

中国圣牧有机奶业有限公司股东全部权益价值项目

估值分析报告

中联川评咨字[2023]第 110 号

中联资产评估集团四川有限公司

二〇二三年九月七日

目 录

声明	1
第一部分 估值背景	3
一、 委托人单位概况	3
二、 被估值企业概况	4
三、 估值目的	8
四、 估值基准日	8
第二部分 估值对象情况介绍及参考资料	9
一、 估值对象和估值范围	9
二、 估值参考资料	9
第三部分 估值方法及估值假设	10
一、 估值分析方法	10
二、 估值假设	11
三、 特殊假设	11
四、 估值过程	12
五、 估值结论	24
六、 估值结果分析	25
第四部分 特别事项说明	27
一、 特别事项提示	27
二、 股价波动事项提示	27
三、 其他需要说明的事项	28
第五部分 估值报告使用限制说明	30

声 明

一、本估值分析报告（以下简称“估值报告”或“报告”）中的分析、判断和结论受估值报告中估值假设的限制，并受估值报告中重要事项的影响。报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的估值假设、重要事项及其对估值结论的影响。报告使用人应当正确理解和使用估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对其估值对象可实现价格的保证。

二、就本报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。本报告未对被估值企业及其子公司的未来业务、运营、财务或其他方面的发展前景发表任何意见，亦未评价被估值企业及其子公司所采用财务报告准则的影响。

三、本报告的观点仅基于在估值服务委托合同约定的工作范围内，对被估值企业所披露的公开资料进行阅读和分析，并采用通行的估值模型进行测算，工作范围中不包括对商业、法律、税务、监管环境等其他因素进行考虑，不包括法律尽职调查、财务尽职调查、税务尽职调查、信息科技尽职调查或被估值企业财务信息的审计等方面的核查工作。

四、本报告并非《中华人民共和国资产评估法》定义的资产评估报告。

五、本估值报告仅供委托人、估值服务委托合同中约定的其他报告使用人和法律、行政法规规定的报告使用人使用；非法律、行政法规、部门规章或上市公司监管机构规定，本报告的全部或部分内容不



得提供给其它任何单位和个人；任何未经估值机构和委托人确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为报告使用人。



第一部分 估值背景

北京大北农业科技集团股份有限公司拟了解中国圣牧有机奶业有限公司（联交所代码 1432.HK，以下简称“中国圣牧”）股东全部权益于基准日 2022 年 12 月 31 日的市场价值。作为委托人，北京大北农业科技集团股份有限公司与中联资产评估集团四川有限公司签署《估值服务委托合同》（或简称“《合同》”），委托我公司将中国圣牧股东全部权益作为估值对象，对其进行估值分析。本次估值工作涉及的委托人、被估值企业、估值基准日等背景信息如下：

一、 委托人单位概况

公司名称：北京大北农业科技集团股份有限公司

注册地址：北京市海淀区中关村大街 27 号 19 层 1901A

法定代表人：邵根伙

注册资本：419,532.9495 万人民币

统一社会信用代码：91110000102006956C

企业类型：股份有限公司(上市、自然人投资或控股)

经营范围：技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让；畜牧和兽医科学研究与试验发展；动物营养保健品的技术开发；农业信息技术开发、服务；销售饲料；出口本企业生产的饲料、动物营养保健品；进口本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件；销售兽药（严禁经营兽用预防用生物制品）；饲料加工（限分公司经营）；经营电信业务。（市场主体依法自主选择经营项目，开展



经营活动；经营电信业务以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

二、被估值企业概况

(一)基本信息

公司名称：中国圣牧有机奶业有限公司（简称“中国圣牧”）

上市公司代码：1432.HK

英文名称：China Shengmu Organic Milk Limited

注册地址：开曼群岛

主要办公地址：中国内蒙古自治区巴彦淖尔市磴口县食品工业园

董事会主席：卢敏放

公司类型：香港主板上市公司

成立日期：2013-12-11

主要业务：奶牛养殖，生产和销售高端沙漠有机原料奶、优质非有机原料奶。

(二)公司概述

2009年10月，姚同山与21名初始股东一同创立了内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“内蒙古圣牧”），于内蒙古呼和浩特经营优质非有机原料奶的生产和销售业务。

2011年，内蒙古圣牧拓展业务，在内蒙古巴彦淖尔生产有机原料



奶，并于当年获得中国国际有机食品博览会金奖，就有机奶牛养殖及加工按中国标准获得中绿华夏有机食品认证中心认证，以及就有机奶牛养殖及加工按欧盟标准获得法国国际生态认证中心认证。

2012年6月，内蒙古圣牧以「圣牧」品牌推出有机液态奶产品。

2013年12月，中国圣牧根据开曼群岛法律注册成立，并因重组成为内蒙古圣牧的离岸控股公司。至2014年2月，期间中国圣牧陆续引进机构投资者，包括高盛、霸菱、红杉及中银国际。

