

天源资产评估有限公司

答复《关于对浙江向日葵光能科技股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函【2019】第12号）

相关问题的函

天源函报字〔2019〕第0180号

深圳证券交易所创业板公司管理部：

根据贵所对浙江向日葵光能科技股份有限公司《重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》出具的《关于对浙江向日葵光能科技股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函【2019】第12号），本公司对问询函中要求评估师核发表意见的问题认真地进行了落实，现回复如下，请予审核。

问题1. 报告书显示，标的公司克拉霉素原料药产能为200吨/年，2016年至2018年的实际销量分别为181.17吨、157.37吨和169.44吨，存在较大波动，预测期内销量逐步上升至185吨左右。此外，根据报告书披露数据计算，克拉霉素原料药2016年至2018年的毛利率为28.83%、24.56%和16.18%，呈明显下降趋势，预测期内毛利率回升并稳定在18%左右。

（1）请结合克拉霉素原料药的市场容量、主要客户需求、技术壁垒、竞争对手、境外市场销售计划等情况补充说明克拉霉素原料药预测销量的依据及可实现性；

（2）请结合可比公司产品价格、对主要客户的议价能力、原料价格变动趋势、对主要供应商的依赖程度等因素补充说明毛利率的预测依据及可实现性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

（一）回复说明

1、结合克拉霉素原料药的市场容量、主要客户需求、技术壁垒、竞争对手、

境外市场销售计划等情况补充说明克拉霉素原料药预测销量的依据及可实现性。

（1）市场容量

克拉霉素属于大环内脂类抗生素，通常所说的大环内酯类抗生素是指链霉菌产生的广谱抗生素，具有基本的内酯环结构，对革兰阳性菌和革兰阴性菌均有效，尤其对支原体、衣原体、军团菌、螺旋体和立克次体有较强的作用。截至目前大环内脂类抗生素已经发展到了第三代，其中第一代大环内酯类抗生素，是指红霉素及其酯类衍生物，产品包括红霉素、琥乙红霉素、硬脂酸红霉素、红霉素碳酸乙酯、醋硬脂红霉素、乳糖酸红霉素、依托红霉素等；第二代大环内酯类抗生素品种则包括阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素、地红霉素和氟红霉素等；而第三代大环内酯类抗生素上市品种目前仅有泰利霉素。2010年至2015年，我国大环内酯类药物的市场销售额从59.63亿元增加至73.04亿元，年复合增长率为4.14%，呈现稳定增长状态。

克拉霉素是第二代大环内脂类衍生物，1982年日本大正公司从改造6-羟基入手，成功合成了克拉霉素，其后将技术转让给美国雅培公司，1991年10月31日雅培公司生产的克拉霉素获FDA批准上市。克拉霉素因其优越的抗菌性及安全性，加之雅培公司良好的促销，销量节节攀升，成为大环内脂类抗生素的“重磅产品”。

克拉霉素制剂具有抗菌谱广、杀菌力强、血浆半衰期长、毒副作用较小等特点，在临床使用中显示了良好的效果，在抗感染药物治疗中具有不可替代的地位；克拉霉素可与其他一些药物联用，无明显不良的相互作用，因此适用于治疗疗程较长的感染性疾病。2010年至2015年，我国克拉霉素制剂市场销售额由10.52亿元增长到16.18亿元，年复合增长率为8.99%。

克拉霉素具有高效、口服易于吸收，对酸稳定性好的特点，该药对革兰阳性菌的活性强，对酶稳定，在血清和肺组织中浓度高。临床证明体内活性是红霉素的6-10倍，是交沙霉素的14-35倍。并以改善生物利用度为特征，组织和细胞内分布极好、半衰期长，其不良反应发生率仅为3%，适用于治疗上呼吸道及下呼吸道和皮肤、软组织感染，已成为取代红霉素的大环内酯类抗生素品种。此外，美国FDA已批准将克拉霉素与洛赛克合用，作为幽门螺旋杆菌引起的胃及十二

指肠溃疡的治疗方案；该药也是治疗艾滋病患者感染的首选药物；因此，该药已经是较为畅销的抗菌药物之一。

经过近 30 年的发展，克拉霉素的市场用量稳步增长，目前在发展中国家仍具备较大的增长空间。该产品已成功收录我国《国家基本药物目录》和《全国医保目录》。属于已拥有成熟市场地位的大环内酯类药物，另外药物适应症和疗效亦具有一定的独特性和优势，该药品目前在其应用的领域具备不可替代性。

（2）竞争对手及主要客户需求情况

根据相关统计数据，2016 年克拉霉素制剂国内销售金额同比增速 12.61%，2009-2016 年期间年均复合增速 7.92%，国内销售额整体呈逐年增长的趋势，全球销售额 2015 年度达 10.80 亿美元。

截至本回复出具之日，通过查询公开信息，已取得克拉霉素原料药注册批件的药品生产企业共 22 家，其中目前生产规模较大、产品较为成熟的企业主要有浙江国邦药业有限公司、宜昌东阳光长江药业股份有限公司、浙江耐司康药业有限公司、宁夏启元国药有限公司、山东方明药业集团股份有限公司、黄石世星药业有限责任公司等。以上企业为标的公司在克拉霉素原料药市场的竞争对手，简要情况如下：

序号	公司名称	注册资本	公司简介	主导产品
1	浙江国邦药业有限公司	13,880 万元	以医药化工技术为核心，主要从事医药原料药和兽药原料药的研发、生产和经营，是国内化学合成医药原料、兽药原料的著名生产商	喹诺酮类抗菌药、大环内酯类抗菌药、头孢类抗菌药，其中盐酸环丙沙星、恩诺沙星、阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、头孢替唑钠、马波沙星等
2	宜昌东阳光长江药业股份有限公司	45,202.285 万元	抗病毒产品、治疗内分泌及代谢性疾病产品、治疗心血管疾病的产品及其他产品	磷酸奥司他韦（可威）、替米沙坦（欧美宁）、苯磺酸氨氯地平（欣海宁）、苯溴马隆（尔同舒）及盐酸西替利嗪（喜宁）
3	浙江耐司康药业有限公司	31,443.8094 万元	是一家主要集科研与开发、生产和销售原料药的现代化企业	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸苄丝肼、非诺贝特等原料药
4	宁夏启元国药有限公司	6,200 万元	是宁夏启元药业有限公司的全资子公司，集研发、生产、销售为一体，具备	红霉素、盐酸四环素系列原料药

序号	公司名称	注册资本	公司简介	主导产品
			原料药和各类中西药制剂生产能力	
5	山东方明药业集团股份有限公司	21,000 万元	是一家集科、工、贸于一体的综合性药品生产企业，目前主要生产小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、软膏剂、原料药等 5 大剂型，拥有国药准字药品文号 128 个	各种小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、软膏剂、原料药
6	黄石世星药业有限责任公司	25,000 万元	是一家以原料药生产为主的企业，于 2005 年元月底通过 GMP 认证，产品技术成熟	主要生产的品种有琥乙红霉素、依托红霉素、阿奇霉素、盐酸羟苄唑、右旋酮洛芬等

标的公司克拉霉素原料药的主要国内客户系优质上市公司客户，基本情况如下：

序号	客户名称	注册资本	公司简介	主导产品
1	江苏恒瑞医药股份有限公司	368,244.2449 万元	是一家从事医药创新和高品质药品研发、生产及推广的医药健康企业，创建于 1970 年，2000 年在上海证券交易所上市，股票代码 600276。截至 2016 年底，全球共有员工 12000 多人，市值超千亿元	主要包括抗肿瘤药、手术用药和造影剂
2	丽珠集团丽珠制药厂	45,000 万元	系丽珠医药集团股份有限公司（000513.SZ）的控股子公司，是丽珠集团的主要生产、加工基地	产品涉及抗生素、抗病毒、消化系统、心脑血管、生物制剂、中药制剂等领域
3	浙江震元制药有限公司	30,000 万元	系浙江震元股份有限公司（000705.SZ）的全资子公司，创建于 1958 年 9 月 1 日，为浙江省抗感染类药物生产基地，有着三十多年的抗生素、半合成抗生素生产历史	产品包括大环内酯类、氨基糖苷类、头孢菌素类、多烯类抗真菌抗生素原料及相应制剂

总体来看，国内市场上具备克拉霉素原料药生产资质的企业数量共 22 家，但实现规模化生产的企业数量仅有 6 家。标的公司与江苏恒瑞医药股份有限公司、丽珠集团丽珠制药厂、浙江震元制药有限公司均于 2007 年开始合作，至今已合作 12 年，客户资源稳定。

（3）克拉霉素技术壁垒

标的公司克拉霉素原料药于 2006 年完成首次注册，经多年生产，在各步反应如红霉素肟的制备、硅醚化物的制备、甲基化物的制备和克拉霉素粗品的制备上，无论单步反应转化率还是整体收率均处于行内领先水平，结合良好的生产和质量管理能力，产品的成本控制和状况也处于较高水平。

（4）境外市场销售计划稳步增长

报告期内，标的公司克拉霉素原料药对外销售主要销往印度、巴基斯坦等地。此外，标的公司积极拓展欧美日等发达地区的销售市场，该等市场对于同等产品来说具有更高的产品附加值，同时对于产品的资质认证要求也制定了更严格的标准。

针对美国市场，标的公司于 2007 年 4 月 30 日向美国 FDA 递交了克拉霉素的 DMF（药品主文件）。2018 年，标的公司向 FDA 递交了克拉霉素 DMF 文件完整性评估的申请，并于 2018 年 11 月 29 日正式进入 FDA 完整性评估的目录，意味着标的公司的克拉霉素可以被任何一家进入美国市场的制剂厂商直接参引。

针对欧洲市场，标的公司克拉霉素的欧盟注册文件于 2008 年完成递交，于 2010 年 7 月 23 日首次获得 COS（欧洲药典适用性认证）证书，有效期为 5 年。2015 年 7 月 23 日顺利完成该证书更新，该证书长期有效。2018 年 8 月 30 日正式获得 EDQM（欧盟药品质量指导委员会）关于标的公司克拉霉素工艺调整变更申请的批准。

针对日本市场，标的公司于 2014 年 1 月 22 日向日本 PMDA（医药品医疗器械综合机构）递交医药品外国制造业者认定申请，并获得 AFM（医药品外国制造业者认定）证书，证书有效期为 5 年。2018 年 12 月 14 日顺利完成 AFM 证书的更新工作，有效期至 2024 年 1 月 21 日。2016 年 2 月 9 日，日本 PMDA 正式受理克拉霉素的产品注册文件，该受理证书长期有效。

