

**基于湖南尔康医药经营有限公司拟整合的
长沙市凯纳网络技术有限公司股权投资价值
估值报告**

开元评咨字[2016]1-001 号



开元资产评估有限公司

AREA Assets Appraisal Co., Ltd

二〇一六年四月五日

目 录

一、 估值概要 1

二、 委托方及目标公司概况 1

三、 估值对象和估值范围概况 7

四、 估值基准日 9

五、 价值类型 9

六、 估值假设及依据 10

七、 估值方法 11

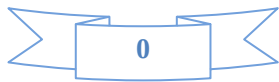
八、 估值过程 13

九、 估值结果 37

十、 特别事项说明 37

十一、 估值报告日 37

估 值 报 告 附 件 37



**基于湖南尔康医药经营有限公司拟整合的
长沙市凯纳网络技术有限公司股权投资价值
估 值 报 告**

开元评咨字[2016]1-001 号

一、估值概要

委托方：湖南尔康医药经营有限公司

估值目的：因湖南尔康医药经营有限公司(以下简称“尔康医药”)拟整合长沙市凯纳网络技术有限公司(以下简称“凯纳网络”)的需要，需了解长沙市凯纳网络技术有限公司于 2015 年 12 月 31 日的投资价值。

估值对象：基于湖南尔康医药经营有限公司整合后的长沙市凯纳网络技术有限公司的全部股权投资价值。

价值类型：投资价值

估算基准日：2015 年 12 月 31 日

估值方法：收益法

估值结论：基于湖南尔康医药经营有限公司对长沙市凯纳网络技术有限公司整合后，且在满足本次估值假设前提下，长沙市凯纳网络技术有限公司的全部股权投资价值为 9,581.32 万元(大写为人民币玖仟伍佰捌拾壹万叁仟贰佰元整)。

二、委托方及目标公司概况

(一)委托方

委托方为湖南尔康医药经营有限公司，其工商注册信息如下：

名称：湖南尔康医药经营有限公司

类型：有限责任公司(自然人投资或控股的法人独资)

住所：浏阳经济技术开发区

法定代表人：刘爱军

注册资本：壹仟万元整

成立日期：2015年09月07日

经营范围：互联网药品交易；西药、中成药的批发；医药辅药、医药原料的销售。
(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)。

(二)目标公司

目标公司为长沙市凯纳网络技术有限公司。

1、工商注册信息

名称：长沙市凯纳网络技术有限公司

类型：有限责任公司(自然人投资或控股)

住所：长沙市雨花区芙蓉中路三段547号(陆都小区)湖南商会大厦1601房

法定代表人：宋希

注册资本：人民币伍佰万元整

成立日期：2012年08月08日

营业期限：2012年8月8日至2062年8月7日

经营范围：网络技术的研发；药品、医疗器械互联网信息服务；软件开发；信息技术咨询服务；教育咨询服务；计算机技术开发、技术服务；广告设计；软件服务；商品信息咨询服务；广告制作服务。(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)

2、企业历史沿革

长沙市凯纳网络技术有限公司(以下简称公司)于2012年8月8日经长沙市工商行政管理局雨花分局批准成立，取得914301110516696958号企业法人营业执照，注册资本50万元，其中自然人田世凯以货币资金出资25.5万元，持有51%股份，自然人宋希以货币资金出资24.5万元，持有49%股份。经历次增资扩股和股权转让后，截止2015年12月31日，公司股权结构如下：

股东	出资额(万元)	出资比例	出资方式
凯创投资	203.58	40.716%	货币
宋希	92.07	18.413%	货币
田朝	66.66	13.334%	货币
赵方亮	26.58	5.317	货币
刘耀文	21.3	4.26	货币
时维	16.67	3.333%	货币
张继承	11.67	2.333%	货币
张俊宇	11.57	2.313%	货币

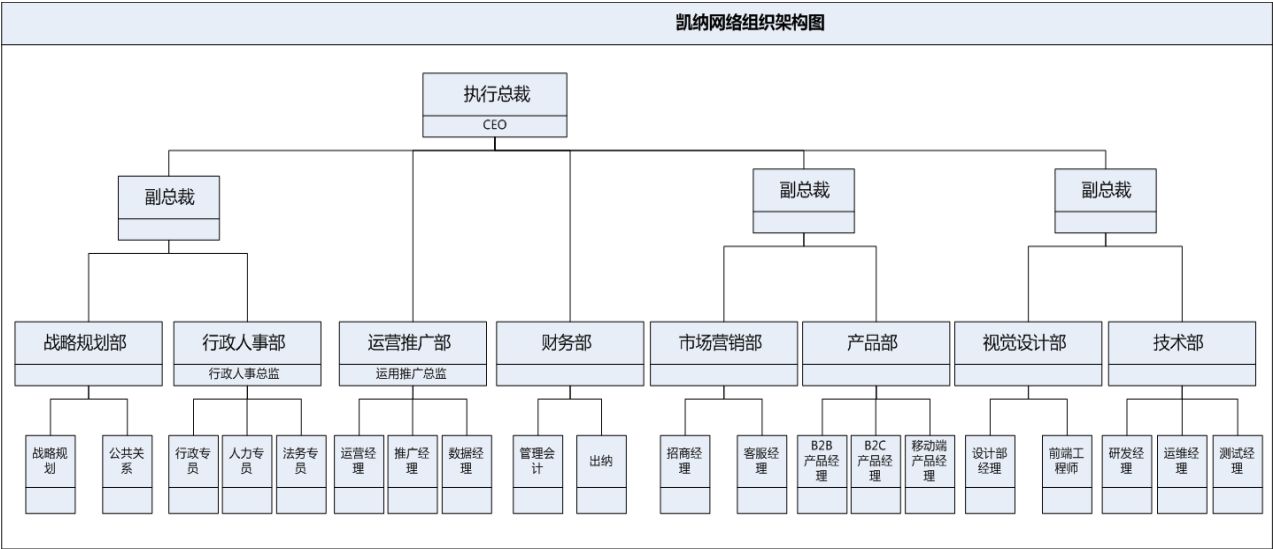
股东	出资额(万元)	出资比例	出资方式
晏宇	8.33	1.667%	货币
周锦	6.65	1.33%	货币
陈生耕	6.65	1.33%	货币
吴敏	5.83	1.167%	货币
肖雅婷	5	1%	货币
魏进	3.33	0.667%	货币
向梦红	2.83	0.567%	货币
张鹏	2.77	0.553%	货币
汤凤	2.5	0.5%	货币
刘莎	2.5	0.5%	货币
黄晓阳	1.67	0.333%	货币
徐明	1.67	0.333%	货币
陈海龙	0.17	0.033%	货币
合计	500	100%	—

评估基准日后，公司股权结构发生变更。根据最新的工商信息查询单，2016年1月，股东周锦已将其所持公司6.65万元出资额转让给了凯创投资。本次股权转让完成后，凯纳网络股东减至20名，股权结构变更为：

股东	认缴出资额(万元)	出资比例	出资方式
凯创投资	210.23	42.046%	货币
宋希	92.07	18.413%	货币
田朝	66.66	13.334%	货币
赵方亮	26.58	5.317%	货币
刘耀文	21.3	4.26%	货币
时维	16.67	3.333%	货币
张继承	11.67	2.333%	货币
张俊宇	11.57	2.313%	货币

股东	认缴出资额(万元)	出资比例	出资方式
晏宇	8.33	1.667%	货币
陈生耕	6.65	1.33%	货币
吴敏	5.83	1.167%	货币
肖雅婷	5	1%	货币
魏进	3.33	0.667%	货币
向梦红	2.83	0.567%	货币
张鹏	2.77	0.553%	货币
汤凤	2.5	0.5%	货币
刘莎	2.5	0.5%	货币
黄晓阳	1.67	0.333%	货币
徐明	1.67	0.333%	货币
陈海龙	0.17	0.033%	货币
合计	500	100%	—

3、企业组织结构



4、企业主要产品或服务

长沙市凯纳网络技术有限公司是一家专注于互联网电子商务行业的企业，主营业务为“十二药网”第三方药品交易平台。公司自主研发运营“十二药网”及“药批发”第三方

药品交易平台，该项目是一个新型的电子商务模式，集成了新型的B2B2C+O2O第三方药品导购概念，即B2B平台中的生产企业、医药公司与连锁药店之间进行线上批发交易，与B2C平台中的连锁药店与个人之间进行零售交易相结合，并融合线上预订线下交易的O2O模式。公司已获得国家食品药品监督总局核发湖南省唯一的《互联网药品交易服务资格证书》(国A20140005)及湖南省食品药品监督管理局核发的《互联网药品信息服务资格证书》(湘-经营性-2014-0002)。

5、公司核心技术人员

凯纳网络公司团队由一批高学历有志青年组成，其中不乏博士、硕士等人才，形成了杰出的技术开发、网络维护运营团队，拥有国内领先的技术力量及设计水平，团队始终坚持“相信奇迹，才能创造奇迹”的理念，锐意创新，自主研发，获得多个自主知识产权。公司技术总监北京大学研究生毕业，从事软件开发8年工作经验，参与及主导开发过大型互联网及电子商务项目。产品总监与设计总监均是国内外知名企业回湘创业的专业人才，下属技术部门骨干均在公司工作3年以上，拥有丰富的医药电商工作经验。

6、历史二年资产、负债及经营状况

单位：万元

项 目	2014 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
资产	21.06	43.92
负债	124.01	139.65
所有者权益	-102.95	-95.73
项 目	2014 年	2015 年 1-5 月
营业收入	83.86	52.15
净利润	-138.20	-312.97

上述 2014 年度、2015 年度财务状况及经营成果经天健会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所审计并出具了天健湘审〔2016〕182 号无保留意见审计报告。由上表可见，2014 年和 2015 年亏损，原因是公司尚处于起步阶段，其知名度未打开，难以迅速占据市场、发展业务、扩大规模。同时资金匮乏，导致公司诸多计划和战略难以开展和实施，从而影响业务发展，谋获收益。

(三)双方整合的形式及效益分析

本次股权收购完成后，尔康医药经营有限公司将取得长沙市凯纳网络技术有限公司控股股权。

湖南尔康医药经营有限公司的母公司湖南尔康制药股份有限公司（以下简称“尔康制药”）成立于 2003 年 10 月，并于 2011 年 9 月在深交所挂牌上市，是国内品种齐全

的药用辅料龙头企业，也是国内少数几家拥有新型青霉素类抗生素——磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业之一。尔康制药现有 120 个辅料品种、43 个原料药品种和 148 个成品药批文，形成了以药用辅料为主，原料药、成品药三大系列产品齐头并进的综合性发展新格局。同时，公司开发了药辅网第三方原料、辅料、包材交易平台，目前已经入驻采购商 2700 家，日交易额达 80 万元。