2014年7月15日，中国圣牧在香港主板上市，共发行合计444,800,000股股份，发行价格每股2.39港元。

截止2022年12月31日，中国圣牧董事会情况如下：

执行董事：张家旺

非执行董事：卢敏放（主席）、张平、赵杰军、孙谦、邵丽君

独立非执行董事：王立彦、吴亮、孙延生

(三) 股东结构

截至2022年12月31日，中国圣牧重要股东持股及公众持股情况见表1。

表1 中国圣牧股东持股情况

股东名称	最终控制股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
Start Great Holdings Limited	中国蒙牛乳业有限公司	2,513,178,555	29.99%
Nong You Co., Ltd.	邵根伙	1,301,651,000	15.53%
Greenbelt Global Limited	Salata Jean	536,097,305	6.40%
张家旺	—	138,130,000	1.65%
非重要股东	—	3,892,238,369	46.43%
合计		8,381,295,229	100%

(四) 资产及财务状况



根据中国圣牧 2022 年年度报告，截至估值基准日 2022 年 12 月 31 日，中国圣牧总资产 788,763.20 万元，总负债 362,595.00 万元，归属于母公司股东权益 405,518.70 万元，2022 年度营业收入为 317,625.30 万元，利润总额为 45,007.30 万元，归属于母公司股东净利润为 41,646.00 万元。

中国圣牧近三年资产、负债及财务状况见表 2。

表 2 中国圣牧近三年资产、负债及财务状况

人民币：万元				
序号	项目	2022 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
1	总资产	788,763.20	711,263.00	672,522.60
2	负债	362,595.00	300,472.90	357,928.20
3	归属于母公司股东权益	405,518.70	388,415.00	341,952.60
序号	项目	2022 年度	2021 年度	2020 年度
4	营业收入	317,625.30	298,461.60	266,082.30
5	利润总额	45,007.30	51,043.20	46,096.90
6	归属于母公司股东净利润	41,646.00	47,171.30	40,680.00

(五)上市公司经营模式

中国圣牧主要业务为奶牛养殖，生产和销售高端沙漠有机原料奶、优质非有机原料奶。该公司专注沙漠有机奶生产销售业务，同时满足客户对优质原奶的多元化需求，不断开发出多种功能性原奶以丰富产品结构，提升盈利能力。

截至 2022 年末，中国圣牧运营 33 座牧场，奶牛及育肥牛存栏量为 136,344 头，较上年末增长 11.3%，其中有机奶牛存栏数 92,075 头，同比增长 15.6%，日产鲜奶 1,777 吨；其中拥有有机认证的牧场为 20 座，日产有机鲜奶 1,295 吨；DHA 奶牧场 3 座，日产高质量鲜奶 128 吨。该公司研发的成品奶产品原生有机 A2 奶于 2022 年年末上市。



(六)被估值企业股价走势情况

于基准日 2022 年 12 月 31 日，中国圣牧股价 n 日均价：

表 3 中国圣牧(1432.HK) 2022 年 12 月 31 日 n 日均价

n 日均	均价（港元/股）
MA5	0.327
MA10	0.334
MA20	0.334
MA30	0.332
MA60	0.321
MA120	0.351
MA250	0.393

根据 iFinD 金融终端提供的港股行情 K 线图中 120 日均线显示，中国圣牧股价在中长期（2021 年 6 月初至 2023 年 8 月末）呈持续下降趋势，走势趋近但波动性略小于恒生指数，具体对比见图 1。



图 1 恒生指数（上）与中国圣牧（下）2021 年 6 月 1 日至 2023 年 8 月 31 日走势对比

整体表现为 2021 年 7 月中旬至 2022 年 3 月末波动下滑，2022 年 3 月上中旬快速下跌至期间最低值 0.34 港元/股，随后进入持续了 2 个半月的横盘震荡。



2022年5月31日，中国圣牧股价开始短期波动上扬，抬升至期间最高点时达0.46港元/股。而后直至2022年10月31日，随香港股票市场的整体低迷，其股价下跌至期间最低点时为0.26港元/股。2022年11月1日至2023年3月31日，中国圣牧股价在香港股票市场复苏初期快速拉升至0.35港元/股，并在接下来一段时间的横盘后再度随整体市场趋势发生小幅度回落。自2023年3月中旬至报告出具前中国圣牧股价在呈小幅度的波动上扬后再度下跌，于报告出具日（即2023年9月7日）收盘价为0.260港元/股。

三、估值目的

本此估值目的是为北京大北农科技集团股份有限公司了解中国圣牧有机奶业有限公司股东全部权益价值提供估值参考。

四、估值基准日

本此估值基准日是2022年12月31日。

此基准日是委托人在综合考虑本次的估值目的，资料获得情况的基础上确定的。



第二部分 估值对象情况介绍及参考资料

一、估值对象和估值范围

本估值报告的评估对象是中国圣牧于基准日 2022 年 12 月 31 日的股东全部权益，评估范围为基准日中国圣牧的全部资产和负债。根据中国圣牧 2022 年年度报告，截至估值基准日 2022 年 12 月 31 日，该公司账面总资产 788,763.20 万元，总负债 362,595.00 万元，归属于母公司股东权益 405,518.70 万元。具体包括流动资产 247,492.50 万元，非流动资产 541,270.70 元；流动负债 267,051.30 万元，非流动负债 95,543.70 万元。

