

《中国证监会并购重组委 2019 年第 15 次会议审核意见》资产评估相关问题之核查意见

问题

请申请人进一步补充说明资产评估可比上市公司法评估中主要财务指标选取及评分结果以及市场法评估法评估结果选择赋值方式的合理性及公允性，请财务顾问、评估师核查并发表意见。

一、关于反馈问题的回复

(一) 资产评估可比上市公司法评估中主要财务指标选取及评分结果的合理性及公允性

(1) 主要财务指标选取的合理性

根据《资产评估执业准则——企业价值》的要求，市场法评估中，应对可比公司和标的公司之间的差异进行修正。可比公司和标的公司在盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四方面表现存在一定差异，故需对其差异情况进行修正。以上四方面每个方面都有常见的4个财务指标，一共是16个财务指标。市场法评估进行修正时，一般从每个方面挑选关联性最强的2个指标、合计8个财务指标，进行比较和修正。本次评估综合分析标的公司和可比公司的行业特点、业务特性，最终选取了净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、流动资产周转率、速动比率、已获利息倍数、营业收入增长率及营业利润增长率8个财务指标。具体选取过程如下：

A: 盈利能力

盈利能力经常使用的指标为净资产收益率、总资产报酬率、主营业务毛利率、主营业务净利率四个指标。

净资产收益率是评价企业自有资本及其积累获取报酬水平的最具综合性与代表性的指标，反映企业资本营运的综合效益。该指标通用性强，适用范围广，受行业局限较

少。企业净资产收益率越高，企业自有资本获取收益的能力越强，运营效益越好，对投资人的保障程度越高。

总资产报酬率又称资产所得率。是指企业一定时期内获得的报酬总额与资产平均总额的比率。它表示企业包括净资产和负债在内的全部资产的总体获利能力，用以评价企业运用全部资产的总体获利能力，是评价企业资产运营效益的重要指标。

主营业务毛利率是销售毛利与主营业务收入净额之比。该指标反映了主营业务的获利能力。该指标越高，表示取得同样销售收入的销售成本越低，销售利润越高。

主营业务净利率是净利润与主营业务收入的比值，反映了单位销售收入的获利能力。一般而言，净利率越高，公司的盈利能力越强。

标的公司LSG和3个可比公司的上述四个盈利能力的指标数据如下：

公司	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)	主营业务毛利率 (%)	主营业务净利率 (%)
Blackmores 有限公司	24.64	37.62	无数据	11.65
贝拉米澳大利亚有限公司	28.08	28.98	39.21	13.16
A2 牛奶有限公司	52.76	48.81	50.34	21.22
LSG	55.19	85.26	62.49	16.89

可以看到，总资产报酬率标的公司和A2公司相差不大，但显著高于另外两家可比公司；净资产收益率、毛利率标的公司显著高于可比公司；净利率标的公司低于A2，但是高于另外两家，处于中等偏上位置。整体上，上述4个指标标的公司均高于可比公司平均水平。

考虑到：

(1) 总资产报酬率和净资产收益率能从企业资本投入产出的角度来反映企业的盈利能力，具有广泛的适用性，在可比公司修正时应用较广；

(2) 而毛利率和净利率容易受企业营销策略的影响而发生较大变化，比如是给予更高的销售折扣还是更多的销售费用（前者在收入上扣除、后者计入期间费用，直接影响毛利率），或者采用不同促销的方式（如薄利多销）直接对净利润率产生影响，并且Blackmores财报里没有披露单独的毛利率数据。

综上，本次评估选取了总资产报酬率和净资产收益率两个指标，是比较合理的。

B: 营运能力

营运能力，又称为资产质量指标，经常使用的指标为总资产周转率、应收款项周转率、存货周转率以及固定资产周转率四个指标。

总资产周转率反映了企业全部资产的使用效率。该周转率高，说明全部资产的经营效率高，取得的收入多；该周转率低，说明全部资产的经营效率低，取得的收入少，最终会影响企业的盈利能力。总资产周转率能较为全面的反映企业周转状况。