在完成欧美日等发达地区的资质认证的基础上，标的公司积极开拓该等市场的销售业务，目前已在塞浦路斯、日本、美国等国家实现了最终销售。

塞浦路斯终端客户 MEDOCHEMIE（麦道甘美）成立于 1976 年，该公司 2019 年 1 月向标的公司采购了 350KG 原料药产品，目前已发货。

日本终端客户 SAWAI 系日本最大的仿制药厂商之一，该公司于 2016 年 12

月 22 日对标的公司进行现场考察,并采购了中试量,在 2019 年已启动 MF(Master File, 原料药等注册原簿)激活,开展进一步的合作。

日本富山化学于 2017 年 3 月 30 日完成对标的公司的现场考察工作,目前该公司新药已完成三期临床,预计未来对克拉霉素原料药的需求量在 20 吨/年左右。

通过印度第三大制药企业 AUROBINDO(阿拉宾度)进入美国市场,该公司 2017 年以来 3 次采购标的公司的克拉霉素原料药用于放大试验,并于 2018 年 11 月 9 日向美国 FDA 递交了 ANDA(简略新药申请)申请,预计未来对克拉霉素原料药的需求量在 18 吨/年左右。

因此,标的公司现有客户及上述新增客户的预计需求量合计可以使其克拉霉素原料药的产销量进一步提高。此外,日本长生堂、TEVA 等客户正在接触过程中。

综上所述,未来标的公司将和现有客户进行深度合作,扩大销售规模,并继续拓展欧美日等市场的终端客户,为标的公司实现克拉霉素原料药销量增长创造了空间。

(5) 报告期内产能利用率和产销率处于较高水平

最近三年,标的公司克拉霉素原料药的产能、产量及销售情况如下:

克拉霉素原料药(单位:吨)			
项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
产能	200.00	200.00	200.00
克拉霉素原料药产量	176.88	164.29	181.56
产能利用率	88.44%	82.15%	90.78%
销量	169.44	157.37	181.17
产销率	95.79%	95.79%	99.79%

2017 年度克拉霉素原料药销量下滑主要原因有:①标的公司原持有的印度克拉霉素原料药注册证书于 2017 年年初到期,标的公司已按规定通过代理机构递交了续期申请资料,但印度有关部门迟至 2017 年一季度末才向标的公司颁发了再注册证书。由于再注册证书延期,导致 2017 年度出口至印度市场的克拉霉素原料药数量有所下降;②韩国市场因竞争加剧,标的公司 2017 年度通过贸易公司出口至韩国市场的克拉霉素的量有所下降。

目前标的公司已取得更新后的印度克拉霉素原料药注册证书,有效期至

2020年3月27日，对印度市场的销售开展正常，韩国市场2018年度的销量已有所回升，同时标的公司积极拓展其他海外市场客户，2018年度克拉霉素原料药的整体销售收入已大幅上升。

标的公司从事克拉霉素原料生产经营多年，拥有较为稳定的客户关系及销售渠道。报告期内，标的公司克拉霉素原料药的产能利用率和产销率处于较高水平，随着新增市场的拓展，预计未来产销量均有进一步增长的空间，到稳定期克拉霉素原料药达到185吨，产能利用率为92.10%，因此本次评估预测的销量具有合理性。

(6) 克拉霉素原料药销售量预测的依据及合理性

本次评估预测克拉霉素原料药年销量稳定期内达到185吨，主要基于以下考虑：

(1)克拉霉素已成功我国收录《国家基本药物目录》和《全国医保目录》，属于已拥有成熟市场地位的大环内酯类药物。其在药物适应症和疗效方面具有一定的独特性和优势，其应用的领域具备不可替代性。

(2)标的公司从事克拉霉素生产经营多年，拥有较为稳定的客户关系及销售渠道。此外，标的公司已通过欧盟、美国、日本的药品资质认证，未来通过对欧美市场的拓展，销量及收入规模仍有望取得进一步增长。结合标的公司产能利用率和产销率的水平，本次预测稳定期年销量达到185吨具有合理性。

(3)国内市场上实现克拉霉素原料药规模化生产的企业较少。标的公司在克拉霉素原料药生产领域具有较强的市场竞争力，已通过欧盟、美国、日本的药品资质认证，报告期内主要客户保持相对稳定。

具体测算过程如下：

①销量预测的过程

克拉霉素原料药销量预测按内销和外销分别预测，具体过程如下表：

单位：kg

项目	历史年度		
	2016年	2017年	2018年
内销销量	85,992.70	86,219.81	80,550.04
内销增长率	-	0.26%	-6.58%
外销销量	95,176.00	71,155.00	88,888.00
外销增长率	-	-25.24%	24.92%
克拉霉素合计	181,168.70	157,374.81	169,438.04

合计增长率	-		-13.13%		7.67%	
项目	详细预测期					
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
内销销量	76,522.54	73,461.64	70,523.17	68,407.47	67,723.40	
外销销量	96,887.92	104,638.95	111,963.68	115,322.59	116,475.82	
克拉霉素合计	173,410.46	178,100.59	182,486.85	183,730.06	184,199.22	
合计增长率	2.34%	2.70%	2.46%	0.68%	0.26%	

结合历史数据及企业市场开拓计划，标的公司未来将侧重发展国外高端市场，受克拉霉素产能的限制，内销量会逐年下降，外销量逐年上升，到稳定期克拉霉素原料药产能利用率达到 92.10%。

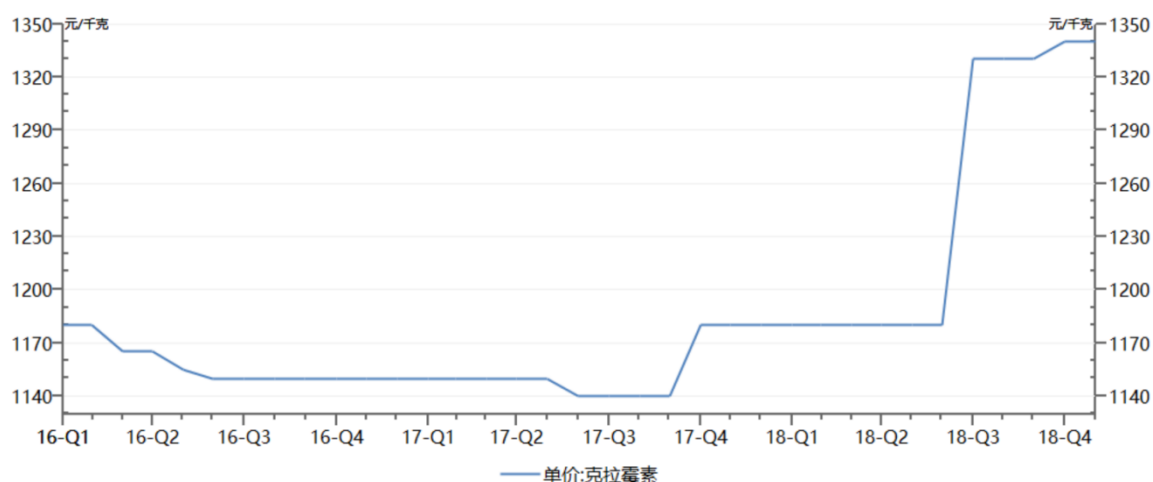
②销量预测具有合理性

克拉霉素原料药生产线的批复产能为 200 吨/年，最近三年，克拉霉素原料药的产量分别为 181.56 吨、164.29 吨、176.88 吨，产能利用率较高。未来标的公司将和现有客户进行深度合作，扩大销售规模，并继续拓展欧美日等市场的终端客户，为标的公司实现克拉霉素原料药销量增长创造空间。基于以上两方面的因素，本次评估预测克拉霉素销量在批复产能 200 吨的范围内将有一定的提升，预测期未来五年的销量分别为 173.41 吨、178.10 吨、182.49 吨、183.73 吨、184.20 吨，相关预测较为谨慎、合理。

2、结合可比公司产品价格、对主要客户的议价能力、原料价格变动趋势、对主要供应商的依赖程度等因素补充说明毛利率的预测依据及可实现性。

(1) 可比公司产品价格

根据 wind 行业数据统计，最近两年国内克拉霉素原料药价格如下图所示：



数据来源：Wind

注：以上单价为含税价格，折算成不含税单价后基本与标的公司的单价水平基本一致。

2016 年以来，wind 行业数据统计的国内克拉霉素原料药单价变动趋势与标的公司克拉霉素原料药单价变动趋势一致，与评估预测期内销售价格水平基本一致。

（2）对主要客户的议价能力

标的公司克拉霉素原料药的主要国内客户系优质上市公司客户，包括江苏恒瑞医药股份有限公司、丽珠集团丽珠制药厂、浙江震元制药有限公司。

下游克拉霉素片剂的市场较集中，长期以来被两家公司占据主要份额，2016 年，雅培市场份额达 47.48%，恒瑞医药紧随其后，市场份额达 32.66%，其余公司均在 10% 以下。报告期内各期，恒瑞医药系标的公司的重要客户，能够进入该等客户的供应链，表明其对标的公司产品质量和市场地位的认可。

国内市场上具备克拉霉素原料药生产资质的企业数量较多，但实现规模化生产的企业较少，竞争格局较为稳定。标的公司克拉霉素原料药销售价格主要根据市场行情而定，且标的公司在克拉霉素原料药生产领域具有较强的市场竞争力，已通过欧盟、美国、日本的药品资质认证，报告期内主要客户保持相对稳定。

（3）原料价格变动趋势

报告期内，标的公司克拉霉素原料药销售价格及其原料硫氰酸红霉素采购价格变动情况如下表所示：

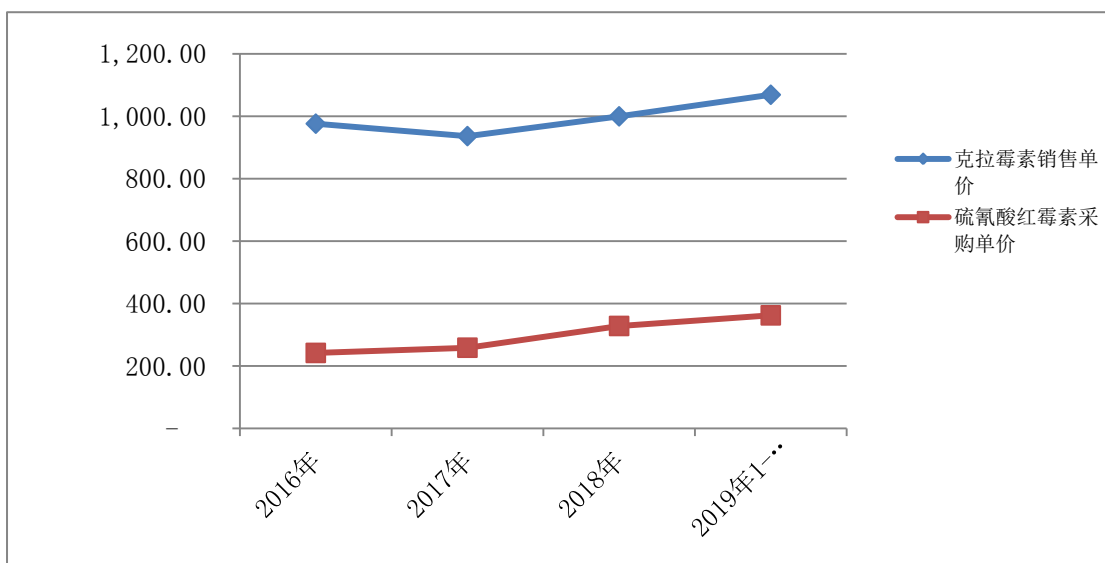
单位：元/公斤

名称	2016 年	2017 年		2018 年	
	单价	单价	变动率	单价	变动率
克拉霉素原料药销售单价	976.12	936.30	-4.08%	999.62	6.76%
硫氰酸红霉素采购单价	241.70	258.38	6.90%	328.06	26.97%