长沙市凯纳网络技术有限公司成立于 2012 年 8 月，是一家专注于互联网电子商务行业的企业，并自主研发运营“十二药网”及“药批发”第三方药品交易平台，该项目采用了新型的电子商务模式，集成了新型的 B2B2C+O2O 第三方药品导购概念，即 B2B 平台中的生产企业、医药公司与连锁药店之间进行线上批发交易，与 B2C 平台中的连锁药店与个人之间进行零售交易相结合，并融合线上预订线下交易的 O2O 模式。凯纳网络于 2014 年获得国家食品药品监督总局核发湖南省唯一的《互联网药品交易服务资格证书》（国 A20140005）及湖南省食品药品监督管理局核发的《互联网药品信息服务资格证书》（湘-经营性-2014-0002），并于 2015 年获得湖南省高新技术企业及湖南省电子商务企业的认定。凯纳网络团队由一批高学历有志青年组成，其中不乏博士、硕士等人才，形成的杰出的技术开发、网络维护运营团队，拥有国内领先的技术力量及设计水平，团队始终坚持“相信奇迹，才能创造奇迹”的理念，锐意创新，自主研发，获得多个自主知识产权。凯纳网络成立至今已与多家知名医药企业合作，例如湖南千金药房连锁有限公司、湖南时代阳光集团、湖南麓园生物科技有限公司、湖南本草纲目医药连锁有限公司、湖南楚仁堂药房连锁有限公司、贵州幸福村药房连锁有限公司等，为其量身创建了医药类电子商务平台，在业内已取得了良好的口碑，逐步产生了一定的品牌。

收购凯纳网络符合尔康制药的互联网医药交易服务平台发展战略。尔康制药拥有强大的医药行业上游资源，并且拥有第三方药品辅料交易平台，凯纳网络拥有强大的技术团队，医药电商专业运营团队以及成熟的医药行业平台运营模式，拥有湖南省第一块也是唯一一块《互联网药品交易服务资格证书》国 A 牌照，收购完成后，药辅网可并入药批发网，重新开发及运营，借助药批发成熟的技术和基础数据库发展速度及盈利能力将会大幅提升。同时，药批发平台拥有强大并稳定的上游资源，形成优势互补，从而产生巨大的协同效益。尔康制药本身也拥有巨大的软件开发需求，如：LMIS 系统、ERP 系统、WMS 系统等，凯纳网络将成立专门的项目小组承接开发尔康制药旗下所有的软件系统，同时可承接部分药监系统软件开发。

三、估值对象和估值范围概况

本次估值对象为基于湖南尔康医药经营有限公司整合后的长沙市凯纳网络技术有限公司的全部股权投资价值，估值范围为长沙市凯纳网络技术有限公司拥有的全部资产、负债及其整合后的整体获利能力。资产及负债具体为经审计后的资产总额 43.92 万元、负债总额 139.65 万元、股东权益账面值为-95.73 万元。长沙市凯纳网络技术有限公司拥有的资产及负债已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）湖南分所进行了审计，出具了天健湘审（2016）182 号无保留意见审计报告。

对整合后的企业价值具有重大影响的主要资产基本情况：

1、主要专有业务平台

医药电商属于高门槛行业，所有电商企业需获取《互联网药品交易服务资格证书》，第三方平台更是需要获取国家药监总局核发的国 A 证书。凯纳网络拥有国内仅有的 20 块《互联网药品交易服务资格证书》国 A 证书之一。十二药网、十二药网药批发、药辅网三个第三方平台均需要该证书认证才能合法上线运营。

（1）十二药网医药社区门户

十二药网建立之初打造的是药品零售第三方交易平台，但由于国家政策的不稳定，进行过多次调整，获得《互联网药品交易服务资格证书》后，平台将最终定位为为医师、药师、患者和对药品信息有详细需求和服务的会员提供交互平台。医师、药师、患者等角色可以通过网站搜索查询详细的药品信息，了解周边药店、诊所销售药品的详细信息，了解周边药店诊所的位置。同时患者可以通过交互平台向医师、药师进行在线咨询，打造专业的药事服务平台。

该平台可以解决患者找药难，买药难的问题。平台可以大大降低消费者的购药成本，容易改变用户特别是慢性病患者的购药习惯。为药品(及周边产品)零售企业提供了一个新的销售渠道并且提高了其品牌知名度。十二药网可以通过平台获取生产厂家的赞助及支持获取广告收益，同时可以获取巨大的药店、药品、个人用户信息等精准数据。

（2）十二药网药批发第三方药品批发平台

“药批发”第三方药品批发平台(B2B)在凯纳网络整体战略中担任着三项重点工作，一是项目将打通上游企业为 B2C 平台提供完整的供应链。二是使医药商品信息对称，减少行业的中间环节以降低药品的流通成本。三是通过建立第三方的平台交易形成品牌并实现收益，实现项目在供应链中的重要价值。

该平台可以解决诸多问题，如药品生产及批发企业现金流问题；药品零售企业产

品差异化竞争问题；生产厂商的优质产品推广渠道问题。随着药批发模块的发展，其可以向十二药网提供强大的供应链，使得医药行业的最大瓶颈——药品分省管理制度产生一定的缓解。为未来十二药网可能产生的大量缺货提供强而有力的供应链支撑。药批发可以通过独特的控销系统吸引大量的生产厂家及旗下各省代理商共同加入，解决其他同类第三方平台不限控产生的问题。凯纳网络通过控销系统让生产企业向公司快速靠拢，从而形成强大的上游产业链。

(3) 药辅网第三方原料、辅料、包材交易平台

尔康制药一直从事医药产品的研发、生产和销售，主要业务包括药用辅料及新型抗生素产品。公司是国内品种最全、规模最大的专业药用辅料生产企业之一，并且是国内少数几家拥有新型青霉素类抗生素——磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业之一。目前，公司拥有 116 个药用辅料品种，可为各种片剂、针剂、硬胶囊剂、颗粒剂、丸剂、口服液等药品的生产提供药用辅料，主要产品包括药用甘油、药用蔗糖、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等。

尔康制药拥有强大的医药行业上游资源，并且拥有第三方药品辅料交易平台，该平台目前已经入驻采购商 2700 家。在尔康制药收购完成后，将会把辅药网移交凯纳网络并入药批发网重新开发及运营，借助药批发成熟的技术和基础数据库发展速度及盈利能力将会大幅提升。

2、计算机软件著作权、域名以及商标

长沙市凯纳网络技术有限公司经过多年研发形成了计算机软件著作权 6 项，域名 6 项及商标 1 项。具体如下：

(1) 计算机软件著作权

序号	软件产品名称	证书号	登记号	首次发表时间	权利范围
1	凯纳医药商城系统(wap 版)V1.0	软著登字第 0998333 号	2015SR 111247	2015年5月10日	全部权利
2	凯纳医药 B2B 第三方商城系统 V1.0	软著登字第 0998336 号	2015SR 111250	2015年5月10日	全部权利
3	十二医药商务拓展及服务平台 V1.0	软著登字第 0998741 号	2015SR 111655	未发表	全部权利
4	同效药价格比较平台 V1.0	软著登字第 0998930 号	2015SR 111844	未发表	全部权利
5	泛门户医药行业网站内容管理系统 V1.0	软著登字第 0482817 号	2012SR 114781	2012年9月27日	全部权利

序号	软件产品名称	证书号	登记号	首次发表时间	权利范围
6	医药行业 B2B2C 电子商务系统 V1.0	软著登字第 0482817 号	2012SR 114989	2012年9月26日	全部权利

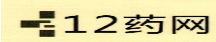
(2) 域名

公司目前持有的域名登记证情况以下：

序号	域名	注册人	注册时间	到期时间	域名性质
1	12yao.com	凯纳网络	2012年3月16日	2020年3月16日	国际域名
2	yaopifa.com	宋希	2008年10月9日	2016年10月9日	国际域名
3	12yao.cn	凯纳网络	2012年3月16日	2017年3月16日	国家域名
4	yaomall.cn	凯纳网络	2012年3月22日	2017年3月22日	国家域名
5	yaopifa.cn	凯纳网络	2014年9月26日	2016年9月26日	国家域名
6	yaopifa.com.cn	凯纳网络	2015年7月6日	2016年7月6日	国家域名

(3) 商标权及商标申请权

根据公司提供的《商标注册证书》，凯纳网络现持有 1 项注册商标，详细情况如下：

序号	注册号	商标权人	商标标识	核定使用商品	有效期限
1	11684892	凯纳网络		44	2014.4.7-2024.4.6

根据公司提供的注册商标申请资料显示，凯特网络目前有如下 1 项商标正在申请注册：

序号	注册号	商标权人	商标标识	核定使用商品	申请日
1	15901120	凯纳网络		35	2014年12月10日

四、估值基准日

本次估值的基准日为2015年12月31日。

五、价值类型

根据本次估值目的和估值对象的特点，选择投资价值作为本估值报告的估值结论的价值类型。

本估值报告所称投资价值是指估值对象对于具有明确投资目标的特定投资者或

某一类投资者所具有的价值，亦称特定投资者价值。即本次估值是基于凯纳网络现有资源，假设尔康医药收购凯纳网络并进行业务整合，在整合后的经营范围（包括进入整合后凯纳网络公司的尔康医药药辅网平台等）、方式下持续经营，凯纳网络全部股权对于尔康医药的投资价值。

六、估值假设及依据

1、一般假设

持续经营假设，截止估值基准日2015年12月31日，长沙市凯纳网络技术有限公司一直处于累计亏损状况，2015年以来公司处于发展起步阶段，其市场份额不大，同时资金匮乏，经营发展步伐较慢，但基于下述因素的考虑，我们假设长沙市凯纳网络技术有限公司将保持持续经营状态：

本次估值系基于湖南尔康医药经营有限公司完成对长沙市凯纳网络技术有限公司的整合，并在资金、资源、管理等方面提供保障，从而使凯纳网络现有的资产按照目前的用途和使用的方式、规模、频率、环境等情况继续使用，或者在改变的基础上继续使用。

2、特殊假设

(1)对于估算对象及其所涉及资产的法律描述或法律事项(包括其权属或负担性限制)，估值人员进行了一般性的调查。除在估值报告中已有揭示外，假定估算对象及其所涉及资产的权属为良好和可在市场上进行交易的；同时也不涉及任何留置权、地役权，没有受侵犯或其他负担性限制。

(2)对于价值估算结论所依据而由委托方及相关当事方提供的信息资料，估值人员假定其为可信并履行了必要的价值估算程序进行了必要的验证，但这些信息资料的真实性、合法性、完整性由委托方及相关当事方负责，估值人员对这些信息资料的真实性、合法性、完整性不做任何保证。

(3)对于价值估算所依据的资产使用方式所需由有关地方、国家政府机构、私人组织或团体签发的一切执照、使用许可证、同意函或其他法律性或行政性授权文件假定已经或可以随时获得或更新。

(4)假定凯纳网络网络技术有限公司管理层(或未来管理层)负责任地履行资产所有者的义务并称职地对相关资产实行了有效地管理；凯纳网络核心软件开发人员和技术团队保持相对稳定，并能完成预期软件开发成果或技术更新。

(5)除估值报告中有关说明，现行税收法律制度将不发生重大变化，税率将保持不

变，委托方、相关当事方及整合事宜所有适用的法规都将得到遵循。

(6)国家现行的有关法律法规及政策、国家宏观经济形势无重大变化，本次交易各方所处地区的政治、经济和社会环境无重大变化，无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