应收款项周转率，是一定时期内商品或产品主营业务收入净额与平均应收款项余额的比值，反映了企业应收帐款变现速度的快慢及管理效率的高低。

存货周转率，是企业一定时期内的营业收入与存货平均余额的比率，它是反映企业的存货周转速度和销货能力的一项指标，也是衡量企业生产经营中存货营运效率的一项指标。

固定资产周转率是指企业年销售收入净额与固定资产平均净值的比率。它是反映企业固定资产周转情况，从而衡量固定资产利用效率的一项指标。

标的公司和可比公司的4项资产质量指标情况如下：

公司	总资产周转率	应收账款周转率	存货周转率	固定资产周转率
Blackmores 有限公司	1.37	4.35	6.34	7.95
贝拉米澳大利亚有限公司	1.50	8.47	3.57	137.25
A2 牛奶有限公司	1.72	14.13	19.81	100.88
LSG	1.98	6.72	4.50	50.68

考虑到：

(1) 总资产周转率综合反映了全部资产的平均使用效率，最能全面反映企业的周转情况，故而首选总资产周转率作为其中一个指标；

(2) 各家公司固定资产周转率差异过大，经分析主要原因是标的公司和可比公司都是典型的轻资产企业，资产结构中以流动资产为主，固定资产比例很低，所以计算的固定资产周转率差异很大，故而固定资产周转率和企业价值的关联性相对较弱，不宜选取固定资产周转率作为修正指标；

(3) 应收账款和存货都是同类企业中比较重要的可比指标，这两个指标评估标的都位于可比公司的平均偏下水平，经测算这两个指标的修正系数较为接近（应收账款周转率修正系数1.02、存货周转率修正系数1.03）。考虑到营销类企业的特点，应收账款周转率和客户回款质量及营销策略更为相关，对现金流影响最大，故而选取了应收账款周转率作为另外一个可比财务指标。

综上，本次选取了总资产周转率和应收账款周转率，是比较合理的。

C: 偿债能力

偿债能力经常使用的指标为已获利息倍数、速动比率、流动比率和资产负债率。

已获利息倍数是指上市公司息税前利润相对于所需支付债务利息的倍数，反映了企业的经营收益支付债务利息的能力，该指标越高说明偿债能力越强。

速动比率是指企业速动资产与流动负债的比率，它是衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力，该指标越高说明偿债能力越强。

流动比率是流动资产对流动负债的比率，用来衡量企业流动资产在短期债务到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。

资产负债率是表示公司总资产中有多少是通过负债筹集的，该指标是评价公司负债水平的综合指标。同时也是一项衡量公司利用债权人资金进行经营活动能力的指标，也反映债权人发放贷款的安全程度。

评估标的和各可比公司偿债能力4个指标的数据如下：

公司	已获利息倍数	速动比率	流动比率	资产负债率(%)
Blackmores 有限公司	24.87	1.04	1.73	58.41
贝拉米澳大利亚有限公司	267.07	1.79	3.14	26.16
A2 牛奶有限公司	无付息债务	2.40	3.03	23.09
LSG	31.08	0.74	1.48	64.40

偿债能力这4个指标，标的公司均低于可比公司平均水平。

考虑到：

(1) 标的公司和可比公司的共同特点，付息债务的金额相比于公司经营体量都相对较小，企业正常经营都完全可以在一年内还清负债，故而已获利息倍数很高，体现了企业的还债能力很强；已获利息倍数最能反映企业持续经营状况下的还债能力，所以将其纳入可比指标之一。

(2) 标的公司和可比公司都是典型的轻资产营销类企业，其资产主要为流动资产，故而速动比率和流动比率因更能反映流动资产快速变现的清偿能力的指标，相比资产负债率具有更好的可比性。而且已经选取了能反映持续经营状况下偿债能力的指标——已获利息倍数，再选取一个反映短期偿债能力的指标更为合适。所以剩下一个指标在速动比率和流动比率中挑选。

(3) 速动比率和流动比例这两个指标的打分修正情况比较接近，考虑到速动资产相比流动资产具有更好的短期清偿能力，故而选取了速动比率作为第二个偿债能力指标。

综上，本次偿债能力选取已获利息倍数和速动比率作为对比修正指标，是比较合理的。

D: 成长能力

成长能力经常使用的指标为销售增长率、营业利润增长率、总资产增长率以及净资产增长率。

销售增长率是企业本年销售收入增长额同上年销售收入总额之比。本年销售增长额为本年销售收入减去上年销售收入的差额，它是分析企业成长状况和发展能力的基本指标。

营业利润增长率是企业本年营业利润增长额与上年营业利润总额的比率，它反映企业营业利润的增减变动情况。营业利润率越高，说明企业商品销售额提供的营业利润越多，企业的盈利能力越强；反之，此比率越低，说明企业盈利能力越弱。

