

天津华夏金信资产评估有限公司关于天津天药药业股份有限公司发行股份购买资产项目之〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉[163689]号的反馈意见回复

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2017 年 1 月 3 日出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（163689 号）已收悉，我们已对反馈意见中所提及的评估事项进行了审慎核查，现汇报如下。

问题 10. 申请材料显示，2015 年 5 月 4 日，国家发改委等 7 部门联合发布《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，明确规定取消大部分药品的政府定价机制，采用市场定价机制控制药品流通环节的差价水平。因此，在相当长一段时期内，我国药品价格将呈下降趋势，行业的平均利润率也有所下降。金耀药业主要产品冻干和水针预测期内销售单价呈上升趋势，膏剂产品销售价格虽有下降，但其 2020 年预测销售单价将大幅上升。请你公司结合标的资产行业政策、行业发展现状、报告期内产品销售单价、产品定价因素等，补充披露预测期内主要产品销售单价的预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、标的资产的行业政策

医药行业是一个受政府监管程度较高的行业，除受到国家及地方各级卫生和药品监管部门的管理外，还受到国家发改委、工信部等部门制定的发展规划和产业政策的影响和调整。目前我国正处于深化医疗体制改革的进程中，相关的政策法规体系尚处于逐步制定和完善的阶段，尽管从长远看政策法规的出台将进一步促进我国医药产品市场的有序、健康发展，但也存在政策变动从而对金耀药业产品销售单价的稳定性产生不利影响的风险。

2015 年 5 月，国家发改委、国家卫计委、工信部、人社部、财政部、商务部、国家食药监总局制定了《推进药品价格改革的意见》。自 2015 年 6 月 1 日

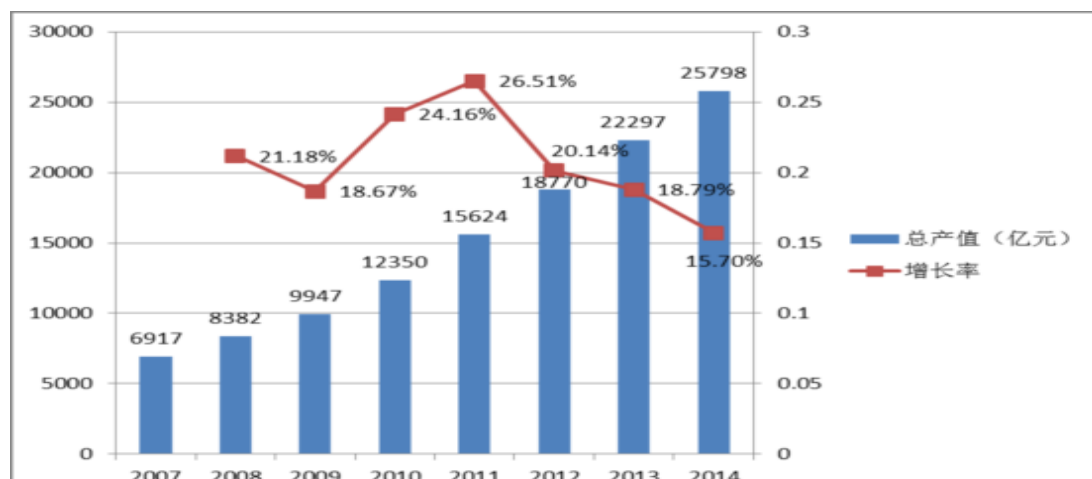
起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。其中：（1）医保基金支付的药品，由医保部门会同有关部门拟定医保药品支付标准制定的程序、依据、方法等规则，探索建立引导药品价格合理形成的机制；（2）专利药品、独家生产药品，建立公开透明、多方参与的谈判机制形成价格；（3）麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。《推进药品价格改革的意见》强调推进药品价格改革必须发挥政府、市场“两只手”作用，建立科学合理的价格形成机制，完善药品采购机制，强化医保控费作用，强化医疗行为监管，强化价格行为监管。药品价格改革改变了以往药品生产企业、经营企业和医疗机构必须执行政府定价或指导价的状态，为药品市场带来了市场调节机制。因此，药品竞争趋于公平，优质的产品价格将得到提升；同时，品牌将会为产品带来更多的增值效应。

此外，我国推行药品集中采购制度，药品中标后，才具备进入当地医院的资格。药品集中采购制度对药品价格起到了一定控制作用。

另外，2017年1月11日，国务院医改办会同国家卫生计生委等八部门联合发布《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》（国医改办发[2016]4号），综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期进一步降低药品虚高价格，减轻群众用药负担。“两票制”将改变目前药品流通环节过多，层层加价的问题，缓解市民看病贵之痛。由于药品流通环节的减少，“两票制”的落地可能会对药品出厂价造成一定影响。

二、行业发展现状

近几年来，由于经济发展和医疗体制改革促使医药产品需求不断释放，我国医药行业消费保持高速增长。同时，根据国家统计局数据显示，2000年至2013年医药工业总产值年复合增长率约为20%，我国医药工业总产值在国民经济中所占的比重越来越大，由2006年的2.47%上升至2013年的3.92%。医药行业在国民经济中的地位不断提升，已经被列为国家战略性新兴产业重要领域。同时，根据国家统计局统计数据，2013年我国人均卫生费用为2,327元，同比增长13.13%，已连续多年保持10%以上的增长率。2007年至2014年国内医药产业总产值及同比增长率如下：



数据来源：国家统计局

由于医药内需保持稳定，我国化学制剂工业在“十一五”期间保持增长势头，复合增长率达到 23.31%，进入“十二五”增速放缓，2014 年达 6,666 亿元，同比增长 12.40%。

年份	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
工业总产值 (亿元 现价)	3,474	4,262	5,233	5,931	6,666
比上年增长 (%)	20.77%	22.67%	22.80%	13.35%	12.40%

数据来源：《2015 年中国医药市场发展蓝皮书》

尽管最近几年医药产业总产值的增速有所放缓，但考虑到人口老龄化的加速、人均收入的提高、医疗环境的改善以及医疗卫生体系的完善等相关因素，预计我国医药产业仍将保持较高速增长。

三、报告期内产品销售单价

金耀药业报告期内产品销售单价是按照归属于该类产品的各项产品的收入总和除以各项产品的销量总和得来，因此各大类产品的销售单价为多个产品的平均售价。

报告期内，金耀药业的各车间产品综合平均销售单价列示如下：

单位：元

车间分类	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
综合制剂	1.85	2.29	1.94
冻干车间	6.13	5.97	4.52
水针车间	0.52	0.58	0.65

报告期内，冻干车间对应的产品为注射用甲泼尼龙琥珀酸钠，该平均销售单价在报告期呈现下降趋势，主要由于（1）依据现阶段该产品的市场情况以及

对该产品的战略部署，金耀药业目前力求扩大该产品市场份额，因此在价格上有所降低。（2）2016 年 1-6 月前述因素加上商业折扣的影响，导致产品销售单价下降幅度略大。但考虑到预测期内，标的公司冻干车间将推出新品，且新品的市场份额逐渐扩大，因此综合考虑新品的影响，预测期内冻干产品的综合平均销售价格成上升趋势。

报告期内，水针产品呈略微上升趋势，各期单价变动较小，不足 0.1 元，主要由于水针产品类别下产品的品种规格众多，报告期内各细分产品的销售构成不同，导致其平均单价变动。预测期内，由于水针产品有新品推出，新品价格较高，导致预测期内平均单价上涨。

报告期内，综合制剂产品的销售单价呈先上升后下降的波动，主要是由于各品种规格的产品在各期的销售构成变动，导致其综合单价变动。预测期内，由于标的公司 2020 年推出的新品售价相对较高，因此综合制剂产品的预测期内平均单价在 2020 年提升幅度较大。

四、产品定价因素

2015 年 5 月，国家发改委、国家卫计委、工信部、人社部、财政部、商务部、国家食药监总局制定了《推进药品价格改革的意见》。自 2015 年 6 月 1 日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。其中：（1）医保基金支付的药品，由医保部门会同有关部门拟定医保药品支付标准制定的程序、依据、方法等规则，探索建立引导药品价格合理形成的机制；（2）专利药品、独家生产药品，建立公开透明、多方参与的谈判机制形成价格；（3）麻醉药品和第一类精神药品，仍暂时实行最高出厂价格和最高零售价格管理。

