

中联资产评估集团有限公司  
关于冠昊生物科技股份有限公司收购  
浙江惠迪森药业有限公司 100% 股权项目  
复核报告

中联资产评估集团有限公司  
二〇一七年三月二十四日

# 目 录

一、 本次评估基本情况 .....	2
(一) 评估目的 .....	2
(二) 评估基准日 .....	2
(三) 评估对象和评估范围 .....	2
(四) 评估对象的主营业务情况 .....	2
(五) 评估结论及结论有效期 .....	3
二、 复核内容 .....	3
三、 复核工作过程 .....	3
四、 自查工作总结 .....	4
五、 复核工作总结 .....	5
六、 复核结论 .....	14

中联资产评估集团有限公司  
关于冠昊生物科技股份有限公司收购  
浙江惠迪森药业有限公司 100%股权项目  
复核报告

中国证券监督管理委员会：

中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”、“我公司”）接受冠昊生物科技股份有限公司（以下简称“冠昊生物”、“委托方”）委托，就委托方拟购买浙江惠迪森药业有限公司（以下简称“惠迪森”、“被评估企业”）100%股权之经济行为，对所涉及的被评估企业的股东全部权益在评估基准日2016年6月30日的市场价值进行评估，并出具了《冠昊生物科技股份有限公司收购浙江惠迪森药业有限公司100%股权项目资产评估报告》（中联评报字〔2016〕第1486号）。因存在签字资产评估师参与的其他上市公司并购重组项目涉嫌信息披露违法行为被贵会立案调查，我公司经研究决定指派与上述被调查事项无关的郝俊虎、陈志红担任签字资产评估师，并履行必要的评估复核程序。

我公司按照内部管理制度要求，对冠昊生物科技股份有限公司收购浙江惠迪森药业有限公司100%股权项目认真履行了全面复核程序，并出具本复核报告。

## 一、 本次评估基本情况

### （一）评估目的

根据《冠昊生物科技股份有限公司第三届董事会第十九次会议决议》，冠昊生物科技股份有限公司拟非公开发行股票募集资金收购浙江惠迪森药业有限公司100%股权。

评估目的是反映浙江惠迪森药业有限公司股东全部权益于评估基准日的市场价值，为上述经济行为提供价值参考依据。

### （二）评估基准日

我公司以2016年6月30日为评估基准日，出具了《冠昊生物科技股份有限公司收购浙江惠迪森药业有限公司100%股权项目资产评估报告》（中联评报字〔2016〕第1486号）。

### （三）评估对象和评估范围

评估对象是浙江惠迪森药业有限公司的股东全部权益。评估范围是浙江惠迪森药业有限公司在评估基准日的全部资产及相关负债，账面资产总额28,308.73万元、负债13,165.46万元、净资产15,143.27万元。具体包括流动资产22,266.37万元；非流动资产6,042.37万元；流动负债13,079.96万元；非流动负债85.50万元。

上述资产与负债数据摘自经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计的2016年6月30日的浙江惠迪森药业有限公司资产负债表，资产评估是在企业经过审计后的基础上进行的。

委托评估对象和评估范围与经济行为涉及的评估对象和评估范围一致。

### （四）评估对象的主营业务情况

评估对象的主营业务为化学药物的研发、生产和销售，目前主要

药品种类为抗生素处方药。截至评估基准日，评估对象共有 3 个规格的拉氧头孢钠注射液在生产和销售。

#### （五）评估结论及结论有效期

《冠昊生物科技股份有限公司收购浙江惠迪森药业有限公司 100% 股权项目资产评估报告》（中联评报字〔2016〕第 1486 号）中，浙江惠迪森药业有限公司股东全部权益价值账面值 15,045.04 万元，评估值为 180,139.62 万元，评估值增值 165,094.57 万元，增值 1097.34%。结论使用有效期为一年，自评估基准日 2016 年 6 月 30 日起计算，至 2017 年 6 月 29 日止。

### 二、 复核内容

1. 资产评估报告（含说明、明细表）；
2. 评估档案（含纸质版报告及电子档案）；
3. 公司质量控制部门审核意见及回复；
4. 项目组和质量控制部门审核中重点关注的问题；
5. 评估机构对监管机构出具的反馈意见的回复及相关工作档案；
6. 项目组及签字评估师自查报告。

### 三、 复核工作过程

1. 部门经理组织签字评估师、现场负责人、主要经办人员对需复核项目首先进行严格自查，就评估人员是否具备独立性、风险控制情况、评估程序及步骤是否符合规定要求、工作档案是否能充分支持评估结论等出具自查报告。

2. 部门经理将项目基本情况、评估报告、自查报告等提交复核

工作小组。

3. 复核人员审核后，复核工作召集人组织评估报告复核工作会议。

4. 项目全部人员参加复核工作会议，由项目组人员向复核工作小组汇报项目基本情况及自查情况。

5. 复核工作小组就复核中发现的问题进行质询，项目组人员应逐条进行答复。

6. 复核工作小组就相关问题及答复进行讨论，达成一致意见，形成复核结论及报告。

#### **四、 自查工作总结**

本次自查的主要内容包括：评估方法、价值类型、评估假设、重要事项披露、盈利预测涉及的销量、营业收支、期间费用、资本性支出、营运资金、折现率等重要相关参数的预测过程和选取依据。

评估项目组对《冠昊生物科技股份有限公司收购浙江惠迪森药业有限公司 100% 股权项目资产评估报告》（中联评报字[2016]第 1486 号）履行了自查程序。经自查，评估项目组认为：

1. 本次评估选用资产基础法和收益法两种方法对浙江惠迪森药业有限公司进行整体评估是合理的。

2. 依据评估目的，确定本次评估的价值类型为市场价值是合理的。

3. 评估报告书已对产权瑕疵、抵押担保及其他需要说明的事项进行了披露，披露充分。

4. 盈利预测涉及的销量、营业收支、期间费用、资本性支出、营运资金、折现率等重要相关参数的预测过程和选取依据基本合理。

综上，评估项目组认为在上述评估报告所设定的评估假设及披露的特别事项前提下，评估报告的评估结论能够分别反映评估对象于评估基准日的市场价值。

## 五、 复核工作总结

**（一）评估报告结论清晰、明确，与本次资产评估的经济行为相一致。**

**（二）签字人员具备相应的资格条件。**

因存在签字资产评估师参与的其他上市公司并购重组项目涉嫌信息披露违法行为被贵会立案调查，我公司经研究决定指派与上述被调查事项无关的郝俊虎、陈志红担任签字资产评估师，并履行必要的评估复核程序。