总资产增长率是企业年末总资产的增长额同年初资产总额之比。该指标是企业本年总资产增长额同年初资产总额的比率，反映企业本期资产规模的增长情况。

净资产增长率是指企业本期净资产增加额与上期净资产总额的比率。净资产增长率反映了企业资本规模的扩张速度，是衡量企业总量规模变动和成长状况的重要指标。

标的公司和可比公司在成长能力方面的4个财务指标数据如下：

公司	平均销售增长率 (%)	平均营业利润增长 率(%)	总资产增长率 (%)	净资产增长率 (%)
Blackmores 有限公司	0.57	-8.72	13%	8%
贝拉米澳大利亚有限公司	19.73	9.40	53%	127%
A2 牛奶有限公司	62.13	134.94	102%	121%
LSG	77.29	80.99	101%	54%

考虑到：

(1) 销售收入增长率和营业利润增长率反映了企业营利能力提升的速度，本次选取的价值比率是PE倍数和EV/EBITDA倍数，关联性最强，是最重要的修正指标；

(2) 总资产增长率和净资产增长率反映的是企业资本的积累速度，受到企业自身分红，增资的经济行为的影响，结合评估标的和可比公司轻资产企业的特点，和本次选取的价值比率指标相关性较弱，故而不宜选做成长能力的修正指标。

综上，本次选取了销售收入增长率和营业利润增长率作为成长能力修正的两个财务指标，是合理的。

(2) 评分结果的合理性和公允性

此次评估以LSG为基准对可比上市公司进行打分，即以LSG分值为100分，根据指标与LSG对应指标的差异对各可比上市公司进行打分。因为本次评估选用盈利价值比率作为价值比率，首先判断各方面指标对盈利价值比例的影响大小，确定不同的调整幅度。由于企业成长能力相比其他方面的指标，对盈利价值比率影响最大，故而将成长能力打分幅度确定为80~120分之间，其他3个方面指标打分幅度确定为90~110分之间，具体各项指标评判标准如下：

盈利能力指标：LSG和可比公司均为以销售健康食品行业，盈利能力指标是体现企业价值重要指标，但企业价值已在此次采用的价值比率市盈率及EV/EBITDA中体现，因此盈利指标按照正常打分幅度确定，即90~110之间。

资产质量指标：资产质量主要通过周转率体现，周转率差异能够在一定范围内体现反映不同企业的价值差异，属正常指标，因此此次评估也将打分幅度确定在90~110之间。

偿债能力：LSG和可比公司均属于品牌营销为主的健康营养类企业，原材料基本外购，不覆盖上游的原材料生产，因此总资产中流动资产占比较大，同时该类企业属快速消费品行业，业务周期较短，结算快，由此现金较为充足，负债少，财务负担较低，偿债能力也较强。相对而言，偿债能力引起的企业价值差异最小，但为体现差异，仍将打分确定在90~110之间。

成长能力指标：本次评估选择的价值比率为EV/EBITDA，各项指标中最有影响力的是成长能力，故而本次成长能力的打分幅度应相对其余三项指标重要性有一定的提升。LSG高速成长的特征较为明显，2016财年销售收入3,925万澳元，2017财年增长为7,577万澳元，2018财年增长为12,241万澳元，三个财年复合增长率约为75%。成长性好的企业未来给股东带来较高收益的可能性大，相应企业价值也会增加，为合理反映成长能力指标带来的企业价值的差异，此次评估在对成长性指标适当扩大打分范围，将范围扩大至80~120。

根据上述判断标准与分值对应关系，打分区间具体如下表：

	低	较低	较高	高
盈利能力指标	90~95	95~100	100~105	105~110
资产质量指标	90~95	95~100	100~105	105~110
偿债能力指标	90~95	95~100	100~105	105~110
成长能力指标	80~90	90~100	110~120	110~120

