

中信建投证券股份有限公司
对浙江海正药业股份有限公司
关于中国证券监督管理委员会上市
公司并购重组审核委员会审核意见
的回复
之
专项核查意见

独立财务顾问：中信建投证券股份有限公司



二〇二一年一月

中国证券监督管理委员会：

2020年12月25日，经贵会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）2020年第54次会议审核，浙江海正药业股份有限公司（以下简称“上市公司”、“海正药业”或“公司”）发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易获有条件通过。

根据并购重组委会后二次审核意见，中信建投证券股份有限公司（以下简称“中信建投证券”或“独立财务顾问”）作为海正药业发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易（以下简称“本次交易”）的独立财务顾问，本着勤勉尽责、诚实守信的原则，对所涉及的事项进行了核查并出具了核查意见，现提交贵会，请予审核。

在本回复中，除非文义载明，相关简称与《重组报告书》中“释义”所定义的词语或简称具有相同的含义。

问题1：请申请人补充说明标的资产报告期内政府补助和税收优惠情况，包括所获取的所有政府补助和税收优惠、相关依据、具体核算情况、政府补助和税收优惠是否为非经常性损益、相关核算是否符合《企业会计准则》的有关规定。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、报告期内政府补助和税收优惠总体情况

报告期内，标的公司政府补助和税收优惠情况如下：

单位：万元

项 目	2020年1-6月	2019年度	2018年度	是否为非经常性损益
政府补助	470.87	3,138.29	8,980.26	非经常性损益
税收优惠	3,494.25	2,135.05	3,956.32	
所得税税收优惠	3,349.91	1,955.30	3,956.32	经常性损益
增值税税收优惠	144.35	179.75		非经常性损益
合 计	3,965.13	5,273.34	12,936.58	

二、标的公司政府补助具体情况

（一）明细情况

1、2020年1-6月

（1）与资产相关的政府补助

单位：万元

项 目	期初递延收益	本期新增补助金额	本期摊销	期末递延收益	本期摊销列报项目	补助确认依据
2017年工业转型升级(中国制造2025)资金(部门预算)重点项目-短缺药供应保障能力提升补助	1,108.33		50.00	1,058.33	其他收益	建设小品种药品集中生产基地补助资金
注射剂扩建生产项目	351.12		-	351.12		《关于公布2018年(第二批)杭州市重点技术改造投资项目的通知》(杭经信投资〔2018〕90号)
用于质量控制和产品溯源的药品生产包装环节	100.00		9.35	90.65	其他收	《关于公布2019年(第二批)杭州市集成电路产业发展专

LIMS(实验室管理)系统建设项目					益	项项目名单的通知》(杭经信电子(2019)113号)
年产一亿片固体口服制剂生产线技术改造		192.66	1.46	191.20	其他收益	《区经济和信息化局 区财政局关于下达2020年(2019年度)“新制造业”工业项目设备投入补助的通知》(富经信财(2020)41号)
小 计	1,559.45	192.66	60.81	1,691.3		

(2) 与收益相关,且用于补偿已发生的相关成本费用或损失的政府补助

单位:万元

项 目	金额	列报项目	补助确认依据
生物医药产业发展项目专项资金	300.00	其他收益	杭州市富阳区经济和信息化局、杭州市富阳区财政局《区经济和信息化局 区财政局关于拨付2019年杭州市生物医药产业发展项目财政资助资金的通知》(富经信财(2020)28号)
2020年度新制造业扶持资金	50.00	其他收益	杭州市富阳区经济和信息化局、杭州市富阳区财政局《关于拨付2020年区“新制造业计划”扶持资金项目财政补助(技术中心、上云标杆、智能工厂)的通知》(富经信财(2020)8号)
上海市失业保险稳岗返还	26.29	其他收益	上海市人力资源和社会保障局、上海市财政局、上海市发展和改革委员会、上海市经济和信息化委员会《关于做好失业保险支持企业稳定岗位工作有关问题的通知》(沪人社就发(2015)29号)
现代服务业专项资金	25.00	其他收益	徐汇区商务委员会《加快徐汇区现代服务业高端化集群化国际化发展的扶持意见》(徐商务发(2017)53号)
2020年浙江省医药生产能力储备项目专项资金	8.00	其他收益	杭州市富阳区经济和信息化局、杭州市富阳区财政局《区经济和信息化局 区财政局关于拨付2020年度浙江省医药生产能力储备项目财政专项资金的通知》(富经信财(2020)25号)
知识产权保护与管理专项资金等补助	0.78	其他收益	杭州市富阳区市场监督管理局、杭州市富阳区财政局《关于拨付2019年浙江省第三批知识产权保护与管理专项资金的通知》(富市监(2020)11号)等
小 计	410.07		

2、2019年度

(1) 与资产相关的政府补助

单位:万元

项 目	期初递延收益	本期新增补助金额	本期摊销	期末递延收益	本期摊销列报项目	补助确认依据
2017年工业转型升级(中国制造2025)资金(部门预算)重点项目-短缺药	1,200.00		91.67	1,108.33	其他收益	建设小品种药品集中生产基地补助资金

供应保障能力提升补助					
注射剂扩建生产项目		351.12		351.12	《关于公布2018年(第二批)杭州市重点技术改造投资项目的通知》(杭经信投资(2018)90号)
用于质量控制和产品溯源的药品生产包装环节LIMS(实验室管理)系统建设项目		100.00		100.00	《关于公布2019年(第二批)杭州市集成电路产业发展专项项目名单的通知》(杭经信电子(2019)113号)
小计	1,200.00	451.12	91.67	1,559.45	

(2) 与收益相关,且用于补偿已发生的相关成本费用或损失的政府补助

单位:万元

项目	金额	列报项目	补助确认依据
企业发展专项资金	1,683.00	其他收益	拨付用于支持企业服务外包、人才引进、职业培训、团队建设、市场拓展等的支出
浙江省仿制药质量和疗效一致性评价省级奖补资金	600.00	其他收益	杭州市富阳区市场监督管理局、杭州市富阳区财政局《关于下达浙江省仿制药质量和疗效一致性评价省级奖补资金的通知》(富市监(2019)40号 富财企(2019)348号)
2018年杭州市生物医药产业发展项目财政资助资金	300.00	其他收益	杭州市富阳区经济和信息化局、杭州市富阳区财政局《关于拨付2018年杭州市生物医药产业发展项目财政资助资金的通知》(富经信财(2019)27号 富财企(2019)522号)
2018年杭州市企业研发经费补助	150.00	其他收益	杭州市富阳区科学技术局、杭州市富阳区财政局《关于下达2018年富阳区科技项目等财政补助资金的通知》(富科(2019)27号 富财企(2019)355号)
2019年富阳区企业研发经费投入财政补助	100.00	其他收益	杭州市富阳区科学技术局、杭州市富阳区财政局《关于拨付2019年富阳区企业研发经费投入财政补助的通知》(富科(2019)73号)
2018年杭州市中小微企业研发费用投入补助资金	50.00	其他收益	杭州市富阳区科学技术局、杭州市富阳区财政局《关于拨付2018年杭州市中小微企业研发费用投入补助资金的通知》(富科(2019)15号 富财企(2019)129号)
2018年杭州市政府质量奖	50.00	其他收益	杭州市人民政府办公厅《关于2018年杭州市政府质量奖评审结果的通报》(杭政办函(2018)155号)
2019年富阳区标准化和品牌建设等项目财政专项奖励资金	30.00	其他收益	杭州市富阳区市场监督管理局、杭州市富阳区财政局《关于下达2019年富阳区标准化和品牌建设等项目财政专项奖励资金的通知》(富市监(2019)94号)
稳岗补贴	20.63	其他收益	上海市人力资源和社会保障局、上海市财政局、上海市发展和改革委员会、上海市经济和信息化委员会《关于做好失业保险支持企业稳定岗位工作有关问题的通知》(沪人社就发(2015)29号)

