

浙商证券股份有限公司
关于深圳证券交易所
《关于对浙江向日葵光能科技股份有限公司
的重组问询函》的核查意见

深圳证券交易所创业板公司管理部：

浙江向日葵光能科技股份有限公司（以下简称“向日葵”、“上市公司”）于2019年5月10日收到贵部下发的《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，以下简称“《重组问询函》”）。浙商证券股份有限公司作为向日葵本次重大资产重组的独立财务顾问，对《重组问询函》所涉问题进行了认真核查，并出具了《浙商证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对浙江向日葵光能科技股份有限公司的重组问询函>的核查意见》（以下简称“本核查意见”），具体内容如下：（除特别说明，本核查意见中的简称与《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）（修订稿）》中的简称具有相同含义）

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；

问题回复：

独立财务顾问通过查阅克拉霉素行业研究报告，查询了具有克拉霉素原料药生产资质的企业名称，并查询了其中生产规模较大、产品较为成熟的企业情况，

通过询问了解境外市场销售计划进展,在此基础上结合标的公司报告期内克拉霉素的生产、销售情况等核查程序后认为:

一、克拉霉素原料药具备成长空间,具有不可替代性

1、市场容量稳步增长

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%。

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》。

2、克拉霉素具备不可替代性

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。

克拉霉素已成功收录我国《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。

二、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	31,443.8094	是一家主要集科研与开	阿奇霉素、克拉霉素、

序号	公司名称	注册资本	公司简介	主导产品
	限公司	万元	发、生产和销售原料药的现代化企业	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，具备原料药和各类中西药制剂生产能力	红霉素、盐酸四环素系列原料药
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。

三、克拉霉素原料药生产具有较高的技术壁垒

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。

四、稳步拓展欧美日等境外销售市场

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。

五、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%

贝得药业 2017 年度克拉霉素原料药的产销量较 2016 年度有所下滑, 主要系部分外销国家受短期因素影响销量有所下降。其中, 贝得药业原持有的印度克拉霉素原料药注册证书于 2017 年年初到期, 贝得药业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 年一季度末才向贝得药业颁发了再

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；韩国市场因竞争加剧，贝得药业 2017 年度通过贸易公司出口至韩国市场的克拉霉素的数量有所下降。目前贝得药业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，同时贝得药业积极拓展其他海外市场客户，2018 年度克拉霉素原料药的产销量出现回升。

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，本次评估预测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。

六、克拉霉素原料药销售量预测的依据及合理性

综上所述，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。

基于上述考虑，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。

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

产品名称	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%	
产品名称	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（标的公司发展国外高端市场的具体进展详见本题之“四、稳步拓展欧美日等境外销售市场”），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）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。

问题回复：

独立财务顾问通过查阅克拉霉素行业研究报告、克拉霉素原料药市场价格相关资料，并获取了上游原材料、下游产品市场情况等资料，在此基础上结合标的公司报告期内克拉霉素的生产、销售情况等核查程序后认为：