签字资产评估师郝俊虎（资产评估师证书编号 41110029）、陈志红（资产评估师证书编号 11001842）执业记录良好，未曾受到行业协会及有关行政主管部门处罚，其持有的资产评估师证书合法有效。

**（三）评估程序、步骤符合有关规定的要求。**

**（四）结合可比公司或可比交易案例相比，评估结论基本合理。**

被评估企业的主营业务为化学药物的研发、生产和销售，目前主要药品种类为抗生素处方药。截至评估基准日 2016 年 6 月 30 日，主营产品类型为抗生素研制生产的上市公司，（剔除市盈率为负值、以 2015 年度报表为基础计算的市盈率超过 100 倍）的相对估值情况如

下:

证券代码	证券简称	2015年市盈率(PE)	2016年预测市盈率(PE)
000153.SZ	丰原药业	99.36	-
000513.SZ	丽珠集团	29.39	24.15
000566.SZ	海南海药	60.94	38.76
000739.SZ	普洛药业	34.20	-
000915.SZ	山大华特	41.82	33.27
000999.SZ	华润三九	18.98	18.34
002020.SZ	京新药业	47.62	30.30
002099.SZ	海翔药业	28.06	22.88
002294.SZ	信立泰	22.48	18.81
002332.SZ	仙琚制药	64.20	41.00
002393.SZ	力生制药	60.16	-
002422.SZ	科伦药业	34.39	26.77
002437.SZ	誉衡药业	28.77	23.44
002550.SZ	千红制药	39.96	32.85
002603.SZ	以岭药业	41.68	32.73
002653.SZ	海思科	46.50	38.38
002750.SZ	龙津药业	97.08	-
300026.SZ	红日药业	32.66	25.44
300049.SZ	福瑞股份	68.25	43.30
300086.SZ	康芝药业	75.76	-
300147.SZ	香雪制药	54.96	38.88
300158.SZ	振东制药	74.18	-
300181.SZ	佐力药业	66.34	54.42
600062.SH	华润双鹤	19.97	12.95
600129.SH	太极集团	32.59	7.08
600216.SH	浙江医药	76.31	15.95

600276.SH	恒瑞医药	43.36	34.43
600329.SH	中新药业	29.41	-
600380.SH	健康元	35.32	-
600420.SH	现代制药	38.92	32.85
600513.SH	联环药业	64.88	-
600518.SH	康美药业	27.26	21.83
600521.SH	华海药业	56.67	43.20
600557.SH	康缘药业	27.78	24.97
600572.SH	康恩贝	36.95	23.56
600664.SH	哈药股份	35.62	-
600750.SH	江中药业	25.99	21.78
平均值		<b>46.45</b>	<b>28.97</b>

惠迪森以2015年度净利润为基础计算的市盈率为22.27倍，相当于同行业可比上市公司46.45倍平均市盈率的47.94%；以2016年度净利润为基础计算的市盈率为15.02倍，相当于同行业可比上市公司28.97倍平均市盈率的51.84%。与同行业上市公司比较可知，惠迪森的评估结论基本合理。

**（五）结合惠迪森前次股权转让情况，本次评估结论基本合理。**

### **1. 前次股权转让**

2015年12月，海南天煌、医盛投资、王超、惠迪森以及广东知光签订《深圳市医盛投资有限合伙企业与海南天煌制药有限公司、王超、浙江惠迪森药业有限公司和广东知光生物科技有限公司关于浙江惠迪森药业有限公司之股权转让协议》，约定海南天煌将其持有的惠迪森100%股权以150,000万元转让予医盛投资。2016年2月，惠迪森完成工商登记变更。

### **2. 本次交易**

2016年10月21日，冠昊生物与医盛投资、王超和惠迪森共同签署了《股权转让协议》，协商确定惠迪森100%股权的交易价格为180,000.00万元。股权转让价格较前次股权转让价格差异较大的原因主要如下：

(1) 资产规模大幅提升，盈利状况不断向好

截至2016年6月，惠迪森合作的代理商超过100家，产品覆盖全国30个省、直辖市和自治区，其中福建、山西、宁夏、山东为惠迪森产品独家中标地区。2016年，惠迪森在福建地区全面执行中标，销售表现尤为突出。2015年及以前年度对福建地区的销售主要为部队医院。2016年1-6月，惠迪森在福建地区实现销售额约17,127万元，与2015年全年福建地区的销售额3,119万元相比增长449%，成为福建地区同类药品中销量最高的产品。

根据IMS Health数据，2015年、2016年1-6月，惠迪森在全国拉氧头孢钠终端销售规模的占比分别为26.24%、41.85%，惠迪森市场占有率不断提升。

2016年6月13日，惠迪森设立了杭州森泽医药科技有限公司，惠迪森持有60%的股份，袁哲东持有40%的股份。袁哲东系上海医药工业研究院（上海医工院）药物化学博士，多年来从事新药研究开发和重大医药品种的工艺研究工作，主要致力于抗感染、心脑血管、神经系统、抗肿瘤药物研究领域的的新药合成与设计，申请的公开专利共105项，其中获得授权60项。惠迪森未来将要推出的氟氧头孢已经完成了实验室的小试阶段，预计在2017年启动中试。研发能力的增强为惠迪森未来年度的可持续发展提供了支撑。

在以上因素的驱动下，2016年1-6月惠迪森实现营业收入为24,246.55万元，而2015年全年营业收入25,318.50万元；2016年1-6月

实现净利润为7,390.83万元，而2015年全年净利润8,088.86万元，已基本达到2015年的利润水平，盈利能力进一步提升。惠迪森2016年6月30日账面净资产为15,045.04万元，相比2015年12月31日净资产3,257.60万元大幅提升。

## (2) 在手订单较多，合同履行情况良好

截至2016年9月18日，惠迪森十大经销商2016年7-12月的预计采购量为432.25万克，占2016年下半年预测销量的77.02%，订单覆盖率较高。根据在手订单测算，惠迪森2016年的销量为1,055.49万克，相比2015年实际销量857.84万克，增加23.04%。

从2016年十大经销商在手订单的履行情况来看，合同履行情况良好。十大经销商2016年7-12月的实际采购量为431.74万克，实现营业收入19,683.12万元。总体来看，十大经销商基本完成了全年预计的采购目标。