报告期内，受供给趋紧影响，标的公司生产克拉霉素原料药的主要原材料硫氰酸红霉素涨价，使得克拉霉素原料药的单位成本随着硫氰酸红霉素价格上涨而大幅上涨，但由于从原材料价格到产品价格的传导存在一定滞后性，报告期内标的公司克拉霉素原料药的价格未能随硫氰酸红霉素的价格上涨而立即上涨。

变动趋势如下图：

单位：元/公斤



(4) 主要供应商的依赖程度

克拉霉素原料药的营业成本中主要原材料硫氰酸红霉素占比相对较高, 对应采购金额占公司整体采购总额的比例较高。

近三年前五大供应商情况如下:

2018 年度			
供应商	采购产品	金额(万元)	占采购总额比例
伊犁川宁生物技术有限公司	硫氰酸红霉素	9,988.89	50.54%
国药集团威奇达药业有限公司	硫氰酸红霉素	1,820.51	9.21%
永康市金康助剂厂	2-乙氧基丙烯	953.67	4.83%
国网浙江省电力有限公司绍兴供电公司	电力	779.90	3.95%
新亚强硅化学股份有限公司	烷化助剂	574.36	2.91%
合计		15,017.33	71.43%
2017 年度			
供应商	采购产品	金额(万元)	占采购总额比例
伊犁川宁生物技术有限公司	硫氰酸红霉素	8,083.39	58.72%
国网浙江省电力有限公司绍兴供电公司	电力	715.05	5.19%
山东宝源化工股份有限公司	盐酸羟胺	344.74	2.50%
临海市建新化工有限公司	溴甲烷	311.23	2.26%
绍兴中成热电有限公司	蒸汽	298.55	2.17%
合计		9,752.96	70.85%
2016 年度			
供应商	采购产品	金额(万元)	占采购总额比例

伊犁川宁生物技术有限公司	硫氰酸红霉素	7,336.92	54.88%
宜昌东阳光药业股份有限公司	硫氰酸红霉素	1,170.94	8.76%
国网浙江省电力有限公司绍兴供电公司	电力	711.98	5.33%
临海市建新化工有限公司	溴甲烷	308.06	2.30%
绍兴中成热电有限公司	蒸汽	207.49	1.55%
合计		9,735.39	72.82%

硫氰酸红霉素作为合成红霉素、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素等大环内酯类抗生素的初始原料，由于生产技术具有一定的壁垒，同时发酵过程中会产生毒性物质，废液的污染处理成本较高，近年来受环保压力的影响，国内多家企业退出硫氰酸红霉素生产，目前行业集中度较高。

报告期内，受供给趋紧影响，标的公司生产克拉霉素原料药的主要原材料硫氰酸红霉素涨价，使得克拉霉素原料药的单位成本随着硫氰酸红霉素价格上涨而大幅上涨，随着供求关系逐渐平衡，目前采购价格已保持稳定，从市场价格反应看，克拉霉素原料药材料价格传导到产品价格存在一定滞后性。

因此，虽然标的公司对原材料硫氰酸红霉素主要供应商的采购金额占比较高，但硫氰酸红霉素市场价格较为透明，随着供求关系逐渐平衡，价格已保持稳定。同时，原材料价格变动之后，亦能通过价格传导机制实现产品价格的调整。

(5) 克拉霉素原料药毛利率的预测依据

① 单价预测的过程

项目	历史年度				
	2016 年		2017 年	2018 年	
内销单价（元/kg）	943.62		937.62	1,016.75	
外销单价（元/kg）	1,005.50		934.70	984.10	
平均单价（元/kg）	976.12		936.30	999.62	
项目	详细预测期				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
内销单价（元/kg）	1,070.72	1,070.72	1,070.72	1,070.72	1,070.72
外销单价（元/kg）	1,009.01	1,009.01	1,009.01	1,009.01	1,009.01
平均单价（元/kg）	1,036.24	1,034.46	1,032.86	1,031.99	1,031.70

标的公司 2019 年 1-3 月份克拉霉素实际销售单价：

项目	2019 年 1-2 月	2019 年 3 月	2019 年 1-3 月
内销单价（元/kg）	1,095.28	1,095.86	1,095.53
外销单价（元/kg）	1,066.21	1,004.57	1,032.04
平均单价（元/kg）	1,086.82	1,058.94	1,073.66

因增值税政策调整，从 2019 年 4 月 1 日起，增值税率由原先的 16%调整为 13%，而出口退税率不变，导致不得免征和抵扣税额下降，进而影响成本，从上表可见增值税的调整对外销业务有一定的影响，出于谨慎角度考虑，2019 年 4-12 月外销单价按最新的 3 月份的单价进行预测，内销单价按 2018 年 1 月至 2019 年 3 月的平均单价并考虑一定的增值税调整影响进行预测，最终反算出 2019 年全年平均销售单价，具体如下：

项目	2018 年	2019 年 1-3 月	2019 年 4-12 月	2019 年
内销单价（元/kg）	1,016.75	1,095.53	1,054.92	1,070.72
外销单价（元/kg）	984.10	1,032.04	1,004.57	1,009.01
平均单价（元/kg）	999.62	1,073.66	1,022.96	1,036.24

②单价预测具有合理性

本次评估克拉霉素原料药单价的预测，主要依据标的公司 2018 年 1 月-2019 年 3 月实际销售克拉霉素原料药的平均单价，并考虑了增值税税率政策调整的影响。克拉霉素原料药内销和外销单价在预测期内保持稳定，由于未来内外销结构的变化，预测期内综合平均单价略有下降，因此，针对克拉霉素原料药的单价预测具有合理性。

③毛利预测具有合理性

本次评估预测克拉霉素原料药单位材料成本主要参考标的公司 2018 年均价及 2019 年最新采购价并考虑增值税调整对材料单价的影响。此外随着销量的增长，单位固定成本逐渐降低，毛利率会有一定的提升。

2019 年 1-4 月，标的公司克拉霉素原料药销售均价较 2018 年均价上涨 69 元/公斤，主要原材料硫氰酸红霉素采购均价较 2018 年均价上涨 34 元/公斤，考虑到单位人工、单位制造费用保持稳中有降，毛利率会有一定的提升。

综上，针对克拉霉素原料药的毛利预测具有合理性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：预测期内克拉霉素原料药销售量预测和毛利率预测具有合理性。

问题 2. 报告书显示，拉西地平分散片为标的公司未来业绩主要增长点，截至评估基准日，拉西地平分散片已中标省份共 26 个，在 24 个省份已有销售。预测期内该产品的销量预计由 5,571.45 万片快速上升至 14,498.31 万片，单价

由 1.06 元/片降至 0.74 元/片，根据报告书披露数据计算该产品 2016 年至 2018 年的毛利率分别为 63.45%、86.69%、90.67%，预测期内毛利率稳定在 85%以上。

(1) 请补充说明拉西地平分散片预测价格下降的原因，并与可比公司的可比药品价格变动趋势对比分析预测价格下降是否合理；

(2) 请结合近年来我国药品采购政策变动及药品流通体制改革情况、可比公司的可比产品毛利率水平、市场竞争、生产成本构成、原料价格变动等因素补充说明拉西地平分散片高毛利率的合理性及可持续性；

(3) 请结合拉西地平分散片在各省的实际销售情况、未来销售计划、市场地位、产品生命周期风险等补充说明销售数量的预测依据及可实现性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

(一) 回复说明

1、补充说明拉西地平分散片预测价格下降的原因，并与可比公司的可比药品价格变动趋势对比分析预测价格下降是否合理。

(1) 预测期内拉西地平分散片预测价格下降的原因

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过《国家组织药品集中采购试点方案》。2018 年 11 月 15 日，联合采购办公室发布《4+7 城市药品集中采购文件》。2018 年 12 月 17 日，联合采购办公室公布中选结果和供应品种清单，多省市联合带量采购进入了全面执行的阶段。

根据联合采购办公室发布《4+7 城市药品集中采购文件》，第一批带量采购目录共 31 个品种，不涉及拉西地平制剂产品，在 4+7 城市该批次药品的采购周期内，对标的公司拉西地平分散片的价格影响有限。本次评估过程中参考了同类型产品的中标单价，基于谨慎性原则，进而充分考虑了带量采购政策对拉西地平分散片单价的影响。

(2) 可比公司的可比药品价格变动趋势

随着 2017 年以来全国各省份“两票制”的陆续推出，标的公司拉西地平分散片采用投标模式销售，系通过各省级药品集中采购平台进行投标，在省级药品集中采购平台中标价基础之上，部分医院会进行第二次议价，因此拉西地平分散

片销售价格在各个中标省市的中标价和成交均价有所差异。

根据收集到的“4+7 城市药品集中采购”相关文件及信息，国家组织药品集中采购试点，试点地区范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市（以下简称 4+7 城市），最终，31 个试点通用名药品有 25 个集中采购拟中选，成功率 81%。与试点城市 2017 年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅 52%。

本次出于谨慎性的原则，充分参考了带量采购政策试点城市拟中选品种价格下降的影响因素。预测期内标的公司拉西地平分散片的销售单价在“4+7”城市永续期下降幅度达到 59.43%，与第一批带量采购 31 个品种中标结果的平均降幅相当；非“4+7”城市永续期下降幅度达到 30.63%。“4+7”城市销售单价逐年下降主要基于以下几个方面：

1、截至本回复出具日，标的公司拉西地平分散片仍执行当前的中标价；

2、拉西地平制剂不在第一批 4+7 带量采购药品品种目录之中。根据联合采购办公室发布的《4+7 城市药品集中采购文件》，第一批带量采购目录共 31 个品种，不涉及拉西地平制剂产品，在 4+7 城市该批次药品的采购周期内，对贝得药业拉西地平分散片的价格影响有限；