一、产品价格和原料价格变动趋势

最近三年，标的公司克拉霉素原料药不含税均价变动情况如下表所示：

单位：元/公斤

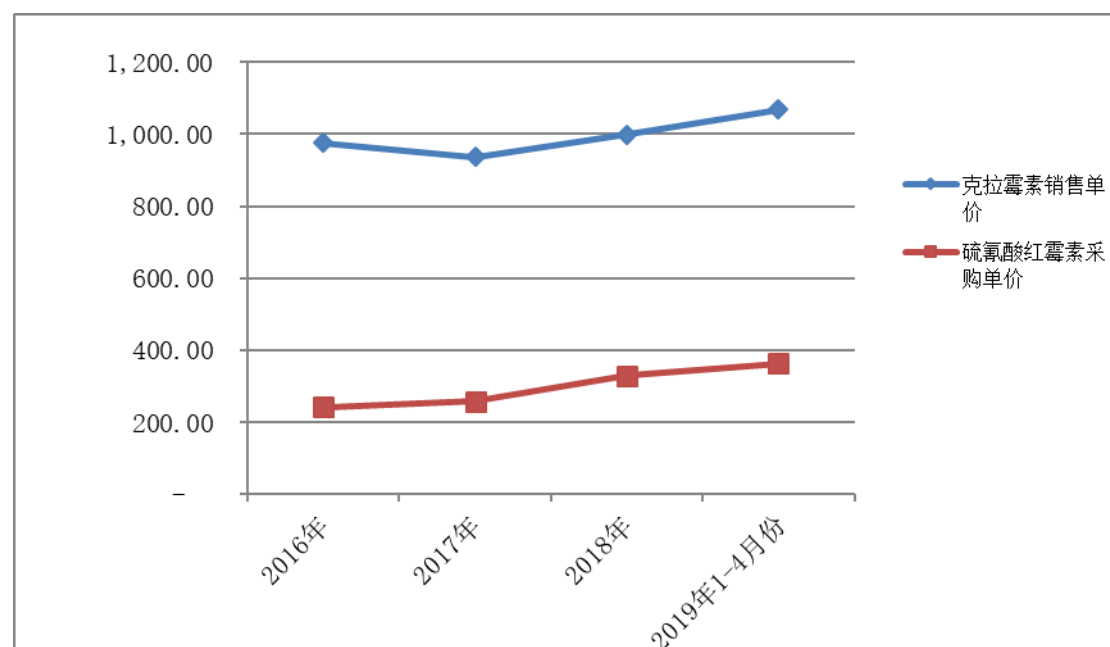
名称	2016 年	2017 年		2018 年	
	单价	单价	变动率	单价	变动率
克拉霉素原料药销售单价	976.12	936.30	-4.08%	999.62	6.76%
硫氰酸红霉素采购单价	241.70	258.38	6.90%	328.06	26.97%

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



二、单价预测具有合理性

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：

产品名称	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 1-3 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，并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

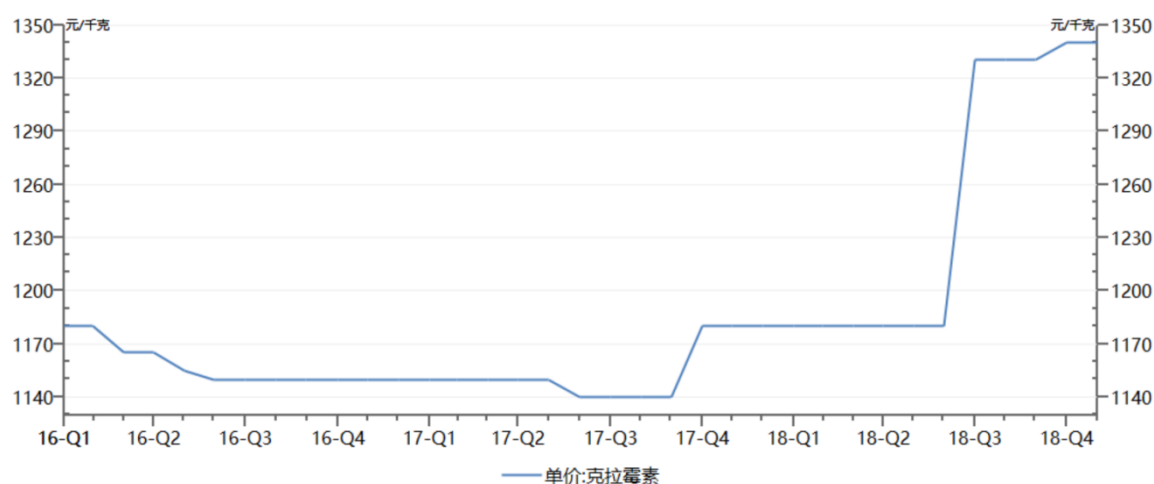
本次评估预测克拉霉素原料药单位材料成本主要参考标的公司 2018 年均价及 2019 年最新采购价并考虑增值税调整对材料单价的影响。此外随着销量的增长，单位固定成本逐渐降低，毛利率会有一定的提升。