计算Blackmores、Bellamy以及A2 Milk各具体财务指标，各类指标计算结果如下表：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率 (%)	平均营业利润增长率 (%)
Blackmores	24.64	37.62	1.37	4.35	24.87	1.04	0.57	-8.72
Bellamy	28.08	28.98	1.50	8.47	267.07	1.79	19.73	9.40
A2 Milk	52.76	48.81	1.72	14.13	-	2.40	62.13	134.94

LSG	55.19	85.26	1.98	6.72	31.08	0.74	77.29	80.99
------------	--------------	--------------	-------------	-------------	--------------	-------------	--------------	--------------

根据各指标不同的数据分别确定打分范围，综合考虑指标的重要程度，并按照以上判断标准与LSG进行对比，对三家可比上市公司打分区判断如下：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	低	低	低	较低	高	较高	低	低
Bellamy	低	低	低	较高	高	较高	低	低
A2 Milk	较低	低	较低	高	高	较高	较低	高

在打分区范围内，根据对于各项财务指标的综合判断及分析，最终打分结果如下：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	94	90	91	98	91	100	85	80
Bellamy	95	89	93	102	110	102	88	86
A2 Milk	100	93	96	107	110	102	97	111
LSG	100	100	100	100	100	100	100	100

财务指标打分结果与对应财务指标数据匹配，计算结果合理公允。

(3) 非财务指标的影响

除从财务指标四个方面对可比公司进行全面修正之外，本次评估也综合分析了非财务指标对价值比率的影响。根据相关行业的特点、标的公司和可比公司的差异及各自的经营情况，比较重要的非财务指标包括产品种类、企业规模、中国市场线下协同。通过综合分析比较，最后没有对其进行非财务指标的修正，主要原因如下。

A、产品种类

三家可比公司产品种类存在一定差异，具体如下表：

公司	所属行业	产品种类
Blackmores 有限公司	健康食品行业膳食补充剂	200 种维生素、矿物质、草药及营养补充品等健康产品

贝拉米澳大利亚有限公司	配方奶粉	婴儿配方奶粉
A2 牛奶有限公司	配方奶粉	婴儿配方奶粉
LSG	健康食品行业膳食补充剂	益生菌

上表中可以看出，Blackmores有限公司产品较为丰富，销售多种维生素、矿物质、草药以及营养补充剂，根据行业咨询机构欧睿的分类方式，健康食品进一步细分及对应细分行业增速如下：

主要类别	LSG	Blackmores	2018 年容量 (亿美元)		2018 年中国 增速
			世界	中国	
1、维生素及膳食补充剂			1063	232	9.4%
1-1 维生素			273	110	5.3%
1-1-a 多种维生素		主要			
1-1-b 单一维生素		包括			
1-2 膳食补充剂			636	154	10.0%
1-2-a 综合	包括	包括			
1-2-b 矿物质		包括			
1-2-c 益生菌	主要	包括	56	5.4	19%
1-2-d 鱼油/脂肪酸		包括			
1-2-e 蛋白质		包括			
1-2-f 其他产品	包括	包括			
1-3 儿童维生素及补充剂	主要	包括	43	17	12.7%
1-4 滋补饮品	包括	包括	112	35	8.5%
2、体重管理及健康		包括	170	18.7	9.2%
3、运动营养		包括	157	3.3	42%

LSG主要产品属于此领域益生菌补充剂细分领域，目前市场容量约56亿美元，对应增速较快，高于膳食补充剂整体增速。Blackmores的产品均覆盖了膳食补充剂大部分细分领域，但是膳食补充剂整体增速低于益生菌细分品类，与此对应的，Blackmores近三年整体增速低于LSG。

贝拉米澳大利亚有限公司、A2牛奶有限公司和LSG产品较为单一，均为婴幼儿配方奶粉，贝拉米及A2近三年增速均较高，高于blackmores。一方面，产品种类较多的企业经营相对稳定，抗风险能力也较好，但产品针对性差，增速通常较为稳定；另一方