(7)假设尔康医药对凯纳网络整合后，在未来可预见的时间内，尔康医药或凯纳网络既定的投资、投产计划和经营政策等如期实施；在正常情况下预测的收入、成本及费用在未来经营中能如期实现，投资所需资金能如期到位。

若将来实际情况与上述估值假设产生差异时，将对估值结论产生影响，报告使用者应在使用本报告时充分考虑估值假设对本估值结论的影响。

3、估值依据

- (1)湖南尔康医药经营有限公司提供的《凯纳网络网络技术有限公司的整合方案》；
- (2)凯纳网络网络技术有限公司《审计报告》；
- (3)凯纳网络网络技术有限公司提供的《商业计划书》；
- (4)wind资讯平台；
- (5)行业分析资料；
- (6)上市公司公开信息资料；
- (7)其他于估值相关的资料。

七、估值方法

(一)估值方法选择

本次估算以持续经营为前提，综合考虑各种影响因素，采用收益法对估值对象进行估值。

(二)收益法思路

1、具体思路及模型

本次采用收益法估算股东全部权益价值的总体思路是采用间接法，即先估算目标公司的自由现金流量，推算企业整体价值，扣除付息债务资本价值后得到股东全部权益价值。具体估值思路如下：

(1)结合宏观经济形势对目标公司收益现状以及市场、行业、竞争、环境等因素和经营、管理、成本等内部条件进行分析；

(2)对目标公司的全部资产及负债进行分析，重点分析资产的匹配、利用情况，调

整非经营性资产、负债和溢余资产及其相关的收入、支出，调整偶然性收入和支出；

(3)对目标公司近期若干年的收益进行比较精确的逐年预测；

(4)对目标公司未来远期收益趋势进行判断和估算；

(5)综合目标公司估值基准日的资产、负债状况和未来收入的变化趋势分析，预测其运营资金的增减变动和维持现有生产能力的固定资产和无形资产的更新的资本支出；

(6)在上述分析的基础上，估算企业自由现金流量。

(7)在综合分析估值基准日的利率水平、目标公司的其他风险因素的基础上运用资本资产定价模型估算企业自由现金净流量的折现率；

(8)将企业自由现金流量折现到估值基准日并累加求和；

(9)对非经营性资产(负债)、溢余资产单独估值；

(10)估算目标公司的整体价值，扣除估值基准日付息债务的价值，推算目标公司的股东全部权益价值。

在具体的估值操作过程中，选用分段收益折现模型。即：将以持续经营为前提的目标公司的未来收益分为明确预测期和永续年期两个阶段进行预测，首先逐年明确预测期(估值基准日后至 2020 年末)各年的收益额；再假设永续年期保持明确预测期最后一年的预期收益额水平，估算永续年期稳定的企业自由现金净流量。最后，将目标公司未来的预期收益进行折现后求和，再加上单独估值的非经营性资产、溢余资产估值总额，即得到目标公司的整体企业价值。根据上述分析，本次将目标公司的未来收益预测分为以下两个阶段，第一阶段为明确预测期，从 2016 年 1 月 1 日开始至 2020 年 12 月 31 日，此阶段为目标公司的稳定增长时期；第二阶段为永续年期，2021 年 1 月 1 日至永续年限，在此阶段，目标公司将保持 2020 年的盈利水平，并基本稳定。其基本估算公式如下：

企业整体价值=未来收益期内各期净现金流量现值之和+单独估值的非经营性资产及负债、溢余资产估值总额

即：

$$P = \sum_{i=0.5}^t \frac{A_i}{(1+r)^i} + \frac{A_t}{r(1+r)^t} + B$$

式中：

P—企业整体价值；

r —折现率；

t —明确预测期收益年限，共 5 年；

A_i —明确预测期第 i 年预期企业自由现金流量；

A_t —未来第 t 年预期企业自由现金流量；

i —收益计算期， $i=0.5, 1.5, 2.5, 3.5, 4.5$ ；

B —单独估值的非经营性资产及负债、溢余资产估值总额。

企业自由现金流量=息前税后净利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

2、收益指标的确定

(1)收益期限的估算

目标公司的营业执照显示其营业期限为 2012 年 8 月 8 日至 2062 年 8 月 7 日。从估值角度分析，目标公司不存在必然终止的条件，一般设定收益期限为无期限，且当未来收益期限超过足够长时的未来收益对现值影响很小，故本次估值设定其未来收益期限为无限年期。

(2)收益指标的选取

在收益法估值实践中，一般采用现金流量(企业自由现金流量、股权自由现金流量)作为目标公司的收益指标。公司未来的债务借入及偿还情况难以预计，因此选择企业自由现金流量作为收益额指标。

(3)折现率的选取

折现率，又称期望投资回报率，是收益法的重要参数。本次估值所采用的折现率的估算，是在考虑估值基准日的利率水平、市场投资回报率、企业特别风险(包括企业规模超额收益率)收益率和目标公司的其他风险因素的基础上运用资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model 或 CAPM)综合确定权益资本成本(股权收益率)，并结合目标公司的付息债务资本的利率等因素，综合估算全部资本的加权平均成本(Weighted Average Cost of Capital 或 WACC)，并以此作为估值对象的全部资本自由现金净流量的折现率。

八、估值过程

(一)业务平台介绍

长沙市凯纳网络技术有限公司专注于互联网电子商务行业的企业，主营业务为

“十二药网”第三方药品交易平台。公司自主研发运营“十二药网”及“药批发”第三方药品交易平台，该项目是一个新型的电子商务模式，集成了新型的 B2B2C+O2O 第三方药品导购概念，即 B2B 平台中的生产企业、医药公司与连锁药店之间进行线上批发交易，与 B2C 平台中的连锁药店与个人之间进行零售交易相结合，并融合线上预订线下交易的 O2O 模式。公司已获得国家食品药品监督总局核发湖南省唯一的《互联网药品交易服务资格证书》(国 A20140005)及湖南省食品药品监督管理局核发的《互联网药品信息服务资格证书》(湘-经营性-2014-0002)。

1、十二药网医药社区门户

十二药网是依托药品零售企业针对个人消费者开发的正规医药电子商务平台，即药品零售企业在十二药网开辟网上药品旗舰店向普通消费者出售药品、保健品及医疗器械等。

十二药网建立之初打造的是药品零售第三方交易平台，但由于国家政策的不稳定，进行过多次调整，获得《互联网药品交易服务资格证书》后，平台将最终定位为为医师、药师、患者和对药品信息有详细需求和服务的会员提供交互平台。医师、药师、患者等角色可以通过网站搜索查询详细的药品信息，了解周边药店、诊所销售药品的详细信息，了解周边药店诊所的位置。同时患者可以通过交互平台向医师、药师进行在线咨询，打造专业的药事服务平台。

十二药网设计理由：十二药网可以让患者、医师、药师和对药品信息有详细需求和服务的会员提供交互平台，为找药和需要了解药品信息的会员提供详细的药品信息。同时当国家政策开放后可以立即进行药品在线交易；十二药网分为 WEB 端和 APP 端，支持在线支持和结算，运营早期以 WEB 端为主，后期以 APP 端为主。

十二药网主要功能：

角色	用户类型	基本功能	特别功能
药房	单体药房 连锁药房	1、可以在平台开设连锁药房旗舰店； 2、可以在平台开设单体药房旗舰店； 3、可以在旗舰店进行药品及周边产品的直接在线销售(暂时关闭)； 4、可以在搜索引擎进行药品及周边产品的在线推广； 5、可以在旗舰店内发布药品及周边产品的促销信息； 6、可以在线与消费者进行沟通； 7、可以通过电子银行在线收款以及结算。(暂时关闭)	1、可以直接在旗舰店后台通过 B2B 平台向上游进行购进； 2、药房可以在后台设置产品控制销售区域； 3、可以在旗舰店后台进行商品的批量上传； 4、可以永久免费使用药房版 ERP 系统； 5、可以在旗舰店后台对产品总代理和厂家进行投诉等； 6、可以批量上传商品。
个人		1、可以在线搜索查询比价终端出售	1、可以在药比价平台与医师、药师、

角色	用户类型	基本功能	特别功能
		的药品及周边商品； 2、可以与终端和平台进行在线沟通； 3、可以上传处方单购买处方药；(暂时关闭) 4、可以在线购买终端出售的药品及周边商品；(暂时关闭) 5、可以进行退货行为；(暂时关闭) 6、可以通过电子银行进行在线支付及要求货到付款。(暂时关闭)	病友及生产厂家进行直接交互； 2、可以在买家后台向生产厂家和总代理发起投诉； 3、APP 端可以直接拍照上传药盒信息或处方单。
专业人士	执业医师 执业药师	1、可以认证专业人士会员。为专业会员提供推广渠道。 2、为专业会员提供交互平台。	

十二药网解决的问题：该平台可以解决患者找药难，买药难的问题。平台可以大大降低消费者的购药成本，容易改变用户特别是慢性病患者的购药习惯。为药品(及周边产品)零售企业提供了一个新的销售渠道并且提高了其品牌知名度。十二药网可以通过平台获取生产厂家的赞助及支持获取广告收益，同时可以获取巨大的药店、药品、个人用户信息等精准数据。

在中国药品零售企业众多、产品同质化严重的市场环境下，十二药网新型的 B2C 平台营销模式，能帮助解决传统零售企业进军医药电商的各种困扰，是提高多渠道销售能力以及扩大市场份额的首选良策。

2、十二药网药批发第三方药品批发平台

“药批发”第三方药品批发平台(B2B)在凯纳网络整体战略中担任着三项重点工作，一是项目将打通上游企业为 B2C 平台提供完整的供应链。二是使医药商品信息对称，减少行业的中间环节以降低药品的流通成本。三是通过建立第三方的平台交易形成品牌并实现收益，实现项目在供应链中的重要价值。

药批发的设计理由：B2B 平台可以撮合全国大量的生产厂家、医药公司、药房诊所等机构在平台上进行询价、采购等工作；药批发分为 WEB 端和 APP 端，APP 可以支持在线付款，运营以 WEB 端为主。

药批发主要功能：

角色	企业类型	基本功能	特别功能
生产企业	药品厂家 医疗器械厂家 保健品厂家 母婴用品厂家 中药饮片厂家	1、可以在平台开设生产企业超级店铺； 2、可以在超级店铺发布旗下品牌产品的供应信息； 3、可以在超级店铺进行旗下品牌	1、可以在药比价平台与患者进行有效交互； 2、可以在超级店铺后台进行 B2B、B2C 平台中旗下品牌药品的价格控销；(暂未开发)