上述资产与负债数据摘自中国圣牧公告的 2022 年年度报告中披露的综合财务状况表。

二、估值参考资料

- 1、中国圣牧有机奶业有限公司 2020-2022 年年度报告；
- 2、中国圣牧有机奶业有限公司招股申请书；
- 3、同行业香港上市公司财务数据；
- 4、iFinD 资讯金融终端；
- 5、《投资估价》（[美]Damodaran 著，[加]林谦译，清华大学出版社 2004 年出版）；
- 6、《价值评估：公司价值的衡量与管理》（第 3 版）（[美]Copeland,T. 等著，郝绍伦，谢关平译，电子工业出版社 2002 年出版）；
- 7、其他资料。



第三部分 估值方法及估值假设

一、估值分析方法

(一)估值分析方法的选择

对股东全部权益进行估值可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是从资产的预期获利能力的角度评价资产，能完整体现企业的整体价值，其结论具有较好的可靠性和说服力。从收益法的适用前提来看，本次估值相关数据均取自中国圣牧于公开平台披露的信息，标的公司为香港上市公司，受到证券市场监管要求，无法公开向市场公布其盈利预测。同时，根据 iFinD 金融终端查询，亦无机构对其进行盈利预测，若获取详细的未来盈利预测受限或将导致结果严重失真，因此本次估值不宜采用收益法。

市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的价值，它具有估值角度和估值途径直接、估值过程直观、估值数据直接取材于市场、估值结果说服力强等特点，更能客观反映估值对象的价值。根据可获取信息的特点，本次估值适合采用市场法。

资产基础法，是指以企业的资产负债表作为导向，对企业表内及表外各项资产、负债价值，进行合理估值并确定评估对象价值的估值方法。中国圣牧在有机原料奶行业处于领先地位，繁育技术、市场渠道为企业的核心盈利要素，资产基础法难以合理充分反应该部分核心要素资产的价值；且处于商业保密性考虑及香港上市公司信息披露规则的要求，无法对标的公司的资产、负债进行清查和估值，故本次估



值不宜采用资产基础法。

综上，本次对中国圣牧股东全部权益价值采用市场法进行估值。

二、估值假设

本次估值中，估值人员遵循了以下假设：

1. 交易假设

交易假设是假定所有待估值资产已经处在交易的过程中，估值人员根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2. 公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

3. 持续经营假设

持续经营假设，是假定被估值企业在评估基准日后仍将按照原来的经营目的、经营方式持续经营下去。意味着企业在出售、兼并、重组、合并以后，其继续使用价值没有发生变化，提供的产品或服务仍能满足市场需求，并产生一定的效益。

三、特殊假设



- 1、假设基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生
重大变化；
- 2、企业所处的社会经济环境以及税收政策无重大变化；
- 3、企业未来经营期内的管理层尽职，并继续保持现有的经营管
理模式；
- 4、无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对企业造成重大不
利影响；
- 5、假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、
完整的。当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

四、估值过程

(一)市场法简介

本次估值按照市场法对委估股份价格进行估值分析，在市场法中常用的两种方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

运用市场法需要满足两个基本前提条件：

1) 要有一个活跃的公开的市场。在这个市场上成交价格基本上反映市场买卖双方的行情，因此可以排除个别交易的偶然性。我国股票市场经过多年的发展，逐渐由不规范向规范发展，上市公司质量也逐步提高，虽然市场仍未充分发育，但股票市场在经济生活中的地位越来越重要，股票交易也日趋活跃，股票市场成为国民经济发展的晴雨表。

2) 在这个公开市场上要有可比的企业及其交易活动，且交易活



动应能较好反映企业价值的趋势。企业及其交易的可比性是指选择的可比企业及其交易活动是在近期公开市场上已经发生过的，且与估值对象的上市公司及其即将发生的业务活动相似。

上市公司比较法是依据目标公司所处行业来选取适当的可比上市公司，通过获取并分析可比上市公司的经营和财务指标，以此建立一套符合行业特点的价值评价体系，同时选取适当的价值比率如市盈率（PE）、市净率（PB）、市销率（PS）、企业倍数（EV/EBITDA、EV/NOPAT），在比较分析可比公司和目标公司各项经营和财务指标差异的基础上，调整确定目标公司的价值比率并据此计算目标公司的股东全部权益价值。上市公司比较法中的可比公司应当是公开市场上正常交易的上市公司。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

由于中国圣牧为香港联交所上市公司，从事奶牛养殖、生产及分销原料奶业务。经过查询，香港主板存在一系列的同行业上市公司。尽管各企业规模、产品结构等因素存在着一定的差异，但通过科学合理的选择相关比较参数，可以较好地量化估值对象与可比公司间的差异。同时，市场上存在一些与中国圣牧同行业的上市公司股权交易案例，故本次采用上市公司比较法和交易案例比较法进行估值。

（二）宏观环境、行业发展分析

1. 宏观经济分析



2022年，在世界格局加速演变、乌克兰危机升级、全球通胀高企等复杂多变的外部环境下，中国经济迎难而上，产业链供应链总体稳固，科技创新成果丰硕，改革开放全面深化，保持了经济社会大局稳定。2023年是全面贯彻落实党的二十大精神开局之年，是实施“十四五”规划承前启后的关键一年。

根据国家统计局发布数据，全年国内生产总值1210207亿元，按不变价格计算，比上年增长3.0%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.8%，二季度增长0.4%，三季度增长3.9%，四季度增长2.9%。从环比看，四季度国内生产总值与三季度持平。