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。

三、可比公司产品价格变动趋势和标的公司一致

根据 wind 行业数据统计，最近三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一致。

四、相关产品具有较强的市场竞争力, 与主要客户合作较为稳定

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等。

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, 恒瑞医药均系标的重要客户, 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。

五、主要供应商的采购金额占比较高, 相关产品通过价格传导机制实现动态调整

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，贝得药业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。

综上，预测期内克拉霉素原料药毛利率的预测合理，具有可实现性。

经核查，独立财务顾问认为，预测期内克拉霉素原料药销售量预测具有合理性及可实现性；预测期内克拉霉素原料药毛利率预测具有合理性及可实现性。

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；

问题回复：

独立财务顾问通过分析标的公司报告期拉西地平单价变动的趋势，查阅了拉西地平相关行业研究报告，了解药品采购政策变动及药品流通体制改革等行业政策，访谈了标的公司相关人员，并结合标的公司报告期后相关产品的实际销售价格变动情况等核查程序后认为：

一、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。

二、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。

三、拉西地平分散片单价预测具有合理性

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：

产品名称	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 1-3 月加权不含 13% 增值税的单价进行预测，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

基于谨慎性的原则，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) 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；

问题回复：

独立财务顾问通过分析标的公司报告期拉西地平单价变动的趋势，查阅了拉西地平相关行业研究报告、同行业可比公司财务数据等资料，了解药品采购政策变动及药品流通体制改革等行业政策，访谈了标的公司相关人员，并结合标的公司报告期后相关产品的具体成本构成、销售价格变动情况等核查程序后认为：

一、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。

二、同行业可比公司毛利水平分析

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。

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%
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，贝得药业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。

三、产品所处市场的竞争格局较为缓和

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。

四、拉西地平分散片成本构成情况

最近三年，拉西地平分散片的毛利率情况及成本结构如下：

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%

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。

五、拉西地平毛利率预测具有合理性

本次评估在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：

项目/年度	年度	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：

项目/年度	年度	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，拉西地平分散片的高毛利率具有合理性及可持续性。

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%

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	稳定期
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%					

因此，如果预测期内拉西地平分散片的销售单价下降，对该产品毛利率及对标的公司估值会产生影响。公司已在《重组报告书》“重大风险提示”之“二、与标的公司经营相关的风险”补充提示了重大风险：

“（一）拉西地平分散片销售价格及毛利率下降的风险

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，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%。

标的公司主要产品包括克拉霉素原料药和拉西地平分散片，其中克拉霉素原料药收入较为稳定，增长幅度较小，未来经营业绩增长主要由拉西地平分散片所产生。本次交易对标的资产进行收益法评估的过程中，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，预测期拉西地平分散片单价呈逐年下降趋势。

目前多省市联合带量采购仍处于部分城市试点阶段，未来如继续扩大试点范围或在全国范围全面实施，同时将拉西地平分散片纳入带量采购目录，将导致标的公司拉西地平分散片销售价格和毛利率下降，从而影响标的公司的盈利能力。”

（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。

问题回复：

独立财务顾问通过查阅了标的公司的销售明细账、拉西地平行业研究报告，查询了具有拉西地平生产资质的企业名称，并查询了其中生产规模较大、产品较为成熟的企业情况，获取了标的公司制剂产品的在手合同、制定的推广计划，在

此基础上结合标的公司报告期内拉西地平分散片的生产、销售情况等核查程序后认为：

一、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

产品名称	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	城市分类	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	城市分类	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

二、标的公司针对主要产品制定了相应的市场拓展及渗透计划

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。

三、标的公司拉西地平分散片市场地位持续提升

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，但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%，市场地位快速提升。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。

四、拉西地平分散片属于第三代钙拮抗剂，增长潜力较大

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。

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
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，部分药物渗入脂质中缓慢释放，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。

五、拉西地平分散片销量预测具有合理性和可实现性

本次评估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	城市分类	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
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

序号	省份	城市分类	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
			销量	销量	销量	销量	销量
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