角色	企业类型	基本功能	特别功能
		产品的直接在线销售； 4、可以在全站进行旗下品牌药品的在线推广； 5、可以在超级店铺发布旗下品牌产品的促销信息； 6、可以在线与批发企业、下游终端和平台进行在线沟通； 7、可以通过电子银行在线收款以及结算。	3、可以在超级店铺后台查看 B2B、B2C 平台中旗下品牌产品的线上销售情况； 4、可以在 ERP 系统中了解到旗下品牌产品线下销售情况和销售区域； 5、可以在超级店铺中查看和回答 B2C 平台中的消费者针对旗下产品的投诉； 6、可以对下游企业开启授信支付功能。 7、可以批量上传商品。
批发公司	医药批发公司 医疗器械批发公司 保健品批发公司 母婴用品批发公司 中药饮片批发公司 大包商	1、可以在平台开设批发企业批发卖场； 2、可以在批发卖场进行旗下品牌产品的直接在线销售； 4、可以在批发卖场管理其下游经销商，控制销售行为； 5、可以在批发卖场发布其代理产品的促销信息； 6、可以在线与上游生产企业、下游终端和平台进行在线沟通； 7、可以向平级企业和上游生产企业进行购进和调拨行为； 8、可以进行商品退货行为； 9、可以通过电子银行在线收款以及结算。	可以在批发卖场对产品进行在线控销，包括价格控销、区域控销、销售单位控销等； 可以在批发卖场后台进行商品的批量上传； 可以在批发卖场对 B2C 平台中的药房进行直接供货；(暂时关闭) 可以在批发卖场后台对产品总代理、厂家进行投诉等； 可以对下游企业和平行企业开启授信支付功能。 可以批量上传商品。
药房	单体药房 连锁药房	可以在平台进行分类查询和搜索比价行为； 可以在线与上游企业和平台进行在线交流； 可以向上游批发公司和生产企业进行采购行为； 可以在线向上游企业进行电子银行支付； 可以进行商品退货行为。	可以进行全国性采购或者选择省内就近采购； 可以进行合并商家采购及多商家合并支付； 可以在线一键转为 B2C 平台卖家在线进行药品零售；(暂时关闭) 可以在买家后台对产品总代理、厂家进行投诉等； 可以永久免费使用药房版 ERP 系统； 在 B2B 平台采购商品的信息和一键到 B2C 平台上架。(暂未开发)
医疗机构	盈利性医疗机构 非盈利医疗结构	可以在平台进行分类查询和搜索比价行为； 可以在线与上游企业和平台进行在线交流；	可以进行全国性采购或者选择省内就近采购； 可以进行合并商家采购及多商家合并支付；

角色	企业类型	基本功能	特别功能
		可以向上游批发公司和生产企业进行采购行为； 可以进行产品退货行为； 5、可以在线向上游企业进行电子银行支付；	可以在线一键转为 O2O 平台卖家 可以向就近用户提供医疗服务和药事服务；(暂时关闭) 盈利性医疗机构可以永久免费使用诊所版 ERP 系统。

药批发解决的问题：该平台可以解决药品生产及批发企业现金流问题；解决了药品零售企业产品差异化竞争问题；解决了生产厂商，特别是国产生厂商的优质产品推广渠道问题，随着药批发模块的发展，其可以向十二药网提供强大的供应链，使得医药行业的最大瓶颈——药品分省管理制度产生一定的缓解。为未来十二药网可能产生的大量缺货提供强而有力的供应链支撑。药批发可以通过独特的控销系统吸引大量的生产厂家及旗下各省代理商共同加入，解决了其他同类第三方平台不做控制产生的问题。我们通过控销系统让生产企业向我们快速靠拢，形成强大的上游产业链。

3、药辅网第三方原料、辅料、包材交易平台

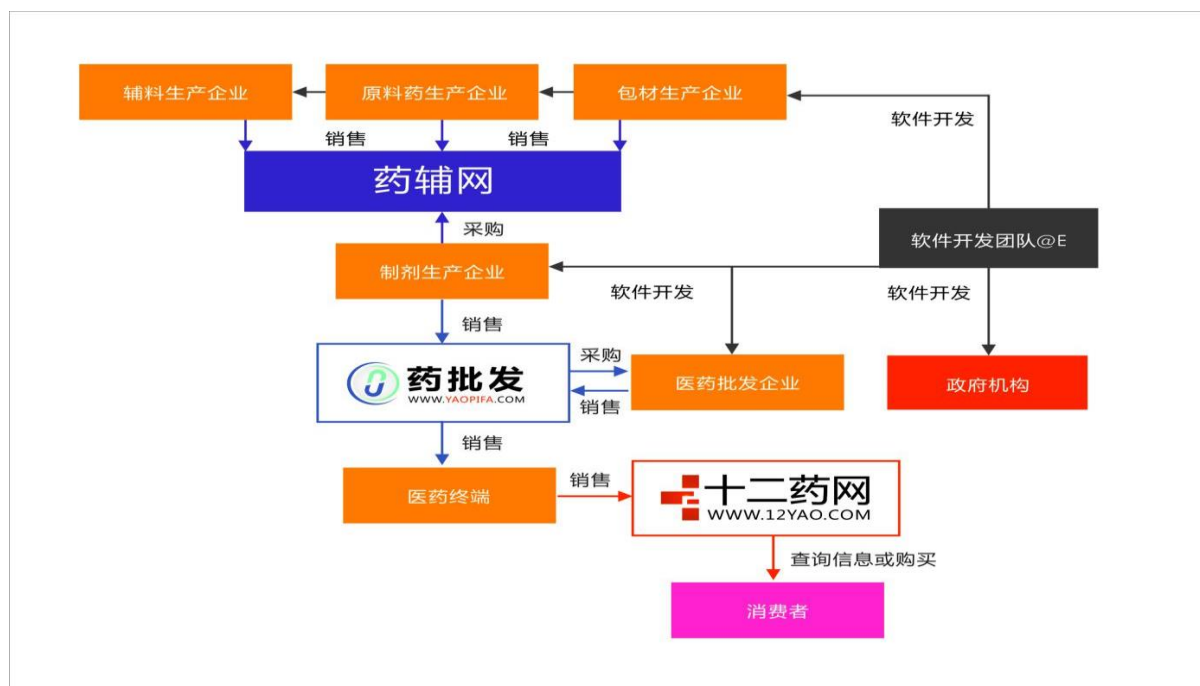
尔康制药一直从事医药产品的研发、生产和销售，主要业务包括药用辅料及新型抗生素产品。公司是国内品种最全、规模最大的专业药用辅料生产企业之一，并且是国内少数几家拥有新型青霉素类抗生素——磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业之一。目前，公司拥有 116 个药用辅料品种，可为各种片剂、针剂、硬胶囊剂、颗粒剂、丸剂、口服液等药品的生产提供药用辅料，主要产品包括药用甘油、药用蔗糖、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等。

尔康制药拥有强大的医药行业上游资源，并且拥有第三方药品辅料交易平台，该平台目前已经入驻采购商 2700 家。在尔康制药收购完成后，将会把辅药网移交凯纳网络并入药批发网重新开发及运营，借助药批发成熟的技术和基础数据库发展速度及盈利能力将会大幅提升。

4、软件开发

凯纳网络的技术团队负责开发过湖南千金药房连锁有限公司、湖南养天和医药连锁有限公司、湖南好护士医药连锁有限公司、湖南时代阳光集团、湖南麓园生物科技有限公司、湖南本草纲目医药连锁有限公司、湖南楚仁堂药房连锁有限公司、贵州幸福村药房连锁有限公司、湖南创业网、湖南经开区官方网站等大型医药、政府类互联网项目，拥有丰富的项目开发经验，为将来尔康制药及政府机构的系统软件开发奠定了良好的基础。

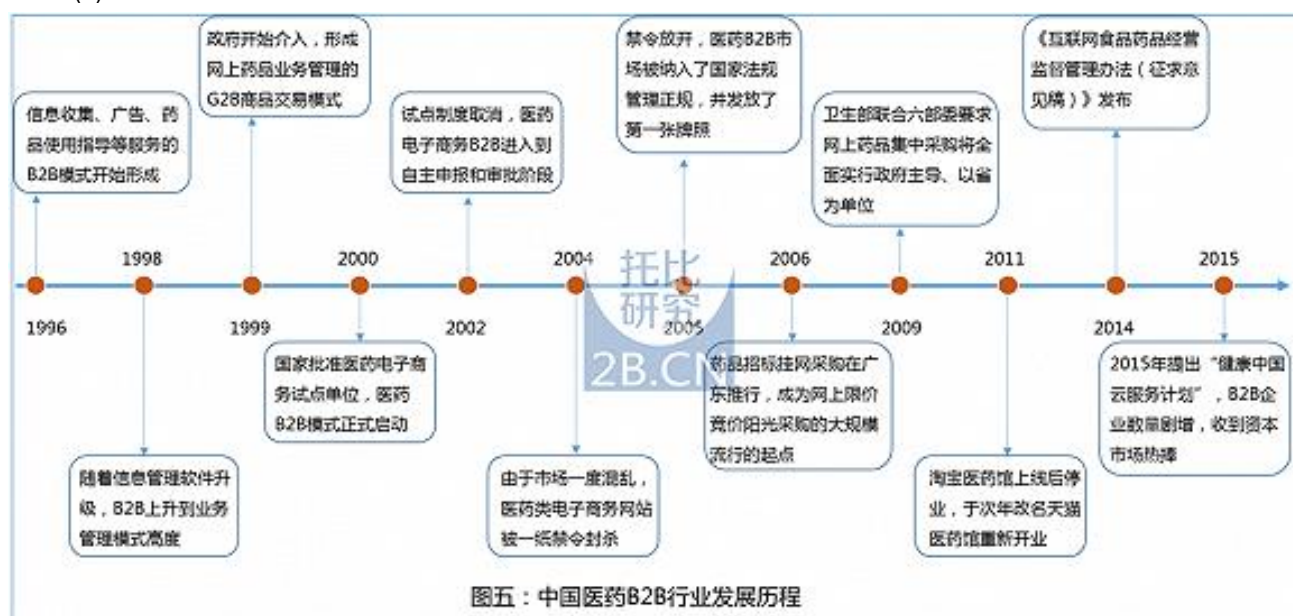
5、整合后的商业模式设计



(二)行业分析

1、医药 B2B 行业发展现状

(1)发展历程



中国 B2B 行业伴随着中国互联网一起萌芽、探索、成长和沸腾，医药行业触电相对迟缓，但整个发展过程也莫不如是。1996 年，我国医药 B2B 就已经初露端倪，但是这一阶段实现的功能比较初级，基本上围绕着医药信息的收集、产品广告发布以及药品服用指导等；到了 1998 年的时候医药 B2B 赋予了新的功能，这主要是基于以 SAP、

甲骨文、IBM 等企业在信息管理软件的研发和升级，依托信息技术实现了企业流程优化效率的提升；1999 年我国政府开始介入医药采购，政府建立网上平台进行在线撮合交易，并且具有交易支付功能；2000 年是一个里程碑的一年，出现了真正意义的医药 B2B，国家选择了医药卫生电子商务作为全国行业类电子商务示范工程，并在部分城市开展医药电子商务试点，时隔两年之后电子商务试点审批被取消，自主开展医药电子商务 B2B 业务通道也正式开通，但好景不长，由于基础准备不健全而强行上马电子商务反而拉低了市场效率，市场一度出现混乱，消费者用药安全出现严重的隐患，2004 年国家一纸禁令禁止医药类电子商务网站；2005 年医药 B2B 迎来了第二春，国家的医药电商禁令解除，在新的规定下，医药电子商务 B2B 市场被纳入了国家法规管理正规，第二年广东药品招标挂网采购实行，这是继四川之后的一个巨大的模式进步，成为网上限价竞价阳光采购的大规模流行的起点；到了近几年，2011 年淘宝医药馆上线后停业，于次年改名天猫医药馆重新开业，这是当时医药电商 B2B 市场的尤为引人注目的一次市场行为，2014 年《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》发布，规定取得相应资格证书的互联网平台不仅可以卖处方药，还可以由第三方物流配送平台进行药品或医疗器械的配送，这项新规的提出给网上药店带来革命性变化和新的曙光，到了 2015 年，国家提出“健康中国云服务计划”，号召积极应用移动互联网、物联网、云计算、可穿戴设备等新技术,推动惠及全民的健康信息服务和智慧医疗服务等，同时我们也看到，医药 B2B 市场已经竞争火热，市场也倍受资本的青睐。