2018、2019浙江省医药生产能力和储备项目财政专项资金	20.00	其他收益	杭州市富阳区经济和信息化局、杭州市富阳区财政局《关于拨付2018年、2019年浙江省医药生产能力和储备项目财政专项资金的通知》(富经信财〔2019〕33号 富财企〔2019〕608号)
富阳区开放型经济财政专项资金	15.00	其他收益	杭州市富阳区商务局 杭州市富阳区财政局《关于做好2019年开放型经济财政扶持项目(培育服务贸易和扩大对外开放类)申报工作的通知》(富商务〔2019〕23号 富财企〔2019〕366号)
2018年开放型经济财政扶持项目	15.00	其他收益	杭州市富阳区商务局、杭州市富阳区财政局《关于做好2018年开放型经济财政扶持项目申报工作的通知》(富商务〔2018〕33号)(富财企〔2018〕503号)
2018年富阳区标准化和品牌建设等项目财政专项奖励资金	10.00	其他收益	杭州市富阳区市场监督管理局、杭州市富阳区财政局《关于下达富阳区 2018 年工业科技项目(奖励类)财政补助资金的通知》(富市监〔2019〕3 号 富财企〔2019〕1 号)
发明专利专项补助	3.00	其他收益	杭州市富阳区市场监督管理局《拟兑现2018年富阳区授权发明专利专项资助经费公示》
小 计	3,046.63		

3、2018年度

(1) 与资产相关的政府补助

单位：万元

项 目	期初递延收益	本期新增补助	本期摊销	期末递延收益	本期摊销列报项目	补助确认依据
2017年工业转型升级(中国制造2025)资金(部门预算)重点项目-短缺药供应保障能力提升补助	1,200.00			1,200.00		建设小品种药品集中生产基地补助资金

(2) 与收益相关，且用于补偿已发生的相关成本费用或损失的政府补助

单位：万元

项 目	金额	列报项目	补助确认依据
财政专项奖励资金	6,946.88	其他收益	杭州市富阳区财政局、杭州市富阳区经济和信息化局《关于下达海正辉瑞制药有限公司等两家企业2016和2017年度财政专项奖励资金的通知》(富财企〔2018〕413号)
企业发展专项资金	1,737.00	其他收益	拨付用于支持企业服务外包、人才引进、职业培训、团队建设、市场拓展等的支出
房产税退税	285.39	其他收益	《浙江省地方税务局关于贯彻省委推进创业富民创新强省决定的实施意见》新办的高新技术企业和连锁经营超市，自新办之日起一至三年内，报经地税部门批准，可免征房产税

2018年工业科技项目 (奖励类)财政补助资金 等补助	10.99	其他收 益	富科〔2018〕53号、富财企〔2018〕1051号等
小 计	8,980.26		

(二) 具体会计处理情况

根据《企业会计准则第 16 号——政府补助》第八条“与资产相关的政府补助，应当冲减相关资产的账面价值或确认为递延收益。与资产相关的政府补助确认为递延收益的，应当在相关资产使用寿命内按照合理、系统的方法分期计入损益”；第十一条“与企业日常活动相关的政府补助，应当按照经济业务实质，计入其他收益或冲减相关成本费用”。

标的公司在收到上述补助时判断其是否为取得的、用于购建或以其他方式形成长期资产的政府补助，若属于收到资产相关的政府补助，则确认为递延收益，并在相关资产使用寿命内按照合理的方法分期计入其他收益。若不属于与资产相关的政府补助则划分为与收益相关的政府补助。如用于补偿以后期间的相关成本费用或损失的，确认为递延收益，在确认相关成本费用或损失的期间，计入当期损益或冲减相关成本；如用于补偿已发生的相关成本费用或损失的，直接计入当期损益或冲减成本费用。标的公司对收到的政府补助会计处理符合《企业会计准则》的相关要求。

三、标的公司税收优惠具体情况

(一) 所得税税收优惠情况

单位：万元

项 目	2020年1-6月	2019年度	2018年度
当期应纳税所得额	334,990,615.23	195,530,178.86	395,631,996.20
优惠税率	10%	10%	10%
税收优惠金额	33,499,061.52	19,553,017.89	39,563,199.62

注：优惠税率=法定税率(25%)-高新技术企业优惠税率(15%)

根据全国高新技术企业认定管理工作领导小组办公室下发的《关于浙江省2017年第一批高新技术企业备案的复函》(国科火字〔2017〕201号)，标的公司主体瀚晖制药有限公司于2017年度通过高新技术企业认证，并取得编号为GR201733003104的高新技术企业证书，认定有效期为2017-2019年度，2018年度

及2019年度减按15%的税率计缴企业所得税。根据国家税务总局《关于实施高新技术企业所得税优惠政策有关问题的公告》（国家税务总局公告2017年第24号）第一条规定，企业的高新技术企业资格期满当年，在通过重新认定前，其企业所得税暂按15%的税率预缴，2020年1-6月减按15%的税率计缴企业所得税。

标的公司主体瀚晖制药有限公司申报期内均属于高新技术企业，适用15%的优惠税率，会计核算按照适用税率15%计提并计入当期所得税费用，于年度汇算清缴按照15%的税率计缴企业所得税，对于所得税法定税率与优惠税率差额部分直接体现在当期所得税费用金额中，属于经常性损益，符合《企业会计准则》的相关要求。

（二）增值税税收优惠情况

单位：万元

项目	2020年1-6月	2019年度	2018年度
当期可抵扣进项税额	1,443.45	1,797.47	
加计抵减比例	10%	10%	
税收优惠金额	144.35	179.75	

根据财政部、国家税务总局、海关总署2019年第39号文的规定，自2019年4月1日至2021年12月31日，允许生产、生活性服务业纳税人按照当期可抵扣进项税额加计10%，抵减应纳税额，标的公司子公司辉正(上海)医药科技有限公司适用该项政策。