## (六) 惠迪森预测期营业收入与历史年度经营业绩、拉氧头孢钠市场的发展趋势、惠迪森销售计划及惠迪森的市场开拓能力相匹配。

### 1. 拉氧头孢钠的市场情况

根据全国重点城市公立医院数据，2015年，抗细菌药占全身用抗感染药物销售规模的75.05%。而在抗细菌药中，拉氧头孢占总销售规模的2.92%，位列全国抗细菌药的前十名。

根据IMShealth数据显示，2016年，全国拉氧头孢钠制剂产品的销售规模约为24.22亿元（惠迪森与海南海灵销售合计），较上年同期增长35.30%。

### 2. 产能匹配情况

目前，惠迪森的供应商为山东睿鹰先锋制药有限公司。根据2016年8月8日的供应商访谈记录，山东睿鹰已完成设备采购拟在下半年扩

张产能，预计将实现月产3-4吨原料药。因此，产能扩张后山东睿鹰拥有年产36吨以上原料药的产能，能满足盈利预测中稳定年30.74吨的销售需求。

目前，惠迪森的委托加工方为海南天煌。根据海南天煌《委托加工协议》补充协议（三），海南天煌保证在2016年至2018年，每年委托数量2000万瓶的额度内，必须接受惠迪森委托生产的请求、不得以任何理由拒绝。如有其他委托加工合作项目，海南天煌保证优先为惠迪森提供委托加工。惠迪森自身生产线设计产能为3000万瓶，假设生产线按照一周6天，每天16小时（2班）生产计算。总体来看，目前产能上限为5000万瓶。并且，惠迪森计划于2018年完成搬迁后增加一套产能为3,000万瓶的生产线。因此，上述产能能满足盈利预测中稳定年5,959.55万瓶的销售需求。

### 3. 产品优势

随着抗菌药物在临床的广泛使用，耐药一直是困扰临床的最大问题，特别是近几年对碳青霉烯类抗菌药物的耐药进展迅速，引起国家重视，拉氧头孢抗菌谱广，适合多重耐药肠杆菌科细菌和厌氧菌的感染，敏感率和碳青霉烯类相当，高于进口原研抗生素，在治疗耐药细菌感染的同时能够有效抵御碳青霉烯类耐药问题，市场前景广阔。

惠迪森积极和全国感染学会及专家建立合作关系，参与各项学术会议，惠迪森的拉氧头孢产品品牌逐渐被市场认可，近年来增长势头强劲。目前市场上的拉氧头孢钠制剂的供药厂商有两家，分别是惠迪森和海南海灵，2015年拉氧头孢钠制剂的销量同比增长52%，惠迪森处于快速上升期。

项目 / 年度	2014 年	2015 年	增长率
海南海灵（万克）	1,090.32	1,351.11	24%
惠迪森（万克）	365.18	857.84	135%
合计（万克）	1,455.50	2,208.95	52%

#### 4. 行业经验及市场开拓能力

截至2016年6月30日，惠迪森已建立了近百人的学术推广、营销团队，产品主要以学术推广方式广泛覆盖全国30个省、直辖市和自治区，代理商超过100家。较为完善的代理商分布和学术推广模式，提升了惠迪森产品的入院率，形成惠迪森较大的营销优势，进一步将营销优势转化为销售收入。

#### 5. 销售计划

惠迪森预计未来年度将对福建、浙江、北京、广东、山西等地区进行重点推广。2016年1-6月，福建地区的产品销量占惠迪森总销量的39%。惠迪森未来会进一步加大对福建地区的市场开拓，计划逐步实现二级以上医院的全部开发，基层医院的广泛覆盖。

2016年1-6月，浙江地区的产品销量占惠迪森总销量的20%。拉氧头孢钠在浙江省属于基药品种。惠迪森的营销总部设在浙江杭州，浙江省是目前学术推广工作进展最完善的一个省份。强大的专家团队、专业的学术推广服务及精细的销售管理模式等多重因素确保了浙江省销售的稳步提升。

北京、广东、山西为惠迪森未来重点开拓的市场，目前惠迪森的销量及市场占有率较低。北京是全国最大的拉氧头孢钠销售市场，惠迪森已与专家建立学术推广合作，力争在新标执行后实现销量拉升。在广东，惠迪森将重点开发广州、深圳等地空白三甲医院，继续保持与重点专家的联系，发挥学术推广的优势，扩大市场份额。拉氧头孢钠在山西省属于基药品种，目前惠迪森基药已独家中标，正在与山西省儿童医院及法国梅里埃公司进行合作，预计随着药品进入医保后销量将会显著提升。

#### 6. 期后实现情况

根据审计报告披露，惠迪森2016年实现净利润12,639.50万元，盈利实现情况良好，详细数据如下：

单位：万元

年度	2015年实际	2016年预测	2016年实际	增长率	盈利预测完成率
收入	25,318.50	45,208.13	49,149.42	94.12%	108.72%
净利润	8,088.86	11,996.58	12,639.50	56.26%	105.36%

总体来看，惠迪森预测的营业收入是与企业历史年度经营业绩、拉氧头孢钠市场的发展趋势、惠迪森销售计划及惠迪森的市场开拓能力相匹配的。

#### （七）惠迪森预测期销售费用率下降基本合理。

根据审计报告披露，2014年、2015年、2016年1-6月惠迪森销售费用分别为393.37万元、1,226.10万元、4,204.55万元。惠迪森销售费用大幅增长的原因主要是福建地区执行两票制后，市场推广活动相关费用由惠迪森负担，随着福建地区销售数量和销售规模的扩大，销售费用相应增长。

根据审计报告披露，2014年、2015年、2016年1-6月，惠迪森的市场开发费分别为42.74万元、525.87万元和3,727.59万元。惠迪森于2015年11月在福建地区中标，12月开始销售，在福建地区的销售增长较快，2015年第4季度和2016年1-6月，福建地区销售收入分别为2,151.95万元和14,638.85万元，同期发生的市场开发费分别为525.87万元和3,727.59万元。

本次盈利预测中实行两票制的地区仅为福建地区，考虑到福建地区的销售增长率远低于其他地区，因此销售费用率与毛利率同样呈下降趋势，预测毛利率由2016年的60.34%下降到53.82%（降幅为6.52%），预测销售费用率由2016年的19.29%下降到15.52%（降幅为3.77%）。