分产业看，第一产业增加值88345亿元，比上年增长4.1%；第二产业增加值483164亿元，增长3.8%；第三产业增加值638698亿元，增长2.3%。

工业生产持续发展，高技术制造业和装备制造业较快增长，全年全国规模以上工业增加值比上年增长3.6%。12月份，规模以上工业增加值同比增长1.3%，环比增长0.06%。1-11月份，全国规模以上工业企业实现利润总额77180亿元，同比下降3.6%。

服务业保持恢复，现代服务业增势较好，全年服务业增加值同比增长2.3%。12月份，服务业生产指数同比下降0.8%，降幅比上月收窄1.1个百分点。1-11月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长3.9%。

固定资产投资平稳增长，高技术产业投资增势较好，全年全国固定资产投资（不含农户）比上年增长5.1%。12月份，固定资产投资



(不含农户) 环比增长 0.49%。

货物进出口较快增长, 贸易结构持续优化, 全年货物进出口总额比上年增长 7.7%。其中, 出口 239654 亿元, 增长 10.5%; 进口 181024 亿元, 增长 4.3%。进出口相抵, 贸易顺差 58630 亿元。一般贸易进出口增长 11.5%, 占进出口总额的比重为 63.7%, 比上年提高 2.2 个百分点。

社会消费品零售总额人民币 439,733 亿元, 比去年下降 0.2%。基本生活类消费稳定增长, 其中限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长 8.7%、5.3%。全年居民消费价格(CPI)比去年上涨 2.0%, 其中粮食价格上涨 2.8%, 物价保持平稳运行。全年全国居民人均可支配收入人民币 36,883 元, 比去年名义增长 5.0%, 扣除价格因素实际增长 2.9%, 与经济增长基本同步。

2. 乳制品行业分析

农业和乳制品行业方面, 全年粮食增产丰收, 畜牧业生产稳定增长, 全年全国粮食总产量达 68,653 万吨, 比上年增加 368 万吨, 增长 0.5%。受外部环境影响乳制品消费增速下滑, 2022 年全国规模以上乳制品制造企业产量达到 3,117.7 万吨, 同比增长 2.0%。进口方面, 我国进口的各类乳制品总量均较去年有明显下降, 随着进口乳制品成本的上升以及国内乳制品高端化的发展, 国内奶源自给率的上升趋势加快。2022 年我国乳制品进口量减额增, 共计进口各类乳制品 327.2 万吨, 同比减少 17.1%, 折合生鲜乳 1,917 万吨, 同比下降 14.9%, 累计进口金额约人民币 926.8 亿元, 同比增长 3.6%。据中国海关统



计，2022年合计进口大包粉103.5万吨，同比减少18.8%，进口乳清类产品60.6万吨，同比减少16.2%，进口包装牛奶72.2万吨，同比下降27.5%。

根据Euromonitor(欧睿)数据2017年至2022年中国乳制品及替代品市场零售规模的年均复合增长率为4.03%，于2022年达到约6,600亿元。其中，婴儿食品零售规模约2001.4亿元，乳制品零售规模约4191.5亿元，植物基乳制品零售规模406.8亿元。整个乳制品及替代品市场零售规模预计将于2027年达到7,847亿元，替代品市场预计占比仍较少，原料奶需求预期持续稳定上涨。

(三)技术思路

1. 上市公司比较法

本次采用上市公司比较法对中国圣牧于基准日的股价进行估值分析的主要思路是：

(1) 可比公司的选取

被估值企业中国圣牧以奶牛养殖，生产和销售高端沙漠有机原料奶、优质非有机原料奶为主要业务，本次估值以在港股恒生行业分类中与中国圣牧同分类（恒生行业分类—必需性消费—食物饮品—乳制品）的香港主板上市公司作为可比公司。经查询及筛选，选择了6家香港主板上市公司作为比较对象。具体情况见表4：

表4 可比公司选取

序号	证券代码	证券简称	公司性质
1	1117.HK	现代牧业	香港主板上市公司



序号	证券代码	证券简称	公司性质
2	1431.HK	原生态牧业	
3	1717.HK	澳优	
4	2319.HK	蒙牛乳业	
5	6186.HK	中国飞鹤	
6	9858.HK	优然牧业	

(2) 价值比率的确定

在市场法估值中所采用的价值比率一般有市盈率（PE）、市净率（PB）、市销率（PS）、企业价值比率（EV/EBITDA、EV/NOPAT）等；通过分别对市场上述价值比率的相关性分析结果如下：

表 5 价值比率相关性分析

指标	PB	PE	PS	EV/EBITDA	EV/NOPAT
相关系数	0.9764	0.9071	0.9569	0.9191	0.9734
相关性	强正相关	强正相关	强正相关	强正相关	强正相关

考虑到各上市公司间的产品定位和毛利存在差异且有形资产占比均较高，故选择适用性较强的市净率 PB 作为比准价值比率。

因该行业的香港上市公司定期报告中会披露“生物资产公允价值变动”，即涵盖乳品行业的奶牛公允价值变动，而税后净营业利润 NOPAT 的计算调整过程中允许我们基于重要性原则考虑加回该部分价值变动，可更加公允地衡量和比较标的公司与可比公司间的经营成果，故同时选择 EV/NOPAT 作为比准价值比率。