(2)产业链分析



图六：中国医药B2B行业产业链布局

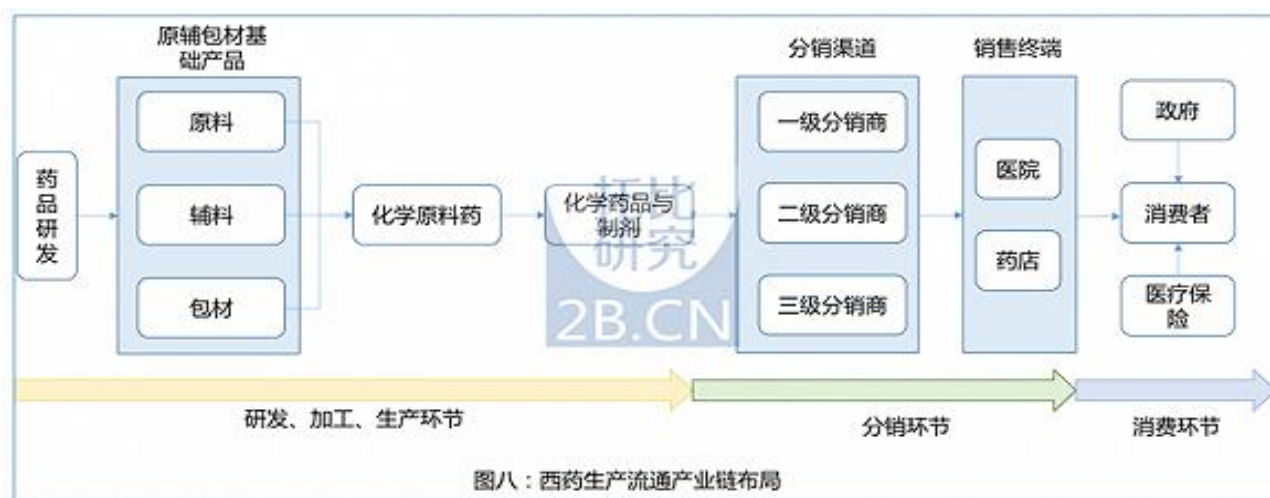
医药 B2B 行业尽管融入了互联和电子商务因素，其产业链依然是围绕着医药行业最本质的内容展开，同样可以分为四个版块。

上游顶端是医药研发与开发阶段，这是医药 B2B 的发端，一般是指医药产品研究

所、高等医药院校以及医药企业研究与开发部门，这些药研机构主要是为药品的生产、加工和制造企业提供智力服务、技术服务；紧接着就是医药产品的生产与制造环节，这是一个比较复杂的环节，包含着中药材的种植、养殖、采摘、收获和西药的原、辅、包材的生产，医疗器械的生产，以及试剂、生物医药的生产；第三阶段就到了医药产品流通与交换环节，包含着两大块，其一就是产品的品牌商、分销商，另外一块就是各种类型的销售终端，比较常见有医院、诊所、连锁药店、个人诊所、健康中心等；最后就到了医药产品的服务与消费阶段，实现医药生产的最终价值，这里面的 B 包含社区和诊所，当然消费端少不了个人消费者，对于医药 B2B 产业链，除了以传统医药产业链延展出来的各种 B，在外围还有提供物流仓储的企业，提供质押、贷款的金融公司，以及行情资讯、在线交易的点在商务平台，这也是医药 B2B 行业区别于传统医药行业最重要的特征。

按照惯例，医药产品可以分为七大类型，分别是药品类、中成药类、中药材类、医药器械类、化学试剂类、玻璃仪器类、其他类。根据商务部公布 2012-2014 年各类医药产品的销售额数据得知，药品类始终占据最主要的销售份额，三年的比重均在 70%以上，其次是中成药类，一直在 15%左右，排在第三的是中药材类销售比重在 4%左右，中成药类和中药材类可以合并成中药类，三年的销售比重在 20%左右，排在第四的是医疗器械类，销售占比 3%左右。尽管 2012 年到 2014 年每一年的七大类医药商品销售额比重都在变化，但是整体的销售占比基本上保持了相对稳定的状态，不难得出药品类、中成药类、中药材类、医疗器械类占据主要销售份额的结论。

根据市场销售占比对药品类、中药类、医疗器械类的产业链进行着重分析，同时把高新生物制药也作为一种分析的对象因其是一个新兴且具有战略意义的行业。



西药是药品类中重要的组成部分，也是占据市场份额最多的品类，其生产流通产业链布局大致可以分为三个区段，第一是研发、加工、生产环节，第二是分销环节，第三是消费环节。在第一个环节，药品研发机构进行研发药品，将通过临床试验的产品和具有市场应用价值的产品推送给下游生产厂商或者药品品牌商，厂商或者药品品牌商组织响应厂商进行加工生产，这里面需要相关企业提供原料、辅料和包材，形成化学原料制药成份，在进一步加工生产成为化学药品与制剂，其中药品生产企业与药品原、辅、包提供企业具有较强的粘性，具有更改难度大成本高的特点；在分销环节中，也是医药电商 B2B 平台最容易介入和改造的环节，由于传统的分销渠道分为一级分销商、二级分销商、三级分销商，分销商层层加价，且信息存在严重的不对称，而这些都是互联网 B2B 可以解决的痛点，再下一端就是销售终端，也是普通消费者接触到的 B，包括医院、药店和普通的诊所等；在消费环节，除了我们很容易想到的普通消费者，在其消费的全过程中还有政府以及医疗保险这样的机构存在，这也是 B2B 关注的重点。

(3)医药 B2B 企业概况（资质、地域分布、资本活跃度）

	牌照类型	审批机构	服务范围	编号示例	已有数量
互联网药品信息服务资格证	经营性	地方药监局	通过互联网向上网用户有偿提供信息或者网页制作等服务	(黔)-经营性-2015-0002	共6665个
	非经营性		通过互联网向上网用户无偿提供具有公开性、共享性信息服务	(辽)-非经营性-2015-0028	
互联网药品交易服务资格证	A证	国家药监局	第三方交易服务平台为药品生产企业、药品经营企业和医疗机构之间的互联网药品交易提供服务	国A20060001	20个
	B证	地方药监局	与其他企业进行药品交易：药品生产企业、药品批发企业通过自身网站与其他企业进行的互联网药品交易	浙B20150002	113个
	C证	地方药监局	向个人消费者提供药品只能销售自营非处方药品	浙C20150017	388个

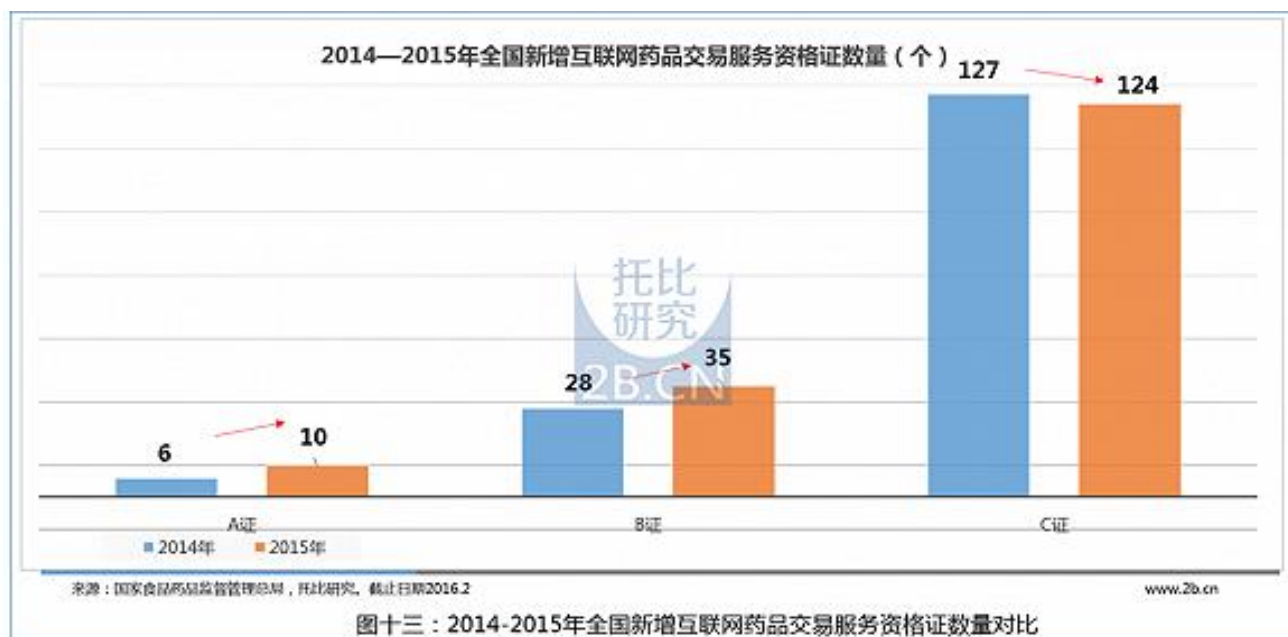
来源：国家食品药品监督管理局，对比研究。截止日期2016.2

www.2b.cn

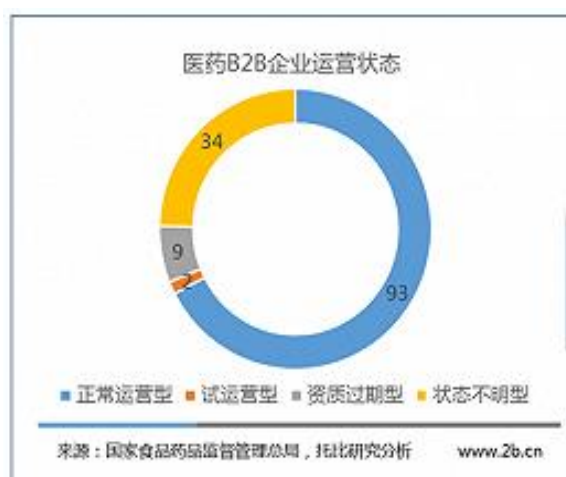
图十二：中国医药电商获取资格证概况

从事医药电商行业需要获取相应的资格证书与牌照，目前重要的有两类，其一是互联网药品信息服务资格证，其二是互联网药品交易服务资格证。互联网药品信息服务分为经营性和非经营性两类，经营性互联网药品信息服务是指通过互联网向上网用户有偿提供药品信息等服务的活动；非经营性互联网药品信息服务是指通过互联网向上网用户无偿提供公开的、共享性药品信息等服务的活动。审批机构是由地方药监局