剔除市场开发费的影响，2014年、2015年、2016年其他销售费用占营业收入的比例为4.06%、2.77%、3.08%。本次盈利预测中2017年-2020年其他销售费用占营业收入的比例约为4.12%基本合理。

**(八)惠迪森预测期管理费用剔除研发费用后其他管理费用占营业收入的比例偏低基本合理。**

根据审计报告披露，2014年、2015年、2016年1-6月惠迪森管理费用分别为662.14万元、750.35万元、433.21万元，占营业收入的比例为7.67%、2.96%、1.79%。随着销售规模的快速增长，管理费用率呈明显下降的趋势。2016年7月开始，惠迪森开始逐渐加大研发力度的投入，预计将于2019年达到约3,000万元的年投入。

2016年6月，惠迪森的管理人员包括王超、史国荣等21人，管理团队人员虽少但岗位配置完善，企业预计未来年度不会新增大量的管理人员。本次盈利预测中2017年-2020年剔除研发费用后的其他管理费用为1,061.43万元、1,199.91万元、1,346.84万元、1,346.84万元，占营业收入的比例约为1.67%、1.44%、1.35%、1.35%。随着销售规模的增长，剔除研发费用后其他管理费用占营业收入的比例略有下降，与历史期的占比及发展趋势相符。

**(九)特殊评估假设基本合理。**

杭州森泽医药科技有限公司（以下简称“森泽医药”）成立于2016年6月13日，主要从事药品、诊断试剂、医药中间体、医疗器械技术等方面的研发、技术咨询及技术转让等工作。考虑到森泽医药成立时间尚短，截至评估基准日2016年6月30日未开始运营，本次评估未考虑森泽医药未来年度的盈利情况，包括其研发收入、成本费用资金等各项投入。

惠迪森将以森泽医药作为研发平台，研发计划包括“氟氧头孢”、

“帕尼培南”、“多立培南”、“厄他培南”等专注于多重耐药的抗生素项目。因此，本次盈利预测的管理费用中考虑了惠迪森为研制相关产品的费用支出，以提升惠迪森的持续经营能力。

因此，评估假设，“在未来的预测期内，被评估企业将委托杭州森泽医药科技有限公司研发氟氧头孢钠、培南类产品等。本次盈利预测结合企业未来预测期的销售业绩、研发计划对研发费用进行估算，未考虑杭州森泽医药科技有限公司的研发收入与相关投入。”基本合理。

根据富阳市人民政府富春街道办事处与惠迪森订立《关于因公园西路改道工程对浙江惠迪森药业有限公司实施整体搬迁的框架协议》：“惠迪森将整体搬迁，办事处将协助惠迪森落实用地，惠迪森在迁址前，原厂房继续生产。”新厂区建设以及GMP认证期间，惠迪森将在现有厂房进行生产。通过GMP认证后，新厂区可以开展正常生产。

本次惠迪森新厂区建设及取得GMP认证的资金来源主要为惠迪森自筹资金。对于新厂区建设资金，自筹资金主要来源于当地政府根据相关规定对惠迪森整体搬迁造成的损失的相关补偿。根据补偿标准初步估算，惠迪森因搬迁取得的政府补偿能够覆盖新厂区建设投资所需资金。

因此，评估假设，“因杭州市富阳区公园西路改道工程将占用惠迪森现有用地，惠迪森现有厂房面临搬迁的问题。惠迪森现已与土地管理部门达成初步意向为：将现有土地更换为附近一宗约50亩的土地，赔偿金按照搬迁前惠迪森前三年平均净利润作为测算依据，但是搬迁的赔偿具有较大的不确定性。假设搬迁事项对企业的生产经营、现金流不构成重大影响”基本合理。

## 六、 复核结论

我公司已按照内部管理制度要求，对《冠昊生物科技股份有限公司收购浙江惠迪森药业有限公司100%股权项目资产评估报告》（中联评报字〔2016〕第1486号）履行了复核程序。经复核，在上述评估报告所设定的评估假设及披露的特别事项前提下，基于相应评估目的，评估人员履行了必要的核查程序，选择了适当的评估方法，评估报告的评估结论能够分别反映评估对象于评估基准日的市场价值。

(此页无正文)

中联资产评估集团有限公司

评估机构法定代表人:

复核人员:

复核人员:

复核人员:

复核人员:

二〇一七年三月【】日

## 附件、重点问题分析报告

1. 根据评估报告书，惠迪森在2013年8月、2013年12月、2014年1月、2016年12月发生多次股权转让，请结合惠迪森历次股权变更情况及本次交易背景说明本次股权转让评估值的合理性。

答复：

### （1）2013年8月，第一次股权转让

2013年8月，食品公司将其所持有的惠迪森65%股权以公开挂牌转让的方式转让予南京优科，成交价为6,000.00万元。挂牌时设置本次股权转让先决条件，即由南京优科代惠迪森清偿所欠食品公司的全部债务13,606.16万元。上述债务承担的实质是南京优科先行偿付，故65%股权转让的交易对价为6,000.00万元。根据股权转让价格估算惠迪森整体估值约为9,230万元。

本次转让作价依据为根据股权拍卖规则，竞拍方通过竞价方式确定最终交易价格。

### （2）2013年12月，第二次股权转让

2013年10月31日，南京优科与海南天煌签订《债权转让协议书》，将其对惠迪森享有的13,606.16万元债权转让予海南天煌；2013年11月19日，南京优科与海南天煌签订《股权转让协议》，将其持有的惠迪森65%股权以6,181.50万元（包括股权转让价款6,000万元以及南京优科取得惠迪森65%股权时发生的相关税费181.50万元）转让予海南天煌。本次股权转让的原因是海南天煌委托南京优科参与竞价受让惠迪森65%股权，并在竞得惠迪森65%股权后转让给海南天煌。根据股权转让价格估算惠迪森整体估值约为9,230万元。

本次转让作价依据为根据南京优科竞拍取得惠迪森65%股权的价格，最终交易价格由南京优科与海南天煌协商确定。

本次股权转让价格与前次股权转让价格一致。

### （3）2014年1月，第三次股权转让

2014年1月，海南天煌以1,383.75万元、922.50万元、461.25万元和461.25万元受让瀚吉森持有的惠迪森15%股权、顾立君持有的惠迪森10%股权、史国荣持有的惠迪森5%股权和陆加根持有的惠迪森5%股权。根据股权转让价格估算惠迪森整体估值约为9,225万元。

