23.17	15.39	8.16	15.57	12.65
市盈率（动态）	11.11	15.31	未披露	13.21	11.25
净资产收益率	15.23%	50.48%	17.40%	27.70%	27.33%
业绩对赌期净利润复合年均增长率	15.47%	22.47%	未披露	22.47%	10.70%

项目	煌上煌收购立兴食品	天味食品收购四川食萃	恒顺醋业收购恒顺调味品	平均值	本次交易
盈利预测期净利润复合年均增长率	未披露	9.99%	3.72%	6.86%	8.54%

注：①市盈率（静态）=标的公司评估值/评估基准日前一年度归母净利润，如评估基准日为12月31日，则取当年数据；若评估基准日前一年度归母净利润非全年数据则对其进行年化处理；四川食萃食品有限公司评估基准日为2023年4月30日，但其披露的财务数据为2023年1-8月且2023年1-8月财务数据与2022年相差较大，故计算采用2023年1-8月数据进行年化处理；②市盈率（动态）=标的公司评估值/业绩承诺三年归母净利润平均值；③市净率=标的公司评估值/评估基准日归母净资产；四川食萃食品有限公司评估基准日为2023年4月30日，但其披露的财务数据为2023年8月且2023年8月财务数据与2022年相差较大，故计算采用2023年8月数据；④净资产收益率=评估基准日前一年度归母净利润/基准日前一年期初和期末归母净资产平均值，如评估基准日为12月31日，则取当年数据；若评估基准日前一年度归母净利润非全年数据则对其进行年化处理；若披露数据非两年一期财务数据，则取基准日归母净资产和基准日前一年期末归母净资产平均值；四川食萃食品有限公司采用2023年8月和2022年12月31日归母净资产平均值进行计算。

由上表可见，本次交易标的公司的评估增值率、市净率、市盈率与煌上煌收购立兴食品相当；与天味食品收购四川食萃相比较低，但标的公司净资产收益率、未来业绩增长预期较低；与恒顺醋业收购恒顺调味品相比较低，但标的公司净资产收益率、未来业绩增长预期较高。综合来看，本次交易标的公司收益法估值结果具备公允性。

（二）与可比上市公司对比分析

标的公司与可比上市公司估值水平比较如下：

上市公司	PE（静态）	PE（动态）	PB
华宝股份	136.55	/	1.69
日辰股份	42.94	32.75	4.70
宝立食品	21.75	16.42	3.85
安记食品	173.48	/	8.39
平均数	93.68	24.58	4.66
标的公司	12.65	11.25	3.52

注：①市盈率（静态）=2025年12月31日总市值/2025年度归母净利润；②市盈率（动态）=2025年12月31日总市值/2026年至2028年三年归母净利润预测值。

从上表可以看出，标的公司静态市盈率、动态市盈率及市净率均低于可比上市公司。华宝股份净利润由 2022 年 7.25 亿下降至 2025 年 0.84 亿，使得其 PE（静态）偏高。日辰股份、安记食品总市值受市场波动影响，使得其 2025 年末 PE（静态）水平偏高。宝立食品经营情况与 PE 相对稳定。相比之下，标的公司的 PE 倍数明显低于宝立食品。因此，与可比上市公司相比，标的公司收益法估值结果具备公允性、合理性及审慎性。综上所述，标的公司收益法估值结果具备公允性、合理性及审慎性。

四、评估机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1、标的公司 2025 年在收入基本稳定的情况下，主要系自有产能替代委外加工、产品结构优化及成本管控能力提升，因此净利润大幅增长具备合理的原因，符合行业变动趋势；

2、标的公司收益法中营业收入预测增速低于历史增速及同行业可比公司平均水平；毛利率预测期维持在一定比例，低于 2025 年实际水平及可比公司均值；费用率预测期稳中有降，且低于行业平均水平，因可比上市公司华宝以烟草香精为主，宝立、日辰都包含 C 端直销业务；折现率评估采用 WACC 模型，关键参数（无风险利率、 β 系数、市场风险溢价、特定风险报酬率等）选取合理，反映标的资产风险水平，故本次评估参数确定依据审慎且合理；

3、与可比交易案例相比，本次交易的评估增值率、市净率、市盈率处于合理区间，与同类交易基本相当；与可比上市公司相比，标的公司的静态市盈率、动态市盈率及市净率均显著低于行业平均水平，故本次收益法评估结果具备合理性和公允性。

【本页无正文，为《金证（上海）资产评估有限公司关于上海证券交易所<关于爱普香料集团股份有限公司有关拟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【2026】0850号）中资产评估相关问题之核查意见》的签章页】

金证（上海）资产评估有限公司
2026年5月29日