各可比公司 PB 和 EV/NOPAT 的如下：

单位：人民币亿元

股票代码	公司简称	总市值	归属于母公司 股东权益	PB	EV	NOPAT	EV/ NOPAT
1117.HK	现代牧业	70.00	112.64	0.62	181.31	27.25	6.65
1431.HK	原生态牧业	9.43	50.88	0.19	12.03	4.83	2.49
1717.HK	澳优	67.37	56.47	1.19	62.60	10.50	5.96
2319.HK	蒙牛乳业	1,250.70	400.99	3.12	1,684.75	92.56	18.20
6186.HK	中国飞鹤	538.77	239.86	2.25	473.38	45.96	10.30
9858.HK	优然牧业	73.23	130.64	0.56	298.39	32.47	9.19
1432.HK	中国圣牧	24.33	40.55	0.60	40.60	9.07	4.48



其中，NOPAT 根据港股财报科目计算方式为：

$$\begin{aligned} \text{NOPAT} &= \text{除税前溢利} + \text{融资成本} + \text{折旧及摊销总额} - \text{其他收益及亏损净额} \\ &\quad - \text{所得税开支} + \text{预期信贷亏损模型下减值亏损} \& \text{生物资产公允价值变动减销售成本} \end{aligned}$$

(3) 与可比公司间的比较量化

本次估值参考中联资产评估集团有限公司开发的上市公司业绩评价体系，对中国圣牧及各可比公司进行业绩评价，并给出相应的分值，并假设股票市场价值与业绩评价分值正相关，在此基础上进行比较量化。

(4) 计算比准价值比率

通过溢余资产（负债）的修正计算得到可比公司的调整后价值比率，在此基础上通过各可比公司与中国圣牧的比较量化得出各可比公司的比准价值比率。

(5) 计算得到基准日中国圣牧股价的估值

将以上得到的各比准价值比率进行平均，得出被估值企业的比准价值比率，再结合基准日估值对象的实际价值比率以及股价，得到中国圣牧于基准日的比准股价。最后根据基准日已发行股份总数得到中国圣牧的股东全部权益价值。

2. 交易案例比较法

本次采用交易案例比较法对中国圣牧于基准日的股价进行估值分析的主要思路是：

(1) 选择可比交易

综合被估值企业经营业务、资产规模、上市地位等因素，在公开平台上可查询且已完成的并购案例。原则上选择接近基准日的可比交



易案例。

(2) 价值比率的选取

根据交易案例披露财务数据的详尽程度和可用性，同时参考被估值企业所处行业并购事件较为通行的价值比率进行选取。

(3) 估值计算

根据各交易案例的价值比率进行平均，得出被估值企业的比准价值比率，再结合基准日估值对象的实际价值比率以及股价，得到中国圣牧于基准日的比准股价。最后根据基准日已发行股份总数得到中国圣牧的股东全部权益价值。

(四) 计算过程

1. 上市公司比较法

(1) 差异评价

本次估值主要从企业的企业生命周期、业务结构、偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力等方面对估值对象与可比公司间的差异进行量化，具体量化对比思路如下：分别对下列因素进行定性或定量的差异评价与调整。

1) 业务结构差异评价与调整

标的公司与可比上市公司处于同一市场，不同公司间业务纵向布局存在差异，根据业务结构和产业链不同环节产品或整体的毛利表现等因素进行评价。

股票代码	公司简称	销售毛利率	业务结构
1117.HK	现代牧业	3.09%	原料奶、饲料业务，联营合营企业涉及液态奶生产，整体毛利较低



股票代码	公司简称	销售毛利率	业务结构
1431.HK	原生态牧业	24.96%	原料奶, 毛利较低
1717.HK	澳优	43.52%	奶粉, 产业下游高毛利产品, 无自有牧场
2319.HK	蒙牛乳业	35.30%	行业龙头, 全产业链
6186.HK	中国飞鹤	65.46%	原料奶、产业下游高毛利产品
9858.HK	优然牧业	6.05%	原料奶、饲料、育种, 但毛利较低
1432.HK	中国圣牧	31.88%	原料奶, 毛利较高 (成品奶产品市场尚待拓展)

2) 生命周期差异评价与调整

企业的生命周期主要分为四类：初创期、成长期、成熟期和衰退期，由于初创期企业处于争得占有率的地位，存在较大的风险，成长期企业处于保持地位、保持占有率的阶段，成熟期企业处于稳定阶段，衰退期企业处于耗用潜力逐步退出阶段；标的公司与可比公司的生命周期都处于成熟期。

3) 财务指标差异评价与调整

本次估值主要从企业的偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力等方面对估值对象与可比公司间的差异进行量化，具体量化对比思路如下：

①选取能反映偿债能力、营运能力、盈利能力、成长能力的财务指标并对市值进行相关性分析，得出作为对比分析的财务指标。最终选取以下财务指标用于分析评价可比公司及被估值企业的因素：