此外，截至 2018 年 12 月 31 日，标的公司拉西地平分散片在手订单金额为 7,415.65 万元，超过 2019 年度预测的 5,890.40 万元拉西地平销售额，能够保障 2019 年预测销售金额的实现。

因此，拉西地平分散片销售数量的预测具有合理性和可实现性。

经核查，独立财务顾问认为，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售数量具有合理性和可实现性。

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。

问题回复：

独立财务顾问通过查阅有关部门关于一致性评价的规定、标的公司一致性评价支出的具体计划，在《中国上市药品目录集》查询相关药品一致性评价的进展，访谈了标的公司研发部门负责人，并量化分析了相关产品不能通过一致性评价对标的公司评估作价的影响等核查程序后认为：

一、需开展一致性评价的产品情况和收入占比情况

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。

最近三年,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

产品细类	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
---------	--------	--------	--------	--------	--------

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。

二、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为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	辛伐他汀片	国药准字 H20103498	生产工艺验证	2020 年末	0	-
3	头孢克洛胶囊	国药准字 H20083278	小试	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，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。同时，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。

三、不能通过一致性评价的风险

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。

目前，须开展一致性评价的药品中，克拉霉素片、辛伐他汀片的一致性评价工作正在顺利推进，一致性评价未获通过风险较低。

四、量化分析不能通过一致性评价对标的公司估值的影响

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	药品通用名称	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	药品通用名称	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	药品通用名称	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	药品通用名称	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要利润来源，故对标的公司估值影响较小。具体情况见下表：

单位：万元

不能通过一致性评估的产品名称	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%

经核查，独立财务顾问认为，标的公司需开展一致性评价的产品不能通过一致性评价的风险较低，相关产品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。

问题回复：

独立财务顾问通过对比分析前后两次的评估依据和评估过程，查询“4+7”带量采购相关政策，获取克拉霉素原料药最新的市场价格情况，通过访谈标的公司管理层了解海外市场开拓的进展，并结合标的公司相关产品的实际销售数量和单价情况进行分析等核查程序后认为：

一、评估依据变化对标的公司盈利能力的影响

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

产品名称		历史期			2019		2020	
		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
产品名称		2021			2022		2023	
		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
拉西地平分散片	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
	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

产品/年度		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%
产品/年度		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%

二、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

（1）销量预测依据和合理性

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

产品名称	历史年度				
	2016 年		2017 年	2018 年	
内销量	85,992.70		86,219.81	80,550.04	
内销增长率	-		0.26%	-6.58%	
外销量	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%	
产品名称	详细预测期				
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
内销量	76,522.54	73,461.64	70,523.17	68,407.47	67,723.40
外销量	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，到稳定年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。

（2）单价预测具有合理性

①单价预测的过程

产品名称	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	
产品名称	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

贝得药业 2019 年 1-3 月份克拉霉素实际销售单价：

产品名称	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 1-3 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：

产品名称	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，并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。

2、拉西地平分散片销量和单价预测的合理性

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，对贝得药业拉西地平分散片的价格影响有限。

此外，目前纳入带量采购的品种备选范围仅包括通过一致性评价或化学药品新注册分类实施后批准上市的仿制药。根据《药品注册管理办法》（2007）关于

化学药品注册分类的相关规定，拉西地平分散片属于化学药品新注册分类实施前批准上市的新药，不属于带量采购调整的方向。

但基于谨慎性的原则，本次评估过程中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。

（1）销量预测依据和合理性

①销量预测的过程

本次预测按“4+7”城市、非“4+7”城市分别预测：

单位：万片

产品名称	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%		
产品名称	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%

结合历史数据及企业市场开拓计划，贝得药业 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。

②销量预测具有合理性

本次评估根据历史期拉西地平分散片在全国的实际销售情况，并考虑“4+7”带量采购类似产品中标后带量对“4+7”试点城市抗高血压药物市场空间的挤压效益，对“4+7”城市和非“4+7”城市销售增长率进行预测，进而得出预测销量。由于 2018 年拉西地平分散片的实际销量已接近前次评估 2019 年的预测销量，本次评估对拉西地平分散片的销量进行了相应调整。前后两次评估对拉西地平分散片的销量预测对比情况如下：