3、目前尚无拉西地平相关产品申请一致性评价，预计短期内不会纳入 4+7 带量采购范围。

根据联合采购办公室发布的《4+7 城市药品集中采购文件》，带量采购药品品种基于已批准通过国家药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价目录和化学药品新注册分类批准的仿制药品目录，经联采办会议通过以及咨询专家确定。

经查询药品审评中心发布的仿制药一致性评价进展，目前尚无拉西地平相关产品进行 BE 备案或申报，由于药品通过一致性评价需完成多个步骤，需要一定的试验、审核和注册过程。因此，预计拉西地平相关产品短期内不会纳入 4+7 带量采购范围。

综上，预测拉西地平分散片销售单价短期内不会有大幅度变动，出于谨慎性原则，考虑到政策的推广及带量采购政策试点城市拟中选品种价格下降的影响因素，从而考虑逐年下降。

(3) 单价预测具有合理性

基于谨慎性的原则，本次评估过程中充分考虑了带量采购政策对拉西地平分散片销量和单价的影响。

①单价预测的过程

项目	历史年度				
	2016 年	2017 年	2018 年		
“4+7”（元/片）	-	0.84	1.06		
非“4+7”（元/片）	0.31	0.79	1.11		
平均单价（元/片）	0.31	0.79	1.10		
项目	详细预测期				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
“4+7”（元/片）	0.98	0.59	0.53	0.48	0.43
非“4+7”（元/片）	1.07	1.01	0.95	0.86	0.77
平均单价（元/片）	1.06	0.96	0.91	0.83	0.74
平均单价增长幅度	-3.64%	-9.43%	-5.21%	-8.79%	-10.84%

标的公司 2019 年 1-3 月份拉西地平分散片实际销售单价：

项目	2019 年 1-2 月	2019 年 3 月	2019 年 1-3 月
平均单价（元/片）	1.16	1.16	1.16

对于“4+7”城市，虽然拉西地平分散片不在集中采购目录内，出于谨慎角度考虑，参照第一批带量采购 31 个品种中标结果的平均降幅，预测未来年度销售单价具有较大的降幅。

对于非“4+7”城市，因增值税政策调整，从 2019 年 4 月 1 日起，增值税率由原先的 16% 调整为 13%，由于拉西地平分散片执行的是含税（增值税率为 16%）中标价，则 2019 年 4-12 月按调整后的 2018 年 1 月至 2019 年 3 月不含 13% 增值税的均价进行预测，同时考虑“4+7”集中采购政策可能推广到其他城市对其产生的影响，综合确定未来的销售单价。

②单价预测具有合理性

基于谨慎性原则，本次评估过程中针对拉西地平分散片的单价预测，充分参考了带量采购政策试点城市拟中选品种价格下降的影响因素。此次评估假设标的公司拉西地平分散片的销售单价在“4+7”城市逐步下降，单价从 2018 年的 1.06 元/片降至永续期 0.43 元/片，下降幅度达到 59.43%，与第一批带量采购 31 个品种中标结果的平均降幅相当；非“4+7”城市单价逐步下降，单价从 2018 年的 1.11 元/片降至永续期 0.77 元/片，下降幅度达到 30.63%，具有合理性。

2、结合近年来我国药品采购政策变动及药品流通体制改革情况、可比公司的可比产品毛利率水平、市场竞争、生产成本构成、原料价格变动等因素补充说明拉西地平分散片高毛利率的合理性及可持续性。

(1) 药品采购政策变动及药品流通体制改革情况

① 药品采购政策变动

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过《国家组织药品集中采购试点方案》。2018 年 11 月 15 日，联合采购办公室发布《4+7 城市药品集中采购文件》。2018 年 12 月 17 日，联合采购办公室公布中选结果和供应品种清单，多省市联合带量采购进入了全面执行的阶段。

根据联合采购办公室发布《4+7 城市药品集中采购文件》，第一批带量采购目录共 31 个品种，不涉及拉西地平制剂产品，在 4+7 城市该批次药品的采购周期内，对标的公司拉西地平分散片的价格影响有限。

② 药品流通体制改革

2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发的一份通知明确，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”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个。

2017 年以来，随着全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在 26 个省份成功中标，并在 24 个省份实现销售。

(2) 可比公司的可比产品毛利率水平

由于市场无法找到拉西地平分散片单一品种的毛利率数据，故本次选取从事心血管制剂类上市公司的医药制造业务毛利率进行分析。

制剂类可比公司综合毛利率见下表：

年份	2016 年	2017 年	2018 年
赛升药业	67.01%	76.54%	86.46%
恒瑞医药	87.18%	86.66%	86.60%
方盛制药	55.70%	64.24%	74.49%
可比公司平均	69.96%	75.81%	82.52%

年份	2016 年	2017 年	2018 年
标的公司拉西地平分散片	63.45%	86.69%	90.67%

医药制造企业因产品结构、产品种类的不同，毛利率水平存在一定的差异，与同行业上市公司相比，标的公司拉西地平分散片与同行业上市公司毛利率水平的均值接近，符合行业的特点。

(3) 市场竞争

目前国内具有拉西地平生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司占有主要市场份额，其剂型为普通片剂；浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及标的公司分列市场二、三位，其剂型为分散片剂。2017 年以来，随着全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在 26 个省份成功中标，并在 24 个省份实现销售，相关产品销售收入大幅提高。

拉西地平产品市场竞争对手较少，行业竞争程度较为缓和，在两票制改革使得行业销售模式发生变化的背景下，标的公司抓住市场机遇，相关产品的毛利率较高。

(4) 生产成本构成

报告期内拉西地平分散片的毛利率情况及成本构成如下：

产品名称	项目	2016 年	2017 年	2018 年
拉西地平分散片	收入（万元）	272.02	1,637.81	4,073.55
	成本（万元）	99.42	217.92	379.86
	其中：材料费（万元）	58.46	125.65	236.40
	人工费（万元）	15.88	32.14	40.76
	制造费用（万元）	25.08	60.13	102.70
	其中：折旧（万元）	10.45	19.57	32.24
	毛利率	63.45%	86.69%	90.67%

从上表分析，报告期内，拉西地平分散片成本占收入的比例较低，毛利率变动主要是收入变动导致的。拉西地平分散片毛利率逐年提升，主要系 2016 年度标的公司主要采用代理模式销售拉西地平分散片，因此单价较低，导致当年毛利率相对较低；2017 年度开始，随着福建、江西、山西等省全面执行“两票制”，标的公司将投标模式作为拉西地平分散片的主要销售模式，单价出现大幅上升，毛利率也随之大幅上升。另一方面，标的公司主要制剂产品拉西地平分散片拥有拥有上游原料药的产品线，具备更加完整的产业结构，进一步提升了制剂产品的

毛利率。

(5) 拉西地平毛利率的确定方法

本次评估通过预测拉西地平分散片营业收入的基础上,通过对产品报告期内的料工费使用情况逐项预测后,得出预测期的毛利率水平。具体分析如下:

报告期内,标的公司拉西地平分散片的营业收入、营业成本及毛利率如下:

产品名	项目	2016年	2017年	2018年
拉西地平分散片	收入(万元)	272.02	1,637.81	4,073.55
	成本(万元)	99.42	217.92	379.86
	毛利率	63.45%	86.69%	90.67%

拉西地平分散片毛利率逐年提升,2016年主要通过代理模式销售,销售单价较低使得毛利率处于较低水平。此外,随着拉西地平分散片销量的增长,规模效益逐渐体现,单位固定成本下降也是毛利率上升的一个原因。

随着产量的增加,拉西地平分散片单位成本逐步下降,未来年度对于单位材料成本和人工成本在历史年度的水平基础上,逐年考虑了材料涨价因素及人工成本上涨等因素后进行确定。

根据上述分析,标的公司拉西地平分散片营业收入、营业成本及毛利率预测如下:

产品名	项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
拉西地平分散片	收入(万元)	5,890.40	7,826.91	10,115.33	10,926.18	10,741.16
	成本(万元)	533.67	766.63	1,033.73	1,222.30	1,337.09
	毛利率	90.94%	90.21%	89.78%	88.81%	87.55%

拉西地平分散片未来年度毛利率较基准日基本接近并有所下降,主要有两点原因:①随着产量的增长,固定成本不变,边际贡献率会增加,会形成一定的规模效益,故导致毛利率有所增长。②拉西地平分散片的销售均价系根据各个省份预测销量和历史成交价平均计算,由于报告期与预测期各期各省市成交价不同,各省市销量占比的变动导致拉西地平分散片平均单价的波动,并考虑了单价一定程度的降低,进而导致毛利率有所下降,下降幅度大于规模效应引起的毛利率上升。

综上分析,拉西地平分散片的毛利率预测依据相对比较充分,具有一定的合理性。

(6) 拉西地平分散片销售单价敏感性分析

若拉西地平分散片预测的销售单价下降,则对该产品毛利率及对标的公司估值影响分别如下:

①若销售单价下降 5%, 则

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
现销售单价 (元/片)	1.01	0.91	0.86	0.78	0.70	0.70
单价差异率	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
现毛利率	90.49%	89.69%	89.21%	88.12%	86.87%	86.87%
毛利率差异率	-0.49%	-0.58%	-0.63%	-0.78%	-0.78%	-0.78%
现评估值 (万元)	56,197.80					
原评估值 (万元)	59,211.79					
影响额 (万元)	-3,013.99					
影响率	-5.09%					

②若销售单价下降 10%, 则

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
现销售单价 (元/片)	0.95	0.86	0.81	0.74	0.66	0.66
单价差异率	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
现毛利率	89.90%	89.01%	88.59%	87.51%	86.12%	86.12%
毛利率差异率	-1.14%	-1.33%	-1.33%	-1.46%	-1.63%	-1.63%
现评估值 (万元)	53,176.22					
原评估值 (万元)	59,211.79					
影响额 (万元)	-6,035.57					
影响率	-10.19%					

③若销售单价下降 15%, 则

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
现销售单价 (元/片)	0.90	0.82	0.77	0.70	0.64	0.64
单价差异率	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
现毛利率	89.34%	88.49%	88.01%	86.83%	85.48%	85.48%
毛利率差异率	-1.76%	-1.91%	-1.97%	-2.23%	-2.36%	-2.36%
现评估值 (万元)	50,802.68					
原评估值 (万元)	59,211.79					
影响额 (万元)	-8,409.11					
影响率	-14.20%					