本次转让作价依据为根据南京优科向海南天煌转让惠迪森65%股权的价格，最终交易价格由海南天煌与瀚吉森、顾立君、史国荣协商确定。

本次股权转让价格较前次股权转让价格差异较小。

### （4）2016年2月，第四次股权转让

2015年12月，海南天煌、医盛投资、王超、惠迪森以及广东知光签订《深圳市医盛投资有限合伙企业与海南天煌制药有限公司、王超、浙江惠迪森药业有限公司和广东知光生物科技有限公司关于浙江惠迪森药业有限公司之股权转让协议》，约定海南天煌将其持有的惠迪森100%股权以150,000万元转让予医盛投资。2016年2月，惠迪森完成工商登记变更。

本次转让作价依据为根据国众联资产评估土地房地产估价有限公司出具的《广东知光生物科技有限公司拟参与设立的深圳市医盛投资有限合伙企业拟股权收购涉及的浙江惠迪森药业有限公司股东全部权益资产评估报告》（国众联评报字（2015）第2-810号）：“本项目资产评估基准日为2015年11月30日。本次评估采用收益法的评估结果。浙江惠迪森药业有限公司股东全部权益价值的评估值为150,127.78万元。”。最终交易价格由海南天煌与医盛投资协商确定。

本次股权转让价格较前次股权转让价格差异较大的原因主要如

下:

自2008年取得拉氧头孢钠批文以来,受到原料药合成、市场开发等限制,惠迪森拉氧头孢钠产品的销售业绩较差,企业持续亏损。海南天煌收购惠迪森以后,惠迪森逐渐形成了以王超为核心的管理团队,建立了以学术推广模式为核心的营销体系。通过学术推广方式,惠迪森生产的拉氧头孢钠产品在市场快速建立了知名度,市场占有率扩大,带动产品销量的提高。2013年,惠迪森产品销售的省份主要为浙江省,占总销量的77%。截至2015年底,惠迪森的拉氧头孢钠在全国27个省份及地区均有销售,其中以浙江、江苏、广东、安徽几个省份的销售表现最为突出,并与九州通(常熟)医药工业供销有限公司、广州泉能药业有限公司、浙江中海医药有限公司等形成了长期合作关系。

惠迪森2015年实现营业收入25,318.50万元,相比2013年的营业收入3,539.23万元,增长615.37%。2015年,惠迪森实现净利润8,088.86万元,相比2013年净利润-1,758.40万元,盈利能力显著提升,具体情况如下:

单位:万元

日期	2013年	2014年	2015年
营业收入	3,539.23	8,628.34	25,318.50
增长率	-	<b>143.79%</b>	<b>193.43%</b>
净利润	-1,758.40	679.58	8,088.86
增长率			1090.28%
日期	2013年12月31日	2014年12月31日	2015年12月31日
净资产	-5,510.84	-4,831.27	3,257.60

#### (5) 本次交易的背景

2016年10月21日,冠昊生物与医盛投资、王超和惠迪森共同签署了《股权转让协议》,协商确定惠迪森100%股权的交易价格为

180,000.00万元。本次交易的背景如下：

2015年，因海南天煌的股东和管理层对海南天煌未来发展方向存在不同看法，经过协商，同意将惠迪森从海南天煌转出，由王超负责经营。因此，王超与深圳市阳和生物医药产业投资有限公司、深圳中融宝晟资产管理有限公司（代表“中融宝晟晟世融安3号基金”）、广东知光发起设立医盛投资从天煌收购惠迪森100%股权。

医盛投资设立的为目的为持有惠迪森100%股权，作为并购基金，医盛投资在投资惠迪森后，也为退出惠迪森寻找合适机会，如推动惠迪森IPO或者出售股权。

2014年、2015年，惠迪森销售收入分别为8,628.34万元、2.53亿元，营业利润分别为669.93万元、9,438.35万元，经营业绩增长较快，2016年上半年经营业绩的增速更快。在充分考察了惠迪森2016年上半年的经营情况后，结合上市公司发展战略、业务发展等公司实际情况，冠昊生物对惠迪森进行了尽职调查后，与医盛投资、王超洽谈收购事宜。

#### （6）本次股权转让评估值的合理性

本次股权转让价格较前次股权转让价格差异较大的原因主要如下：

##### ①资产规模大幅提升，盈利状况不断向好

截至2016年6月，惠迪森合作的代理商超过100家，产品覆盖全国30个省、直辖市和自治区，其中福建、山西、宁夏、山东为惠迪森产品独家中标地区。2016年，惠迪森在福建地区全面执行中标，销售表现尤为突出。2015年及以前年度对福建地区的销售主要为部队医院。2016年1-6月，惠迪森在福建地区实现销售额约17,127万元，与2015年全年福建地区的销售额3,119万元相比增长449%，成为福建地区同

类药品中销量最高的产品。

根据IMS Health数据，2015年、2016年1-6月，惠迪森在全国拉氧头孢钠终端销售规模的占比分别为26.24%、41.85%，惠迪森市场占有率不断提升。

2016年6月13日，惠迪森设立了杭州森泽医药科技有限公司，惠迪森持有60%的股份，袁哲东持有40%的股份。袁哲东系上海医药工业研究院（上海医工院）药物化学博士，多年来从事新药研究开发和重大医药品种的工艺研究工作，主要致力于抗感染、心脑血管、神经系统、抗肿瘤药物研究领域的的新药合成与设计，申请的公开专利共105项，其中获得授权60项。惠迪森未来将要推出的氟氧头孢已经完成了实验室的小试阶段，预计在2017年启动中试。研发能力的增强为惠迪森未来年度的可持续发展提供了支撑。

在以上因素的驱动下，2016年1-6月惠迪森实现营业收入为24,246.55万元，而2015年全年营业收入25,318.50万元；2016年1-6月实现净利润为7,390.83万元，而2015年全年净利润8,088.86万元，已基本达到2015年的利润水平，盈利能力进一步提升。惠迪森2016年6月30日账面净资产为15,045.04万元，相比2015年12月31日净资产3,257.60万元大幅提升。

## ②在手订单较多，合同履行情况良好

截至2016年9月18日，惠迪森十大经销商2016年7-12月的预计采购量为432.25万克，占2016年下半年预测销量的77.02%，订单覆盖率较高。根据在手订单测算，惠迪森2016年的销量为1,055.49万克，相比2015年实际销量857.84万克，增加23.04%。