单位：万片

历史期			2019		2020	
2016 年	2017 年	2018 年	前次评估	本次评估	前次评估	本次评估

873.96	2,062.16	3,706.45	3,804.75	5,571.45	6,134.75	8,159.80
2021		2022		2023		
前次评估	本次评估	前次评估	本次评估	前次评估	本次评估	
8,475.81	11,127.65	10,888.95	13,222.91	10,888.95	14,498.31	

拉西地平分散片销量的预测主要基于产品历史增长情况以及企业的市场开拓计划，并充分考虑了带量采购政策对不同区域销售数量的影响，相关预测具有合理性。

（2）单价预测具有合理性

①单价预测的过程

产品名称	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	
产品名称	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%

贝得药业 2019 年 1-3 月份拉西地平分散片实际销售单价：

产品名称	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

“4+7”城市销售单价预测思路：虽拉西地平分散片不在集中采购目录内，出于谨慎角度考虑，预测未来年度销售单价具有较大的降幅。

非“4+7”城市销售单价预测思路：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 1-3 月加权不含 13%增值税的单价进行预测，同时考虑“4+7”集中采购政策对其产生的影响，综合确定未来的销售单价。

②单价预测具有合理性

基于谨慎性的原则，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，并在永续期下降幅

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”城市单价逐步下降，在永续期下降幅度达到 30.63%。

三、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，对贝得药业拉西地平分散片的价格影响有限。

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合理**

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。

经核查，独立财务顾问认为，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，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；

问题回复：

独立财务顾问向贝得药业相关负责人了解了印度和我国台湾地区的资质认证续期程序及进展情况，通过公开渠道检索了相关国家或地区资质认证续期的要求，认为：

一、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，贝得药业应于当地资质文件到期前 6 个月内提出续展申请，贝得药业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。

二、境外资质认证续期进展

贝得药业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，贝得药业尚未就该等资质文件提出续

期申请。贝得药业已于 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。

三、贝得药业符合认证续期条件，无法续展的风险较低

根据贝得药业的说明及公开渠道检索，印度资质认证续期需要于原资质文件有效期届满前 6 个月内通过代理商在第一次申请材料的基础上补充提交如下资料：

- ①关于在原产地国或其他药品销售国家药品质量的承诺或声明；
- ②执法机关采取的不良药品记录、市场召回、取消授权等行政行为的具体情况；
- ③关于最近三年在生产过程、包装、标识、检测等方面的声明或文件；
- ④关于公司组织及注册地址变化的陈述和保证。

根据上述分析，贝得药业自取得印度相关资质文件以来已于 2011 年、2014 年、2017 年多次成功续期，印度资质认证续期风险较低。

（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。

问题回复：

独立财务顾问通过查阅了贝得药业 2016 年度至 2018 年度经审计的财务报表，对印度的销售收入和利润贡献等实际经营情况进行分析，并对相关资质未能成功续期对标的公司的评估值的影响进行了敏感性分析，认为：

贝得药业已取得了我国台湾地区的资质认证续期，根据上述对办理认证程序及申请文件要求的分析，以及贝得药业以往办理认证方面的经验，贝得药业在印度不能取得认证续期的风险较低，对贝得药业盈利能力不存在现实影响。

1、报告期内，标的公司来自印度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%

贝得药业外销产品主要为克拉霉素原料药，随着报告期内拉西地平分散片的收入快速增长，克拉霉素原料药的销售收入和毛利贡献在逐年下降，因此来自于印度的营业收入和毛利占贝得药业全部营业收入和毛利的比重总体呈下降趋势。但鉴于克拉霉素原料药仍然为贝得药业的重要产品之一，如果印度的认证续期失败，对贝得药业的销售收入和毛利亦存在重要影响，因此贝得药业非常重视认证续期工作，积极研究认证要求，积极准备认证续期程序等相关工作，确保即将到期的国家和地区认证顺利得到续期。