面，单一产品企业产品集中方便集中管理和市场营销，容易会成为单一产品的领军者，一般增速较快，容易有比较明确的品牌专业定位。汤臣倍健从2017年开始实施大单品战略，将“健力多”作为大单品战略的第一个品种，集中和调动市场优势资源对其进行业务推广，“健力多”2017年、2018年销售收入实现高速增长。汤臣倍健收购LSG后，会将益生菌Life-Space中国线下产品作为大单品战略的第三个大单品，LSG也可以借助汤臣倍健的各种优势进一步优化其产品经营以及财务指标，提高抗风险能力。

考虑到以上原因，此次评估未对产品种类因素进行调整。

B: 企业规模

企业规模可以通过企业销售额进行比较，此次评估中，LSG和三家可比公司的销售额对比情况如下：

公司	2018 财年销售额（百万澳元）
Blackmores 有限公司	601.1
贝拉米澳大利亚有限公司	328.7
A2 牛奶有限公司	850.2
LSG	122.4

企业规模主要对比销售收入，一般选取可比公司在规模方面差异应小于10倍，如果规模差异过大导致可比性下降。本次评估标的和可比公司的销售额规模最小的为2.7倍，最大的为6.9倍。评估标的和可比公司虽有差异，仍属于可以接受的同一数量级范围内，因此具备可比性。

针对评估标的和可比公司的行业 and 经营特点，销售收入规模和3个因素最为相关：产品的市场总规模、企业的市场地位、不同产品的数量。

贝拉米和A2企业规模高于标的公司，是因为贝拉米和A2主要产品为配方婴儿奶粉，相比Blackmores和LSG的膳食补充剂的市场更大，所以相比LSG具有更高的销售收入；但是LSG的市场地位和市场占比均高于贝拉米和A2，LSG比贝拉米和A2更有优势。

Blackmores企业规模高于LSG，主要因为Blackmores经营包括益生菌在内的多种产品，而LSG是以益生菌补充剂作为主要产品。综合产品相对于单一产品有更好的抗风险能力，但是前面已经陈述，LSG的“大单品”相比Blackmores的“多而全”却有更

好的竞争优势，LSG的产品专一也是其能在益生菌补充剂市场上打败Blackmores的益生菌产品的一个重要原因。

综上，虽然本次评估标的的企业规模相比可比公司有一定差异，但是：（1）差异在可以接受的量级范围内；（2）经分析差异的具体原因，并未显示存在显著对标的公司不利而需要调低的因素。故而本次没有对规模差异进行修正，是合理的。

C、中国市场线下协同

标的公司和可比公司以及交易案例都有相同的区域市场和销售渠道，即在澳洲市场以当地大药房等线下渠道作为主要销售渠道，在中国市场主要以跨境电商等线上渠道销售。中国市场的快速增长特别是中国线下市场的巨大潜力，是产业并购者关注的最重要的考量因素之一。

LSG相比可比公司具有较大的优势，主要体现在：

一方面，汤臣倍健作为中国膳食营养补充剂行业的领先企业，在中国线下市场拥有优质的经销商和零售终端资源，相比同行业的零售终端规模处于领先地位，这可以帮助Life-space益生菌产品在中国线下市场进行快速推广，该优势显著优于其他3家可比公司。

另一方面，按照国内相关法律、法规及规定，保健食品需取得备案凭证或注册证书，均需一定的时间周期。益生菌相关产品可以以保健食品和普通食品两种形态销售，这两种形态的产品汤臣倍健均有相应的应对策略和具体的考量及落地政策，最大程度确保实现充分整合，多领域的同步、高效发展。

汤臣倍健自收购LSG以来，Life-space跨境电商业务由LSG原有团队继续运营，中国线下市场借助公司的渠道优势已在药店、母婴渠道等开展推广。公司将益生菌Life-Space中国线下产品作为第三个大单品，在国内市场面向婴幼儿、儿童、成人、孕妇推出相关产品，投放资源开拓药店、母婴店等线下销售渠道，使其成长为国内益生菌行业第一阵营品牌。