从2016年十大经销商在手订单的履行情况来看，合同履行情况良好。十大经销商2016年7-12月的实际采购量为431.74万克，实现营业

收入19,683.12万元。总体来看，十大经销商基本完成了全年预计的采购目标。

2. 根据评估报告书，惠迪森预测2017年-2019年营业收入增长率分别为41.01%、31.01%和19.75%，请结合行业发展趋势、产能等情况说明营业收入预测增长的合理性并说明评估过程中针对收入预测履行的核查程序。

答复：

(1) 营业收入预测

惠迪森的主营业务为注射用拉氧头孢钠药品的销售。惠迪森2014年、2015年及2016年1-6月各项业务收入的构成情况见下表：

单位：万元

项目/年度		2014年	2015年	2016年1-6月
合计	收入	8,628.34	25,318.50	24,246.55
	成本	6,593.41	13,079.79	9,230.31
	毛利率	23.58%	48.34%	61.93%
药品销售	收入	8,487.56	22,333.75	23,073.48
	成本	6,593.41	13,079.79	9,230.31
	销量	365.18	857.84	623.24
	单位价格	23.24	26.03	37.02
	单位成本	18.06	15.25	14.81
	毛利率	22.32%	41.43%	60.00%
咨询服务费	收入	-	2,984.75	1,173.07
其他	收入	140.78	-	-

由于拉氧头孢钠抵抗 $\beta$ -内酰胺酶稳定性高，几乎没有致病菌对拉氧头孢钠存在抗药性，在临床使用中，注射用拉氧头孢钠制剂表现出可靠疗效。因此，拉氧头孢钠凭借其高效稳定快速被市场认可，销量呈现快速增长的趋势。

注射用拉氧头孢钠的销售终端主要为全国的二、三级医院。目前惠迪森的拉氧头孢钠产品的销售市场主要集中在南方。拉氧头孢钠分地区的销售情况如下：

惠迪森拉氧头孢钠分地区的销售统计表

项目名称		2014年	2015年	2016年1-6月
浙江	收入(万元)	4,931.59	11,337.70	5,855.95
	销量(万克)	223.88	463.37	262.96
福建	收入(万元)	342.07	2,665.95	14,638.85
	销量(万克)	14.36	54.15	244.06
其他	收入(万元)	3,213.90	8,330.11	2,578.68
	销量(万克)	126.95	340.32	116.22

企业积极拓展终端销售，并取得了良好的效果。2016年新开拓的主要省份为福建地方医院，2015年及以前年度对福建地区的销售主要为部队医院。随着企业对北京、河南、江苏、山西等地方医院的开拓，山东睿鹰产能的提升，预计未来年度企业拉氧头孢钠的销售将继续保持快速增长。本次盈利预测是根据企业目前的经营状况、竞争情况及市场销售情况等因素综合分析的基础上进行的。预测情况如下：

单位：万元

项目/年度		2016年7-12月	2017年	2018年	2019年	2020年及以后
合计	收入	20,961.57	63,749.00	83,514.87	100,012.26	100,012.26
	收入增长率	-	41.01%	31.01%	19.75%	0.00%
	成本	8,673.78	27,654.93	38,099.82	46,186.34	46,186.34
	毛利率	58.62%	56.62%	54.38%	53.82%	53.82%
药品销售	收入	20,961.57	63,749.00	83,514.87	100,012.26	100,012.26
	成本	8,673.78	27,654.93	38,099.82	46,186.34	46,186.34
	销量	561.20	1,840.50	2,557.70	3,074.04	3,074.04

单位价格	37.35	34.64	32.65	32.53	32.53
单位成本	15.46	15.03	14.90	15.02	15.02
毛利率	58.62%	56.62%	54.38%	53.82%	53.82%

## (2) 营业收入预测的合理性

### ①拉氧头孢钠的市场情况

根据全国重点城市公立医院数据，2015年，抗细菌药占全身用抗感染药物销售规模的75.05%。而在抗细菌药中，拉氧头孢占总销售规模的2.92%，位列全国抗细菌药的前十名。

根据IMShealth数据显示，2016年，全国拉氧头孢钠制剂产品的销售规模约为24.22亿元（惠迪森与海南海灵销售合计），较上年同期增长35.30%。

自2012年8月执行《抗菌药物临床应用管理办法》至今，“限抗令”的力度逐步升级，进一步规范抗生素市场的发展。2016年8月1日，最新修订的《抗菌药物临床应用管理办法》正式实施。自“限抗令”出台以来，我国抗生素市场受到较大的冲击，再加上各地招标等政策影响，抗生素出现量价双跌的局面。同时，“限抗令”的不断升级进一步刺激抗生素产品的优胜劣汰，品种更迭更加频繁，使得企业产品结构、产品策略、产品研发方向进一步优化升级。因此，对于头孢类抗生素产品而言，“限抗令”将淘汰其他质量相对较低的竞争产品，提升优质抗生素产品的市场份额。

自“限抗令”实施以来，头孢类抗生素产业链上下游过剩产能基本淘汰结束，已呈现出市场回暖的态势。2014年，头孢类抗生素用药规模升至72亿元，同比增长7.26%。未来，临床性价比高且副作用低的药物市场将有较大的增长空间。

### ②产能匹配情况

目前，惠迪森的供应商为山东睿鹰先锋制药有限公司。根据2016年8月8日的供应商访谈记录，山东睿鹰已完成设备采购拟在下半年扩张产能，预计将实现月产3-4吨原料药。因此，产能扩张后山东睿鹰拥有年产36吨以上原料药的产能，能满足盈利预测中稳定年30.74吨的销售需求。

目前，惠迪森的委托加工方为海南天煌。根据海南天煌《委托加工协议》补充协议（三），海南天煌保证在2016年至2018年，每年委托数量2000万瓶的额度内，必须接受惠迪森委托生产的请求、不得以任何理由拒绝。如有其他委托加工合作项目，海南天煌保证优先为惠迪森提供委托加工。惠迪森自身生产线设计产能为3000万瓶，假设生产线按照一周6天，每天16小时（2班）生产计算。总体来看，目前产能上限为5000万瓶。并且，惠迪森计划于2018年完成搬迁后增加一套产能为3,000万瓶的生产线。因此，上述产能能满足盈利预测中稳定年5,959.55万瓶的销售需求。