3、结合拉西地平分散片在各省的实际销售情况、未来销售计划、市场地位、产品生命周期风险等补充说明销售数量的预测依据及可实现性

(1) 报告期内拉西地平分散片在各省的实际销售情况

拉西地平分散片于 2014 年批准上市，该产品目前尚处于市场开拓阶段，产能尚未充分释放，目前的产能利用率较低，但产销量增长迅速，2016 年度、2017 年度及 2018 年度销量分别为 873.96 万片、2,062.16 万片及 3,706.45 万片。

单位：万片

项目	历史年度		
	2016 年	2017 年	2018 年
“4+7”	-	337.26	717.74
“4+7”增长率	-	-	112.82%
非“4+7”	873.96	1,724.90	2,988.71
非“4+7”增长率	-	97.37%	73.27%
合计	873.96	2,062.16	3,706.45
合计增长率	-	135.96%	79.74%

具体各省份销售情况如下表：

单位：万片

序号	省份	分类	2016 年	2017 年	2018 年
			销量	销量	销量
1	北京市	执行 4+7 城市	-	1.68	30.24
2	天津市	执行 4+7 城市	-	-	-
3	上海市	执行 4+7 城市	-	-	-
4	重庆市	执行 4+7 城市	-	6.16	3.36
5	辽宁省	执行 4+7 城市	-	-	0.56
		非执行 4+7 城市	-	8.40	14.56
6	福建省	执行 4+7 城市	10.80	218.40	411.60
		非执行 4+7 城市	-	269.52	468.72
7	广东省	执行 4+7 城市	-	81.48	114.52
		非执行 4+7 城市	-	-	26.17
8	四川省	执行 4+7 城市	-	19.04	143.36
		非执行 4+7 城市	-	54.36	132.58
9	陕西省	执行 4+7 城市	-	10.50	14.10
		非执行 4+7 城市	-	-	-
10	江西省	非执行 4+7 城市	-	222.46	982.80
11	山西省	非执行 4+7 城市	-	194.14	519.89
12	浙江省	非执行 4+7 城市	15.00	89.60	300.32
13	江苏省	非执行 4+7 城市	-	-	15.12
14	安徽省	非执行 4+7 城市	9.00	96.32	105.89

序号	省份	分类	2016 年	2017 年	2018 年
			销量	销量	销量
15	河北省	非执行 4+7 城市	-	4.48	62.16
16	河南省	非执行 4+7 城市	-	12.32	27.58
17	黑龙江省	非执行 4+7 城市	-	-	23.80
18	湖北省	非执行 4+7 城市	-	30.50	173.46
19	湖南省	非执行 4+7 城市	833.16	733.62	56.56
20	吉林省	非执行 4+7 城市	-	0.60	13.44
21	山东省	非执行 4+7 城市	-	-	1.82
22	贵州省	非执行 4+7 城市	-	-	3.36
23	云南省	非执行 4+7 城市	6.00	6.00	8.40
24	甘肃省	非执行 4+7 城市	-	0.90	-
25	内蒙古自治区	非执行 4+7 城市	-	1.68	14.58
26	广西壮族自治区	非执行 4+7 城市	-	-	36.38
27	新疆维吾尔自治区	非执行 4+7 城市	-	-	1.12
28	宁夏回族自治区	非执行 4+7 城市			
29	西藏自治区	非执行 4+7 城市			
30	海南省	非执行 4+7 城市			
31	青海省	非执行 4+7 城市			
合计			873.96	2,062.16	3,706.45

(2) 市场地位

拉西地平分散片属于新药，该产品生产厂家较少，目前国内具有拉西地平生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司的产品为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及标的公司同为分散片剂；另外葛兰素史克集团公司也在国内市场销售普通片剂，但其产品价格较高，定位于高端市场。总体来看，拉西地平市场竞争较为缓和。

2017 年以来，随着全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在 26 个省份成功中标，并在 24 个省份实现销售，报告期内相关产品销售收入大幅提高。

标的公司的拉西地平分散片产品目前尚处于市场开拓阶段，报告期内处于快速增长阶段。2016 年度、2017 年度及 2018 年度，标的公司实现的拉西地平分散片销售收入分别为 272.02 万元、1,637.81 万元、4,073.55 万元，年复合增长率达 286.98%，该产品是标的公司未来的业绩增长点，随着市场开拓的进展，其市场占有率和认可度将持续提升。

（3）产品生命周期风险

我国人口基数大，高血压患者多，随着我国步入老龄化社会，高血压患者还将持续增长。根据米内网的统计，抗高血压药物在中国医院用药市场的销售规模自 2003 年以来一直稳步增长，2011 年受到针对 162 种抗高血压药物降价的政策影响，增幅有所放缓，但随后增长速度持续恢复。2016 年全国医院市场中高血压药物市场规模达到 516 亿元，年同比增长 10.92%。钙拮抗剂是最主要的抗高血压药物之一，市场份额占 30.38%，约为 156 亿元。根据米内网的统计，最近三年拉西地平在样本公立医院终端的年平均销售总额为 40,922 万元，具有较大的增长空间。

钙离子通道拮抗剂研发至今的 50 年中，已经从硝苯地平药品为代表的第一代、非洛地平为代表的第二代，进入拉西地平、氨氯地平为代表的第三代。其中主要品种的性能比较情况如下：

药物名称	代别	药品特点	与拉西地平分散片相比的优势	与拉西地平分散片相比的劣势
硝苯地平	一代	作用时间短，但起效快，不良反应多。	起效快，可做为速释制剂，用于危重病人的急救；适应症更多，除高血压外，可用于冠以病的治疗。	作用时间短，一天多次给药，不良事件较常见。
硝苯地平（缓释）	二代	利用药物制剂技术控制药物的释放来达到更好的治疗效果。	适应症更多，可用于冠心病的治疗。	不良反应更多，药物禁忌更多，安全性更低，耐受性更差。
尼卡地平	一代	传统的短效制剂，一天多次给药，不良事件较常见。	起效快，可做为速释制剂，用于危重病人的急救；适应症更多，除高血压外，可用于冠以病的治疗。	作用时间短，一天多次给药，不良事件较常见。
尼卡地平（缓释）	二代	利用药物制剂技术控制药物的释放来达到更好的治疗效果。	适应症更多，可用于冠心病的治疗。	不良反应更多，药物禁忌更多，安全性更低，耐受性更差。
地尔硫卓	一代	传统的短效制剂，一天多次给药，不良事件较常见。	适应症更多，可用于冠心病和肥源性心肌病的治疗。	作用时间短，一天多次给药，不良事件较常见。
地尔硫卓（缓释）	二代	利用药物制剂技术控制药物的释放来达到更好的治疗效果。	适应症更多，可用于冠心病和肥源性心肌病的治疗。	不良反应更多，药物禁忌更多，安全性更低，耐受性更

药物名称	代别	药品特点	与拉西地平分散片相比的优势	与拉西地平分散片相比的劣势
				差。
非洛地平缓释片	二代	长效，不良反应低，降压效果好，患者依从性好。	起效相对较快。	降压效果略差，不良反应发生率略高。
尼莫地平	二代	可用于脑部的治疗。	治疗脑功能损伤、偏头疼等药物。	适应症不一致，不适用于全身血压的降低。
贝尼地平	二代	可有效控制原发性高血压，尤其可良好控制清晨高血压，不良反应小、耐受性好的降压药物，在治疗高血压的同时可有效降低左心室重量指数(LVMI)，并防治相关的伴发疾病。	适应症更多，可治疗心绞痛；降压有效率高。	不良反应略高；需多次服用。
氨氯地平	三代	普通制剂，长血浆半衰期，延长药物在血浆中存在的时间，在细胞膜上与受体结合的时间仍较短。	适应症更多，可用于冠心病的治疗	不良反应更多，药品安全相对较低。
左氨氯地平	三代	普通制剂，降压效果与氨氯地平相当，但氨氯地平有保护血管内皮。	适应症更多，可用于冠心病的治疗。	不良反应相对氨氯地平为低。
乐卡地平	三代	长效，不良反应低，降压效果好，患者依从性好。	血管选择性略强。	不良反应发生率略高，血管保护作用略差，耐受性与拉西地平相当。
拉西地平	三代	拉西地平是高脂溶性物质，部分药物渗人脂质中缓慢释放，故该药维持时间较长，每日只需口服1次，降压作用强而持久；它的显著特点是剂量小，起效缓慢，比标准的双氢吡啶衍生物有更强的选择性。	-	-

从上表的分析比对可见，第一代、第二代钙拮抗剂药普遍存在不良反应多、安全性低，耐受性差的问题，使高血压患者心脏病发作的危险性增高；还可能引起反射性交感神经兴奋，心肌耗氧增加和强化心律失常，并不能有效降低发病率和死亡率；在改善病人生活质量方面也不令人满意。美国 FDA 已对短效硝苯地平等第一代药物的使用作出了限制。专家认为，第三代钙拮抗剂与钙通道复合物

具有特异的高亲和性结合位点，用药次数少，血药浓度较为平稳，是目前较为安全、有效的高血压药物。从药品的性能比较和更新换代的需求看，第三代钙拮抗剂有替代第一代、第二代的趋势，拉西地平作为第三代产品中具有独特优势的品种，产品生命周期风险较低。

（4）销售计划

为了促进拉西地平分散片的销售收入实现持续增长，标的公司一方面及时把握“两票制”带来的市场机会，通过投标模式已取得了一定的成效；另一方面制定了具体的推广计划，未来将根据相关计划稳步实施。

标的公司未来将继续采用投标模式和代理模式相结合的方式，将销售区域划分为三个营销大区，各区配备区域经理、商务代表、学术代表、市场专员等专职销售人员，定期对市场营销环境、目标、计划、业务活动进行核查分析。在此基础上，标的公司将借助配送商的网络，利用配送商与医院的联系进入医院的采购目录；再以当地市场对拉西地平分散片的熟悉程度选择推广商，视情况组织宣传、教育、学术推广等相应的推广活动。与此同时，构建全国商业网络，实现已开发二级以上医院附近的药店重点布局，百强连锁、省级有影响力的连锁、区域性强势单体药店铺货。此外，打造样板诊所，开展 VIP 特色活动，通过产品疗效印证、产品价值宣讲与品牌传播，逐步形成口碑，逐步打造终端高血压用药知名品牌和黄金单品。

标的公司制定了具体的产品推广计划，逐步加强推广力度，充分利用患者对慢性病药物存在的长期依赖性特点，以保障拉西地平分散片销售收入的持续增长。

（5）拉西地平分散片销量预测具有合理性

本次预测按各省份城市是否执行“4+7”带量采购政策分别预测，并结合历史数据及企业市场开拓计划，标的公司 2019 年拉西地平分散片主要是自然增长，整体增长幅度低于 2018 年度。以后年度的主要依靠推广增长、自然增长及产品降价增长。预测结果如下：