2、若印度的资质认证续期失败，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					

3、若印度的资质认证续期失败，对标的公司估值的影响率如下：

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，公司印度资质认证续期风险较低，即使续期失败，对标的公司估值影响也较低。

经核查，独立财务顾问认为，贝得药业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；印度认证续期失败的风险较低，对贝得药业盈利能力不存在现实影响。若印度资质认证失败，对标的公司估值影响较低。

问题 6、报告书显示，标的公司拥有 1 项药品生产许可证、4 项药品 GMP 证书、20 项药品注册批件和 5 项其他资质。部分证书或资质将于 2020 年、2021 年到期。请补充说明相关资质证书、批件的续期程序及进展，当前是否符合续期条件，有无续期风险。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

问题回复：

独立财务顾问向贝得药业了解了药品生产许可证、GMP 证书和注册批件等

其他资质的认证续期程序，了解了开展一次性评价工作的程序和要求，通过公开渠道查询了资质认证续期程序及一次性评价工作的相关要求，并结合贝得药业的经营情况进行了分析，认为：

一、2020 年、2021 年到期的证书或资质的基本情况

1、药品生产许可证

序号	发证机关	证书编号	许可内容	届满期限
1	浙江省食品药品监督管理局	浙 20050286	冻干粉针剂、片剂（含头孢菌素类）、胶囊剂（含头孢菌素类）、原料药	2020-12-30

2、药品 GMP 证书

序号	发证机关	证书编号	许可内容	届满期限
1	浙江省食品药品监督管理局	ZJ20150092	原料药（克拉霉素）	2020-07-06

3、药品注册批件

序号	发证机关	证书编号	许可内容	届满期限
1	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20103498	辛伐他汀片	2020-07-21
2	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20065690	注射用阿奇霉素	2021-05-25
3	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20066034	注射用甲磺酸培氟沙星	2021-05-30
4	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20064492	注射用头孢哌酮那舒巴坦钠	2021-04-04
5	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20064971	注射用头孢噻肟钠	2021-04-04
6	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20065049	注射用头孢曲松钠	2021-04-04
7	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20065940	注射用头孢呋辛钠	2021-05-30
8	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20065809	阿奇霉素	2020-09-09
9	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20066217	泮托拉唑钠	2020-09-09
10	浙江省食品药品监督管理局	国药准字 H20064143	克拉霉素	2020-09-17

4、安全生产许可证

序号	发证机关	证书编号	许可内容	届满期限
----	------	------	------	------

1	浙江省安全生产监督管理局	(ZJ) WH 安许证字[2017-0-1530]	年产：氮气 45 万 m ³ 年回收：丙酮 1500 吨、二氯甲烷 34000 吨、甲醇 2000 吨、甲苯 300 吨、乙醇 4000 万吨、三乙胺 500 吨、甲基丁基醚 3800 吨、六甲基二硅醚 100 吨	2020-8-5
---	--------------	---------------------------	--	----------