关于《关于深化增值税改革有关政策的公告》适用《增值税会计处理规定》有关问题的解读中明确“生产、生活性服务业纳税人取得资产或接受劳务时，应当按照《增值税会计处理规定》的相关规定对增值税相关业务进行会计处理；实际缴纳增值税时，按应纳税额借记‘应交税费——未交增值税’等科目，按实际纳税金额贷记‘银行存款’科目，按加计抵减的金额贷记‘其他收益’科目”。考虑到该项优惠政策属于偶发性业务，辉正(上海)医药科技有限公司将其分类至其他符合非经常性损益定义的损益项目作为非经常性损益列报。辉正(上海)医药科技有限公司对增值税进项税加计扣除税收优惠计入其他收益，符合《企业会计准则》的相关要求。

四、中介机构核查意见

针对标的公司报告期政府补助和税收优惠情况，独立财务顾问实施了以下主要核查程序：

（一）获取标的公司对于政府补助和税收优惠确认和计量的相关会计政策及具体会计核算情况，确认是否符合《企业会计准则》的相关要求；

（二）检查标的公司申报期内与政府补助有关的收款情况及相关补助文件，根据相关文件内容，逐项判断相关会计处理是否符合公司既定会计政策；

（三）查阅《中华人民共和国企业所得税法》、财政部、国家税务总局、海关总署2019年第39号文等税收优惠政策文件，获取标的公司高新技术企业证书和税费申报记录，核实了标的公司享受税收优惠的条件和期间；

（四）检查标的公司对政府补助和税收优惠是否作为非经常性损益的判断是否准确。

经核查，独立财务顾问认为：标的公司政府补助和税收优惠依据充分、除所得税税收优惠外的政府补助和税收优惠均为非经常性损益、相关核算符合《企业会计准则》的有关规定。

问题2：请评估师结合问题1，补充说明估值依据的合理性和估值方法的适当性，关键假设增长率、毛利率、折现率等的依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、估值依据的合理性和估值方法的适当性

（一）估值方法的适当性

一) 主要估值方法分析

根据现行资产评估准则及有关规定，企业价值评估的基本方法有资产基础法、市场法和收益法。

1. 资产基础法

资产基础法是指以被评估单位评估基准日的资产负债表为基础，评估表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定评估对象价值的评估方法。具体是以重置各项生产要素为假设前提，根据委托评估的分项资产的具体情况选用适宜的方法分别评定估算各分项资产的价值并累加求和，再扣减相关负债评估值，得出股

东全部权益的评估价值。

2. 市场法

市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。

3. 收益法

收益法是指通过将被评估单位的预期收益资本化或折现以确定评估对象价值的评估方法。

二) 估值方法的选择

根据本次评估的企业特性，评估人员难以在公开市场上收集到与标的公司相类似的可比上市公司，也无法收集并获得在公开市场上相同或者相似的交易案例，不适合采用市场法。

标的公司业务模式已经逐步趋于成熟，在延续现有的业务内容和范围的情况下，未来收益能够合理预测，与企业未来收益的风险程度相对应的折现率也能合理估算，故本次评估适宜采用收益法。

由于标的公司各项资产、负债能够根据会计政策、企业经营等情况合理加以识别，评估中有条件针对各项资产、负债的特点选择适当、具体的评估方法，并具备实施这些评估方法的操作条件，故本次评估适宜采用资产基础法。

结合本次资产评估的对象、评估目的和所收集的资料，确定分别采用资产基础法和收益法对委托评估的标的公司的股东全部权益价值进行评估。

三) 评估结论的选取

评估人员认为，以企业提供的资产负债表为基础采用资产基础法评估企业价值，主要以企业单项资产的再取得成本为出发点，在评估中很难考虑那些未在财务报表上反映的项目如企业的客户资源、人力资源、服务能力、管理效率等。而收益法是从企业未来发展的角度，通过合理预测企业未来收益及其对应的风险，综合评估企业股东全部权益价值，在评估时，不仅考虑了各分项资产是否在企业中得到合理和充分利用、组合在一起时是否发挥了其应有的贡献等因素对企业股东全部权益价值的影响，同时也考虑了行业竞争力、标的公司的管理水平、人力资源、要素协同作用等资产基础法无法考虑的因素对股东全部权益价值的影响。根据标的公司所处行业和经营特点，收益法评估价值能比较全面地反映目前企业

的股东全部权益价值。因此，本次评估最终采用收益法评估结果作为标的公司股东全部权益的评估值。

（二）估值依据的合理性

本次采用收益法评估过程中，对于问题1提到的关于标的公司报告期政府补助和税收优惠情况进行了分析判断，其中：

对于政府补助、除所得税优惠外的其他税收优惠等非经常性损益，其存在很强的不确定性，本次预测时未予考虑。

对于所得税税收优惠情况，主要考虑标的公司主体瀚晖制药有限公司为高新技术企业，适用的所得税税率为15%。

对标的公司未来收益进行测算时，在充分考虑标的公司的产品、业务模式的基础上，结合标的公司当前的研发创新能力，预计标的公司主体瀚晖制药有限公司在高新技术企业认证期满后继续获得高新技术企业认证无重大的法律障碍，同时在收益法预测过程中对于研发费用的测算也以高新技术企业标准作为最低要求去考虑，因此本次评估中假设标的公司未来年度的所得税政策不变，即标的公司主体瀚晖制药有限公司高新技术企业认证期满后仍可继续获得高新技术企业认证，可继续享有15%的企业所得税优惠税率。

其他估值依据详见下文“二、关键假设依据及合理性”。

二、关键假设的依据及合理性

（一）增长率

1、药品销售业务

本次对于药品销售业务收入的预测，主要根据标的公司销售的药品所属领域分类，主要从心血管类、抗感染类、激素类、抗肿瘤类及其他类别产品进行分类预测，标的公司预测期的各药品类别收入及增长率预测数据如下：

单位：万元

类别	项目/年度	2020年 7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
心血管类	收入	46,865.70	108,960.93	122,314.89	129,618.55	132,695.53	133,088.90	133,088.90
	增长率		18.05%	12.26%	5.97%	2.37%	0.30%	
抗感染类	收入	72,688.44	143,154.87	132,847.87	125,480.58	120,975.82	119,371.09	119,371.09
	增长率		44.42%	-7.20%	-5.55%	-3.59%	-1.33%	
激素类	收入	33,459.51	87,323.32	92,706.83	94,807.70	94,769.79	94,731.90	94,731.90

	增长率		11.02%	6.17%	2.27%	-0.04%	-0.04%	
抗肿瘤类	收入	28,933.11	52,846.81	53,641.03	53,389.75	52,724.23	51,903.24	51,903.24
	增长率		3.85%	1.50%	-0.47%	-1.25%	-1.56%	
其他类别	收入	12,203.58	30,343.91	33,704.55	34,724.90	35,078.35	35,099.62	35,099.62
	增长率		20.75%	11.08%	3.03%	1.02%	0.06%	
药品销售合计	收入	194,150.34	422,629.84	435,215.17	438,021.48	436,243.72	434,194.75	434,194.75
	增长率		22.11%	2.98%	0.64%	-0.41%	-0.47%	