由上可见，LSG在中国线下市场拓展相比可比公司具有巨大优势，增长潜力较好。但是考虑到该因素影响很难量化计算，本次未将其纳入修正计算。

综上，本次评估审慎综合分析考虑了包括产品种类、企业规模、中国市场线下协同等非财务指标对企业价值的影响，最终没有对上述指标进行修正，是合理的。

综上，本次评估对主要财务指标的选取、打分结果具有合理性和公允性。

（二）评估结果选择赋值方式的合理性及公允性

（1）上市公司比较法和交易案例比较法的基本情况

A：上市公司和交易案例基本情况

经过调研和筛选，最终选取了三家上市公司和两宗交易案例作为可比公司。

选取的上市公司基本情况如下：

Blackmores: 主营业务为健康产品的研发、生产和销售。旗下拥有Blackmores、BioCeuticals, Fusion Health等品牌，将近200种维生素、矿物质、草药及营养补充品等健康产品。其中BioCeuticals及Blackmores品牌均有益生菌补充剂产品。Blackmores在澳大利亚和中国的膳食补充剂市场处于领先地位，

A2 Milk: 主营业务为含A2型 β -酪蛋白的配方奶制品研发、生产和销售。主要品牌为a2™，主要产品为婴幼儿配方奶粉及牛奶等。A2型牛奶产品的主要特征为优化DHA和ARA比例，含有有助于维持肠道功能的益生元膳食纤维以及特别添加乳铁蛋白等，产品主要覆盖婴幼儿及儿童。

Bellamy: 主营业务为生产及销售儿童有机辅食及婴幼儿配方奶粉等有机产品。主要品牌为Bellamy，产品包括有机配方奶粉及有机辅食等营养食品，主要覆盖婴幼儿及儿童。

选取的交易案例基本情况如下：

合生元于2015年收购了澳洲企业Swisse Wellness。Swisse Wellness的主营业务为健康产品的研发、生产和销售。以Swisse品牌于澳大利亚制造以维生素补充剂为主的健康产品，拥有近100种维生素及营养补充剂产品，近30种护肤产品以及约20种运动营养及超级食品，其中包括约十余种益生菌补充剂产品。

上海医药于2016年收购了澳洲企业Vitaco。Vitaco是一家开发，生产和销售一系列营养、健康产品的健康食品公司。旗下拥有Nutra-Life、Healtheries, Aussie Bodies等品牌，上百种营养补充剂产品、超级食品。

B: 可比上市公司法和可比交易案例法评估结果情况

经过计算，可比上市公司法和交易案例法评估结果如下：

评估方法	EV/EBITDA 倍数	评估值（万澳元）
可比上市公司法	22.32	80,853.38
可比交易案例法	14.71	52,471.03

(2) 上市公司比较法结果高于交易案例比较法的合理性

本次上市公司比较法的EV/EBITDA倍数是22.32倍，可比交易案例法的EV/EBITDA倍数是14.71倍。可比上市公司法的EV/EBITDA倍数要高于可比交易案例法。这是因为两个可比交易案例均发生在2015年和2016年，合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco的公告时间分别为2015年9月和2016年6月。2015年之后，随着中国国内居民可支配收入的增加、海外经销商的兴起以及健康意识的加强，健康食品行业迎来了快速发展期，行业价值指标也有所变化。这一点从上市公司的盈利倍数中可以体现，具体如下表：

Blackmores	2018 财年	2017 财年	2016 财年
市盈率	36.97	27.97	22.63
EV/EBITDA	22.47	17.59	14.72
Bellamy	2018 财年	2017 财年	2016 财年
市盈率	39.64	—*	25.65
EV/EBITDA	25.92		17.48
A2Milk	2018 财年	2017 财年	2016 财年
市盈率	42.44	31.60	41.31
EV/EBITDA	28.34	19.44	22.23

*Belaamy2017财年有较大的非经营损益，对市盈率和市净率影响较大，故没有纳入比较。

由此可见，最近3年澳洲市场的无论PE倍数还是EV/EBITDA倍数都在增长。所以，可比上市公司的EV/EBITDA倍数高于可比交易案例是合理的。

(3) 交易案例未做特性差异调整以及时间差异调整的合理性

a):可比交易案例未做特性差异调整:本次评估收集到的交易案例中交易标的虽然披露了一些财务数据,但是由于自身财务情况的特殊原因,部分可计算的财务指标异常。例如 **Swisse Wellness** 2014 财年及 2013 财年均有较大亏损,净资产收益率以及营业利润增长率等指标数据大幅偏离正常值,参考价值较低。**Vitaco** 2016 财年调整了会计年度,2016 财年对应的财务数据为 2015 年 3 月 31 日至 2016 年 6 月 30 日 15 个月,且未对 12 个月数据进行单独披露导致财务指标无法获得相同口径(12 个月)的财务数据,并且由于披露数据的详实程度的限制,无法进行较准确的调整。故而以此为基础做的特性差异调整修正的数据的准确程度存在较大不确定性。