### ③产品优势

随着抗菌药物在临床的广泛使用，耐药一直是困扰临床的最大问题，特别是近几年对碳青霉烯类抗菌药物的耐药进展迅速，引起国家重视，拉氧头孢抗菌谱广，适合多重耐药肠杆菌科细菌和厌氧菌的感染，敏感率和碳青霉烯类相当，高于进口原研抗生素，在治疗耐药细菌感染的同时能够有效抵御碳青霉烯类耐药问题，市场前景广阔。

惠迪森积极和全国感染学会及专家建立合作关系，参与各项学术会议，惠迪森的拉氧头孢产品品牌逐渐被市场认可，近年来增长势头强劲。目前市场上的拉氧头孢钠制剂的供药厂商有两家，分别是惠迪森和海南海灵，2015年拉氧头孢钠制剂的销量同比增长52%，惠迪

森处于快速上升期。

项目 / 年度	2014 年	2015 年	增长率
海南海灵 (万克)	1,090.32	1,351.11	24%
惠迪森 (万克)	365.18	857.84	135%
合计 (万克)	1,455.50	2,208.95	52%

#### ④行业经验及市场开拓能力

截至 2016 年 6 月 30 日，惠迪森已建立了近百人的学术推广、营销团队，产品主要以学术推广方式广泛覆盖全国 30 个省、直辖市和自治区，代理商超过 100 家。较为完善的代理商分布和学术推广模式，提升了惠迪森产品的入院率，形成惠迪森较大的营销优势，进一步将营销优势转化为销售收入。

#### ⑤销售计划

惠迪森预计未来年度将对福建、浙江、北京、广东、山西等地区进行重点推广。2016年1-6月，福建地区的产品销量占惠迪森总销量的39%。惠迪森未来会进一步加大对福建地区的市场开拓，计划逐步实现二级以上医院的全部开发，基层医院的广泛覆盖。

2016年1-6月，浙江地区的产品销量占惠迪森总销量的20%。拉氧头孢钠在浙江省属于基药品种。惠迪森的营销总部设在浙江杭州，浙江省是目前学术推广工作进展最完善的一个省份。强大的专家团队、专业的学术推广服务及精细的销售管理模式等多重因素确保了浙江省销售的稳步提升。

北京、广东、山西为惠迪森未来重点开拓的市场，目前惠迪森的销量及市场占有率较低。北京是全国最大的拉氧头孢钠销售市场，惠迪森已与专家建立学术推广合作，力争在新标执行后实现销量拉升。

在广东，惠迪森将重点开发广州、深圳等地空白三甲医院，继续保持与重点专家的联系，发挥学术推广的优势，扩大市场份额。拉氧头孢钠在山西省属于基药品种，目前惠迪森基药已独家中标，正在与山西省儿童医院及法国梅里埃公司进行合作，预计随着药品进入医保后销量将会显著提升。

#### ⑥核查程序

##### a. 2016 年营业收入预测依据

评估人员收集了惠迪森 2014 年至评估基准日的所有合同，抽查了财务入账凭证等资料；并通过客户走访对客户销售情况进行了核验。

评估人员取得了惠迪森与客户的往来邮件。截至 2016 年 9 月 18 日，惠迪森十大经销商 2016 年 7-12 月的预计采购量为 432.25 万克，占 2016 年下半年预测销量的 77.02%，订单覆盖率较高。从期后实现情况来看，十大经销商 2016 年 7-12 月的实际采购量为 431.74 万克，实现营业收入 19,683.12 万元。总体来看，十大经销商基本完成了全年预计的采购目标。

##### b. 未来年度营业收入预测依据

评估人员取得了惠迪森未来年度的销售计划，并结合拉氧头孢钠市场的发展趋势、惠迪森历史年度的发展情况等对其进行复核。

总体来看，惠迪森预测的营业收入是与企业历史年度经营业绩、拉氧头孢钠市场的发展趋势、惠迪森销售计划及惠迪森的市场开拓能力相匹配的。

### 3. 根据评估报告书，惠迪森未来年度的销售费用率由2016年的

**19.29%下降到稳定年2019年的15.52%，请结合收入情况说明预测的合理性。**

答复：根据审计报告披露，2014年、2015年、2016年1-6月惠迪森销售费用分别为393.37万元、1,226.10万元、4,204.55万元。惠迪森销售费用大幅增长的原因主要是福建地区执行两票制后，市场推广活动相关费用由惠迪森负担，随着福建地区销售数量和销售规模的扩大，销售费用相应增长。

根据审计报告披露，2014年、2015年、2016年1-6月，惠迪森的市场开发费分别为42.74万元、525.87万元和3,727.59万元。惠迪森于2015年11月在福建地区中标，12月开始销售，在福建地区的销售增长较快，2015年第4季度和2016年1-6月，福建地区销售收入分别为2,151.95万元和14,638.85万元，同期发生的市场开发费分别为525.87万元和3,727.59万元。

本次盈利预测中实行两票制的地区仅为福建地区，考虑到福建地区的销售增长率远低于其他地区，因此销售费用率与毛利率同样呈下降趋势，预测毛利率由2016年的60.34%下降到53.82%（降幅为6.52%），预测销售费用率由2016年的19.29%下降到15.52%（降幅为3.77%）。剔除市场开发费的影响，2014年、2015年、2016年其他销售费用占营业收入的比例为4.06%、2.77%、3.08%。本次盈利预测中2017年-2020年其他销售费用占营业收入的比例约为4.12%基本合理。

**4. 根据评估报告书，惠迪森未来年度2017年-2019年的管理费用为2,981.43 万元、3,705.36 万元及4,347.21万元，剔除研发费用后其他管理费用占营业收入的比例较低，请结合企业实际情况分析管理费用预测的合理性。**

答复：根据审计报告披露，2014年、2015年、2016年1-6月惠迪

森管理费用分别为662.14万元、750.35万元、433.21万元，占营业收入的比例为7.67%、2.96%、1.79%。随着销售规模的快速增长，管理费用率呈明显下降的趋势。2016年7月开始，惠迪森开始逐渐加大研发力度的投入，预计将于2019年达到约3,000万元的年投入。