单位：万片

项目	历史年度		
	2016 年	2017 年	2018 年
“4+7”	-	337.26	717.74

“4+7”增长率	-	-	112.82%		
非“4+7”	873.96	1,724.90	2,988.71		
非 “4+7” 增长率	-	97.37%	73.27%		
合计	873.96	2,062.16	3,706.45		
合计增长率	-	135.96%	79.74%		
项目	详细预测期				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
“4+7”	789.51	986.89	1,085.58	1,172.43	1,242.78
非“4+7”	4,781.94	7,172.91	10,042.07	12,050.48	13,255.53
合计	5,571.45	8,159.80	11,127.65	13,222.91	14,498.31
合计增长率	50%	46%	36%	19%	10%

各省份具体预测数据如下：

单位：万元

序号	省份	分类	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
			销量	销量	销量	销量	销量
1	北京市	执行 4+7 城市	33.26	41.58	45.74	49.40	52.36
2	天津市	执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
3	上海市	执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
4	重庆市	执行 4+7 城市	3.70	4.63	5.09	5.50	5.83
5	辽宁省	执行 4+7 城市	0.62	0.78	0.86	0.93	0.99
		非执行 4+7 城市	16.02	17.30	18.34	19.07	19.45
6	福建省	执行 4+7 城市	452.76	565.95	622.55	672.35	712.69
		非执行 4+7 城市	703.08	914.00	959.70	959.70	959.70
7	广东省	执行 4+7 城市	125.97	157.46	173.21	187.07	198.30
		非执行 4+7 城市	39.26	51.04	56.14	58.95	60.13
8	四川省	执行 4+7 城市	157.70	197.13	216.84	234.19	248.24
		非执行 4+7 城市	145.84	157.51	166.96	173.64	177.11
9	陕西省	执行 4+7 城市	15.50	19.36	21.29	22.99	24.37
		非执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
10	江西省	非执行 4+7 城市	1,179.36	1,297.30	1,401.08	1,471.13	1,529.98
11	山西省	非执行 4+7 城市	831.82	1,164.55	1,397.46	1,439.38	1,496.96
12	浙江省	非执行 4+7 城市	600.64	1,081.15	1,351.44	1,419.01	1,475.77
13	江苏省	非执行 4+7 城市	75.60	226.80	680.40	1,224.72	1,469.66
14	安徽省	非执行 4+7 城市	158.84	222.38	311.33	373.60	448.32
15	河北省	非执行 4+7 城市	217.56	435.12	652.68	783.22	939.86
16	河南省	非执行 4+7 城市	60.68	121.36	218.45	349.52	559.23
17	黑龙江省	非执行 4+7 城市	28.56	31.42	32.99	34.64	36.37
18	湖北省	非执行 4+7 城市	381.61	610.58	854.81	1,025.77	1,077.06
19	湖南省	非执行 4+7 城市	93.85	196.17	491.09	981.40	1,049.14
20	吉林省	非执行 4+7 城市	80.64	322.56	806.40	967.68	1,064.45

序号	省份	分类	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
			销量	销量	销量	销量	销量
21	山东省	非执行 4+7 城市	10.92	54.60	245.70	294.84	339.07
22	贵州省	非执行 4+7 城市	20.16	36.29	54.44	65.33	78.40
23	云南省	非执行 4+7 城市	12.60	13.23	13.89	14.58	15.31
24	甘肃省	非执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
25	内蒙古自治区	非执行 4+7 城市	43.74	74.36	111.54	133.85	147.24
26	广西壮族自治区	非执行 4+7 城市	80.04	144.07	216.11	259.33	311.20
27	新疆维吾尔自治区	非执行 4+7 城市	1.12	1.12	1.12	1.12	1.12
28	宁夏回族自治区	非执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
29	西藏自治区	非执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
30	海南省	非执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
31	青海省	非执行 4+7 城市	-	-	-	-	-
合计			5, 571. 45	8, 159. 80	11, 127. 65	13, 222. 91	14, 498. 31

（二）核查意见

经核查，评估师认为：预测期内拉西地平分散片预测价格具有合理性；预测期内拉西地平分散片毛利率具有合理性和可持续性；预测期内拉西地平分散片销量预测具有合理性。

问题 3. 报告书显示，标的公司产品辛伐他汀片、克拉霉素片等制剂需开展一致性评价。若未通过或逾期未完成一致性评价，则相关产品不再准予注册。请补充说明相关产品开展一致性评价的具体要求及进展情况，并就其能否通过一致性评价对标的公司估值的影响做敏感性分析。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

（一）回复说明

1、补充说明相关产品开展一致性评价的具体要求及进展情况

（1）相关产品开展一致性评价的具体要求

报告期及预测期内，标的公司销售的制剂产品有拉西地平分散片、克拉霉素片、阿奇霉素分散片、注射用阿奇霉素、头孢克洛胶囊、罗红霉素胶囊、辛伐他汀片、以及注射用奥美拉唑钠。其中，拉西地平分散片是预测期内制剂产品的主

要收入来源。

根据 2016 年 3 月 5 日发布的《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发[2016]8 号）和 2016 年 5 月 26 日发布的食药监总局《关于落实〈国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见〉有关事项的公告》（2016 年第 106 号），仿制药一致性评价对象和实施阶段的规定如下：（1）化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，包括国产仿制药、进口仿制药和原研药品地产化品种，均须开展一致性评价。（2）凡 2007 年 10 月 1 日前批准上市的列入国家基本药物目录（2012 年版）中的化学药品仿制药口服固体制剂，原则上应在 2018 年底前完成一致性评价；（3）上述第 2 款以外的化学药品仿制药口服固体制剂，企业可以自行组织一致性评价；自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请。

对照上述意见的要求，并结合《药品注册管理办法》（2007）关于化学药品注册分类的相关规定，“拉西地平分散片”因属于新药，无须开展一致性评价，标的公司其他制剂产品均属于化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，须开展一致性评价。相关仿制药均无需在 2018 年底前完成一致性评价，但受到“（3）上述第 2 款以外的化学药品仿制药口服固体制剂，企业可以自行组织一致性评价；自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请”的要求约束。

（2）目前一致性评价进展情况

为了巩固竞争优势、抢占市场先机，标的公司在意见发布后即对现有主要制剂品种制定了一致性评价的工作计划。目前，标的公司克拉霉素片、辛伐他汀片 2 种制剂正在开展一致性评价。截至本回复出具之日，克拉霉素片已处于注册申报阶段，辛伐他汀片已完成工艺验证阶段。

截至本回复出具之日，标的公司需开展一致性评价的主要产品进展情况如下：

序号	药品通用名称	药品批准文号	目前进展情况	预计获批时间	已通过企业数量	已通过企业名称
1	克拉霉素片	国药准字 H20083281	注册申报	2019 年末	1	广东东阳光药业有限公司
2	辛伐他汀	国药准字	生产工艺验	2020 年	0	-

	片	H20103498	证	未		
3	头孢克洛 胶囊	国药准字 H20083278	小试已完成。现已暂停	2023 年 后	0	-
4	罗红霉素 胶囊	国药准字 H20083279	未开展	2023 年 后	0	-
5	阿奇霉素 分散片	国药准字 H20083280	未开展	2023 年 后	0	-
6	注射用阿 奇霉素	国药准字 H20065690	未开展	2023 年 后	1	海南普利制药 股份有限公司
7	注射用奥 美拉唑钠	国药准字 H20084263	调研立项	2023 年	0	-

如上表所示，标的公司须开展一致性评价的 7 个制剂产品中，除了克拉霉素片和注射用阿奇霉素市场上分别已有 1 家企业通过一致性评价，其他产品均尚未有其他药品生产企业通过一致性评价。按照相关规定，以上 7 个品种受到“自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请”的要求约束。

另根据国家药监局 2018 年 12 月 28 日发布的《国家药品监督管理局关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告（2018 年第 102 号）》的相关要求，“逾期未完成的，企业经评估认为属于临床必需、市场短缺品种的，可向所在地省级药品监管部门提出延期评价申请，经省级药品监管部门会同卫生行政部门组织研究认定后，可予适当延期。”

因此，结合最新的监管政策，一致性评价关于评价时限的要求有所降低，即使标的公司须开展一致性评价的制剂产品出现自第一家品种通过一致性评价后三年内无法通过的情形，也可以经省级药品监管部门会同卫生行政部门组织研究认定后延期，延期后标的公司仍可继续生产、销售该等产品。

同时标的公司需开展一致性评价的产品市场上已实现首家通过的情况较少，此外，标的公司为主要制剂品种制定了一致性评价的工作计划，积极开展相关工作。

2、相关产品开展一致性评价，就其能否通过一致性评价对标的公司估值的影响做敏感性分析

（1）需开展一致性评价的产品历史收入及预测期数据

报告期内，标的公司需开展一致性评价的产品收入及占比情况如下：

单位：万元

产品名称	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	销售金额	收入占比	销售金额	收入占比	销售金额	收入占比
辛伐他汀片	691.96	3.37%	792.73	4.23%	765.19	3.17%
克拉霉素片	588.05	2.87%	567.36	3.02%	537.92	2.23%
注射用阿奇霉素	325.17	1.58%	303.81	1.62%	362.14	1.50%
其他产品[注]	851.07	4.15%	511.04	2.72%	494.23	2.05%
合计	2,456.25	11.97%	2,174.94	11.59%	2,159.48	8.95%

注：其他产品包括阿奇霉素分散片、头孢克洛胶囊、罗红霉素胶囊及注射用奥美拉唑钠。

预测期各期，标的公司需开展一致性评价的产品收入及占比情况如下：

产品名称/年度		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
辛伐他汀片	收入（万元）	794.43	794.43	794.43	794.43	794.43
	占比	2.93%	2.69%	2.46%	2.39%	2.40%
克拉霉素片	收入（万元）	551.45	551.45	551.45	551.45	551.45
	占比	2.03%	1.86%	1.71%	1.66%	1.66%
注射用阿奇霉素	收入（万元）	389.06	408.52	424.86	437.61	446.36
	占比	1.43%	1.38%	1.31%	1.32%	1.35%
其他产品	收入（万元）	443.52	456.23	466.83	473.25	476.59
	占比	1.63%	1.54%	1.44%	1.42%	1.44%
合计	收入（万元）	2,178.46	2,210.63	2,237.57	2,256.74	2,268.83
	占比	8.03%	7.47%	6.92%	6.78%	6.84%

由上表所示，报告期及预测期各期，需开展一致性评价的主要产品的收入占比较低。

（2）需开展一致性评价的产品不能通过一致性评价对标的公司估值的影响

由于标的公司预测期主营业务收入和净利润主要来源于克拉霉素原料药和拉西地平分散片的销售，根据一致性评价的相关规定，此两种产品均不属于须开展一致性评价的药品。另外，标的公司在规定发布后即为主要制剂品种制定了一致性评价的工作计划，积极开展相关工作，使得一致性评价对标的公司的影响降到最低。