股票代码	公司简称	偿债能力	营运能力	盈利能力	成长能力
		营业利润/ 流动负债	存货周转率	净资产收益率 ROE	营业利润 (同比增长率)
1117.HK	现代牧业	6.84%	4.2780	4.99%	-41.94%
1431.HK	原生态牧业	1.37%	2.3573	0.45%	-85.45%
1717.HK	澳优	7.21%	1.9985	3.83%	-72.20%
2319.HK	蒙牛乳业	18.38%	8.2292	13.22%	17.75%
6186.HK	中国飞鹤	89.55%	3.9615	20.60%	-31.04%
9858.HK	优然牧业	2.57%	4.2212	3.18%	-75.62%
1432.HK	中国圣牧	17.62%	2.4301	10.27%	-12.25%
与市值的相关系数		0.3622	0.8866	0.6943	0.9349



②将各可比公司及中国圣牧各项财务指标进行比较，根据相关系数大小赋予权重并计算出相应得分和调整系数

根据对标的公司和可比公司财务指标的统计分析，设置优秀、良好、中位、较低、较差五个级次，并赋予各个级次对应的基础得分，各档次基础分以及可比指标各级次评分参照表如下：

分档及各档次得分表

级次	标准	基础分
优秀值	高于良好值的中位数	100
良好值	高于中位数的中位数	95
中位数	等于行业中位数	90
较低值	低于中位数的中位数	85
较差值	低于较低值的中位数	80

可比指标各级次评分参照表

指标名称	偿债能力	营运能力	盈利能力	成长能力
	营业利润/ 流动负债	存货周转率	净资产收益率 ROE	营业利润 同比增长率
较差值	1.37%	2.00	0.45%	-85.45%
较低值	2.57%	2.36	3.18%	-75.62%
中位数	7.21%	3.96	4.99%	-41.94%
良好值	18.38%	4.28	13.22%	-12.25%
优秀值	89.55%	8.23	20.60%	17.75%

当被评价的指标值处于某区间时，根据以下方式计算其得分：

$$\text{得分} = (\text{指标值} - \text{区间下限}) \div \text{间距} \times \text{级差} + \text{区间下限基础分}$$

标的公司与各可比公司相应得分和调整系数如下：

股票代码	公司简称	偿债能力	营运能力	盈利能力	成长能力	调整系数
1117.HK	现代牧业	90	95	90	90	1.0007
1431.HK	原生态牧业	80	85	80	80	1.1237
1717.HK	澳优	90	80	87	86	1.0769
2319.HK	蒙牛乳业	95	100	95	100	0.9325
6186.HK	中国飞鹤	100	90	100	92	0.9703
9858.HK	优然牧业	85	94	85	85	1.0462
1432.HK	中国圣牧	95	85	93	95	/
权重		0.13	0.31	0.24	0.32	



(2) 差异评价结果

差异评价调整中业务结构和生命周期采用打分法进行, 打分结果和调整乘数结果如下:

项目	业务结构		生命周期	
	评分	调整系数	评分	调整系数
现代牧业	100	1.0000	100	1.0000
原生态牧业	95	1.0526	100	1.0000
澳优	100	1.0000	100	1.0000
蒙牛乳业	115	0.8696	100	1.0000
中国飞鹤	110	0.9091	100	1.0000
优然牧业	100	1.0000	100	1.0000
中国圣牧	100	/	100	/

可比公司	差异调整			比准系数 $\prod A_i$
	业务结构	生命周期	财务指标	
	A1	A2	A3	
现代牧业	1.0000	1.0000	1.0007	1.0007
原生态牧业	1.0526	1.0000	1.1237	1.1828
澳优	1.0000	1.0000	1.0769	1.0769
蒙牛乳业	0.8696	1.0000	0.9325	0.8108
中国飞鹤	0.9091	1.0000	0.9703	0.8821
优然牧业	1.0000	1.0000	1.0462	1.0462

(3) 标的公司的比率乘数

股票代码	公司简称	PB	EV/NOPAT	比准系数	比准PB	比准EV/NOPAT
1117.HK	现代牧业	0.62	6.65	1.0007	0.62	6.66
1431.HK	原生态牧业	0.18	2.49	1.1828	0.22	2.94
1717.HK	澳优	1.18	5.96	1.0769	1.28	6.42
2319.HK	蒙牛乳业	3.10	18.20	0.8108	2.51	14.76
6186.HK	中国飞鹤	2.23	10.30	0.8821	1.97	9.09
9858.HK	优然牧业	0.56	9.19	1.0462	0.58	9.61
均值					1.19	8.25
中位数					0.95	7.87

(4) 比准价值计算

基准日中国圣牧市净率为 0.60, 港股同行业上市公司比准市净率均值为 1.19, 比准市净率中位数为 0.95。根据公式



比准价值 = 比准市净率 × 基准日归母净资产

采用比准市净率均值修正后的比准价值=

$1.19 \times 40.55 = 48.25$ 亿人民币

采用比准市净率中位数修正后的比准价值=

$0.95 \times 40.55 = 38.52$ 亿人民币

基准日中国圣牧 EV/NOPAT 为 4.48，港股同行业上市公司比准 EV/NOPAT 均值为 8.25，比准 EV/NOPAT 中位数为 7.87。根据公式

比准价值 = 比准 EV/NOPAT × NOPAT - 付息负债 + 货币资金

采用比准 EV/NOPAT 均值修正后的比准价值=

$8.25 \times 9.07 - 18.40 + 4.20 = 60.63$ 亿人民币

采用比准 EV/NOPAT 中位数修正后的比准价值=

$7.87 \times 9.07 - 18.40 + 4.20 = 57.18$ 亿人民币

2. 交易案例比较法

(1) 选择可比交易

综合被估值企业经营业务、资产规模、上市地位等因素，并原则上选择接近基准日的可比交易案例，最终筛选出如表 6 所示的可比交易案例。因时间交易案例均为当期中报截止日后进行，且收购后当期归属于母公司股东利润均有较高增长，不能以中报数据简单年化，故采用市净率 PB 和对主要经营牧场的企业较为通行的 EV/牛头数指标作为估值的比准指标。