在《推进药品价格改革的意见》颁布之前，金耀药业的产品严格按照政府指导价格作为定价标准。《推进药品价格改革的意见》颁布之后，企业对自身生产的不在改革范围内的特殊药品（麻醉药品）仍按原政府指导价格作为定价依据；除上述麻醉药品外，金耀药业现有 85 种中标产品，对于中标的产品在不高于挂网价的基础上与采购方协商定价；金耀药业对于其他产品将实行市场主导下的自主定价，主要考虑企业对该产品的战略定位、该产品的市场发展前景、市场上同类药品的销售价格、该产品的生产成本等因素确定。

五、预测期内主要产品销售单价的预测依据及合理性

本次预测期内产品销售单价是按照归属于该类产品的各项产品的收入总和除以各项产品的销量总和得出的，因此各大类产品的销售单价为多个产品的平均售价。

(1) 冻干产品在预测期间分为老品和新品两类，申请材料所披露的数据为上述两类产品的综合平均售价。冻干老品车间未来预测期综合销售单价及车间总收入如下：

单位：万元、万支、元/支

项目	2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年
冻干老品车间收入	2,988.95	5,214.00	5,956.00	6,872.00	7,788.00
占全部冻干产品的比例	100%	100%	100%	100%	72%
冻干老品车间销量	635.43	1,138.10	1,300.00	1,500.00	1,700.00
冻干老品车间销售单价	4.70	4.58	4.58	4.58	4.58
冻干新品车间收入					3,039.40
占全部冻干产品的比例					28%
冻干新品车间销量					189.96
冻干新品车间销售单价					16.00
冻干产品合计收入	2,988.95	5,214.00	5,956.00	6,872.00	10,827.40
冻干产品合计销量	635.43	1,138.10	1,300.00	1,500.00	1,889.96
冻干产品综合销售单价	4.70	4.58	4.58	4.58	5.73
项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
冻干老品车间收入	9,163.00	10,537.00	11,453.00	11,911.00	11,911.00
占全部冻干产品的比例	60%	63%	45%	42%	32%
冻干老品车间销量	2,000.00	2,300.00	2,500.00	2,600.00	2,600.00
冻干老品车间销售单价	4.58	4.58	4.58	4.58	4.58
冻干新品车间收入	6,078.80	6,078.80	13,797.60	16,257.60	24,796.40
占全部冻干产品的比例	40%	37%	55%	58%	68%
冻干新品车间销量	379.93	379.93	959.85	1,259.85	1,939.78
冻干新品车间销售单价	16.00	16.00	14.37	12.90	12.78
冻干产品合计收入	15,241.80	16,615.80	25,250.60	28,168.60	36,707.40
冻干产品合计销量	2,379.93	2,679.93	3,459.85	3,859.85	4,539.78
冻干产品综合销售单价	6.40	6.20	7.30	7.30	8.09

由上表可见，冻干产品的单价虽呈上涨趋势，但单独考虑新品或者老品，两者皆是呈下降趋势。而全部冻干产品综合销售单价与新品或老品各自的产品销售单价趋势相反，是由于新品所对应的同类产品或为进口或为国内生产厂家较少的紧俏产品，该类产品的市场售价较高，因此，其售价明显高于老品的销售单价；

在推出新品的当期开始，综合平均售价将得到提升，同时随着新品在整个冻干产品中所占比例的增长，（从 2020 年的 28%增长至 2025 年的 68%），整个冻干产品的销售单价提升。

（2）水针产品销售单价呈上升趋势

在本次预测中，因金耀药业所生产的大部分水针产品与市场上同类产品售价相比，均处于中低价水平，降价的空间较小，因此对于已投产的各种水针产品（老品）的售价按照近期对外实际销售均价作为未来预测依据；对于尚未投产的水针新品，考虑到未来期间新的市场竞争者的加入以及为了金耀药业顺利进入该新品市场创造条件以及谨慎性的原则等因素，按照当前同类产品的市场售价考虑一定折扣后作为本次预测的单位售价。因此，无论是老品还是新品，在未来整个预测期间，每种产品的单位售价是不变的。而引起各大类产品单价波动的原因是未来随着市场变化以及金耀药业对重点产品结构的调整，各产品所占比例也会随之变动，从而造成各车间的产品销售单价的变化。

新产品对其生产车间综合平均售价的影响分析（鉴于金耀药业未来的新品涉及公司商业秘密，本次仅以英文字母代替未来新品名称）：

C 注射液投产的当年，该车间销售单价大幅上涨，随着该产品在该车间产品中所占比例的不不断提升，该车间单价也呈逐年上涨趋势。水针新品车间销售单价统计表列示如下：

单位：万支、万元、元/支

名称	2019 年预计				2020 年预计			
	销量	金额	比例	单价	销量	金额	比例	单价
A 注射液								
B 注射液	13.37	399.58	100.00%	29.89	27.45	820.11	100.00%	29.88
C 注射液								
合计	13.37	399.58	100.00%	29.89	27.45	820.11	100.00%	29.88
名称	2021 年预计				2022 年预计			
	销量	金额	比例	单价	销量	金额	比例	单价
A 注射液					5.77	87.18	2.21%	15.11
B 注射液	56.04	1674.62	72.41%	29.89	85.48	2554.07	64.81%	29.88
C 注射液	2.37	638.14	27.59%	269.26	4.82	1299.64	32.98%	269.64
合计	58.41	2312.76	100.00%	39.60	96.07	3940.89	100.00%	41.02
名称	2023 年预计				2024 年预计			
	销量	金额	比例	单价	销量	金额	比例	单价
A 注射液	14.54	219.66	3.48%	15.11	23.36	352.99	4.07%	15.11
B 注射液	115.5	3451.13	54.71%	29.88	144.37	4313.91	49.76%	29.88

C 注射液	9.78	2637.36	41.81%	269.67	14.84	4002.41	46.17%	269.70
合计	139.82	6308.16	100.00%	45.12	182.57	8669.32	100.00%	47.48
名称	2025 年预计							
	销量	金额	比例	单价				
A 注射液	29.39	444	3.85%	15.11				
B 注射液	191.33	5717	49.51%	29.88				
C 注射液	19.97	5386	46.64%	269.70				
合计	240.69	11547	100.00%	47.97				

通过上述数据可见，C 注射液是水针新品车间产品中销售单价最高的产品，且与其他药品单价相差很大。在 2019 年-2020 年，水针新品车间仅生产 B 注射液一种产品，该车间的综合平均单价为 30 元（即为脂肪乳注射液的单位售价）。自 2021 年起，C 注射液实现投产，该产品销售单价约为 270 元/支（远高于脂肪乳注射液的销售单价），投产当年所实现收入占车间收入比例为 28%，水针新品车间综合销售单价为 39.60 元/支，若 C 注射液当年未实现投产，水针新品车间综合销售单价将与 2019-2020 年持平，仍为 29.88 元/支。2022 年 C 注射液在水针新品车间的收入占比上涨了 5%，当年车间综合销售单价为 41.02 元/支；假设 C 注射液占比维持在 2021 年的水平不变，则水针新品车间综合销售单价为 38.72 元/支；若不生产 C 注射液，则水针新品车间综合销售单价为 29.02 元/支。可见，在 2022 年无论是销售比例维持上一年度比例不变或是不生产该产品，水针新品车间综合销售单价均较预测数据更低（2022 年以后同理，不再赘述）。

（3）综合制剂产品：综合制剂产品主要为膏剂产品，另外还包括气雾剂剂型产品。综合制剂的老品销售单价变化很小，主要波动也是由于产品结构调整造成（与上述水针车间老品情况相同）；综合制剂产品的价格在 2020 年销售单价大幅上升主要是由于 D 新品在当年实现投产，该产品单价较历史年度膏剂产品平均单价略高，投产当年所占膏剂新品整体的数量比例较大（约 64%），因此，使得整体单价上升。

关于综合制剂车间新品销售情况及 D 产品情况列示如下：

单位：万支、万元、元/支

名称	2018 年预计				2019 年预计			
	销量	金额	比例	单价	销量	金额	比例	单价
A	3.37	158.97	70.75%	47.17	7.07	333.33	70.91%	47.15
B								
C	3.88	65.74	29.25%	16.94	8.06	136.75	29.09%	16.97
D								
合计	7.25	224.71	100.00%	30.99	15.13	470.09	100.00%	31.07