担纲，有效期为 5 年，截止 2016 年 2 月，在全国已经颁发 6665 互联网药品信息服务资格证。互联网药品交易服务资格证书，是由国家食品药品监督管理局给从事互联网药品交易服务的企业颁发的互联网药品交易服务机构资格证书，分为 A、B、C 三种有效期为 5 年，其中 A 证的审批机构为国家药监局，B 证和 C 证的审批机构均是地方药监局，其中 A 证和 B 证是 B2B 企业需要申请的，而 C 证的服务范围是向个人消费者提供药品，并且只能销售自营非处方药品。截止 2016 年 2 月，在国内拥有 A 证的企业 20 家，B 证的企业 113 家，C 证的企业 388 家。



从 2014-2015 年全国新增互联网药品交易服务资格证数量对比来看，A 证在 2014 年新增 6 个，2015 年新增 5 个，B 证从 2014 年的新增 28 个到 2015 年的新增 35 个，增量实现了较为大幅的增长，A 证与 B 证主要应用在医药电商 B2B 领域，相对比来看，C 证的基数大，并且增长多，2014 年新增 127 个，2015 年新增 124 个，新增的绝对值有所收敛，但是 B2C 领域的竞争显得依然火热。我们认为，这种局面主要反映出尽管医药 B2B 行业市场空间大，但是行业壁垒高，对于没有深度涉足医药生产流通的企业开展 B2B 难度过大，导致与医药 B2C 平台成为一般型企业撬动医药行业的触点，正是由于这一点，医药 B2B 行业空间大、机会多，对于有能力、有资源的医药企业是一个难得的发挥契机。



图十六：医药B2B企业运营状态



图十七：医药B2B企业经营类型

目前从事医药 B2B 电商业务的企业共有 133 家，其中 A 证企业 20 家，B 证企业 113 家。从企业网站的运营角度来看，有 93 家网站处于正常运营的状态，可以实现 B2B 贸易服务，其中 A 证企业 10 家，B 证企业 72 家；有 2 家 B2B 企业是 2015 年刚刚上线，处于试运营阶段，A 证企业、B 证企业各一家；同时托比研究在对这些有资质进行 B2B 贸易医药电商梳理分析的过程中发现有 9 家拥有 B 证的企业资格证已经过期，目前处于暂停运营的状态；有 34 家企业运营状态不明确，其中目前未展开 B2B 业务的 3 家，没有找到相关网站的企业共有 35 家。另一方面，托比研究发现，部分拥有开展 B2B 业务的企业开通了向 C 端销售的业务，这样的企业共有 7 家，专门搭建第三方交易平台提供 B2B 服务的企业 19 家，从事与其他企业医药交易的 B2B 电商共有 112 家。

医药行业的产品丰富，从事 B2B 领域的企业所覆盖的产品基本上是全品类的，从事综合类医药产品的 B2B 企业共有 69 家，其中拥有 A 证的企业 13 家，拥有 B 证的企业有 56 家；从事中药 B2B 的企业共有 5 家，其中拥有 A 证的企业 1 家，拥有 B 证的企业有 4 家；从事西药、医疗器械以及细分领域的医药 B2B 企业分别有 3 家、6 家和 2 家，并且都是拥有 B 证的企业。值得说明的是，从事细分领域的 B2B 企业均是围绕着牙齿护理提供相关产品和服务。

2、医药 B2B 未来发展的两个动向

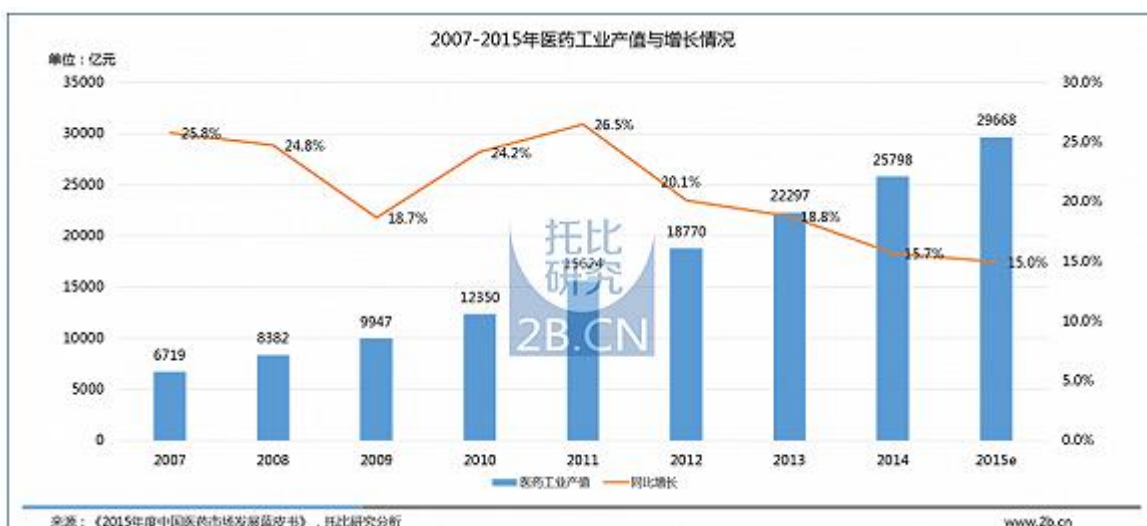


医药 B2B 电商在我国的发展相比较欧美发达国家而言，还处在生长阶段。根据国内现有的 B2B 医药电商平台而言，对未来我国医药 B2B 电商的发展方向做出了两个方面的判断：一个是企业层面，另一个是行业层面。

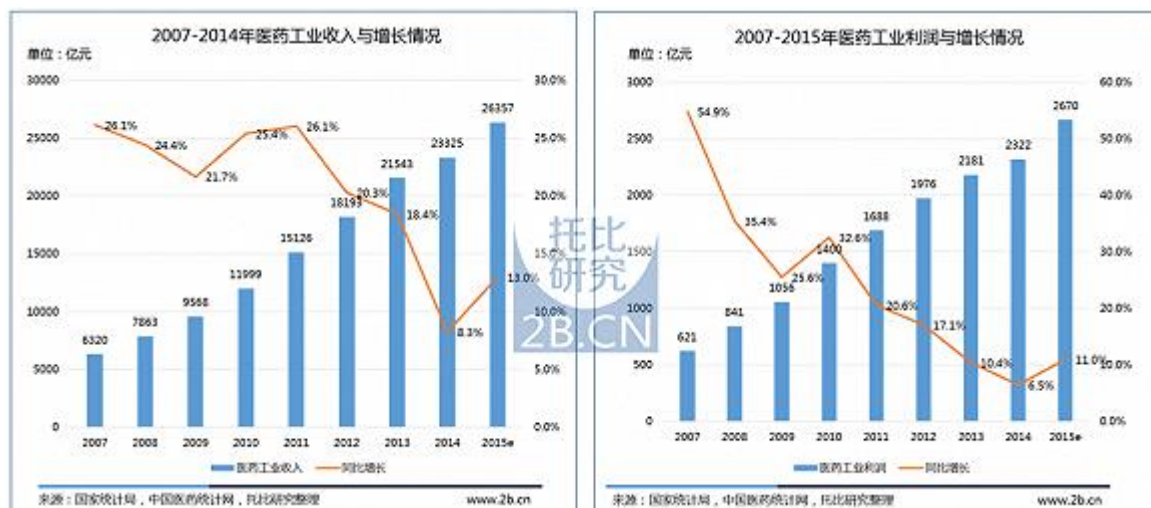
在企业层面，由政府主导和企业自建的医药 B2B 平台将或让位于第三方医药 B2B 电商平台。因为企业类医药 B2B 电商平台的主要收入来源是交易中介服务收费、广告费等，但因该平台参与主体有限，医药 SKU 相对少，而第三方医药 B2B 电商平台的上游厂商相对来说比较多，产品也会比较丰富，可以实现医药价格公开透明。在行业层面随着企业平台的不断建立与完善，整个医药行业在 B2B 电子商务模式的牵引下一方面解决供应链痛点的同时另外所汲取的健康数据、药品的流向、销量信息等相关数据，都将反馈给医药生产企业，从而实现个性化药品研发、最终实现了智慧生产和药品销售管理。

3、市场需求

(1)医药 B2B 市场规模



根据 CFDA 南方医药经济研究所《2015 年度中国医药市场发展蓝皮书》数据，进行分析，我国医药工业总产值由 2007 年的 6,719 亿元上升至 2014 年的 25,798 亿元，年均复合增长率达 21.19%。我国医药工业总产值保持了持续快速的增长态势，尽管整体增速有所收敛，但是始终保持着 15%以上增速在增长，明显高于我国 GDP 增速，未来较长一段时间，其市场将领跑中国经济，释放出来的经济势能不可估量，在 2013 年突破 2 万亿大关，预计 2015 年将逼近 3 万亿大关。（注：全国医药工业系指七大子行业的总和，包括化学原料药、化学药品试剂、生物制剂、医疗器械、卫生材料、中成药、中药饮片）



根据国家统计局、中国医药统计网统计数据，托比研究认为，以上两张图可以作为我国医药 B2B 行业主要经济指标情况。在医药工业收入与增长方面，医药工业收入持续增长，但是增速整体有渐缓的趋势，短期内表现出上扬回暖迹象，增长速度较疲软的经过经济来说依然是一剂强劲的动力；在医药工业利润与增长方面，利润增长相较于收入增长，增速明显偏低，我国目前医药行业发展仍处于比较初期阶段，在创新能力不足和产品同质化严重等问题，部分医药企业的生产经营仍存在较大的改善空间。

(2)用户分析



各省医疗终端及OTC药店数量统计表								
序号	省份	医疗终端数量					OTC药店数量	总计
		医院	基层医疗卫生机构	专业公共卫生机构	其他机构	合计		
1	四川	1659	74761	723	91	77234	42058	119292
2	山东	1736	71294	745	157	73932	33457	107389
3	广东	1217	44253	681	100	46251	53965	100216
4	河北	1263	76801	601	96	78761	13624	92385
5	河南	1326	67699	597	139	69761	17624	87385
6	湖南	913	59178	594	118	60803	14208	75011
7	山西	1232	38825	463	75	40595	16371	56966
8	江苏	1455	29095	481	227	31258	23295	54553
9	辽宁	888	34324	494	159	35865	16817	52682
10	湖北	694	34203	445	91	35433	14371	49804
11	江西	550	38423	517	81	39571	9951	49522
12	云南	981	21948	521	63	23513	25306	48819
13	广西	472	33410	388	39	34309	14292	48601
14	浙江	832	28870	391	175	30268	16913	47181
15	陕西	911	33785	385	107	35188	8265	43453
16	贵州	963	26577	413	28	27981	13309	41290
17	黑龙江	995	19032	640	59	20726	17507	38233
18	安徽	932	21930	447	87	23396	14330	37726
19	福建	528	26415	322	78	27343	8952	36295
20	内蒙	553	22353	452	71	23429	11811	35240
21	吉林	583	18835	309	57	19784	15213	34997
22	甘肃	420	25710	337	32	26499	7207	33706
23	重庆	518	17981	170	21	18690	13922	32612
24	新疆	860	17253	520	8	18641	7633	26274
25	北京	598	9015	121	104	9838	5501	15339
26	海南	194	4864	107	11	5176	4424	9600
27	上海	323	4394	100	44	4861	3492	8353
28	天津	326	4205	96	57	4684	3292	7976
29	青海	145	5660	146	3	5954	1837	7791
30	西藏	104	6484	141	2	6731	658	7389
31	宁夏	146	3898	84	10	4138	2049	6187
总计		24317	921475	12431	2390	960613	451654	1412267