①若辛伐他汀片不能通过一致性评价，对标的公司估值影响如下：

单位：万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
1	营业收入	27,292.56	29,728.52	31,690.20	32,636.39	32,506.78	32,506.78
2	净利润	4,013.30	4,849.45	6,035.11	6,526.91	6,212.30	6,212.30
3	评估值	58,459.42					

②若克拉霉素片不能通过一致性评价，对标的公司估值影响如下：

单位：万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
1	营业收入	27,292.56	29,177.07	31,933.18	32,879.37	32,749.76	32,749.76
2	净利润	4,013.30	4,704.75	6,036.89	6,528.70	6,214.11	6,214.11
3	评估值	58,275.40					

③若注射用阿奇霉素不能通过一致性评价，对标的公司估值影响如下：

单位：万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
1	营业收入	27,292.56	29,728.52	32,484.63	33,430.82	32,854.85	32,854.85
2	净利润	4,013.30	4,849.45	6,181.61	6,673.39	6,339.20	6,339.20
3	评估值	59,103.69					

④若其他制剂类不能通过一致性评价，对标的公司估值影响如下：

单位：万元

序号	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
1	营业收入	27,292.56	29,728.52	32,484.63	33,430.82	32,824.62	32,824.62
2	净利润	4,013.30	4,849.45	6,181.61	6,673.39	6,327.74	6,327.74
3	评估值	59,040.62					

综上，若标的公司须完成一致性评价的相关产品未通过一致性评价，则对标的公司未来的经营业绩及本次交易评估作价将产生一定的影响，但由于相关制剂非标的公司主营利润来源，故对标的公司估值影响较小。具体情况见下表：

单位：万元

不能通过一致性评价的产品名称	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率
辛伐他汀片	59,211.79	58,459.42	-752.37	-1.27%
克拉霉素片	59,211.79	58,275.40	-936.39	-1.58%
注射用阿奇霉素	59,211.79	59,103.69	-108.10	-0.18%
其他	59,211.79	59,040.62	-171.17	-0.29%

（二）核查意见

经核查，评估师认为，标的公司相关产品若不能通过一致性评价对标的公司估值影响较小。

问题 4. 报告书显示，本次评估值较前次评估值下降 21.16%，主要是因为不同评估基准日掌握的评估依据发生变化，以及本次评估充分考虑了带量集中采购对拉西地平分散片单价的影响。请结合相关评估依据的具体变化及对标的

公司盈利能力的影响补充说明短期内下调估值原因，是否合理谨慎。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

（一）回复说明

1、评估依据变化对标的公司的影响

本次评估基准日由前次的 2018 年 6 月 30 日调整为 2018 年 12 月 31 日，不同的评估基准日掌握的评估依据发生变化。本次评估掌握的评估证据更加充分、及时，主要包括在差异期间医药行业的政策发生了重大变化，充分考虑了带量采购政策对主要产品单价的潜在影响，并结合差异期间内实际的销售情况，对克拉霉素原料药的销售单价、数量和毛利率进行了调整。

标的公司前次评估数据摘自《浙江向日葵光能科技股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》公告信息。

标的公司前后两次评估预测的营业收入、主要产品销量和单价对比情况如下：

单位：万元

项目		历史期			2019 年		2020 年	
		2016 年	2017 年	2018 年	前次评估	本次评估	前次评估	本次评估
营业收入		20,642.09	18,868.09	24,284.94	31,145.95	27,292.56	34,665.13	29,728.52
主营业务收入		20,522.14	18,758.76	24,120.04	30,972.52	27,129.46	34,491.05	29,577.48
克拉霉素	销量（公斤）	181,168.70	157,374.81	169,438.04	199,079.13	173,410.46	200,000.00	178,100.59
	单价（元/公斤）	976.12	936.30	999.62	1,120.69	1,036.24	1,120.69	1,034.46
	收入（万元）	17,684.32	14,735.00	16,937.44	22,310.60	17,969.51	22,413.80	18,423.85
拉西地平分散片	销量（万片）	873.96	2,062.16	3,706.45	3,804.75	5,571.45	6,134.75	8,159.80
	单价（元/片）	0.31	0.79	1.10	1.34	1.06	1.36	0.96
	收入（万元）	272.02	1,637.81	4,073.55	5,100.00	5,890.40	8,319.83	7,826.91
项目		2021 年			2022 年		2023 年	
		前次评估		本次评估	前次评估	本次评估	前次评估	本次评估
营业收入		38,106.51		32,484.63	41,533.30	33,430.82	41,533.30	33,301.21
主营业务收入		37,932.28		32,331.67	41,358.98	33,277.37	41,358.98	33,147.57
克拉霉素	销量（公斤）	200,000.00		182,486.85	200,000.00	183,730.06	200,000.00	184,199.22
	单价（元/公斤）	1,120.69		1,032.86	1,120.69	1,031.99	1,120.69	1,031.70
	收入（万元）	22,413.80		18,848.31	22,413.80	18,960.68	22,413.80	19,003.81
拉西地平	销量（万片）	8,475.81		11,127.65	10,888.95	13,222.91	10,888.95	14,498.31
	单价（元/片）	1.37		0.91	1.37	0.83	1.37	0.74

分散片	收入（万元）	11,606.03	10,115.33	14,903.45	10,926.18	14,903.45	10,741.16
-----	--------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

标的公司前后两次评估预测的营业收入、营业成本和综合毛利率，主要产品营业收入、营业成本和毛利率对比情况如下：

单位：万元

项目		历史年度			2019 年度		2020 年度	
		2016 年	2017 年	2018 年	前次评估	本次评估	前次评估	本次评估
合计收入		20,642.09	18,868.09	24,284.94	31,145.95	27,292.56	34,665.13	29,728.52
合计成本		14,730.54	13,192.44	17,244.00	20,179.04	17,954.80	20,657.25	18,627.94
总体毛利率		28.64%	30.08%	28.99%	35.21%	34.21%	40.41%	37.34%
克拉霉素	收入	17,684.32	14,735.00	16,937.44	22,310.60	17,969.51	22,413.80	18,423.85
	成本	12,586.60	11,116.10	14,197.21	16,917.46	14,728.05	17,006.59	15,118.51
	毛利率	28.83%	24.56%	16.18%	24.17%	18.04%	24.12%	17.94%
拉西地平分散片	收入	272.02	1,637.81	4,073.55	5,100.00	5,890.40	8,319.83	7,826.91
	成本	99.42	217.92	379.86	337.93	533.67	568.83	766.63
	毛利率	63.45%	86.69%	90.67%	93.37%	90.94%	93.16%	90.21%
项目		2021 年度			2022 年度		2023 年度	
		前次评估		本次评估	前次评估	本次评估	前次评估	本次评估
合计收入		38,106.51		32,484.63	41,533.30	33,430.82	41,533.30	33,301.21
合计成本		21,056.27		19,296.47	21,472.69	19,608.65	21,472.69	19,773.21
总体毛利率		44.74%		40.60%	48.30%	41.35%	48.30%	40.62%
克拉霉素	收入	22,413.80		18,848.31	22,413.80	18,960.68	22,413.80	19,003.81
	成本	17,019.94		15,483.67	17,033.69	15,587.17	17,033.69	15,626.23
	毛利率	24.06%		17.85%	24.00%	17.79%	24.00%	17.77%
拉西地平分散片	收入	11,606.03		10,115.33	14,903.45	10,926.18	14,903.45	10,741.16
	成本	828.29		1,033.73	1,125.57	1,222.30	1,125.57	1,337.09
	毛利率	92.86%		89.78%	92.45%	88.81%	92.45%	87.55%

2、本次评估预测过程的合理性

（1）克拉霉素销量和单价预测的合理性

具体见问题 1 回复。

（2）拉西地平分散片销量和单价预测的合理性

具体见问题 2 回复。

3、本次评估下调估值具有合理性和谨慎性

本次评估在六个月的时间期限内下调标的公司估值的主要原因有：

（1）此次评估充分考虑了带量采购政策对拉西地平分散片单价的影响

2018 年 11 月 14 日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过《国家组织药品集中采购试点方案》。2018 年 11 月 15 日，联合采购办公室发布《4+7 城市药品集中采购文件》。2018 年 12 月 17 日，联合采购办公室公布中选结果和供应品种清单，多省市联合带量采购进入了全面执行的阶段。

根据联合采购办公室发布《4+7 城市药品集中采购文件》，第一批带量采购目录共 31 个品种，不涉及拉西地平制剂产品，在 4+7 城市该批次药品的采购周期内，对标的公司拉西地平分散片的价格影响有限。本次评估过程中参考了同类型产品的中标单价，基于谨慎性原则，进而充分考虑了带量采购政策对拉西地平分散片单价的影响。此次评估假设标的公司拉西地平分散片的销售单价在“4+7”城市逐步下降，单价从 2018 年的 1.06 元/片降至永续期 0.43 元/片，下降幅度达到 59.43%，非“4+7”城市单价逐步下降，单价从 2018 年的 1.11 元/片降至永续期 0.77 元/片，下降幅度达到 30.63%。

（2）本次评估对克拉霉素原料药的毛利率水平和销量的预测更为谨慎

本次评估预测的克拉霉素原料药毛利率，主要参考了标的公司 2018 年 1 月-2019 年 3 月实际销售克拉霉素原料药的平均毛利率水平，克拉霉素原料药毛利率在预测期内大致保持稳定，并略有下降，因此，针对克拉霉素原料药的毛利率预测，具有合理性和谨慎性。

克拉霉素原料药生产线的批复产能为 200 吨/年，最近三年，克拉霉素原料药的产量分别为 181.56 吨、164.29 吨、176.88 吨，产能利用率较高。未来标的公司将和现有客户进行深度合作，扩大销售规模，并继续拓展欧美日等市场的终端客户，为标的公司实现克拉霉素原料药销量增长创造空间。基于以上两方面的因素，本次评估预测克拉霉素销售量在批复产能 200 吨的范围内，预测期内将有一定的提升，预测期未来五年的销售量分别为 173.41 吨、178.10 吨、182.49 吨、183.73 吨、184.20 吨，相关预测较为谨慎，具有合理性。

综上，本次评估充分参考了带量采购政策试点城市拟中选品种价格下降的影响因素，对拉西地平分散片单价、克拉霉素原料药的销量和毛利率预测更为谨慎，导致评估值和前次评估存在一定的差异。相较于前次评估，本次预测更具有谨慎性和合理性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为，本次评估基准日由前次的 2018 年 6 月 30 日调整为 2018 年 12 月 31 日，不同的评估基准日掌握的评估依据发生变化。本次评估掌握的评估证据更加充分、及时，主要包括在差异期间医药行业的政策发生了重大变化，充分考虑了带量采购政策及推广等措施对拉西地平分散片销售单价、数量的潜在影响，并结合差异期间内实际的销售情况，对克拉霉素原料药的销售单价、数量和毛利率进行了调整，从而导致了评估值下降。相较于前次评估，本次预测更具有谨慎性和合理性。