名称	2020 年预计							
	销量	金额	比例	单价				
A	11.03	520.51	21.08%	47.19				
B	0.41	21.37	0.87%	52.12				
C	12.49	211.72	8.58%	16.95				
D	42.88	1715.38	69.48%	40.00				
合计	66.81	2468.99	100.00%	36.96				

通过上述数据可见，2018-2019 年综合制剂新品车间产品结构稳定（仅生产 A 和 C 两种产品，且两种产品结构占比不变），车间综合销售单价约为 31 元/支；2020 年 D 投产，该产品销售单价为 36.96 元/支，高于历史年度车间综合销售单价，该品投产当年即占据了该车间大部分收入份额（69.48%），假设该产品在 2020 年未实现投产，综合制剂新品车间的综合销售单价为 32.21 元/支，低于预测销售单价（36.96 元/支），因此，综合制剂新品车间 2020 年综合销售单价大幅上升是由于 D 的投产所造成。

【中介机构意见】

经核查，结合标的资产行业政策、行业发展现状、报告期内产品销售单价、产品定价因素等，预测期内主要产品销售单价的预测依据充分，具备合理性。

问题 11. 申请材料显示，报告期内标的资产分别实现营业收入 5.14 亿元、5.00 亿元、2.54 亿元。标的资产预计 2016 年 7 至 12 月份、2017 年至 2020 年将分别实现营业收入 2.92 亿元、6.58 亿元、7.69 亿元、8.64 亿元、9.95 亿元，实现净利润 3,597.66 万元、7,982.06 万元、9,175.29 万元、10,523.15 万元和 12,358.40 万元。请你公司：1）结合公司目前实际经营情况，补充披露标的资产 2016 年预测营业收入及净利润的完成情况。2）结合标的资产所处行业的发展情况、主要竞争对手或可比公司经营情况、主要产品市场规模及份额变动情况，当前生产经营现状、未来生产计划，补充披露标的资产营业收入、成本等重要参数的测算依据及合理性，是否符合谨慎性要求及判断依据。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、标的资产 2016 年预测营业收入及净利润的完成情况

1、金耀药业 2016 年 1-11 月的经营业绩情况

金耀药业 2016 年 1-11 月的经营业绩情况如下表：

单位：万元

项目	2016 年预测数	2016 年 1-11 月完成数
营业收入	55,210.94	46,950.45
净利润	6,837.09	5,954.75

2、金耀药业 2016 年预测营业收入及净利润的完成情况分析

标的公司 2016 年预测营业收入及净利润完成情况如下表：

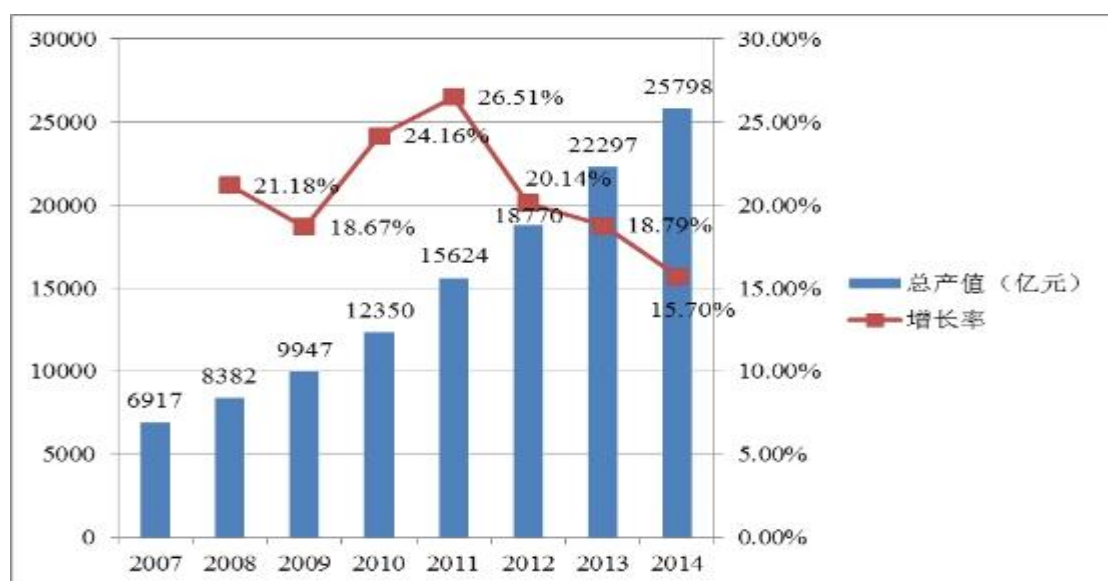
单位：万元

项目	2016 年预测数	2016 年完成数（未审）	完成比例
营业收入	55,210.94	52,908.41	95.83%
净利润	6,837.09	7,133.62	104.34%

二、标的资产营业收入、成本等重要参数的测算依据及合理性，是否符合谨慎性要求及判断依据

1、标的资产所处行业的发展情况

标的公司所处行业为医药制造业。近几年来，由于经济发展和医疗体制改革促使医药产品需求不断释放，我国医药行业消费保持高速增长。同时，根据国家统计局数据显示，2000 年至 2013 年医药工业总产值年复合增长率约为 20%；我国医药工业总产值在国民经济中所占的比重越来越大，由 2006 年的 2.47% 上升至 2013 年的 3.92%。医药行业在国民经济中的地位不断提升，已经被列为国家战略性新兴产业重要领域。同时，根据国家统计局统计数据，2013 年我国人均卫生费用为 2,327 元，同比增长 13.13%，已连续多年保持 10% 以上的增长率。2007 年至 2014 年国内医药产业总产值及同比增长率如下：



数据来源：国家统计局

由于医药内需保持稳定，我国化学制剂工业在“十一五”期间保持增长势头，复合增长率达到 23.31%，进入“十二五”增速放缓，2014 年工业总产值达 6,666 亿元，同比增长 12.40%。

年份	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
工业总产值(亿元 现价)	3,474	4,262	5,233	5,931	6,666
比上年增长(%)	20.77%	22.67%	22.80%	13.35%	12.40%

数据来源：《2015 年中国医药市场发展蓝皮书》

尽管最近几年医药产业总产值的增速有所放缓，但考虑到人口老龄化的加速、人均收入的提高、医疗环境的改善以及医疗卫生体系的完善等相关因素，预计我国医药产业仍将保持较高速度的增长。

2、主要竞争对手或可比公司经营情况

报告期内，标的公司同行业可比上市公司经营情况（包括营业收入及归属于母公司所有者的净利润指标）列示如下：

单位：万元

公司名称	营业收入			归属于母公司所有者的净利润		
	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
华润双鹤	284,590.95	513,839.54	428,096.10	43,352.26	66,106.35	54,190.79
恒瑞医药	527,911.14	931,596.02	745,225.31	131,432.20	217,157.15	151,556.89
康缘药业	150,258.70	282,044.63	256,292.82	19,096.83	36,233.63	31,961.42
华北制药	395,906.19	790,250.23	940,097.27	3,011.88	6,284.83	4,161.82
莎普爱思	46,991.47	92,167.09	76,558.24	10,433.83	17,603.63	13,126.99
丰原药业	89,140.73	155,429.45	169,894.54	2,630.42	3,238.96	4,099.09
四环生物	13,201.90	23,784.38	24,123.07	-491.42	-7,444.55	595.66

