



关于浙江海正药业股份有限公司发行股份、可转换公司 债券及支付现金购买资产并募集配套资金 之并购重组委审核意见的二次回复

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。我们对并购重组委提出的问题进行了审慎核查并已回复。2021 年 1 月 6 日，公司收到中国证监会上市公司监管部发出的二次审核意见，我们就审核意见所涉及的问题进行了认真研究并逐项落实。现汇报说明如下：

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。

答复：

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主体瀚晖制药有限公司未来年度的所得税政策不变，即标的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，母公司可继续享有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

一）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。

二) 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/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
	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

一) 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，放大批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的预测，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。

二) 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

一) 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

二) 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

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

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

$$\begin{aligned} WACC &= K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D} \\ &= 12.23\% \times 88.96\% + 3.85\% \times (1-18\%) \times 11.04\% \\ &= 11.20\% \text{（取整）} \end{aligned}$$

三) 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，比对照现率选取情况，具体如下：

序号	证券简称	标的公司	评估基准日	折现率
1	华药集团	爱诺公司 51%股权	2019/12/31	11.18%
2	华药集团	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)为11.20%，该折现率位于上述同行业并购案例取值范围之内，较为合理。

三、中介机构核查意见

评估师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，比对照现率选取情况。

经核查，评估师认为：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。

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。

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）通过尽快完成转入品种的地产化，提高标的公司盈利能力

标的公司目前地产化进展顺利，通过尽快完成地产化，从而大大降低相关产品的单位成本，提高标的公司的盈利能力，其中已经完成地产化的玫满产品，技术转移及地产化后单位成本下降约60%，降本效果显著。标的公司通过保障药品销售业务的利润贡献，来降低外部引入产品如不及预期的影响。

（三）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、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：

（一）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。

（二）预测期还原后的毛利率

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
----	-------	------------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

推广服务合计	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

评估师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，评估师认为：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。

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。

一、永续期间费用略有下降的合理性分析及对估值的影响

预测期，销售费用、管理费用和研发费用的具体明细如下：

(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枫林大楼绿化、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

评估师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,评估师认为: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。

(本页无正文，为关于浙江海正药业股份有限公司发行股份、转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金之并购重组委审核意见的回复之签字盖章页)

签字资产评估师：


潘文夫
资产评估师
潘文夫
33000005


潘华锋
资产评估师
潘华锋
33050001


方水盛
资产评估师
方水盛
33170003

法定代表人：


俞华开