信息闭塞导致了各角色对信息通畅和交易便利充满巨大的需求，第三方交易平台拥有信息全面、更新速度快、交易便利等特色，为上述角色提供了良好的用户体验，改变用户体验即可改变交易方式，意味着巨大的社会价值和经济价值。

(三)各项参数预测过程

1、营业收入的预测

凯纳网络主营业务为依托上述业务平台，开展相关服务，从而收取相关佣金及手续费。

(1)药品的第三方交易服务佣金

向通过药批发及药辅网进行药品交易的上游企业收取每笔交易1%-5%不等的交易佣金，授权运营商收取年费，见下表：

级别	区域	保证金	年费
一级	津、京、沪、渝	10 万	5 万
二级	省会城市+深圳	6 万	3 万
三级	二线城市	4 万	2 万
四级	三、四线城市	2 万	1 万

(2)广告赞助收入

凯纳网络按月或按年收取相关平台网站广告位费用，即其为生产厂家或产品开辟相应专题进行在线推广从而收取专题赞助费。其中专题服务费为：10000 元-30000 元/个。

(3)广告联盟收入

凯纳网络可通过流量获取百度、腾讯、360 等广告联盟，按点击或展示收取付费佣金。

(4)CPS 收益

既按效果付费，引导用户到其他网站进行交易后产生佣金进行分成的收益。

(5)打造互联网品牌合作收益

凯纳网络与医药公司或生产厂家将合作互联网品牌系列药品，由公司进行整体产品策划、设计、线上推广，销售药品从而获取收益。设计策划费每个产品可收取 10000 元策划服务费，线上销售可收取每笔交易 20%-50%不等的佣金。

(6)药品众筹佣金收益

生产厂家或大包商可以在公司业务平台策划众筹活动，从而多方受益。设定众筹结束时间为 30 天，参与众筹的终端支付 30%的费用，生产厂家开始生产，生产结束终端打全款，生产厂家逐一发货，平台收取众筹 5%-15%的佣金。

(7)软件开发服务收益

尔康制药本身拥有巨大的软件开发需求，如：LMIS 系统、ERP 系统、WMS 系统等，凯纳网络具有优秀的开发团队，其将成立专门的项目小组承接开发尔康制药旗下所有的软件系统，为尔康制药等传统医药企业或政府机构进行软件开发从而获取收益。

2、营业成本的预测

凯纳网络主要从事第三方平台服务、平台广告及软件开发服务，其主要成本为人员工资支出，全部在销售费用及管理费用中核算。

3、营业税金及附加

本次估值，根据《营业税改征增值税试点实施办法》按 3%的增值税征收率计算应纳增值税额；同时，按照实际缴纳的增值税额的 7%、3%、2%计算城建税、教育费附加和地方教育费附加。

4、销售费用

销售费用主要包括销售人员工资及社保支出、SEO 支出、广告费、SEM 推广、业务提成、运营商补贴、招待费、差旅费等。销售人员人工费包括工资、社会保险及附加费。对于未来年度销售人员工资的预测主要根据企业劳动人事部门提供的未来年度职工人数、平均工资水平以及考虑未来工资增长因素进行预测。对于 SEO 支出、广告费、SEM 推广、业务提成、运营商补贴、招待费、差旅费，结合未来企业发展情况及公司预算进行预测。

5、管理费用

管理费用主要包括研发人员工资及社保、管理人员工资及社保、财务人员工资及社保、办公费、差旅费、折旧费等。研发人员工资及社保、管理人员工资及社保、财务人员工资及社保主要根据企业劳动人事部门提供的未来年度职工人数、平均工资水平以及考虑未来工资增长因素进行预测，参照管理费用方式进行预测；对于办公费、差旅费，结合未来企业发展情况及公司预算进行预测；折旧费按照各项资产数额及其相应的折旧年限和残值率进行预测。

6、所得税费用

凯纳网络为高新技术企业，目前执行的所得税率为 15%，对于未来所得税预测，考虑到目前实际操作中，高新技术企业在一般情况下能够获得政府相关部门批准，持续取得高新技术企业资质。因此，本次评估假设在国家有关所得税优惠政策不变的情况下，在可以预测的未来，企业仍然可执行 15%所得税率。

7、折旧、摊销额预测

固定资产折旧预测考虑的因素：一是被评估单位固定资产折旧的会计政策；二是现有固定资产的构成及规模，预计未来年度不改变用途持续使用并按各类资产经济寿命不断更新；三是现有固定资产投入使用的时间；四是未来五年的固定资产投资计划(未来五年资本性支出形成的新增固定资产)；五是每年应负担的现有固定资产的更新形成的固定资产和未来投资形成的固定资产应计提的折旧。预测中折旧额与其相应资

产占用保持相应匹配；预计当年新增的固定资产在当年开始计提折旧；摊销费用主要为无形资产的摊销，预测时考虑的因素：一是现有无形资产的规模，二是无形资产的更新及资本性支出新增的无形资产，三是无形资产的摊销政策。

8、资本性支出的预测

资本性支出系为扩大经营所需的固定资产构建支出和保障企业经营能力所需的固定资产更新支出(须追加的固定资产投资)。本次评估首先分析被评估单位的现有固定资产构成类型、投入使用时间、使用状况以及现有技术状况，然后根据企业的运营计划为基础，考虑经营规模扩大所需资本性支出。假定各类固定资产更新周期为各类资产的经济寿命，到期即按现有同等规模、同等功能资产进行更新，所需资金与现有资金量相当，固定资产更新资金按本次评估之折现率进行年金化处理，其结果即为固定资产更新支出额。

9、营运资金增加净额预测

营运资金(净营运资金增加额)预测分为两方面：首先分析被评估单位在现有经营规模条件下于评估基准日的营运资金实有量，分析时先对评估基准日流动资产、负债的情况进行分析，剔除非经营性占用和非经营性负债及付息负债，将剔除后流动资产与非付息负债比较，其差额即为评估基准日实有营运资金；然后，根据被评估单位经营特点、年度付现成本及资金的周转情况估算出以后各年度的合理营运资金，与上期末合理营运资金的差额(预测第一期的追加额为合理营运资金额与评估基准日实有营运资金的差额)，即为当期追加营运资金数额。

我们根据被评估单位于评估基准日的财务数据和未来年度的预测数据估算而得的各期付现成本来测算其营业周期内所需的合理营运资金数额，经测算，被评估单位的合理营运资金约为1个月的付现成本，即：

合理营运资金=年付现成本/12

年付现成本=营业成本+营业税金及附加+营业费用+管理费用-折旧及摊销费用

10、自由现金流量预测

自由现金流量=息前税后利润+折旧及摊销-资本性支出-营运资金追加额

11、折现率的确定

折现率亦称期望投资回报率，是采用收益法评估所使用的重要参数。本次评估所采用的折现率的估算，是在考虑评估基准日的利率水平、市场投资回报率、被评估单位特有风险收益率(包括规模超额收益率)和被评估单位的其他风险因素的基础上运用资本资产定价模型(Capital Asset Pricing Model 或CAPM)综合估算其权益资本成本，并参

照可比企业的资本结构等因素，综合估算被评估单位的股权收益率，进而综合估算全部资本加权平均成本(Weighted Average Cost of Capital或WACC)，并以此作为评估对象的全部资本的自由现金净流量的折现率。其估算过程及公式如下：

权益资本成本按资本资产定价模型的估算公式如下：

$$\begin{aligned}\text{CAPM 或 } Re &= R_f + \beta(R_m - R_f) + R_s \\ &= R_f + \beta \times \text{ERP} + R_s\end{aligned}$$

上式中：Re：权益资本成本；

R_f：无风险收益率；

β：Beta系数；

R_m：资本市场平均收益率；

ERP：即市场风险溢价(R_m - R_f)；

R_s：特有风险收益率(企业规模超额收益率)。

加权平均资本成本(WACC)的估算公式如下：

$$\begin{aligned}\text{WACC} &= E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times (1-t) \times Rd \\ &= 1/(D/E+1) \times Re + D/E/(D/E+1) \times (1-t) \times Rd\end{aligned}$$

上式中：WACC：加权平均资本成本；

D：债务的市场价值；

E：股权市值；

Re：权益资本成本；

R_d：债务资本成本；

D/E：资本结构；

t：企业所得税率。

1) 无风险报酬率的确定：

通常认为国债收益是无风险的，因为持有国债到期不能兑付的风险很小，小到可以忽略不计，故一般以国债持有期收益率作为无风险收益率。考虑到股权投资一般并非短期投资行为，我们在中国债券市场选择从估值基准日至“国债到期日”的剩余期限超过 10 年的国债作为估算国债到期收益率的样本，经计算，估值基准日符合上述样本选择标准的国债平均到期收益率为 4.2137%，以此作为本次估值的无风险收益率。

2) 估算资本市场平均收益率及市场风险溢价 ERP

股市投资收益率是资本市场收益率的典型代表，股市风险收益率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，亦可认为是市场风险溢价的典型代表。正

确地估算股市风险收益率一直是许多股票分析师的研究课题。例如：在美国，Ibbotson Associates 的研究发现：从 1926 年到 1997 年，股权投资到大企业的年均复利回报率为 11.0%，超过长期国债收益率约 5.8% 左右；这个差异的几何平均值被业界认为是成熟市场股权投资的风险收益率 ERP。

参照美国相关机构估算 ERP 的思路，我们按如下方式估算中国股市的投资收益率及风险收益率 ERP(以下简称 ERP)：

①选取衡量股市 ERP 的指数：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，但是我们选用的指数应该是能最好反映市场主流股票变化的指数，参照美国相关机构估算美国股票市场的 ERP 时选用标准普尔 500(S & P500)指数的思路和经验，我们在估算中国股票市场的 ERP 时选用沪深 300 作为衡量股市 ERP 的指数。

②指数年期的选择：众所周知，中国股市始于上世纪 90 年代初期，最初几年发展较快但不够规范，直到 1996 年之后才逐渐走上正规，考虑到上述情况，我们在测算中国股市 ERP 时的计算年期从 1998 年开始，即指数的时间区间选择为 1997-12-31 到 2014-12-31 之间。

③指数成分股及其数据采集：沪深 300 指数的成分股每年是发生变化的，因此我们在估算时采用每年年底的沪深 300 指数的成分股。对于沪深 300 指数没有推出之前的 1999~2003 年，我们采用外推的方式推算其相关数据，即采用 2004 年年底沪深 300 指数的成分股外推到上述年份，亦即假定 1997~2003 年的成分股与 2004 年年末一样。在相关数据的采集方面，为简化本次估值的 ERP 测算中的测算过程，我们借助 Wind 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，因此我们选用的成份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，以全面反映各成份股各年的收益状况。