通化金马	32,037.36	19,755.87	20,841.47	9,187.39	686.31	516.56
北大医药	87,669.15	201,072.64	226,581.75	1,169.74	2,502.86	-2,710.43
京新药业	89,206.00	141,569.64	123,549.61	13,831.26	16,604.44	10,708.04
双鹭药业	47,235.85	115,654.82	124,295.15	25,355.33	57,504.91	69,508.31
恩华药业	151,469.71	276,656.76	250,135.87	17,193.39	25,834.71	22,327.11
众生药业	81,574.99	157,773.66	130,851.65	22,296.72	29,671.47	22,456.21
科伦药业	409,641.28	776,334.00	802,342.13	38,606.65	64,527.13	100,190.26
誉衡药业	135,649.55	268,122.53	190,582.40	35,400.00	66,480.86	44,377.00
莱美药业	44,729.04	96,397.52	91,180.17	3,232.03	2,061.24	927.87
北陆药业	27,149.95	49,143.10	43,998.04	5,669.52	3,257.92	8,676.89
红日药业	174,679.47	334,825.07	286,355.96	31,142.14	53,490.35	44,701.26
华仁药业	58,224.10	110,589.60	91,676.14	306.13	2,293.65	5,615.40
金耀药业	25,365.99	49,793.28	51,411.12	3,239.43	6,847.00	6,286.50

上述 19 家同行业可比上市公司中，华润双鹤、恒瑞医药、康缘药业、莎普爱思、通化金马、京新药业、恩华药业、众生药业、誉衡药业、莱美药业、北陆药业、红日药业、华仁药业等 13 家上市公司报告期内的营业收入及归属于母公司所有者的净利润均出现了不同幅度的增长，其余 6 家企业业绩未发生大幅度的下滑。

综上，标的公司所处行业内的可比上市公司的业绩整体呈现稳中有升的态势，部分企业业绩较为突出，增幅较大。金耀药业报告期内，2015 年相较于 2014 年，营业收入略降的情况下，归属于母公司的净利润有所提升，盈利能力有所提升。

3、主要产品市场规模及份额变动情况

（1）综合制剂产品

综合制剂车间主要生产软膏剂、吸入剂等剂型的产品：

①软膏剂

金耀药业生产的软膏剂主要为皮质激素类皮肤科外用剂，其代表品种为丁酸氢化可的松乳膏（商品名：尤卓尔）。

近年来，由于空气污染和生活习惯的问题，中国的皮肤病呈现普遍态势，皮肤病用药整体市场呈现稳定增长。

2006~2014 年皮肤病药物整体市场销售规模复合增长率保持在 10%左右，除 2010 年增幅经过 2009 年高位增长后回落外，其余每年均保持平稳上升趋势，预计 2016 年市场规模达到 200 亿元（含中药）。虽然目前我国皮肤病药物市场规模较小，但由于环境污染等造成皮炎湿疹发病率高，就诊率高，皮肤科市场容量逐年扩大，未来发展空间较大。

在皮肤病用药剂型选择中，外用药占了八成以上的比重，常见剂型有：溶

液剂、乳膏剂、洗剂、酊剂等，其中乳膏剂和溶液剂是临床使用频率最高的剂型。乳膏剂作为占据皮肤用药剂型将近 50%的比重，临床上直接作用于病灶部位，使所含药物释放、穿透，从而在病灶部位发挥临床疗效，一定程度上避免了药物体内吸收，减轻了毒副作用。因此外用型用药途径的适应症广，未来外用类药仍将处于皮肤病类药物的主导地位。

具体到皮肤病药物治疗的各个品类上，表现最好的是皮质激素类药物和抗真菌药。皮质激素类药物市场容量较大，一直占据着皮肤病药物品类中 30%左右的市场；抗真菌药紧随其后市场份额为 22.72%；第三的是牛皮癣类用药，由于该疾病病程长，复发率高，而且暂时缺乏良好的治疗药物，未来市场颇具潜力。而抗菌剂和消毒剂、抗湿疹药、创伤和溃疡治疗药等在细分的类别占比中暂时不超过 6%。

其中，丁酸氢化可的松乳膏在皮质激素类外用药中所占份额自 2012 年后呈逐年上升趋势。同时，金耀药业的丁酸氢化可的松乳膏系国内首仿，在 9 家生产经营丁酸氢化可的松乳膏的企业中处于主导地位，无论在整体市场还是重点城市中，均占有较大优势。

未来，在皮质激素类皮肤科外用药市场逐渐扩容的情况下，金耀药业将通过加强终端网络覆盖、资源整合等形式持续提升尤卓尔等主要产品的市场占有率。

②吸入剂

近年来，环境污染等因素引发的气候问题日趋严重，使得哮喘和支气管炎的患者急剧增加。WHO 公布数据显示，2012 年空气污染在全球造成大约 700 万人死亡，随着诊断技术和人们保健意识的不断提高，患者被诊断率也在增加，庞大的患者群使得呼吸系统用药的市场需求增加。我国哮喘发病率为 2.1%，儿童为 1.97%，中国哮喘患者约 3,000 万，而且至少以每年 4%速度增长。COPD（慢性阻塞性肺疾病）目前是全球第四大死亡原因，我国发病率为 8.2%，患者 4,300 万人。预计 2020 年，哮喘及 COPD 将继肿瘤、糖尿病之后成为第三大病因。

有数据显示，2012 年中国哮喘及 COPD 市场超过 130 亿元，其中吸入药物份额超过 60%，绝大多数由外企进口产品占据，本土产品仅在沙丁胺醇、噻托溴铵（天晴速乐）等少数品种有一定份额。目前，金耀药业致力于呼吸道疾病的吸入剂新品研发，相关产品预计于 2018 年上市。

（2）水针产品

金耀药业的水针产品较为多样，产品种类众多，治疗领域覆盖较广，涵盖免疫科、营养科、心脑血管、抗感染等。主要产品包括地塞米松磷酸钠注射液、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸肾上腺素注射液、小儿复方氨基酸注射液等。

重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸肾上腺素注射液这两种产品是金耀药业生产的众多急救药品的代表产品。金耀药业现有的急救品种高达 22 个药品、26 个规格，是国内急救产品品规最为齐全的企业之一。根据 PDB 市场数据分析，我国急救药市场集中度较高，市场占有率较高的企业主要有金耀药业、远大医药、上海禾丰、海王福药等企业。因此，金耀药业在重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸肾上腺素注射液产品市场上的行业地位较为显著，与部分企业并驾齐驱在第一阵营中。未来，金耀药业将通过加大营销力度来努力提升上述两种急救药品的市场份额。

小儿复方氨基酸注射液是儿童专用的肠外营养氨基酸注射液。根据 IMS 数据显示，2014 年小儿氨基酸市场整体容量接近 6 亿元人民币，主要应用于儿科、新生儿科等。随着“二胎”政策的推出，我国儿童数量将加速增长，未来几年此类药品的市场规模将大幅度扩充。未来，金耀药业生产的小儿氨基酸注射液销量预计得到明显提升。

地塞米松磷酸钠注射液可以有效用于免疫系统疾病、肿瘤的治疗中，但由于自身的副作用，上述品种在相应的治疗领域中所占市场份额较小。

（3）冻干产品

金耀药业冻干车间的主要产品为注射用甲泼尼龙琥珀酸钠。由于国内医疗环境的特殊性，注射用甲泼尼龙琥珀酸钠上市以来推广较慢，随着最近 5 年销量的增长，部分替代地塞米松针的趋势也开始显现，因此未来 5-10 年该产品将进入快速发展期。

随着该产品生产厂家的增多，市场竞争越来越激烈，同时对该产品的市场推广也起到推动作用。预计五年后，该产品在国内市场销售可以达 8,000 万至 1 亿支水平，预计金耀药业可占 25%-30% 市场份额。2014 年地塞米松针剂的市场销量为 150 亿支，甲泼尼龙与地塞米松相比有低副作用、疗效更好等优势，在未来的市场格局中，预计在未来 5 年甲泼尼龙会替换掉 1% 地塞米松针剂的市场份额。

（4）输液产品

金耀药业大输液车间的主要产品为腹膜透析液，主要用于肾脏疾病的治疗。目前，世界上肾病患者人数已经超过 5 亿，中国是终末期肾病治疗需求的大国，《中国慢性肾脏病流行病学调查》结果显示中国成人慢性肾脏病的发病率高达 10.8%，即中国约有 1.5 亿的肾功能损害人群；按约 1.5% 的慢性肾脏病患者会发展成为终末期肾脏病的比例计算，国内估计有超过 200 万患者需要进行包括肾脏移植和透析等肾替代疗；由于肾移植供体来源的限制，透析治疗（血液透析或腹膜透析）是尿毒症患者赖以生存的最主要手段。而腹膜透析由于其治疗特点优势，