预测期内，2021年销售规模较2020年有所增长，主要原因包括：

一是抗感染类药品收入增加较多，系特治星产品在报告期(2018年-2020年1-6月)采用推广模式，按照推广服务收入进行核算；2020年7月特治星产品已实现分包装地产业化，本次将其作为药品销售进行预测，2021年为全年的药品销售收入。特治星产品2020年7-12月的实际销量和收入分别为324.93万支、34,043.61万元，2021年的预测销量和收入分别为770.00万支、76,450.73万元。

二是2020年上半年受疫情影响，部分药品销售受影响较大，随着疫情影响逐渐减弱，产品销售会有所回升。根据最新的销售数据统计，部分主要产品2020年上半年和下半年销量统计如下：

单位：盒、支

产品类型	2020年1-6月	2020年7-12月	增长率
格列吡嗪控释片 5mg×7片×2板(瑞易宁)	1,858,162.00	2,073,771.00	11.60%
盐酸米诺环素胶囊 100mg×10粒(玫满)	893,360.00	1,631,840.00	82.66%
盐酸米诺环素胶囊 50mg×20粒(玫满)	814,409.00	1,600,189.00	96.48%
注射用美罗培南 0.25g	319,035.00	438,900.00	37.57%
注射用亚胺培南西司他丁钠 1.0g	608,176.00	807,150.00	32.72%
注射用盐酸表柔比星 10mg	910,404.00	1,242,051.00	36.43%

经分析，2020年下半年产品销量已有所回升，预计2021年会延续2020年下半年的良好趋势。

2022年及以后，预测期药品销售收入规模总体较为稳定，预测较为谨慎。

2、推广服务业务

标的公司预测期的推广服务收入及增长率预测数据如下：

单位：万元

类别	项目/	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
----	-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

	年度	7-12月						
海正药业产品	收入	27,834.61	52,942.32	59,894.43	65,416.30	69,632.00	71,740.25	71,740.25
	增长率		12.01%	13.13%	9.22%	6.44%	3.03%	
外部引入产品	收入	21,525.40	46,065.27	71,546.53	90,003.67	111,301.77	122,460.20	122,460.20
	增长率		61.20%	55.32%	25.80%	23.66%	10.03%	
推广服务合计	收入	49,360.01	99,007.59	131,440.96	155,419.97	180,933.77	194,200.45	194,200.45
	增长率		30.54%	32.76%	18.24%	16.42%	7.33%	

经分析，标的公司预测期的推广服务收入持续增长，主要系预计外部引入的里葆多、三润等产品的推广服务收入增长所致。标的公司引入的外部产品均为承接知名药企的、具有广阔市场前景的创新药及复杂制剂，加之标的公司拥有国内先进的CSO体系和多元化的销售渠道覆盖，能够高效快速的进行市场推广，包括里葆多、三润产品经过报告期内持续的前期学术投入，预测期预期销售将放量增长，奥玛环素即将获批上市，预测期预计将为标的公司创造较多的增量收入。

关于外部引入的主要产品，标的公司与药企均签订了长期合作协议，并对合作涉及的相关参数做了详细约定。对于外部产品涉及的各项主要参数，均进行了详细分析，如推广量和净销售额的确定，是基于双方对未来市场容量的分析、标的公司学术推广能力和销售计划等因素经综合衡量后得出的，具有可实现性。

本次对于标的公司预测期的推广服务收入及增长率的预测，主要参考标的公司自身的推广能力、药品的疗效、药品的市场空间以及双方合同约定的最低标准等进行预测，具有合理性和可实现性。

（二）毛利率

1、药品销售业务

标的公司预测期的各药品类别收入、成本及毛利率预测数据如下：

单位：万元

类别	项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
心血管类	主营业务收入	46,865.70	108,960.93	122,314.89	129,618.55	132,695.53	133,088.90	133,088.90
	主营业务成本	17,176.47	37,041.82	37,752.48	41,078.26	42,910.96	43,764.45	43,764.45
	毛利率	63.35%	66.00%	69.14%	68.31%	67.66%	67.12%	67.12%
抗感染类	主营业务收入	72,688.44	143,154.87	132,847.87	125,480.58	120,975.82	119,371.09	119,371.09
	主营业务成本	32,262.82	63,967.12	67,146.61	59,993.35	61,236.07	62,457.96	62,457.96

	毛利率	55.61%	55.32%	49.46%	52.19%	49.38%	47.68%	47.68%
激素类	主营业务收入	33,459.51	87,323.32	92,706.83	94,807.70	94,769.79	94,731.90	94,731.90
	主营业务成本	13,784.96	39,191.30	42,651.59	43,599.01	34,249.48	34,934.49	34,934.49
	毛利率	58.80%	55.12%	53.99%	54.01%	63.86%	63.12%	63.12%
抗肿瘤类	主营业务收入	28,933.11	52,846.81	53,641.03	53,389.75	52,724.23	51,903.24	51,903.24
	主营业务成本	8,704.67	15,718.75	15,923.03	16,000.45	16,001.30	16,010.01	16,010.01
	毛利率	69.91%	70.26%	70.32%	70.03%	69.65%	69.15%	69.15%
其他类别	主营业务收入	12,203.58	30,343.91	33,704.55	34,724.90	35,078.35	35,099.62	35,099.62
	主营业务成本	3,689.23	9,353.70	10,618.40	11,197.78	11,576.04	11,820.17	11,820.17
	毛利率	69.77%	69.17%	68.50%	67.75%	67.00%	66.32%	66.32%
药品销售合计	主营业务收入	194,150.34	422,629.84	435,215.17	438,021.48	436,243.72	434,194.75	434,194.75
	主营业务成本	75,618.15	165,272.69	174,092.11	171,868.85	165,973.85	168,987.08	168,987.08
	毛利率	61.05%	60.89%	60.00%	60.76%	61.95%	61.08%	61.08%

经分析，2023年及2024年药品销售毛利率略有上升，主要原因系甲强龙、美卓乐等地产化项目（均为激素类）将在上述年度顺利建成投产，单位成本有所下降，相关产品的毛利率有一定幅度上升。多达一、甲强龙、美卓乐和特治星四个地产化项目的进展情况及预计生产时间如下：

编号	产品名称	项目进展	预计生产时间
1	多达一	已完成分包装转移，地产化药品批件申请已于2020年7月提交，预计2021年取得药品批件	2021年下半年投产
2	甲强龙	设备已购置并调试完成，正在设备验证，即将开始小试/放大大批次试验，预计2022年提交药品批件申请，2023年取得药品批件	2024年投产
3	美卓乐	设备已购置并调试验证完成，小试完成，即将开始放大大批次试验，预计2021年提交药品批件申请，2022年取得药品批件	2023年投产
4	特治星	已完成分包装转移，放大大和注册批试验均已完成，预计2021年提交药品批件申请，2022年取得药品批件	2023年投产