④年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种计算方法：

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(复权)

P_{i-1} 为第 $i-1$ 年年末收盘价(复权)

设第 1 年到第 n 年(不超过 10 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 为成份股票第 1 年(即 1998 年)到第 n 年收益率的算术平均值， $n=1,2,3, \dots, 10$ 。

N 为项数

根据投资风险分散的原理，将计算得到的沪深 300 全部成份股票各年算术平均值投资收益率进行简单平均，得到计算年度的资本市场投资收益率参考值。

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(复权)

P_0 为基期 1997 年年末收盘价(复权)

根据投资风险分散的原理，将计算得到的沪深 300 全部成份股票各年几何平均值投资收益率进行简单平均，得到计算年度的资本市场投资收益率参考值。

⑤计算期每年年末的无风险收益率 R_{fi} 的估算：为了估算每年的 ERP，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 R_{fi} ，本次估值我们采用国债的到期收益率(Yield to Maturate Rate)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} 。

⑥估算结论：

经上述计算分析，得到沪深 300 成份股的各年算术平均及几何平均收益率，以全部成份股的算术或几何平均收益率的算术平均值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。估算公式如下：

A、算术平均值法：

$$ERPi = Ai - Rfi(i=1,2,\dots)$$

B、几何平均值法：

$$ERPi = Ci - Rfi(i=1,2,\dots)$$

C、估算结果：

按上述两种方式的估算结果如下：

序号	年分	算术平均 收益率 R_m	几何平均收 益率 R_m	无风险收益率 R_f (距到期剩余年限超过 10 的 国债到期收益率)	ERP(算术平均收 益率- R_f)	ERP(几何平均收 益率- R_f)
1	2005	2.88%	-3.15%	3.56%	-0.68%	-6.71%
2	2006	24.54%	10.91%	3.55%	20.99%	7.36%
3	2007	55.81%	27.10%	4.30%	51.51%	22.80%
4	2008	44.51%	9.28%	3.80%	40.71%	5.48%
5	2009	53.96%	15.62%	4.09%	49.87%	11.53%
6	2010	46.04%	12.79%	4.25%	41.79%	8.54%
7	2011	33.49%	4.51%	3.98%	29.51%	0.53%
8	2012	30.95%	5.65%	4.16%	26.79%	1.49%
9	2013	37.47%	10.32%	4.29%	33.18%	6.03%
10	2014	44.18%	17.76%	4.31%	39.86%	13.44%
平均值		37.38%	11.08%	4.03%	33.35%	7.05%

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 11.08%与剩余年限超过 10 的国债到期收益率平均值 4.03%的差额 7.05%作为本项目的市场风险溢价，即本项目的市场风险溢价(ERP)为 7.05%。

3)Beta 系数的估算

①选择与目标公司具有可比性的参考企业

由于目标公司目前尚未上市，因而不能直接计算确定其市场价值，也无法直接计算其风险回报率等重要参数。我们采用在国内上市的公司中选取参考企业并对“参考企业”的风险进行估算的方法估算目标公司的折现率。选取参考企业的原则如下：

参考企业只发行人民币 A 股；

参考企业的主营业务与目标公司的主营业务基本类似；

参考企业的经营规模与目标公司尽可能接近；

参考企业的经营阶段与目标公司尽可能相似或相近。

根据上述标准，我们选取了以下 3 家上市公司作为参考企业：

参考企业一：生意宝

参考企业二：焦点科技

参考企业三：三六五网

参考企业基本情况

评估基准日 2015 年 12 月 31 日

公司简称	生意宝	焦点科技	三六五网
股票代码	002095.SZ	002315.SZ	300295.SZ
总股本(万元)	25,272.00	11,750.00	19,206.00
所属行业	互联网信息服务	互联网信息服务	互联网信息服务
经营范围	计算机软件、网络技术开发、技术服务、成果转让；计算机网络工程的设计、安装；计算机系统集成；计算机设备、网络设备、通讯产品的批发零售；网上提供商业服务；设计、制作、发布国内网络广告。第二类增值电信业务中的信息服务业务、呼叫中心业务和因特网接入服务业务。	互联网络技术开发及应用；计算机软硬件开发及相关产品销售；自营和代理各类商品和技术的进出口(国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外)；设计、制作、发布、代理国内外各类广告；企业管理咨询、商务信息咨询；会议及展览服务；第二类增值电信业务中的信息服务业务、因特网接入服务业务。	许可经营项目：第二类增值电信业务中的因特网信息服务业务；第二类增值电信业务中的信息服务业务(不含固定网电话信息服务和互联网信息服务)。一般经营项目：网站建设与网页设计服务；软件开发、销售；互联网信息咨询，数据处理与存储服务，信息技术服务、房地产中介服务，人才培养(不含国家统一认可的职业证书类培训)，投资咨询；设计、制作、发布路牌、灯箱、印刷品、礼品广告，代理自制广告。
产品名称	化工贸易服务、全球化工网、生意宝、生意宝展会收入、生意通电子商务服务、网盛网络广告发布服务、网盛网络信息推广服务、网盛网站建设基础服务、中国纺织网、中国服装网、中国化工网、中国医药网、中华纺织网、中华服装网	会员费、认证供应商服务、网络广告、网站增值服务、中国制造网电子商务平台、中国制造网英文版、中国制造网中文版	二手房网络营销服务、家居网络营销服务、新房网络营销服务、研究咨询
产品类型	公共服务、互联网服务、网站	网站	互联网服务、专业咨询服务

②BETA 值的估算

目前国内尚无一家专门从事 BETA 值的研究并定期公布 BETA 值的机构。Wind 资讯的数据系统提供了上市公司 BETA 值的计算器，我们通过该计算器以深沪 300 指数为衡量标准，计算周期取周，计算的时间范围取评估基准日前 156 周，收益率计算方式取普通收益率，且剔除财务杠杆影响，得到各对比公司没有财务杠杆系数的 BETA 值。计算结果表明：上述 3 个对比公司剔除资本结构因素的 BETA 系数平均值为 1.0151。

③被评估单位目标资本结构的估算

a、可比企业的资本结构

因计算BETA系数的时间范围取为评估基准日前156周，我们对各可比企业评估基准日前3个年度的财务数据分别计算其财务杠杆系数(Di/Ei)进而计算其平均数。计算结果表明：3个可比企业的D/E值的平均值为0.04%。

b、被评估单位的资本结构

评估人员以可比企业资本结构的均值作为被评估单位的“目标资本结构”。根据上述可比企业资本结构均值的估算结果有：

即：D / E= 0.04%%，则：

被评估单位具有财务杠杆的BETA=可比企业剔除资本结构因素的平均BETA值×(1+ D / E×(1—所得税率))=1.0151×(1+ 0.04%×(1—15%))=1.0154

4)估算被评估单位特有风险收益率(包括企业规模超额收益率)Rc

对于规模超额收益率，国内评估界参考国际研究的思路，对沪、深两市的 1,000 多家上市公司多年来的数据进行了分析研究，采用线性回归分析的方式得出资产规模超额收益率与总资产规模、总资产报酬率之间的回归方程如下：

$$R_s = 3.73\% - 0.717\% \times \ln(S) - 0.267\% \times ROA$$

其中：

R_s: 公司特有风险超额回报率；

S: 公司总资产账面值(按亿元单位计算)；

ROA: 总资产报酬率；

Ln: 自然对数。

根据上述公式估算特有风险收益率为 3%。

对于其他特有风险收益率，注册资产评估师通常是结合对评估对象和对比公司的财务数据分析、行业分析等从以下方面考虑：

客户聚集度过高特别风险；

产品单一特别风险；

市场过于集中特别风险；

原材料供应聚集度过高特别风险；

管理者特别风险等等。

经综合分析本次被评估单位与对比公司各方面差异，最后估算被评估单位的其他特有风险为0.5%。

$$\begin{aligned}\text{评估对象特有风险超额收益率 } R_c &= \text{规模超额收益率} + \text{其他超额风险收益率} \\ &= 3\% + 0.5\% \\ &= 3.5\%\end{aligned}$$

5) 权益资本成本 R_e 的确定

$$\begin{aligned}\text{股权收益率 } R_e &= R_f + \beta(R_m - R_f) + R_s \\ &= R_f + \beta \times ERP + R_s \\ &= 4.2137\% + 7.05\% \times 1.0154 + 3.5\% \\ &= 14.87\%\end{aligned}$$

6) 债权收益率的估算

债权收益率的估算目前一般套用银行贷款利率，从债权人的角度看，收益的高低与风险的大小成正比，故理想的债权收益组合应是收益高低与风险大小的平衡点，即收益率的平均值，亦即银行贷款利率的平均值。经测算，银行贷款利率的平均值为4.75%，以此作为本次估值的债权收益率。

7) 加权资金成本(WACC)的估算

根据《资产评估准则——企业价值》的规定：

$$\begin{aligned}\text{加权资金成本(WACC)} &= \text{股权收益率} \times \text{股权比例} + \text{债券收益率} \times \text{债券比例} \times (1 - \text{所得税率}) \\ &= 14.87\% \times 99.96\% + 4.75\% \times 0.04\% \times (1 - 15\%) \\ &= 14.87\%\end{aligned}$$

(上述对比公司的相关数据、资料来自Wind资讯网站、中国上市公司信息网等)。

11、溢余资产、非经营性资产以及非经营性负债

溢余资产是指与企业预测收益无直接关系的，或超过企业经营所需的多余资产。非经营性资产是指不能直接为企业带来经济上的利益也非企业进行经营活动所必须的资产。

根据公司申报的资产负债表、科目余额表以及未来业务进行分析，确定溢余资产、非经营性资产以及非经营性负债。

12、付息债务

截止估值基准日凯纳网络无付息债务。

13、股东全部权益价值估算

股东全部权益价值 = 自由现金流量现值 + 非经营性资产、溢余资产价值 - 非经营性负债 - 付息债务价值

=9,581.32 万元

九、估值结果

在满足估值假设前提下，整合后的凯纳网络全部股权的投资价值为 9,581.32 万元人民币。该结果是基于尔康医药收购凯纳网络并进行业务整合，在整合后的经营范围（包括进入整合后凯纳网络公司的尔康医药药辅网平台等）、方式下持续经营，凯纳网络全部股权对于尔康医药的投资价值参考意见。

十、特别事项说明

本估值报告基于委托方及被估算单位提供的资料、估值人员现场调查和收集的其他资料，本着严谨、负责的态度和客观、公正的原则，采用一般的估价原理，为委托方了解其拟整合后的长沙市凯纳网络技术有限公司的投资价值而作，仅供委托方使用。本估值报告的全部或部分内容被摘抄、引用或者披露于公开媒体，需估值机构审阅相关内容。

十一、估值报告日

本估值报告的估值报告日为 2016 年 4 月 5 日。

估值机构：开元资产评估有限公司

估值人员：

估值人员：

二〇一六年四月五日

估 值 报 告 附 件

- 1、委托方与目标公司的营业执照(复印件);
- 2、目标公司估值基准日审计报告;
- 3、委托方及目标公司承诺函;
- 4、估值机构资格证书(复印件);
- 5、估值机构营业执照(复印件)。