表 6 可比交易案例

时间	收购方	标的	标的 100%股权 对价 (亿港元)	PB	EV/牛头数
2020/7/28	蒙牛	中国圣牧 (1432.HK)	27.19	0.98	4.61
2019/7/19	新希望	现代牧业 (1117.HK)	76.38	1.03	5.22
2020/9/27	伊利	中地乳业 (1492.HK)	26.43	1.04	5.21
均值				1.02	5.02

数据来源为相关上市公司公告

(2) 估值计算

基准日中国圣牧市净率为 0.60, 可比交易案例市净率均值为 1.02, 根据公式

$$\text{比准价值} = \text{比准市净率} \times \text{基准日归母净资产}$$

采用可比交易案例市净率均值计算的比准价值=

$$1.02 \times 40.55 = 41.36 \text{ 亿人民币}$$

基准日中国圣牧 EV/牛头数为 3.33, 可比交易案例 EV/牛头数均值为 5.02, 根据公式

$$\text{比准股价} = \text{比准 EV/牛头数} \times \text{基准日牛头数} - \text{付息负债}$$

$$+ \text{货币资金}$$

采用可比交易案例 EV/牛头数均值计算的比准价值=

$$5.02 \times 13.63 - 18.40 + 4.20 = 54.22 \text{ 亿人民币}$$

五、估值结论

综上, 本次估值中国圣牧股东全部权益价值于基准日 2022 年 12 月 31 日的价值区间为 38.52 亿人民币至 60.63 亿人民币。按基准日港元/人民币中间价 1 港元=0.89327 人民币换算, 中国圣牧股东全部权益价值区间为 43.12 亿港元至 67.87 亿港元。



六、估值结果分析

2022年，国内生鲜乳价格较去年同期有所回落，平均奶价降幅约4.3%。中国圣牧凭借有机原料奶的独特性和优质性，销售价格维持稳定，全年原料奶销售价格为人民币5.0元/KG，较去年同期的平均价格人民币5.1元/KG下降人民币0.1元/KG，下降幅度为2.0%。成乳牛年单产从2021年的10.27吨/头提升至2022年的10.52吨/头，成乳牛年单产的增加很好的提升了该公司整体的收入规模和盈利能力，2022年实现了原奶销售总量635,451吨，较去年同期增加8.7%，其中有机原奶销量为457,688吨，较去年同期增加15.9%，占原奶销售总量的72.0%，较去年同期提升4.5个百分点，有机原奶销售占比的提升进一步增强了该公司的整体盈利能力。

2022年因全球通胀以及俄乌战争的影响，饲料价格持续上涨，奶牛养殖所需的主要饲草料包括玉米及豆粕的市场价格平均涨幅超过了两位数。2022年中国圣牧的公斤奶销售成本人民币3.40元/KG，其中公斤奶饲料成本人民币2.71元/KG，较同期上涨人民币0.11元/KG，通过提升高价值产品占比以优化盈利结构，在行业毛利率普遍下降的背景下，抑制了毛利率的降幅。2022年毛利率为31.9%，较去年同期下降3.8个百分点。

虽然国内乳制品消费的增速在2022年有所下滑，但行业高端化的发展趋势明显，高端有机乳制品的消费增速依然可观。有机原奶行业竞争壁垒高、扩产难度大，中国圣牧2022年的有机原奶总产量达到468,505吨，持续保持国内有机原奶市场的领先地位。



根据淘宝天猫、商业评论和清渠数智联合发布的《淘宝 2022 年乳制品趋势白皮书》分析,乳制品行业高端化趋势明显,技术高端化、奶源高端化、营养强化、区域特色优势成为趋势主导。就奶源高端化和营养强化两方面,限定有机牧场成为企业核心竞争力,有机、A2、娟姗等稀缺特色奶种作用于提升奶源品质,产品蛋白含量提高,DHA、GABA、益生菌等专业成分的添加满足更多营养需求。中国圣牧经营的有机原料奶业务正符合这一发展趋势。

综合以上分析,中国圣牧主营业务存在增长点,行业趋势可支撑有机原料奶及其制品的市场规模扩大。中国圣牧是目前国内有机原料奶的龙头企业,于该细分领域布局较早,有机牧场数量较多且非有机牧场逐步转化中,支撑其有机原料奶供应能力并巩固品牌和地位优势。同时,中国圣牧于二级市场的交易活跃程度明显低于同行业上市公司,其股价或不能充分体现其股东全部权益价值。故估值分析结果高于基准日市值具有一定合理性。