对于多达一、甲强龙、特治星和美卓乐四个地产化项目未来降本预测，本次通过分析各产品地产化后的标准生产成本（包括原辅料成本、包装材料成本、

人工成本、折旧摊销及其他制造费用)的可实现性,并与目前的单位成本进行分析比较后进行确定,成本降幅保持在7%-40%之间。

与历史毛利率相比,预测期药品销售总体毛利率仍略低于历史毛利率水平,总体而言预测期毛利率水平较为稳健。

2、推广服务业务

标的公司预测期的推广服务业务收入、成本及毛利率预测数据如下:

单位:万元

类别	项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
海正药业产品	收入	27,834.61	52,942.32	59,894.43	65,416.30	69,632.00	71,740.25	71,740.25
	成本	8,009.19	14,094.63	16,354.35	17,549.65	18,073.60	18,242.77	18,242.77
	毛利率	71.23%	73.38%	72.69%	73.17%	74.04%	74.57%	74.57%
外部引入产品	收入	21,525.40	46,065.27	71,546.53	90,003.67	111,301.77	122,460.20	122,460.20
	成本	11,724.83	21,229.53	26,501.63	29,396.50	32,758.35	32,103.18	32,103.18
	毛利率	45.53%	53.91%	62.96%	67.34%	70.57%	73.78%	73.78%
推广服务合计	收入	49,360.01	99,007.59	131,440.96	155,419.97	180,933.77	194,200.45	194,200.45
	成本	19,734.02	35,324.16	42,855.98	46,946.15	50,831.95	50,345.95	50,345.95
	毛利率	60.02%	64.32%	67.40%	69.79%	71.91%	74.08%	74.08%

经分析,预测期推广服务毛利率水平呈逐年上升趋势且维持较高水平,主要原因系自营推广成本统一在销售费用中预测,本次对其进行成本模拟归集,对其还原后的真实毛利率水平进行分析,得出推广服务业务的毛利率虽呈上升趋势但处在合理水平,具体详见后续的“第3问回复”。

(三) 折现率

1、折现率计算模型

企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值,对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本(WACC)。

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

式中: WACC——加权平均资本成本

K_e ——权益资本成本

K_d ——债务资本成本

T——所得税率;

D/E——资本结构

债务资本成本 K_d 采用现时的平均利率水平，权数采用企业同行业上市公司平均资本结构计算取得。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + Beta \times ERP + R_c$$

式中： K_e —权益资本成本

R_f —无风险报酬率

$Beta$ —权益的系统风险系数

ERP —市场风险溢价

R_c —企业特定风险调整系数

2、模型中有关参数的计算过程

(1) 无风险报酬率的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，截至评估基准日，评估人员查阅了部分国债市场上长期(超过十年)国债的交易情况，并取平均到期年收益率3.19%为无风险报酬率。

(2) 资本结构

通过“同花顺iFinD金融数据终端”查询，沪、深两市同行业相关上市公司至评估基准日资本结构，以相关上市公司资本机构平均值作为标的公司目标资本结构，D/E取12.41%，推导可得E/(D+E)取88.96%，D/(D+E)取11.04%。

(3) 企业风险系数Beta

通过“同花顺iFinD”查询沪、深两地行业上市公司含财务杠杆的Beta系数后，通过公式 $\beta_u = \beta_l \div [1 + (1 - T) \times (D \div E)]$ (公式中，T为税率， β_l 为含财务杠杆的Beta系数， β_u 为剔除财务杠杆因素的Beta系数，D÷E为资本结构) 对各项beta调整为剔除财务杠杆因素后的Beta系数，被评估单位的 β_u 取同类上市公司平均数0.9083。

通过公式 $\beta_l = \beta_u \times [1 + (1 - t) D/E]$ ，计算被评估单位带财务杠杆系数的Beta系数。

其中：企业所得税率取综合税率18.00%；

资本结构D/E取12.41%；

故标的公司Beta系数=0.9083×[1+(1-18.00%)×12.41%]=1.0007

(4) 计算市场的风险溢价

a. 衡量股市ERP指数的选取：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，评估专业人员选用沪深300指数为A股市场投资收益的指标。

b. 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为2010年到2019年。

c. 指数成分股及其数据采集

由于沪深300指数的成分股是每年发生变化的，因此评估专业人员采用每年年末时沪深300指数的成分股。

为简化本次测算过程，评估专业人员借助同花顺IFinD资讯的数据系统选择每年末成分股的各年末交易收盘价作为基础数据进行测算。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息和送股等产生的收益，因此评估专业人员选用的成分股年末收盘价是包含了每年分红、派息和送股等产生的收益的复权年末收盘价格，以全面反映各成分股各年的收益状况。

d. 年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种方法

(a) 算术平均值计算方法

设：每年收益率为 R_i ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1,2,3,\dots)$$

上式中： R_i 为第 i 年收益率

P_i 为第 i 年年末收盘价（后复权价）

P_{i-1} 为第 $i-1$ 年年末收盘价（后复权价）

设第1年到第 n 年的算术平均收益率为 A_i ，则：

$$A_i = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

上式中： A_i 为第1年到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1,2,3, \dots$

N 为项数

(b) 几何平均值计算方法

设第1年到第i年的几何平均收益率为 C_i ，则：

$$C_i = \sqrt[i]{\frac{P_i}{P_0}} - 1 \quad (i=1,2,3,\dots)$$

上式中： P_i 为第i年年末收盘价（后复权价）

e. 计算期每年年末的无风险收益率 R_{fi} 的估算：为估算每年的ERP，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 R_{fi} ，本次评估专业人员采用国债的到期收益率作为无风险收益率。样本的选择标准是每年年末距国债到期日的剩余年限超过10年的国债，最后以选取的全部国债的到期收益率的平均值作为每年年末的无风险收益率 R_{fi} 。

f. 估算结论

经上述计算分析，得到沪深300成分股的各年算术平均及几何平均收益率，以全部成分股的算术或几何平均收益率的加权平均数作为各年股市收益率，再与各年无风险收益率比较，得到股票市场各年的ERP。由于几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用几何平均收益率估算的ERP的算术平均值作为目前国内股市的风险收益率，即市场风险溢价为6.04%。

(5) R_c —企业特定风险调整系数的确定

企业特定风险调整系数表示非系统性风险，是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。与同行业上市公司相比，综合考虑被评估单位的企业经营规模、市场知名度、竞争优势、资产负债情况等，分析确定企业特定风险调整系数为3.0%。

(6) 加权平均成本的计算

A. 权益资本成本 K_e 的计算

$$\begin{aligned} K_e &= R_f + \text{Beta} \times \text{ERP} + R_c \\ &= 3.19\% + 1.0007 \times 6.04\% + 3.0\% \\ &= 12.23\% \end{aligned}$$