5、危险化学品登记证

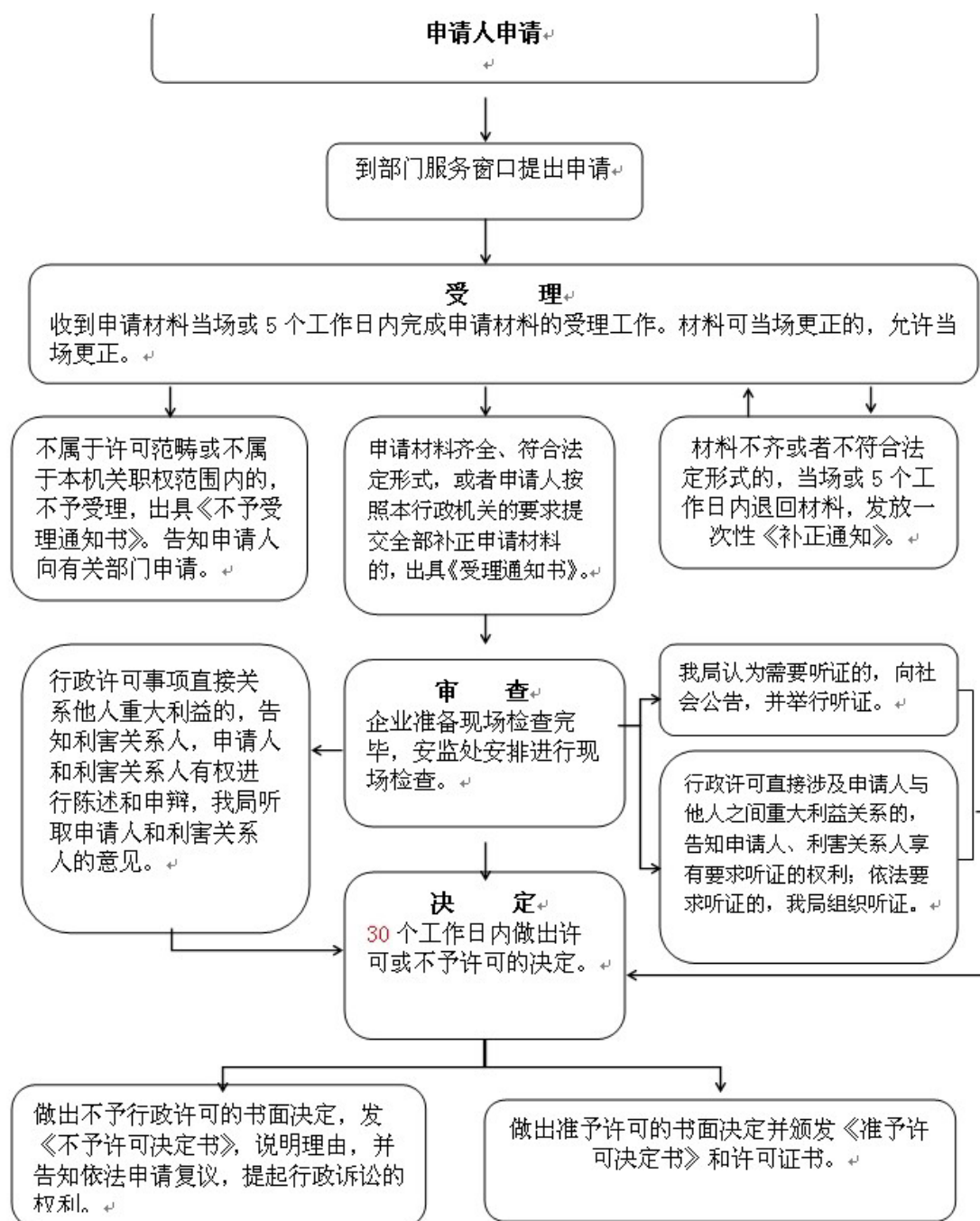
序号	发证机关	证书编号	许可内容	届满期限
1	国家安全生产监督管理总局化学品登记中心；浙江省安全生产科学研究院	330612134	登记品种：丙酮、甲醇、乙醇[无水]等	2021-8-27

二、2020 年、2021 年到期的证书或资质的续期程序

1、药品生产许可证的续期程序

根据《中华人民共和国药品管理法实施条例》（2019 年修正）第八条的规定，《药品生产许可证》有效期为 5 年，有效期届满，需要继续生产药品的，持证企业应当在许可证有效期届满前 6 个月，按照国务院药品监督管理部门的规定申请换发《药品生产许可证》。