专家一致认为其是治疗终末期肾病的首选。目前，我国腹膜透析患者近 5 万人，约占血液净化的 15%；每年新增肾病患者以 7% 递增，未来市场还将成倍增长，因此，腹膜透析具备非常好的市场前景。

目前，在腹膜透析液产品市场中，进口产品（百特）占据绝对优势，金耀药业的市场占有率较低，但随着金耀药业综合竞争力的提高以及营销能力的提升，该产品未来市场占有率有望提高。

（5）滴眼剂产品

全球约 20% 的人患有结膜炎，随着环境、过敏原的变化，发病率在升高。目前常用药物有肥大细胞稳定剂、组胺拮抗剂、抗组胺减充血复方制剂、糖皮质激素、非甾体消炎药等药物。可以看到，结膜炎发病受季节性和过敏原的影响比较大，在销售上会呈现季节性；结膜炎诊断并不困难，很多患者会通过多种途径治疗，比如说到药店买抗过敏的药物；临床上用于治疗结膜炎有多种方案，药物类别的选择和医生的观念和喜好有直接的关系。

全球约 5,000 万青光眼患者，一份调查显示中国诊断率不到 7%。前列腺素药物逐渐成为开角青光眼的一线治疗药物，目前已经有很大的基础销售额，随着更多的外资企业和国内企业的涌入，总体市场容量会不断扩大，有着很好的市场前景。

2010 年~2014 年，我国眼科药物市场规模从 64.1 亿元增长到 146.6 亿元，并且以每年约 20% 的速度增长。而眼药领域抗感染、白内障、人造泪液占的份额较大，包括皮质激素类药物的抗过敏药物所占的份额较少。

4、当前生产经营现状

金耀药业成立于 2010 年 11 月，并于 2013 年正式开展生产。金耀药业在经历 2013 年 12 月、2014 年 8 月、2015 年 7 月等三次大规模的以生产用土地房产、设备、药品批件、专有技术作为出资的增资后，金耀药业 2014 年及 2015 年的资产规模及经营业务快速扩张，生产经营状况得到了明显改善，增加了部分专有技术与设备，丰富了产品种类，经营业绩也因此得到了大幅度的提升，分别实现收入 51,411.12 万元、49,793.28 万元。2015 年 7 月，药业集团以持有的医药科技 100% 股权对金耀药业进行增资，医药科技成为金耀药业的全资子公司，金耀药业的销售能力得到了强化，市场范围得以拓展，此次增资为金耀药业的销售环节提供了强有力的支持，为金耀药业未来的市场拓展工作打下了坚实的基础。截至本回复出具日，金耀药业各车间建设工作已基本完成，综合制剂车间、冻干车间、水针车间、输液车间已全面投入生产并正常运转，各车间生产的产品绝大部分处于规模生产阶段，且产品结构较稳定，经营业绩将稳步提升。滴眼剂车间尚未完

工，预计将于 2018 年投产。目前，金耀药业尚未实现满产运行，人员、设备的有效利用率尚待提高，部分新品未来投入生产并待上市后，市场容量有望大幅提升，未来收益会有较大增长空间、发展潜力较大。另外，金耀药业的相关研发工作正在开展，共有 19 个在研品种，随着新药研发的推进，部分治疗领域的核心竞争力将得到增强。

综上，金耀药业目前生产经营状态良好，经营业绩稳中有升，但尚未实现满产，人员、设备的有效利用率尚待提高。未来，待金耀药业推出新品、满产运行后，金耀药业的经营业绩将得到较大提升。

5、未来生产计划

未来，金耀药业将继续以尤卓尔、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠等优势品种为主，开展生产经营活动。金耀药业将根据产品近期的销量、市场发展状况制订合适的生产计划。同时，待新品陆续推出后，金耀药业将根据其市场反应适当调整生产计划。

金耀药业 2017 年全部产品的生产计划具体如下：

序号	产品剂型	计划产量（万支/万管/万袋）
1	膏剂	7,774.2 万支
2	水针剂	38,501.6 万支
3	大容量注射剂（腹膜透析液）	340 万袋
4	胶囊剂	25 万瓶
5	冻干粉针剂	1,139 万瓶
6	丸剂	292 万瓶

另外，金耀药业未来将注重营销团队的建设及增强，大力拓展销售渠道，增强销售手段；继续加强与分销商的合作与沟通，加大学术推广的力度，拓宽产品的销售渠道，保障产品销量快速稳定的增长。

6、标的资产营业收入、成本等重要参数的测算依据及合理性，是否符合谨慎性要求及判断依据

①营业收入的预测依据

A. 老品：销售单价是按照企业最新调价后的对外销售均价确定，销量按照销售公司未来的企业规划及金耀药业的自身的生产能力进行预测，从而得出营业收入。

B. 新品：按照同类药品目前市场销售价格考虑一定的折扣后确定销售单价；通过对新品的现有市场分析，结合自身销售团队的销售能力、销售范围，确定未来的市场占有率及销量，从而得到新品的销售收入。

②营业成本的预测依据

营业成本主要从原材料、包装费、动力费、人工费及制造费用入手进行分析并预测，原材料及包装费考虑了一定的物价上涨因素，动力费及人工费计划其单位成本维持现有水平，制造费用按照历年发生费用明细逐一进行预测，其中折旧按未来固定资产实际情况进行预测，其他费用按照一定比例进行增减变动，并根据每个车间的每个产品总工时所占比例进行逐个分摊，另各产品总工时根据各产品的历史计划工时乘以各产品未来销量得出。

综上，在进行营业收入、营业成本的预测时，综合考虑了标的公司所处行业的发展情况、当前生产经营状态及未来生产计划等多方面因素，上述营业收入、营业成本的预测具有合理性，符合谨慎性要求。

【中介机构意见】

经核查，结合标的资产所处行业的发展情况、主要竞争对手、主要产品市场规模等情况以及标的公司当前生产经营现状、标的公司营业收入、成本等重要参数的测算具备合理性、符合谨慎性原则。

问题 12. 申请材料显示，报告期内标的资产主要原材料异烟肼、琥珀酸甲泼尼龙、重酒石酸间羟胺采购价格呈上升趋势。标的资产主要产品水针产品预测期内毛利率分别为 58.24%、58.37%、60.67%、60.35%和 59.81%，呈上升趋势。请你公司结合未来年度原材料采购成本、预计产品销售价格变化情况、市场竞争情况等，补充披露标的资产各业务板块预测毛利率的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、未来年度原材料采购成本

金耀药业报告期内产品共分为四大类，即：综合制剂、水针制剂、冻干制剂和输液制剂的近百种产品，主要原料所对应的产品具有唯一性。上述四大类产品中占比较高的主要产品所对应原材料的采购单价在报告期内的价格变动趋势如下表所示：

单位：元/支、元/瓶、元/袋、元/盒、元/管

剂型	产品收入占比	产品	主要原料	2014年单价	2015年单价	2016年1-6月单价
综合制剂	84%	尤卓尔系列	丁酸氢化可的松	19,658.12	19,658.12	19,658.12
		醋酸氟轻松系列	醋酸氟轻松	27,350.43	27,350.43	27,350.43
冻干	100%	尤米乐	琥珀酸甲泼尼龙	14,529.92	14,529.92	14,529.92
针剂	52%	小儿复方氨基酸注射液	醋酸赖氨酸	179.49	179.49	179.49
		异烟肼注射液	异烟肼	1,626.41	3,434.67	3,434.67
		重酒石酸去甲肾上腺素注射液	重酒石酸去甲肾上腺素	94,017.09	94,017.09	94,017.09
		盐酸氨溴索注射液	盐酸氨溴索	649.57	598.29	598.29
		盐酸肾上腺素注射液	肾上腺素	51,282.05	51,282.05	51,282.05
		重酒石酸间羟胺注射液	重酒石酸间羟胺	58,886.15	59,829.06	59,829.06
输液	100%	腹膜透析液系列	乳酸钠溶液	-	17.09	17.09

从上述数据可见，异烟肼 2015 年及 2016 年 1-6 月的采购单价较 2014 年有较大的增幅；琥珀酸甲泼尼龙在报告期内的采购单价变化不大，报告期内呈略微下降趋势；重酒石酸间羟胺在报告期内的采购单价变化不大，报告期内呈轻微上涨趋势。报告期内，除异烟肼注射液和重酒石酸间羟胺注射液两种产品所使用的原材料异烟肼和重酒石酸间羟胺价格有所上升之外，其他主要产品的原材料采购价格均未发生变化。在未来预测中，遵循谨慎性原则，考虑了一定的价格上涨的因素。