B. 债务资本成本 K_d 计算

债务资本成本 K_d 采用一年期银行贷款市场报价利率3.85%。

C. 加权资本成本计算

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

$$= 12.23\% \times 88.96\% + 3.85\% \times (1-18\%) \times 11.04\%$$

$$= 11.20\% \text{ (取整)}$$

3、同行业并购案例折现率取值对比分析

评估人员通过查询市场公开披露信息，选取医药行业近期的并购案例，对比折现率选取情况，具体如下：

序号	证券简称	标的公司	评估基准日	折现率
1	华北制药	爱诺公司51%股权	2019/12/31	11.18%
2	华北制药	动保公司100%股权	2019/12/31	12.15%
3	东音股份	罗欣药业 99.65476%股权	2018/12/31	11.92%
4	精华制药	南通公司100%股权	2018/1/31	11.00%
5	精华制药	南通森萱35.1821% 股权	2018/1/31	11.00%
6	乐普医疗	护生堂100%的股权	2017/6/30	11.26%
7	诺泰生物	澳赛诺生物 100.00%股权	2016/5/31	11.25%
标的公司			2020/6/30	11.20%

由上表折现率数据来看，标的公司采用的企业资本的加权平均资本成本(WACC)11.20%，该折现率位于上述同行业并购案例取值范围之间，较为合理。

三、中介机构核查意见

独立财务顾问主要履行了以下核查程序：

1、查阅了标的公司2020年7-12月各主要产品的销售情况，并与2020年1-6月进行了比对分析；

2、分析了预测期主要产品结构和对应产品毛利率情况

3、查阅了医药行业近期的并购案例，对比折现率选取情况。

经核查，独立财务顾问认为：本次评估的估值方法适当，估值依据充分，并具有合理性；对于关键参数增长率、毛利率和折现率的预测，依据充分，均具有合理性。

问题3：申请人在回复中说明预测期推广服务收入毛利率提高的因素之一在于外部引入产品销售规模的提升，请申请人补充说明外部引入产品如不及预期的应对措施，以及维持较高毛利率水平的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、外部引入产品如不及预期的应对措施

（一）标的公司正在积极引入新的品种，不断丰富产品线

截至评估基准日，标的公司预测期外部引入产品推广收入主要基于里葆多、三润产品、奥玛环素等已完成引入产品的持续收益。除上述产品外，标的公司正在积极引入新的品种，截至目前，已新引入产品包括诺瑞特国内首仿药沙库巴曲缬沙坦、赛生药业原研药注射用比伐芦定、仁东医学乳腺癌精准诊疗系列产品等，同时还有多个正在洽谈中的有合作意向的项目。通过积极引入新品种，标的公司将不断丰富产品线，推广收入的构成也将更加多元化，抵御风险能力得到加强。

（二）优化推广活动，降低推广成本

在2020年疫情持续的期间，标的公司通过互联网渠道开展举办学术会议达百余场，积累了丰富的互联网学术推广经验。未来，标的公司将通过优化推广活动，提高推广效率，从而降低推广成本，以应对外部引入产品如不及预期对推广业务收入带来的影响。

二、推广服务业务维持较高毛利率水平的可实现性

预测期推广服务毛利率水平较高，主要原因系自营推广成本统一在销售费用中核算，本次对其进行成本模拟归集，得出的推广服务业务的毛利率水平具体如下：

1、报告期还原后的毛利率

单位：万元

类别	项目/年度	2018年	2019年	2020年1-6月
推广服务合计	推广服务收入	106,086.36	115,753.53	48,466.87
	外部推广服务成本	26,317.70	27,577.54	10,058.92
	自营推广成本	48,682.93	54,899.79	19,532.27
	测算成本合计	75,000.63	82,477.33	29,591.19
	测算毛利率	29.30%	28.75%	38.95%

2018-2019年度测算毛利率基本稳定，2020年1-6月有所增长，主要系受新冠疫情影响，标的公司很多推广活动从线下转向线上，相应减少了差旅和现场会议的支出。

2、预测期还原后的毛利率

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
推广服务收入	49,360.01	99,007.59	131,440.96	155,419.97	180,933.77	194,200.45	194,200.45
外部推广服务成本	19,734.02	35,324.16	42,855.98	46,946.15	50,831.95	50,345.95	50,345.95
自营推广成本	17,710.52	35,754.28	47,577.42	56,883.71	66,176.49	72,646.95	72,495.60
测算成本合计	37,444.54	71,078.44	90,433.40	103,829.86	117,008.44	122,992.90	122,841.55
测算毛利率	24.14%	28.21%	31.20%	33.19%	35.33%	36.67%	36.74%

经分析，标的公司预测期还原后的推广服务业务毛利率逐年有所上升，主要原因包括：

（1）2018年年末从复旦张江引入的已上市产品-里葆多，前期标的公司为了快速抢占市场保留了原有的销售渠道，因此该创新药产品引入标的公司后采用了外部推广和自营推广相结合的推广模式。报告期内，里葆多产品的外部推广占比较高。未来随着标的公司借助自身营销体系优势、数据平台优势和资源整合优势等核心竞争优势不断提升自营推广能力，预计该产品自营推广收入贡献占比将逐渐提升，而自营推广毛利率水平将显著高于外部推广毛利率水平，因此该产品的推广业务毛利率预计将会逐步提升；（2）标的公司引入三润产品后，报告期内针对该呼吸科创新药产品进行了上市前的集中学术推广投入，2020年虽然疫情对销售量有一定影响，但全年持续快速推进的新产品开院数量和进度，为后期该创新药产品的销售持续放量提供了基础，同时随着前期推广费用的基础性投入，后续销售费用投入比例会逐步下降；（3）标的公司引入的奥玛环素产品，即将实现上市销售，该创新型抗生素产品的引入，将有效的利用标的公司现有的抗生素自营学术推广平台，与现有抗生素推广形成有效协同，后续预期为标的公司带来较大的增量收入和毛利贡献；（4）标的公司来曲唑产品前期市场份额低，2020年年末进入国家集采，预计未来市场销售份额增加较多，且推广成本较低，对预测期推广业务的毛利贡献会有所提升。

三、中介机构核查意见

独立财务顾问主要履行了以下核查程序：

1、就外部引入产品如不及预期的应对措施访谈了标的公司相关人员，取得了相关合同，进行了补充分析；

2、取得并分析了标的公司报告期销售费用明细，对推广服务业务毛利率进行了还原分析。

经核查，独立财务顾问认为：详细补充说明了外部引入产品如不及预期的应对措施，预测期的收入和利润能够得到保障；补充分析了推广服务业务毛利率水平较高的原因，并进行了还原分析，得出预测期推广服务业务毛利率具有合理性和可实现性。

问题4：请申请人说明估值中对永续期的销售费用、管理费用和研发费用较预测期末减少的合理性，以及对估值结果的影响程度。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、估值中对永续期的销售费用、管理费用和研发费用较预测期末减少的合理性，以及对估值结果的影响程度

预测期，销售费用、管理费用和研发费用如下：

(1) 销售费用

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
职工薪酬	21,476.77	44,361.08	45,936.90	47,567.36	49,254.30	50,865.78	50,865.78
经营支出	70,555.33	144,147.52	156,201.41	163,300.93	169,770.86	172,845.89	172,845.89
折旧摊销	1,581.46	3,401.20	3,507.98	4,445.07	5,051.86	5,040.91	4,501.06
其他费用等	2,710.48	5,451.39	5,570.87	5,693.05	5,817.99	5,945.77	5,945.77
合计	96,324.04	197,361.19	211,217.16	221,006.40	229,895.01	234,698.35	234,158.50