问题 5. 报告期内标的公司以外币结算的出口销售额占当年主营业务收入的比重分别为 35.25%、36.28%。截至报告书披露日，标的公司已取得欧盟、美国、加拿大等国家和地区资质认证，其中我国台湾地区和印度的资质认证将于 2019 年、2020 年到期。

（1）请补充披露相关境外资质认证续期的程序及截至目前的进展，有无续展风险；

（2）请结合标的公司在印度和我国台湾地区的销售收入和利润占比补充披露若前述资质认证无法续展对标的公司盈利能力的影响。

请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

（一）回复说明

1、补充披露相关境外资质认证续期的程序及截至目前的进展

（1）境外资质认证续期程序

根据印度和我国台湾地区当地相关法律法规的规定，标的公司应于当地资质文件到期前 6 个月内提出续展申请，标的公司准备相应资料后提交给当地代理机构，然后由代理机构向当地有关部门提出申请，经当地有关部门审核通过后下发新的资质文件。

（2）境外资质认证续期进展

标的公司目前所持印度资质文件有效期到期日为 2020 年 3 月 27 日，由于印度的资质文件尚未至有效期届满前 6 个月，标的公司尚未就该等资质文件提出续期申请。标的公司已于 2019 年 5 月 7 日获得我国台湾地区的续期认证，发文字

号为 FDA 药字第 1086605256 号，有效期为自 2019 年 10 月 24 日起 5 年。

2、结合标的公司在印度和我国台湾地区的销售收入和利润占比补充披露若前述资质认证无法续展对标的公司盈利能力的影响。

(1) 标的公司已获得我国台湾地区的最新资质认证续期，不会影响标的公司的盈利能力。

(2) 报告期内，标的公司来自印度地区的相关销售数据分析如下：

单位：万元

国家或地区	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	营业收入	营业成本	毛利	营业收入	营业成本	毛利	营业收入	营业成本	毛利
印度	4,439.80	3,984.55	455.25	3,839.22	3,162.76	676.46	4,609.04	3,393.80	1,215.24
当期数据	24,284.94	17,244.00	7,040.94	18,868.09	13,192.44	5,675.65	20,642.09	14,730.54	5,911.55
当期占比	18.28%	23.11%	6.47%	20.35%	23.97%	11.92%	22.33%	23.04%	20.56%

若印度地区的认证续期失败，对标的公司估值的影响如下：

单位：万元

序号	内容	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	永续期
1	营业收入	27,292.56	29,728.52	26,907.20	27,686.08	27,499.00	27,499.00
2	净利润	4,013.30	4,849.45	5,631.20	6,106.47	5,786.25	5,786.25
3	评估值	57,369.63					

单位：万元

资质认证无法续展地区	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率
印度	59,211.79	57,369.63	-1,842.16	-3.11%

通过上述分析，若印度资质认证续期失败，对标的公司估值影响较低。

(二) 核查意见

经核查，评估师认为：标的公司已获得我国台湾地区的最新资质认证续期，不会影响标的公司的盈利能力；若印度资质认证续期失败，对标的公司估值影响较低。

问题 8. 根据报告书披露的数据计算，2016 年至 2018 年标的公司销售费用率分别为 2.63%、3.01%和 3.08%，预测期内销售费用率自 2019 年的 4.35%上升至 2023 年的 6.59%，上升幅度明显，其中推广费用的占比较高，主要与拉西地

平分散片收入相关。请结合相关产品的预期收入、销售推广计划、可比公司可比销售模式下的费用支出水平等补充披露预测期内销售费用的合理性和充分性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

【回复】

（一）回复说明

1、相关产品的预测收入情况

标的公司未来年度的收入预测情况如下：

单位：万元

产品名称/年度	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度	稳定期
营业收入	27,292.56	29,728.52	32,484.63	33,430.82	33,301.21	33,301.21
克拉霉素	17,969.51	18,423.85	18,848.31	18,960.68	19,003.81	19,003.81
甲基化物	1,084.47	1,106.16	1,117.22	1,117.22	1,117.22	1,117.22
拉西地平分散片	5,890.40	7,826.91	10,115.33	10,926.18	10,741.16	10,741.16
辛伐他汀片	794.43	794.43	794.43	794.43	794.43	794.43
克拉霉素片	551.45	551.45	551.45	551.45	551.45	551.45
注射用阿奇霉素	389.06	408.52	424.86	437.61	446.36	446.36
其他产品	450.14	466.16	480.07	489.80	493.14	493.14
其他业务收入	163.10	151.04	152.96	153.45	153.64	153.64

从上表分析，未来年度的销售增长主要为拉西地平分散片的增长，因此未来销售费用的增长主要用于拉西地平分散片的推广。

2、拉西地平分散片的销售模式和推广计划

（1）拉西地平分散片的销售模式

目前拉西地平销售模式为投标模式，投标模式指标的公司通过各省级药品集中采购平台进行投标的销售模式。该模式下，标的公司对各省级药品集中采购平台投标，若产品顺利中标，则在该省级药品集中采购平台提供的合格配送商目录中寻找合作的配送商，医院可在省级药品集中采购平台下单采购药品，配送商确认后向标的公司下单，标的公司根据订单发货给配送商，配送商再将药品销售给医疗机构。即标的公司目前的销售模式为在完成中标资格入围后，主要通过配送商的销售网络来完成拉西地平分散片的销售和推广。未来年度，标的公司为了提

高利润增长点，更好地提高拉西地平分散片的销售收入，标的公司将在利用配送商销售网络推广的基础上，通过与药品推广服务商进行合作来进一步对药品进行推广，从而实现收入的增长。

（2）拉西地平分散片的销售推广计划

为了促进拉西地平分散片的销售收入实现持续增长，标的公司一方面及时把握“两票制”带来的市场机会，通过投标模式已取得了一定的成效；另一方面制定了具体的推广计划，未来将根据相关计划稳步实施，以促进拉西地平分散片销售的进一步增长。

标的公司未来将继续采用投标模式和代理模式相结合的方式，将销售区域划分为三个营销大区，各区配备区域经理、商务代表、学术代表、市场专员等专职销售人员，定期对市场营销环境、目标、计划、业务活动进行核查分析。在此基础上，标的公司将借助配送商的网络，利用配送商与医院的联系进入医院的采购目录；再以当地市场对拉西地平分散片的熟悉程度选择推广商，视情况组织宣传、教育、学术推广等相应的推广活动。与此同时，构建全国商业网络，实现已开发二级以上医院附近的药店重点布局，百强连锁、省级有影响力的连锁、区域性强势单体药店铺货。此外，打造样板诊所，开展VIP特色活动，通过产品疗效印证、产品价值宣讲与品牌传播，逐步形成口碑，逐步打造终端高血压用药知名品牌和黄金单品。

推广费主要为标的公司为扩大市场份额，增加市场占有率而采取的一系列营销计划产生的费用，主要包括支付给推广商的市场开发及学术推广费、职工薪酬、业务招待费等。标的公司宣传活动主要放在以下2点上，一是患者教育活动，二是企业形象展示。患者教育活动主要有：a、社区高血压健康教育活动；b、高血压日公益活动；c、组织专家义诊咨询。拉西地平分散片系慢性病治疗药物，患者忠诚度对产品销售有重要作用，标的公司通过组织患者教育活动以提升患者忠诚度。企业形象展示主要有：标的公司在中国医药集团、CFDA南方医药研究所、中国医药行业协会等组织的全国性医药工业、商业、零售等大型展览会议期间召开沟通会、答谢会，进行企业形象展示。

标的公司销售人员市场开发主要活动为：以医院为单位选择有实力的推广商，拉西地平分散片为高血压等常见疾病用药，且为《国家医保目录》乙类品种，

并被增补进入多省市基本药物目录，目标客户规模较大；及时关注推广商目标医院的开发情况并提供相应的学术推广协助及建议；产品各省市招标，标的公司销售人员需要参与各省市定期的招标工作。

根据标的公司对市场的了解以及目前的竞争格局情况，借助于配送商的网络和专业推广商的宣传，标的公司能够达到预计的销售额。

3、可比公司可比模式下销售费用构成及销售费用水平情况

拉西地平目前国内具有生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司的产品为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及标的公司为分散片剂。

哈药集团三精明水药业有限公司系上市公司哈药股份的子公司，浙江金华康恩贝生物制药有限公司系上市公司康恩贝的子公司。

2016 年、2017 年及 2018 年，哈药股份销售费用占营业收入的比例分别为 5.39%、6.33%、5.73%，其中广告宣传推广费占销售费用的比重分别为 30.80%、29.07%、2.52%。

2016 年、2017 年及 2018 年，康恩贝销售费用占营业收入的比例分别为 25.53%、43.14%、50.42%，其中市场费占销售费用的比重分别为 30.04%、43.05%、53.44%。

哈药股份、康恩贝的产品结构多元，拉西地平仅是其中之一。2018 年度，心脑血管产品占哈药股份营业收入的比例仅 4.55%，未单独披露拉西地平所占比例；康恩贝主要产品中中药占比 65.42%，化学药品占比 22.77%，未单独披露心脑血管及拉西地平产品所占比例。

在结合标的公司的推广计划和相关措施的基础上，标的公司对未来的销售费用进行了预测，2019 年销售费用占收入比例为 4.32%，其中推广费占销售费用的比重为 29.19%；未来年度，随着标的公司销售规模的增加，销售费用金额逐年增加，至永续期销售费用占收入比例为 6.56%，其中推广费占销售费用的比重为 53.28%。总体来看，标的公司预测的销售费用率介于哈药股份与康恩贝之间，推广费占销售费用比重与康恩贝接近，基本可以满足标的公司的推广需要，销售费用的预测合理、充分。

综上，根据未来年度标的公司拉西地平分散片的销售计划，并参考同行业上市公司销售费用构成及销售费用水平情况，预测期销售费用的预测具有合理性和充分性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为，标的公司预测期销售费用的增长主要用于拉西地平分散片推广，根据未来年度标的公司拉西地平分散片的销售计划，并参考同行业上市公司销售费用构成及销售费用水平情况，预测期销售费用的预测具有合理性和充分性。

（本页无正文，为天源资产评估有限公司答复《关于对浙江向日葵光能科技股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函【2019】第 12 号）相关问题的答复函之盖章页）

资产评估师：陈菲莲

资产评估师：王冰

天源资产评估有限公司

报告日期：2019 年 5 月 21 日