二、标的资产各业务板块预测毛利率的合理性分析

标的资产各业务板块新、老产品预测毛利率列示如下：

1、综合制剂车间新、老产品毛利统计表列示如下：

单位：万元

项目		2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年
综合制剂老品	收入	8,936.06	17,096.00	19,020.00	20,603.00	21,418.00
	成本	3,839.86	7,897.81	8,658.06	9,241.91	9,509.52
	毛利率	57.03%	53.80%	54.48%	55.14%	55.60%
综合制剂新品	收入			224.71	470.09	2,468.99
	成本			19.88	40.94	303.19
	毛利率			91.15%	91.29%	87.72%
综合制剂全部产品	收入	8,936.06	17,096.00	19,244.71	21,073.09	23,886.99
	成本	3,839.86	7,897.81	8,677.94	9,282.85	9,812.71
	毛利率	57.03%	53.80%	54.91%	55.95%	58.92%

项目		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
综合制剂老品	收入	21,866.00	22,032.00	22,142.00	22,269.00	22,269.00
	成本	9,714.35	9,731.95	9,673.46	9,694.42	9,648.67
	毛利率	55.57%	55.83%	56.31%	56.47%	56.67%
综合制剂新品	收入	6,832.76	21,061.97	36,153.81	43,442.73	65,027.01
	成本	829.80	2,597.33	6,118.35	9,295.06	2,877.19
	毛利率	87.86%	87.67%	83.08%	78.60%	80.20%
综合制剂全部产品	收入	28,698.76	43,093.97	58,295.81	65,711.73	87,296.01
	成本	10,544.15	12,329.28	15,791.81	18,989.48	22,525.86
	毛利率	63.26%	71.39%	72.91%	71.10%	74.20%

2、水针新、老产品毛利统计表列示如下：

单位：万元

项目		2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
水针老品	收入	14,136.12	33,321.00	38,494.00	40,674.00	41,908.00
	成本	5,902.68	13,870.63	15,139.91	16,125.78	16,842.85
	毛利率	58.24%	58.37%	60.67%	60.35%	59.81%
水针新品	收入				399.58	820.11
	成本	-	-	-	269.11	559.41
	毛利率				32.65%	31.79%
水针全部产品	收入	14,136.12	33,321.00	38,494.00	41,073.58	42,728.11
	成本	5,902.68	13,870.63	15,139.91	16,394.89	17,402.26
	毛利率	58.24%	58.37%	60.67%	60.08%	59.27%
项目		2021 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
水针老品	收入	43,287.00	44,613.00	45,601.00	45,954.00	45,954.00
	成本	17,244.77	17,733.79	17,994.55	18,032.55	18,021.55
	毛利率	60.16%	60.25%	60.54%	60.76%	60.78%
水针新品	收入	2,312.76	3,940.89	6,308.16	8,669.32	11,547.00
	成本	1,189.21	1,885.20	2,674.31	3,392.63	4,486.29
	毛利率	48.58%	52.16%	57.61%	60.87%	61.15%
水针全部产品	收入	45,599.76	48,553.89	51,909.16	54,623.32	57,501.00
	成本	18,433.98	19,619.00	20,668.86	21,425.18	22,507.84
	毛利率	59.57%	59.59%	60.18%	60.78%	60.86%

3、冻干新、老产品毛利统计表列示如下：

单位：万元

项目		2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
冻干老品	收入	2,988.95	5,214.00	5,956.00	6,872.00	7,788.00
	成本	1,489.27	3,297.31	3,703.68	4,203.66	4,909.83
	毛利率	50.17%	36.76%	37.82%	38.83%	36.96%
冻干新品	收入					3,039.40

	成本					713.01
	毛利率					76.54%
冻干全部产品	收入	2,988.95	5,214.00	5,956.00	6,872.00	10,827.40
	成本	1,489.27	3,297.31	3,703.68	4,203.66	5,622.85
	毛利率	50.17%	36.76%	37.82%	38.83%	48.07%
项目		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
冻干老品	收入	9,163.00	10,537.00	11,453.00	11,911.00	11,911.00
	成本	5,602.50	6,361.62	6,765.71	6,984.51	6,904.80
	毛利率	38.86%	39.63%	40.93%	41.36%	42.03%
冻干新品	收入	6,078.80	6,078.80	13,797.60	16,257.60	24,796.40
	成本	1,392.96	1,379.52	3,288.57	4,128.30	6,282.01
	毛利率	77.08%	77.31%	76.17%	74.61%	74.67%
冻干全部产品	收入	15,241.80	16,615.80	25,250.60	28,168.60	36,707.40
	成本	6,995.47	7,741.13	10,054.29	11,112.81	13,186.81
	毛利率	54.10%	53.41%	60.18%	60.55%	64.08%

4、输液新、老产品毛利统计表列示如下：

单位：万元

项目		2016 年 7-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
输液老品	收入	2,161.17	6,693.00	7,874.00	9,449.00	10,827.00
	成本	1,794.37	6,255.29	7,247.06	8,684.79	9,844.76
	毛利率	16.97%	6.54%	7.96%	8.09%	9.07%
输液新品	收入	-	-	643.40	1,339.37	1,948.99
	成本	-	-	521.49	1,084.29	1,556.06
	毛利率			18.95%	19.04%	20.16%
输液全部产品	收入	2,161.17	6,693.00	8,517.40	10,788.37	12,775.99
	成本	1,794.37	6,255.29	7,768.55	9,769.09	11,400.82
	毛利率	16.97%	6.54%	8.79%	9.45%	10.76%
项目		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
输液老品	收入	11,811.00	12,795.00	13,780.00	13,780.00	13,780.00
	成本	10,638.41	11,405.32	12,189.82	12,149.63	12,095.11
	毛利率	9.93%	10.86%	11.54%	11.83%	12.23%
输液新品	收入	3,838.62	6,876.04	10,426.21	13,436.89	16,482.53
	成本	3,064.68	6,061.62	9,154.39	11,780.38	14,415.16
	毛利率	20.16%	11.84%	12.20%	12.33%	12.54%
输液全部产品	收入	15,649.62	19,671.04	24,206.21	27,216.89	30,262.53
	成本	13,703.09	17,466.94	21,344.20	23,930.01	26,510.27
	毛利率	12.44%	11.20%	11.82%	12.08%	12.40%

标的公司现有产品均为原金耀集团公司优质产品，金耀药业承接了其生产技术及业务渠道，在此基础上积极开拓市场优化业务资源、合理配置产品结构，

结合自身产品特点以及市场情况主推重点发展的品种以及适时推出新品，逐步完善公司产品结构、提升公司整体盈利能力以及水平。

作为影响毛利率的主要因素：

1、原材料采购成本：从“主要产品原材料采购价格统计表”中可见，作为生产制剂的主要原料药，除个别种类在报告期内采购价格有所上涨外，其他大多数原材料价格均未发生变化，因此，在未来预测中，遵循谨慎性原则，未将其作为影响毛利率变化的因素进行处理，故不构成影响毛利率变动的直接因素。

2、销售价格：由于金耀药业所生产多数产品（除麻醉类药品外）将实行市场主导下的自主定价模式，对于老品的未来的销售价格基本遵循谨慎性原则，按照近期的售价作为未来预测的依据；对于尚未投产的新品，考虑到未来期间新的市场竞争者的加入以及为了金耀药业能顺利进入该新品市场创造条件以及谨慎性的原则等因素，按照当前同类产品的市场售价考虑一定折扣后作为本次预测的单位售价。因此销售价格也不构成影响毛利率变动的直接因素。