注：其他费用包括水电能源费、销售部门经费等。

(2) 管理费用

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
职工薪酬	4,637.93	9,612.03	10,019.68	10,443.13	10,882.97	11,209.46	11,209.46
折旧摊销	884.88	1,903.10	1,962.84	2,487.18	2,826.70	2,820.58	2,518.51
其他费用等	5,289.20	10,393.78	10,610.71	10,834.78	11,063.69	11,297.55	11,297.55
合计	10,812.01	21,908.91	22,593.23	23,765.09	24,773.36	25,327.58	25,025.52

注：其他费用包括办公差旅费、业务招待费等。

(3) 研发费用

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
职工薪酬	842.37	1,775.63	1,912.03	2,055.01	2,116.66	2,180.16	2,180.16
直接投入	2,430.93	3,236.15	3,300.87	3,366.89	3,434.22	3,502.91	3,502.91
折旧摊销	27.11	58.30	60.13	76.19	86.59	86.40	77.15
其他研发费用	4,969.56	8,787.52	8,565.25	8,689.37	8,342.61	7,999.85	7,999.85
合计	8,269.96	13,857.59	13,838.28	14,187.46	13,980.09	13,769.33	13,760.07

注：其他费用包括外部劳务费、燃料动力费等。

经分析，永续期的销售费用、管理费用和研发费用较预测期末略有减少的原因均系折旧摊销金额的差异。预测期(2020年7-12月至2025年)的折旧摊销预测如下：

固定资产的折旧是由两部分组成的，即对基准日现有的固定资产(存量资产)按企业会计计提折旧的方法(直线法)计提折旧、对基准日后新增的固定资产(增量资产)，按完工或购入年份的中期作为转固定资产日期开始计提折旧。

年折旧额=固定资产原值×年折旧率

无形资产的摊销主要为土地使用权和销售代理权等无形资产摊销，预测时按照尚余摊销额以及企业摊销方法进行了测算。

长期待摊费用主要为办公大楼绿化、各办事处装修费等摊销余额，预测时按照尚余摊销额以及企业摊销方法进行了测算。

目前，境内评估师对于永续期折旧摊销的处理大致有两种处理方式，一是与预测期最后期保持一致，二是永续期采用年金化的处理方式。

本次评估中，由于企业折旧年限与评估确定的经济耐用年限存在一定差异，为合理确定永续期的折旧金额，故采用年金化方式确定永续期的折旧额，该金额与预测期的金额一般会存在差异。同时由于固定资产和无形资产等按基准日时账面原值确定的折旧金额和按更新支出重置成本确定的折旧一般也会存在差异，故永续期的金额也会和预测期最后一年的金额不一致。同时由于永续期中的折旧摊销金额较预测期末低，使得永续期所得税数据较预测期末高，因此永续期现金流以及估值更为谨慎。若永续期中的折旧摊销金额等于预测期末，则永续期所得税数据将低于本次评估预测数据，按此计算的永续期现金流以及估值将高于本次评估结果。

二、中介机构核查意见

独立财务顾问主要履行了以下核查程序：

- 1、详细分析了销售费用、管理费用和研发费用等费用的构成；
- 2、分析了永续期折旧摊销的处理方式。

经核查，独立财务顾问认为：永续期的销售费用、管理费用和研发费用较预测期末减少，系企业折旧年限与评估确定的经济耐用年限存在差异、折旧摊销年金化金额与预测期末折旧摊销不一致而导致的，故永续期的销售费用、管理费用和研发费用较预测期末减少具有合理性，对估值结果不会造成重大影响。

问题5：请申请人补充说明标的资产预测期利润的构成，盈利的可实现性。

回复：

标的公司主营业务分为药品销售收入和药品推广服务收入两部分，其中药品推广服务业务根据服务实现的方式不同，分为自营推广（由标的公司自有团队推广）和外部推广（由标的公司委托第三方协助推广），自营推广成本均在销售费用中预测。本次对销售费用进行拆分，还原两大业务的利润贡献情况如下：

一、药品销售业务

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
药品销售收入	194,150.34	422,629.84	435,215.17	438,021.48	436,243.72	434,194.75	434,194.75
药品销售成本	75,618.15	165,272.69	174,092.11	171,868.85	165,973.85	168,987.08	168,987.08
对应销售费用	19,512.15	42,474.38	43,739.21	44,021.25	43,842.58	43,636.66	43,636.66
测算毛利额	99,020.04	214,882.77	217,383.85	222,131.38	226,427.29	221,571.01	221,571.01

注：测算毛利额为营业收入扣除营业成本和对应销售费用的金额，下同

二、推广服务业务

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
推广服务收入	49,360.01	99,007.59	131,440.96	155,419.97	180,933.77	194,200.45	194,200.45
推广服务成本	19,734.02	35,324.16	42,855.98	46,946.15	50,831.95	50,345.95	50,345.95
对应销售费用-自营成本	17,710.52	35,754.28	47,577.42	56,883.71	66,176.49	72,646.95	72,495.60
测算毛利额	11,915.47	27,929.15	41,007.56	51,590.11	63,925.33	71,207.55	71,358.90

三、测算毛利额占比情况

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
药品销售	99,020.04	214,882.77	217,383.85	222,131.38	226,427.29	221,571.01	221,571.01
推广服务	11,915.47	27,929.15	41,007.56	51,590.11	63,925.33	71,207.55	71,358.90
合计	110,935.51	242,811.91	258,391.41	273,721.49	290,352.62	292,778.56	292,929.91
药品销售占比	89.26%	88.50%	84.13%	81.15%	77.98%	75.68%	75.64%
推广服务占比	10.74%	11.50%	15.87%	18.85%	22.02%	24.32%	24.36%

预测期药品销售的利润贡献逐年下降，推广服务利润贡献逐年上升，主要原因分析如下：

1、药品销售利润增速放缓符合行业发展趋势。医药行业是我国国民经济的重要组成部分，是传统产业和现代产业相结合。我国医药企业发展整体趋势由快速增长到趋于稳定。2013-2017年，我国工业规模以上医药企业利润总额稳步增长，由2071.67亿元上升至3324.81亿元，据数据显示：2020年4月我国工业规模以上医药企业现利润总额893.6亿元。未来医保控费、招标降价等政策的进一步推广将给医药企业利润总额带来一定压力，行业利润增速有所放缓。

2、药品推广业务发展符合行业惯例和行业趋势。随着医药行业精细化分工程度的进一步加深，特别是近年来随着中国药品工业的创新转型升级，CDMO、CMO、CRO、CSO等合同外包服务市场规模持续增长，对于一些制药企业，由于新设销售团队、开拓医院渠道、组织推广活动等需要花费大量的时间以及人力和物力，同时，由于药品具有专业化和多样化的特点，一般销售团队会专注于某一治疗领域，故设立和培养内部销售团队，会增加制药企业改变产品结构的成本，不利于人员利用最大化。而对于专业化的药品推广企业，由于其已经有成熟的销售渠道和丰富的推广经验，且专注于区域医院或治疗领域的深耕，可以对接制药企业的销售需求，实现效益最大化。