b):可比交易案例未做时间差异调整:此次评估采用的交易案例合生元收购 **Swisse Wellness** 和上海医药收购 **Vitaco** 的公告时间分别为 2015 年 9 月和 2016 年 6 月,距离此次评估基准日 2018 年 8 月 31 日时间较长。2015 年之后,随着中国国内居民可支配收入的增加、海外经销商的兴起以及健康意识的加强,健康食品行业迎来了快速发展期,行业价值指标也有所变化。此次评估中,2015 财年可供参照的样本只有 **Blackmores**,样本数量较少、时间价值系数计算基础数据的可靠性较差,影响以此为基础量化计算的修正结果,故未对其进行时间差异调整。

(4) 可比交易案例纳入市场法评估体系的合理性

可比交易案例受限于可取得数据的充分性和准确性,无法从特性差异和时间差异上进行量化调整,但是本次评估仍将其纳入市场法评估计算的体系,这是因为:

1) 本次选取的可比上市公司数据相对全面,但是可比公司数量仅有 3 家,数量相对较少;而且可比公司中仅有 **Blackmores** 和标的公司 **LSG** 同属于健康食品的末级行业分类,另外两家可比公司 **A2** 和 **Ballermy** 和标的公司行业分类存在一定差异。而两宗交易案例合生元收购 **Swisse Wellness** 以及上海医药收购 **Vitaco** 均属于健康食品的末级行业分类,和标的公司 **LSG** 的产品可比性较好。并且,这两宗交易案例均为中国企业收购澳大利亚企业,产业并购整合的目的相似。所以除无法量化修正个体差异和时间差异外,这两宗交易案例无论从产品分类还是从产业并购目的上,都和本次标的具有很好的可比性。故而将这两宗交易案例纳入评估体系,是对可比上市公司比较法的补充完善。

2)在前次汤臣倍健主导的现金收购 LSG 100%股权的行为中,卖方依据国际惯例,采用公开竞标的出售方式,经过多个市场参与者多轮报价与谈判最终确定交易对方。在此过程中,澳大利亚上市公司 Blackmores 等的 EV/EBITDA 倍数和合生元收购 Swisse Wellness 等交易案例的 EV/EBITDA 倍数,均是市场参与者参考报价和谈判的重要依据。所以本次同时结合可比上市公司比较法和可比交易案例法,符合市场的基本情况。

3) 虽然可比上市公司比较法和可比交易案例法差异较大,但是差异原因可以合理解释;虽然可比交易案例法无法对个体差异和时间差异采用量化修正,但是通过对两种市场法比较结果赋不同权重的方式,适当抵消未予量化的影响。

所以本次评估中将可比交易案例法的结果纳入评估计算,具备合理性。

(5) 可比上市公司和可比交易案例赋权重的合理性

1) 对可比交易案例修正系数的定性分析

虽然修正系数难以对交易标的和可比交易案例的准确修正,但仍然可以采用公开数据进行粗略分析,以此确定修正方向。

A: 特性差异调整方向的定性分析

利用公开披露的数据可对可比交易案例的修正方向进行了定性分析。

对于 Vitaco 的财务数据进行了按比例估算,将期间为 15 个月财务数据按比例进行平均处理,以净利润为例:

$$2016\text{财年净利润}(12\text{个月数据}) = 2016\text{财年净利润}(\text{年报披露}15\text{个月数据}) \times \frac{12}{15}$$

依照上述方式计算盈利能力、资产质量、偿债能力、成长能力四个方面 8 个指标,同时按照此次评估的打分原则进行了打分,模拟结果如下:

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)	总资产周转率	应收账款周转率	速动比率	已获利息倍数	平均销售增长率 (%)	平均营业利润增长率 (%)
Swisse Wellness	79.42	-573.35	2.26	86.28	0.42	14.33	66.60	-769.78
Vitaco	-1.02	-6.20	0.99	6.75	-0.96	1.02	32.89	-201.08