第四部分 特别事项说明

一、特别事项提示

1、本次估值结论是在已取得资料基础上，结合估值人员专业判断做出的，受制于资料不完整及无法进行现场尽职调查工作，估值结论并不涉及到估值人员和估值机构对该项目的所对应的经济行为做出任何判断，估值结论可能与中国圣牧真实市场价值存在差异，提请报告使用各方给予充分关注。

2、本次估值未考虑大宗交易折扣以及控制权溢价的因素。

3、由于信息披露获取的原因，本次估值基准日距今时间较长，中国圣牧基准日后股价波动较大，请报告使用人充分关注基准日后中国圣牧的股价波动情况以及对应的股份市值变动情况。

二、股价波动事项提示

考虑到受外部市场变化、投资者偏好和交易活跃度等因素的影响，估值对象及可比上市公司的交易价格存在一定的波动，基准日（取基准日前最近交易日即 2022 年 12 月 30 日）收盘价及报告出具日收盘价如下：

股票代码	公司简称	收盘价（港元/股）		区间涨跌幅
		2022/12/31	2023/9/7	
1117.HK	现代牧业	0.990	0.750	-24.24%
1431.HK	原生态牧业	0.225	0.119	-47.11%
1717.HK	澳优	4.190	3.130	-25.30%
2319.HK	蒙牛乳业	35.400	26.600	-24.86%
6186.HK	中国飞鹤	6.640	4.710	-29.07%



股票代码	公司简称	收盘价（港元/股） 2022/12/31	收盘价（港元/股） 2023/9/7	区间涨跌幅
9858.HK	优然牧业	2.160	1.490	-31.02%
1432.HK	中国圣牧	0.325	0.260	-20.00%

请报告使用人关注基准日后的股价波动情况，合理参考本次估值结论。

三、其他需要说明的事项

1、本次估值是对委估资产价值的专业判断，其估价分析和结论仅供委托人作价参考。本次估值范围及采用的数据、报表及有关资料通过公开渠道获取。估值人员和估值机构的法律责任是对本报告所述估值目的下的资产价值量做出专业判断，并不涉及到估值人员和估值机构对该项估值目的所对应的经济行为做出任何判断。

2、本次估值结果是依据本次估值目的，以持续使用和公开市场为前提，确定的现行市场价值，没有考虑将来可能承担的抵押、担保事宜，以及特殊的交易方式可能追加付出的价格等对其估值的影响，也未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。

3、本次估值的目的是对估值对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

4、被估值企业财务数据是收集于公开市场的财务报告审计数据，估值机构无法核实上述数据的准确性，如上述数据与被估值企业实际数据有较大差异，本估值结论将自动失效。



5、本估值报告的观点仅基于对已公开披露财务信息的分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。本估值报告亦不对潜在收购事件完成或失败后标的公司的交易价值或股价做出评价。上述因素超出了本估值报告的考察范围和职责范围。



第五部分 估值报告使用限制说明

1、估值报告使用人应当正确理解和使用估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

2、本估值报告只能用于估值报告载明的用途，不得用于其他目的。

3、本估值报告仅供估值报告载明的报告使用人使用，对于本报告载明的使用人以外的其他任何单位和外人使用本估值报告而造成的损失，本公司不承担任何责任。

4、除法律、行政法规、部门规章或上市公司监管机构规定以及委托合同约定的事项外，未征得本机构的同意，估值报告的全部或部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体；对于因未按照约定或征得本机构同意，摘抄、引用或披露本报告的全部或部分内容而造成的任何法律后果均与本公司无关。

5、报告使用人根据基准日后资产状况和市场状况的变化，合理确定估值结论和估值结论的有效使用期限。如果资产状况、市场状况与基准日相关状况相比发生重大变化，委托人应当委托估值机构执行分析更新业务或者重新进行估值。



(此页无正文)



中联资产评估集团四川有限公司

估值人员：蒋钟宇

估值人员：左维鑫

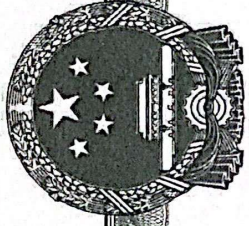
二〇二三年九月七日



附件

- 1.中联资产评估集团四川有限公司企业法人营业执照(复印件)。





营业执照

(副本)

统一社会信用代码

91510100MA68NP6K0H



扫描二维码登录“国家企业信用信息公示系统”了解更多登记、备案、许可、监管信息。

名称 中联资产评估集团四川有限公司

类型 其他有限责任公司

法定代表人 郑冰

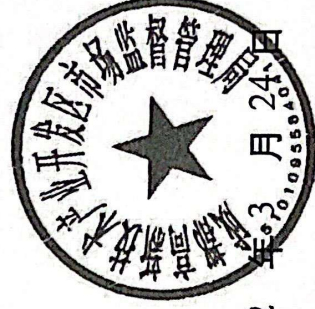
经营范围 许可项目：互联网信息服务（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）一般项目：资产评估；房地产评估；土地调查评估服务；信息技术咨询服务（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

注册资本 壹佰万元整

成立日期 2020年03月25日

营业期限 2020年03月25日至长期

住所 中国（四川）自由贸易试验区成都高新区天府大道北段1700号1栋2单元16层1608号



登记机关

2022

年03月24日

项目自2023.9.1

无效