3、市场竞争：

标的公司目前所生产的重点产品在该领域内均有一定的竞争力。

其中：软膏剂中，金耀药业的重点品种丁酸氢化可的松乳膏系国内首仿，在生产该类品种的企业中处于主导地位，无论在整体市场还是重点城市中，均占有较大优势。

水针中的重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸肾上腺素注射液这两种产品是金耀药业生产的众多急救药品的代表产品。金耀药业现有的急救品种高达 22 个药品、26 个规格，是国内急救产品品规最为齐全的企业之一。根据 PDB 市场数据分析，我国急救药市场集中度较高，市场占有率较高的企业主要有金耀药业、远大医药、上海禾丰、海王福药等企业。因此，金耀药业在重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸肾上腺素注射液产品市场上的行业地位较为显著，与部分企业并驾齐驱在第一阵营中。

冻干产品目前为注射用甲泼尼龙琥珀酸钠。由于国内医疗环境的特殊性，注射用甲泼尼龙琥珀酸钠上市以来推广较慢，随着最近 5 年销量的增长，部分替代地塞米松针的趋势也开始显现，因此未来 5-10 年该产品将进入快速发展期。随着该产品生产厂家的增多，市场竞争越来越激烈，同时对该产品的市场推广也起到推动作用。预计五年后，该产品在国内市场销售可以达 8000 万至 1 亿支水平，预计金耀药业可占 25%-30%市场份额。2014 年地塞米松针剂的市场销量为

150 亿支，甲泼尼龙与地塞米松相比有低副作用、疗效更好等优势，在未来的市场格局中，甲泼尼龙势必会切分掉部分地塞米松的市场份额，预计在未来 5 年甲泼尼龙会替换掉 1%地塞米松针剂的市场份额。

输液产品中主要产品为腹膜透析液，主要用于肾脏疾病的治疗。目前，世界上肾病患者人数已经超过 5 亿，中国是终末期肾病治疗需求的大国，《中国慢性肾脏病流行病学调查》结果显示中国成人慢性肾脏病的发病率高达 10.8%，即中国约有 1.5 亿的肾功能损害人群；按约 1.5%的慢性肾脏病患者会发展成为终末期肾脏病的比例计算，国内估计有超过 200 万患者需要进行包括肾脏移植和透析等肾替代疗；由于肾移植供体来源的限制，透析治疗（血液透析或腹膜透析）是尿毒症患者赖以生存的最主要手段。而腹膜透析由于其治疗特点优势，专家一致认为其是治疗终末期肾病的首选。目前，我国腹膜透析患者近 5 万人，约占血液净化的 15%。每年新增肾病患者以 7%递增，未来市场还将成倍增长，因此，腹膜透析具备非常好的市场前景。目前，在腹膜透析液产品市场中，进口产品（百特）占据绝对优势，金耀药业的市场占有率较低。但随着市场规模的扩大及金耀药业营销手段的提升，该产品未来市场占有率有望提高。新品作为各大产品类型未来毛利率提升的主要因素，其所处的药品领域，多数是由进口药品主导，该类产品的应用市场主要占据着高端市场，价格较高。随着金耀药业新品的面市，相对进口药品，国产药品在价格上具有较大的优势，同时，依靠金耀药业现有的广阔销售渠道辅助，为新品推向市场提供了最根本也是最有力的支持。另一方面，金耀药业的新品在预测销量的过程中，充分考虑了目前市场情况以及未来发展方向，对于市场份额的抢占虽前景乐观，但仍然在考虑了诸多不确定因素后，对销量进行了保守的估计。因此，市场竞争对未来产品收入以及毛利的影响较小，标的资产各业务板块毛利率的预测具备合理性。

【中介机构意见】

经核查，结合未来年度原材料采购成本、预计产品销售价格变化情况、市场竞争情况等，标的公司各业务板块毛利率的预测具备合理性。

问题 13. 申请材料显示，报告期内标的资产销售费用占营业收入的比重分别为 14.66%、20.75%和 22.50%。请你公司：1）结合标的公司主要销售模式、可比公司情况等，补充披露标的公司报告期内销售费用率的合理性。2）补充披露

报告期内标的资产是否存在销售折让、返利等，如存在，请补充披露与销售折让和返利相关的具体情况和会计处理，是否符合企业会计准则的规定。3）结合销售费用的构成，补充披露预测年度销售费用的预测依据及合理性。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、标的公司报告期内销售费用率的合理性

1、标的主要销售模式

标的公司的销售模式是基于销售部门的内部管理来划分，若按照该种划分，标的公司主要的销售模式为分销模式，报告期内未发生过变更。同时从财务角度，标的公司的三种销售模式其实都属于分销模式。

2、同行业可比公司销售费用率（销售费用/营业收入）列示如下：

证券名称	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年
华润双鹤	21.55%	23.85%	21.78%
恒瑞医药	37.16%	37.84%	38.17%
康缘药业	43.01%	43.07%	42.57%
华北制药	8.80%	8.99%	8.07%
莎普爱思	42.36%	42.93%	41.82%
丰原药业	13.81%	13.16%	13.50%
四环生物	25.08%	23.54%	11.20%
通化金马	26.06%	32.26%	33.47%
北大医药	10.57%	7.71%	6.09%
京新药业	22.49%	25.67%	25.22%
双鹭药业	4.40%	2.91%	2.44%
恩华药业	22.38%	23.87%	22.27%
众生药业	30.96%	33.44%	33.23%
科伦药业	12.54%	13.24%	13.07%
誉衡药业	7.50%	13.31%	21.32%
莱美药业	10.06%	10.46%	10.27%
北陆药业	32.75%	36.80%	38.22%
红日药业	45.01%	53.89%	55.15%
平均值	23.14%	24.83%	24.33%
中位数	22.44%	23.86%	22.02%
金耀药业	22.50%	20.75%	14.66%

由上表可见，2016 年 1-6 月、2015 年及 2014 年，同行业可比上市公司的平均销售费用率分别为 23.14%、24.83%及 24.33%；金耀药业同期的销售费用率分别为 22.50%、20.75%及 14.66%，均低于同行业可比上市公司的平均水平，但

逐渐向同行业可比上市公司平均水平靠近。。

3、标的公司报告期内产品结构的变动以及销售费用率的合理性分析

报告期内，金耀药业 2015 年的销售费用率较 2014 年增长 6.09 个百分点，2016 年 1-6 月的销售费用率较 2015 年增长 1.75 个百分点，主要原因系：

（1）产品结构的调整

报告期内，公司毛利率较低的原料药业务逐渐减少，同时，制剂业务占比逐渐增大，2014 年原料药销售收入 8,840.48 万元，占销售收入的 17.65%，2015 年原料药销售收入 1,647.32 万元占销售收入的 3.39%，2016 年 1-6 月，公司的生产及销售中未涉及原料药业务。与制剂业务相比，原料药业务由于系向制药企业进行销售，发生的促销、推介等销售费用较低。由于报告期内公司制剂业务占比逐渐加大，因此市场推广及产品推介方面的力度增强，导致销售费用增加。

由于期间费用难以归集至产品，因此销售费用在原料药及制剂产品两者之间较难划分，考虑到同受金耀药业的控股股东药业集团控制的上市公司天药股份主要以原料药业务为主，将天药股份的销售费用率列示如下：

单位：万元

	2016 年 1-6 月	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	61,877.04	140,471.99	138,891.90	148,053.82
销售费用	1,575.77	2,396.00	2,481.17	2,673.45
销售费用率	2.55%	1.71%	1.79%	1.81%

由上表可见，天药股份作为以原料药为主的医药制造业公司，其销售费用率水平较低，维持在 2%-3%左右的水平，而金耀药业作为以制剂为主要业务的医药制造业公司，其同行业可比上市公司的销售费用率均值维持在 23%-25%的水平。

（2）劳务费及销售人员工资薪酬增加

报告期内，从销售费用明细来看，销售费用增加主要系劳务费以及工资薪酬增加。2016 年 1-6 月、2015 年及 2014 年，劳务费分别为 2,879.53 万元、4,690.40 万元及 3,611.46 万元；工资薪酬分别为 750.46 万元、1,582.47 万元及 1,095.30 万元。

综上所述，报告期内，公司产品结构的调整以及劳务费及工资薪酬的上涨导致了销售费用的增长，进而使得报告期内销售费用率不断提升。

从与同行业可比上市公司的平均水平比较结果来看，由于选取的同行业可比公司皆为主要业务为制剂且业务范围重点为注射剂、膏剂的可比公司，同时，标的公司 2014 年度原料药业务占有一定比重，导致销售费用率低于同行业可比