LSG	55.19	85.26	1.98	6.72	0.74	31.08	77.29	80.99
打分结果	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	速动比率	已获利息倍数	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Swisse Wellness	105	110	104	110	90	100	98	120
Vitaco	90	90	85	100	90	100	91	80

以上打分中：Swisse Wellness 2014财年及2013财年均有较大亏损，且净资产为负，因此其净资产收益率和平均营业利润增长率指标无法获得有意义的的数据，但考虑到其2013财年至2015财年营业利润及净利润均增长较快，其中营业利润从-8,544千澳元，扭亏并增长至102,531千澳元，净利润从-17,321千澳元增长至73,750千澳元，因此将此净资产收益率和平均营业利润增长率两项打分为最高值。

按照以上打分结果特性差异调整后，计算的模拟倍数如下表：

交易案例	EV/EBITDA 交易倍数	修正系数	修正后结果
Siwisse	14.71	0.85	12.53
Vitaco	14.70	1.50	22.04
平均值	14.71		17.28

最终修正后的EV/EBITDA为17.28，高于修正之前的平均值14.71，且更趋于可比上市公司价值比率，这说明LSG本身指标优于两宗交易案例。

B：进行时间修正调整方向的定性分析

合生元收购Swisse Wellness公告时间为2015年9月，应采用2015财年至2018财年数据进行修正，因为2015财年只有Blackmores的数据具备可参考性，仅参考Blackmores的2015财年至2018财年的EV/EBITDA倍数变化进行时间价值修正，时间修正系数的计算结果为1.34；

上海医药收购Vitaco时间则为2016年8月，采用三家可比公司2016财年至2018财年的EV/EBITDA倍数变化的平均值进行时间价值修正，时间修正系数的计算结果为1.42。具体修正系数计算过程见下表。

Blackmores	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年	2018 /2015 财年系数	2018 财 /2016 财年系数

EV/EBITDA	22.47	17.59	14.72	16.75	1.34	1.53
Bellamy	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年		
EV/EBITDA	25.92	504.39	17.48	31.45		1.48
A2Milk	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年		
EV/EBITDA	28.34	19.44	22.23	186.45		1.28
平均值					1.34	1.42

综上，模拟进行时间系数修正后的EV/EBITDA倍数为20.29，高于修正之前的平均值14.71，与可比上市公司价值比率接近，在近几年澳大利亚健康食品发展较快，带来可比上市公司价值比率有所上升的背景下，具备合理性。

2) 赋值方式的合理性和公允性

综上所述，由于可比交易案例能够公开取得的标的资产数据个体特性的问题，无法对可比交易案例进行较为准确的量化修正，但可以通过综合分析得出的定性判断：如果进行特性差异调整，或时间修正调整，调整方向都是会使可比交易案例的价值比率提高，从而缩小可比交易案例的价值比率结果和可比上市公司的价值比率结果的差异。

考虑到：（1）上市公司比较法的数据时效性和评估基准日一致，并且进行了全面的财务指标的修正，评估结果具有较好的可靠性；（2）交易案例发生时间较早，且无法进行量化的时间差异和个体差异修正，评估结果可靠性稍差。故而应该给予上市公司比较法更高的权重，以适度抵消交易案例比较法未经修正的影响。综合考虑标的公司和可比公司的基本情况和诸方面因素，最后选取可比上市公司法和交易案例比较法的权重6:4。

从评估案例来看，不同评估方法存在明显差异的情况下，也会采用权重方式进行处理。比如在土地价值评估中，采用不同的评估方法得出评估值，按照一定的权重计算最终评估结果是比较常见的情况。

综上，此次评估采用对可比上市公司和可比交易案例的结果采用权重赋值，是合理和公允的。

二、中介机构核查意见

经核查，评估师中联认为：

上市公司进一步补充说明了资产评估可比上市公司法评估中主要财务指标选取及评分结果的合理性，进一步披露了选择赋值方式的合理性及公允性。相关说明及分析具备合理性。

（此页无正文，为签字盖章页）

经办资产评估师：

陶涛

周二波

中联资产评估集团有限公司

二〇一九年四月二十三日