2016年6月，惠迪森的管理人员包括王超、史国荣等21人，管理团队人员虽少但岗位配置完善，企业预计未来年度不会新增大量的管理人员。本次盈利预测中2017年-2020年剔除研发费用后的其他管理费用为1,061.43万元、1,199.91万元、1,346.84万元、1,346.84万元，占营业收入的比例约为1.67%、1.44%、1.35%、1.35%。随着销售规模的增长，剔除研发费用后其他管理费用占营业收入的比例略有下降，与历史期的占比及发展趋势相符。

**5. 根据评估报告书，惠迪森2016年9-12月的预测收入和净利润为20,961.57万元、4,605.75万元。请结合最新的审计报告，说明预测收入和净利润的实现情况。**

答复：

根据审计报告披露，惠迪森2016年实现净利润12,639.50万元，盈利实现情况良好，详细数据如下：

单位：万元

年度	2015年实际	2016年预测	2016年实际	增长率	盈利预测完成率
收入	25,318.50	45,208.13	49,149.42	94.12%	108.72%
净利润	8,088.86	11,996.58	12,639.50	56.26%	105.36%

**6. 根据评估假设，“因杭州市富阳区公园西路改道工程将占用惠迪森现有用地，惠迪森现有厂房面临搬迁的问题。惠迪森现已与土地管理部门达成初步意向为：将现有土地更换为附近一宗约50亩的土地，赔偿金按照搬迁前惠迪森前三年平均净利润作为测算依据，但是搬迁**

的赔偿具有较大的不确定性。假设搬迁事项对企业的生产经营、现金流不构成重大影响”，请结合搬迁的最新进展情况说明搬迁是否会对惠迪森的生产经营等构成影响。

答复：

（1）搬迁的最新进展

2016年12月16日，杭州市富阳区富春街道办事处、杭州市富阳区富春街道杨清庙村与惠迪森签订了《征用土地协议书》，约定了关于浙江惠迪森医药迁建工程项目征用土地的相关事项，明确了“征用土地面积105.7575亩，一期用地面积为50.8560亩，二期为54.9015亩”。

2016年12月27日，惠迪森收到杭州市富阳区发展和改革局下发的《企业投资项目备案通知书》（富发改工（备）[2016]344号）。

2017年2月16日，杭州市国土资源局富阳分局下发了《关于杭州市国土资管局富阳分局018300010（2016）0453地块建设项目用地的预审意见》（富土资源[2017]039号）：“该项目用地在允许建设区范围内，符合土地利用总体规划”。

2017年2月21日，杭州市富阳区水利水电局下发《关于迁扩建粉针剂、冻干粉剂、片剂、胶囊、颗粒剂分装生产线项目水土保持方案批复》（富水电许[2017]005号）。

截至本复核报告日，惠迪森正在办理新厂区建设国有土地使用权出让的相关事项。惠迪森预计将于2017年5月前取得相关国有土地使用权。

根据惠迪森新厂区项目建设规划，新厂区包括生产厂房2栋，建筑面积分别为17,770平方米和11,770平方米，研发质检楼1栋，建筑面积5,800平方米，办公楼1栋，建筑面积5,500平方米，其余建筑包括仓库、动力车间、员工宿舍食堂、门卫室等。工程（含土地工程、生产

设备及配套设施) 造价约为18,100万元、前期费用及预备费用合计约为3,200万元, 项目总投资约为21,300万元。新厂区建设计划不超过12个月, 通过GMP认证预计为6个月, 新厂区建设及通过GMP认证将于2018年底前完成。新厂房通过GMP认证后, 即可开展生产。”

## (2) 搬迁对惠迪森的生产经营影响较小

根据富阳市人民政府富春街道办事处与惠迪森订立《关于因公园西路改道工程对浙江惠迪森药业有限公司实施整体搬迁的框架协议》: “惠迪森将整体搬迁, 办事处将协助惠迪森落实用地, 惠迪森在迁址前, 原厂房继续生产。”新厂区建设以及GMP认证期间, 惠迪森将在现有厂房进行生产。通过GMP认证后, 新厂区可以开展正常生产。

本次惠迪森新厂区建设及取得GMP认证的资金来源主要为惠迪森自筹资金。对于新厂区建设资金, 自筹资金主要来源于当地政府根据相关规定对惠迪森整体搬迁造成的损失的相关补偿。根据补偿标准初步估算, 惠迪森因搬迁取得的政府补偿能够覆盖新厂区建设投资所需资金。

根据杭州市富阳市人民政府富春街道办事处与惠迪森订立《关于因公园西路改道工程对浙江惠迪森药业有限公司实施整体搬迁的框架协议》: “办事处将协助惠迪森落实用地并根据对惠迪森整体评估情况对其进行补偿约定”。

根据杭州市富阳区富春街道办事处向杭州市富阳区人民政府提请的《关于浙江惠迪森药业有限公司拆迁工作有关问题的请示》, 本次搬迁补偿包括土地补偿和停业损失补偿。

根据《关于药品生产经营质量管理规范认证收费标准及有关问题的通知》(发改价格[2004]59号) 规定, GMP认证费收费标准: 收取受理申请费的收费标准为每个企业500元; 实地勘验审核时收取审核

费，收费标准为一个剂型（含一条生产线）30,000元，每增加一个剂型可加收3,000元。GMP认证费用较低，不会对惠迪森日常经营的流动资金产生重大影响。

7. 根据评估假设，“在未来的预测期内，被评估企业将委托杭州森泽医药科技有限公司研发氟氧头孢钠、培南类产品等。本次盈利预测结合企业未来预测期的销售业绩、研发计划对研发费用进行估算，未考虑杭州森泽医药科技有限公司的研发收入与相关投入。”请结合杭州森泽医药科技有限公司的定位说明假设的合理性。

答复：杭州森泽医药科技有限公司（以下简称“森泽医药”）成立于2016年6月13日，主要从事药品、诊断试剂、医药中间体、医疗器械技术等方面的研发、技术咨询及技术转让等工作。考虑到森泽医药成立时间尚短，截至评估基准日2016年6月30日未开始运营，本次评估未考虑森泽医药未来年度的盈利情况，包括其研发收入、成本费用资金等各项投入。

惠迪森将以森泽医药作为研发平台，研发计划包括“氟氧头孢”、“帕尼培南”、“多立培南”、“厄他培南”等专注于多重耐药的抗生素项目。因此，本次盈利预测的管理费用中考虑了惠迪森为研制相关产品的费用支出，以提升惠迪森的持续经营能力。