公司平均水平；2015 年原料药业务占比降低较多，因此销售费用率向同行业可比公司平均水平靠近；2016 年 1-6 月由于标的公司未涉及原料药业务，因此销售费用率与同行业可比公司平均水平较为接近。

二、预测年度销售费用的预测依据及合理性

天津金耀药业有限公司生产的药品主要通过其全资子公司天津天药医药科技有限公司对外销售，故在预测该费用时仅对天津天药医药科技有限公司进行数据预测。预测中按新品和老品，分别进行预测：

1、A. 老品（即截至评估基准日已具备生产条件的产品）

劳务费为外包给劳务公司用于全国以各省区为单位的销售区域的市场推广活动及产品促销活动所产生的相关劳务费用；服务费为用于市场调研、销售方案策划等与销售决策相关的咨询类费用；运输费为运送货物产生的费用；宣传费为宣传产品活动产生的费用及相关的宣传物料费用；样品费为为客户提供样品的费用；奖励费为根据销售协议的约定，当销售产品达到一定标准时给承销商给予的适当奖励或优惠（即销售返利）。上述六项费用均与销售收入紧密相关，故以各年的销售收入为基础，参考各项费用历史年度发生金额与收入的配比情况，结合未来预计发展情况进行预测。

工资为销售人员的基本薪酬及业绩奖金；福利费为实际发放给员工福利性质的支出，例如：防暑降温费、采暖费等；会务费为行业内协会的会费及参加业内组织举办的各类会议的参会费用；差旅费为销售人员出差期间的交通、住宿费用；办公费及其他为销售人员用于办公及其他杂项支出所产生的费用。以上项目基本遵照企业内部管理制度及国家相关政策执行，因此与公司收入、业绩等相关程度较小，因此在参考历史年度数据的基础上，结合内部制度和国家政策，每年按固定比例增长进行预测。五险一金执行国家缴纳标准，按照当期国家认缴标准，即上一年度工资总额的 45%确定；工会经费按税法计提标准，即当年的工资总额的 2%确定。教育经费根据企业内部管理制度及实际使用情况基本维持稳定状态。

2、B. 新品（即新开发产品）

新品分为国内新品及国际新品。

国内新品在 2018 年开始陆续上市，各项费用参照营业费用中的同类费用的预测思路进行预测。

国际新品的销售模式为国外代理的方式，新品国际代理费用是指自 2018 年开始新品投入市场后产生的销售费用，根据国际惯例预测国外代理商的费用为国

际新品收入的 30%。

【中介机构意见】

经核查，结合标的公司销售模式、标的公司报告期内销售费用构成以及销售费用比率等情况，标的公司未来年度销售费用的预测具备合理性。

问题 14. 申请材料显示，本次交易以收益法评估值作价，截至评估基准日 2016 年 6 月 30 日金耀药业 62%股权评估值为 115,936.87 万元，交易作价 115,936.87 万元，增值率 107.51%，金耀药业本次交易估值对应的市盈率为 27.31 倍。请你公司结合同类业务市场可比交易及同类业务上市公司的市净率、市盈率水平，补充披露金耀药业收益法评估值的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、结合标的公司同类业务上市公司的市净率、市盈率水平，分析金耀药业收益法评估值的合理性

1、同行业可比公司情况

由于金耀药业主要从事化学药品制剂的研发、生产和销售，主要产品种类涵盖小针剂、膏剂，本次选取中国证监会《上市公司行业分类指引（2012 年修订）》中医药制造业上市公司中，业务范围重点为注射剂、膏剂的可比公司，并剔除市盈率为负或者 100 以上的异常值，各可比上市公司的主营业务在医药制造业中与金耀药业的相似程度较高，可参考性较强。

截至本次交易的评估基准日 2016 年 6 月 30 日，可比上市公司估值水平如下：

序号	证券简称	市盈率	市净率
1	华润双鹤	25.76	2.16
2	恒瑞医药	35.99	7.90
3	康缘药业	24.37	2.98
4	华北制药	6,210.00	1.92
5	莎普爱思	42.31	8.06
6	丰原药业	150.51	2.80
7	四环生物	-78.37	11.44
8	通化金马	2,004.00	6.47
9	北大医药	-31.02	6.85

10	京新药业	24.79	1.78
11	双鹭药业	39.30	5.78
12	恩华药业	38.16	5.39
13	众生药业	29.98	4.30
14	科伦药业	35.02	2.01
15	誉衡药业	10.06	1.87
16	莱美药业	123.71	1.19
17	北陆药业	228.50	8.47
18	红日药业	31.05	3.32
19	华仁药业	317.67	4.40
平均值		30.62	4.69

注 1：资料来源为同花顺资讯；

注 2：市盈率=上市公司 2016 年 6 月 30 日收盘价/上市公司 2015 年扣除非经常性损益的基本每股收益；

市净率=上市公司 2016 年 6 月 30 日收盘价/上市公司 2015 年 12 月 31 日每股净资产。

注 3：市盈率的行业平均值及中位值剔除了市盈率为负及 100 倍以上的样本公司数据。

2、结合同行业可比公司的市盈率市净率水平，分析金耀药业的估值合理性

截至 2016 年 6 月 30 日，金耀药业对应的市盈率为 27.41 倍，低于上述同行业可比上市公司平均市盈率（30.62 倍）。同时金耀药业对应的市净率为 2.15 倍，显著低于上述同行业可比上市公司平均市净率（4.69 倍）。从估值作价合理性分析，本次交易的总体估值符合行业定价规则，充分考虑了上市公司及中小股东的利益，交易定价合理。

二、结合同类业务市场可比交易，分析金耀药业收益法评估值的合理性

1、同类业务市场可比交易情况

由于本次收购标的公司所处行业为药品制剂生产行业，故选取医药制造业可比的交易案例（主要考虑与收购的标的公司同属于药品制剂公司的情形）作为可比交易样本，其估值比较情况如下：

序号	上市公司	标的公司	市盈率	市净率
1	通化金马	圣泰生物	18.00	6.31
2	华润双鹤	华润赛科	18.08	10.43
3	东诚药业	云克药业	19.47	6.61
4	华润三九	浙江众益	27.70	11.14
5	台城制药	海力制药	29.44	8.88
6	翰宇药业	成纪药业	25.70	6.23
7	众生药业	先强药业	21.57	5.32
8	振东制药	康远制药	32.17	12.10
9	博雅生物	贵州天安	16.57	4.46

		新百药业	21.49	3.63
10	现代制药	芜湖三益	1,385.58	2.51
		国药一心	17.31	4.60
		致君制药	11.47	5.82
		坪山制药	83.45	19.94
		国工有限	22.80	1.21
		国药威奇达	14.02	1.77
		汕头金石	16.35	1.93
		青海制药	20.53	2.05
		新疆制药	89.77	1.30
11	德展健康	嘉林药业	16.44	5.60
12	永太科技	佛山手心	10.40	2.50
平均值			26.64	5.92
中位值			20.00	5.32

2、结合同类业务市场可比交易情况，分析金耀药业的估值合理性

由于上表中市盈率均以净利润（不是扣除非经常性损益后的净利润）口径进行计算，故对金耀药业的市盈率依据 2015 年度实际净利润进行重新计算。

本次交易中，金耀药业本次交易估值对应的市盈率为 27.31。近期同行业可比交易案例的市盈率区间为 10.40 至 89.77 之间（排除市盈率异常值，即现代制药收购的芜湖三益对应的 1,385.58 倍），均值为 26.64。金耀药业本次交易估值对应的市盈率与交易案例的市盈率均值较为接近，并处于同行业可比交易案例的市盈率合理区间内。同时，金耀药业本次交易估值对应市净率为 2.15，远低于同行业可比交易案例的市净率均值 5.92。

通过比较可见，综合市盈率及市净率指标以及标的资产的实际情况，本次估值较为合理，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形，交易定价合理。

【中介机构意见】

经核查，结合同类业务市场可比交易及同类业务上市公司的市净率、市盈率水平，金耀药业收益法评估值较为合理。

（此页无正文，为《天津华夏金信资产评估有限公司关于天津天药药业股份有限公司发行股份购买资产项目之〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉[163689]号的反馈意见回复》之盖章页）

天津华夏金信资产评估有限公司

2017年2月6日