经过多年发展，标的公司目前拥有国内先进的CSO体系和多元化的销售渠道覆盖，可以协助合作伙伴同步、高效地切入核心市场、零售市场等多个渠道；同时，标的公司参照跨国制药公司建立的销售管理和支持系统，可以从医学、合规、准入、生产等多个方面助力合作伙伴实现商业价值，较好的契合了目前还不具备

完备的销售推广能力的创新型药业的业务需求。标的公司依靠自身的销售团队、覆盖区域、合规、数字平台和业务经验等核心竞争优势，开始逐步引入外部产品的市场推广。目前，标的公司外部引入产品的推广业务已经打开局面，正在与多家国内外医药企业洽谈合作，标的公司作为国内领先的药企之一，竞争优势明显。未来推广服务业务特别是创新药产品的引入推广，将成为标的公司实现现有产品管线升级的重要手段，也是新增利润的重要业务来源。

四、净利润预测合计如下：

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
测算毛利额	110,935.51	242,811.91	258,391.41	273,721.49	290,352.62	292,778.56	292,929.91
减：管理费用	10,812.01	21,954.21	22,639.44	23,812.22	24,821.44	25,376.62	25,074.55
研发费用	8,269.96	13,857.59	13,838.28	14,187.46	13,980.09	13,769.33	13,760.07
财务费用(不含利息支出)	-7.42	-16.60	-16.32	-13.64	-10.36	-10.33	-10.33
资产减值损失	1,219.05	2,611.49	2,836.65	2,970.65	3,089.40	3,145.56	3,145.56
息税前利润	29,950.72	82,458.42	96,167.48	109,515.31	125,340.27	128,779.72	129,630.90
减：所得税费用	5,071.35	14,842.52	17,310.15	19,712.76	22,561.25	23,180.35	23,333.56
息前税后利润	24,879.37	67,615.90	78,857.33	89,802.55	102,779.02	105,599.37	106,297.34

对于标的公司期间费用、资产减值损失、所得税费用，预测分析如下：

1、期间费用-管理费用的预测

管理费用主要由职工薪酬、折旧摊销、办公差旅费和业务招待费等构成，主要项目预测如下：

对于职工薪酬（含工资、社会保险费、住房公积金、福利费等工资性支出），结合瀚晖制药公司未来人力资源配置计划，同时考虑未来工资水平按一定比例增长进行测算。

对于累计折旧、摊销的测算，除了现有存量资产外，以后各年为了维持正常经营，随着业务的增长，需要每年投入资金新增资产或对原有资产进行更新，根据固定资产的未来投资计划(未来年度的资本性支出形成的固定资产)测算折旧、摊销。

对于差旅费、业务招待费等其他费用支出，本次预测时主要对历史金额进行分析，同时考虑物价上涨、消费水平上升等因素，综合确定未来各项费用的金额。

综上所述，未来年度的管理费用预测如下：

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
职工薪酬	4,637.93	9,612.03	10,019.68	10,443.13	10,882.97	11,209.46	11,209.46
折旧摊销	884.88	1,903.10	1,962.84	2,487.18	2,826.70	2,820.58	2,518.51
其他费用	5,289.20	10,393.78	10,610.71	10,834.78	11,063.69	11,297.55	11,297.55
合计	10,812.01	21,908.91	22,593.23	23,765.09	24,773.36	25,327.58	25,025.52

2、期间费用-研发费用的预测

研发费用主要由职工薪酬、折旧摊销、直接投入及其他研发支出等构成，主要项目预测如下：

对于职工薪酬和折旧摊销的预测，具体预测过程同管理费用中的预测。

对于直接投入等研发费用，本次预测时对历史金额进行分析，并结合未来研发投入情况，同时考虑物价上涨、消费水平上升等因素，综合确定未来各项费用的金额。

综上所述，未来年度的研发费用预测如下：

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
职工薪酬	842.37	1,775.63	1,912.03	2,055.01	2,116.66	2,180.16	2,180.16
直接投入	2,430.93	3,236.15	3,300.87	3,366.89	3,434.22	3,502.91	3,502.91
折旧摊销	27.11	58.30	60.13	76.19	86.59	86.40	77.15
其他研发费用	4,969.56	8,787.52	8,565.25	8,689.37	8,342.61	7,999.85	7,999.85
合计	8,269.96	13,857.59	13,838.28	14,187.46	13,980.09	13,769.33	13,760.07

3、期间费用-财务费用的预测

由于本次采用的是企业自由现金流的收益法测算模型，故财务费用（不含利息支出）主要包括银行手续费、利息收入等。

对于存款利息收入，根据预测得到的未来各期最低现金保有量余额与基准日相应存款利率预测得到；银行手续费与营业收入存在一定的比例关系，以各年公司收入的一定比例预测，该比例参考历史平均水平。

综上分析，对未来各年的财务费用（不含利息支出）预测如下：

单位：万元

项目/年度	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
利息收入	-57.39	-123.64	-132.59	-135.40	-136.98	-139.25	-139.25
银行手续费	49.97	107.04	116.27	121.76	126.62	128.93	128.93
财务费用(不含利息支出)	-7.42	-16.60	-16.32	-13.64	-10.36	-10.33	-10.33

4、资产减值损失的预测

资产减值损失主要考虑了往来款的回款损失。评估人员通过与企业的相关人员沟通，了解企业的回款政策及回款情况，并结合以前年度数据分析，预测时按照当年营业收入的0.5%测算未来年度的资产减值损失，具体如下：

单位：万元

项目	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
资产减值损失	1,219.05	2,611.49	2,836.65	2,970.65	3,089.40	3,145.56	3,145.56

5、所得税费用的预测

由于本次以合并口径进行预测，各经营主体所得税税率存在差异，本次预测通过分析公司历史年度整体所得税费用占税前利润的比例关系和企业未来经营情况，经分析确定公司未来年度的综合所得税率为18.00%。

根据上述预测的利润情况并结合所得税税率，预测未来各年的所得税费用如下：

单位：万元

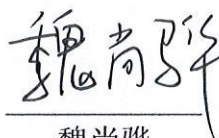
项目	2020年7-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
所得税费用	5,071.35	14,842.52	17,310.15	19,712.76	22,561.25	23,180.35	23,333.56


综上，本次评估通过对预测期利润构成的分析，并结合对期间费用(管理费用、研发费用等)、资产减值损失、所得税费用的合理预测，得出预测期的净利润，具有合理性和可实现性。

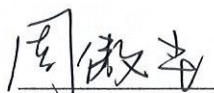
(本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司对浙江海正药业股份有限公司关于中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核意见的回复之专项核查意见》之盖章页)


财务顾问主办人：


张兴华


魏尚骅


路曼曼


周傲尘


谭乃中