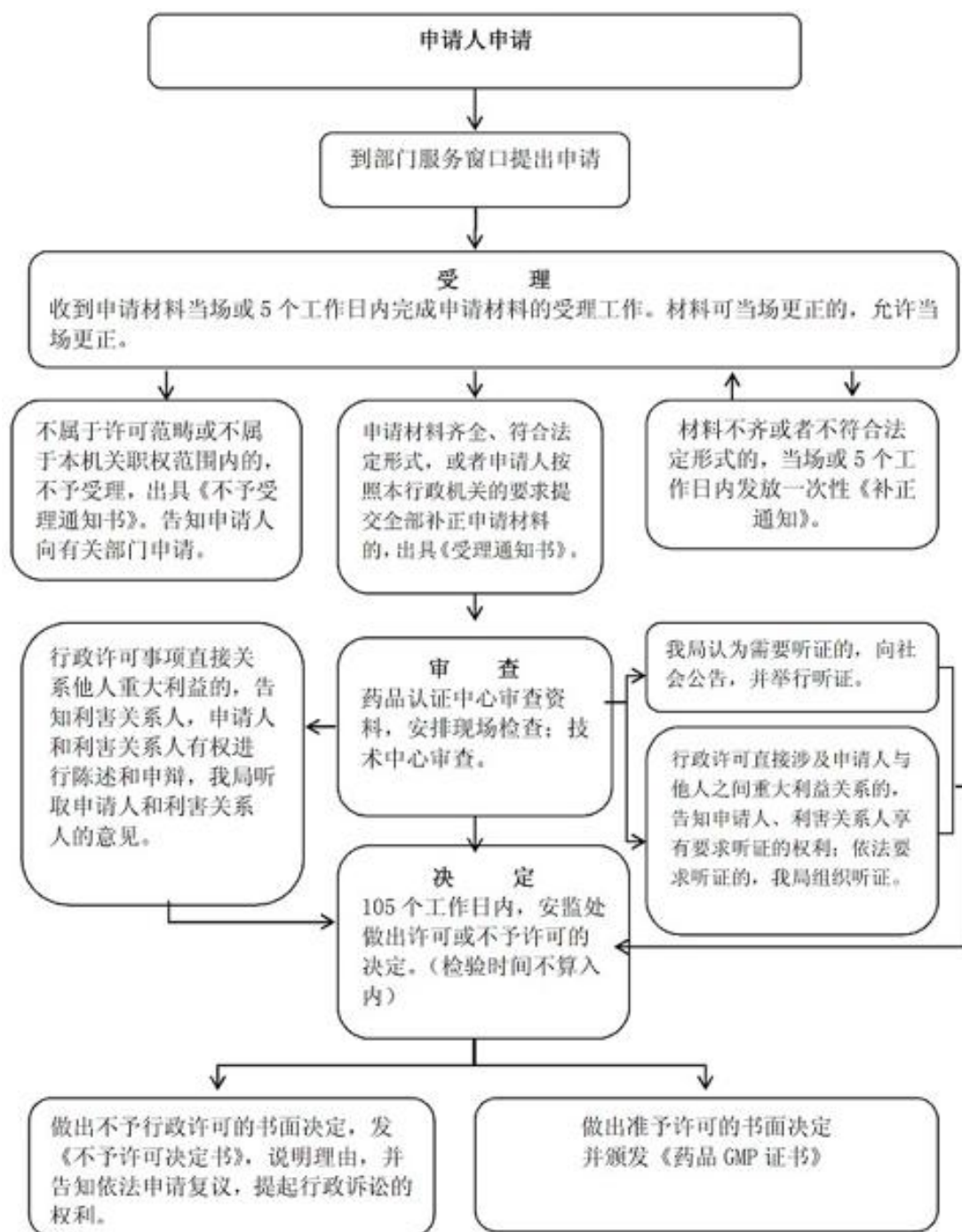
根据浙江政务服务网（<http://www.zjzwfw.gov.cn>）的公示系统，药品生产许可证的办理流程如下：



2、药品 GMP 证书的续期程序

根据《国家食品药品监督管理局关于印发药品生产质量管理规范认证管理办法的通知》（国食药监安[2011]365号）第八条的规定，已取得《药品 GMP 证书》的药品生产企业应在证书有效期届满前 6 个月，重新申请药品 GMP 认证。

根据浙江政务服务网（<http://www.zjzwfw.gov.cn>）的公示系统，药品 GMP 证书的办理流程如下：

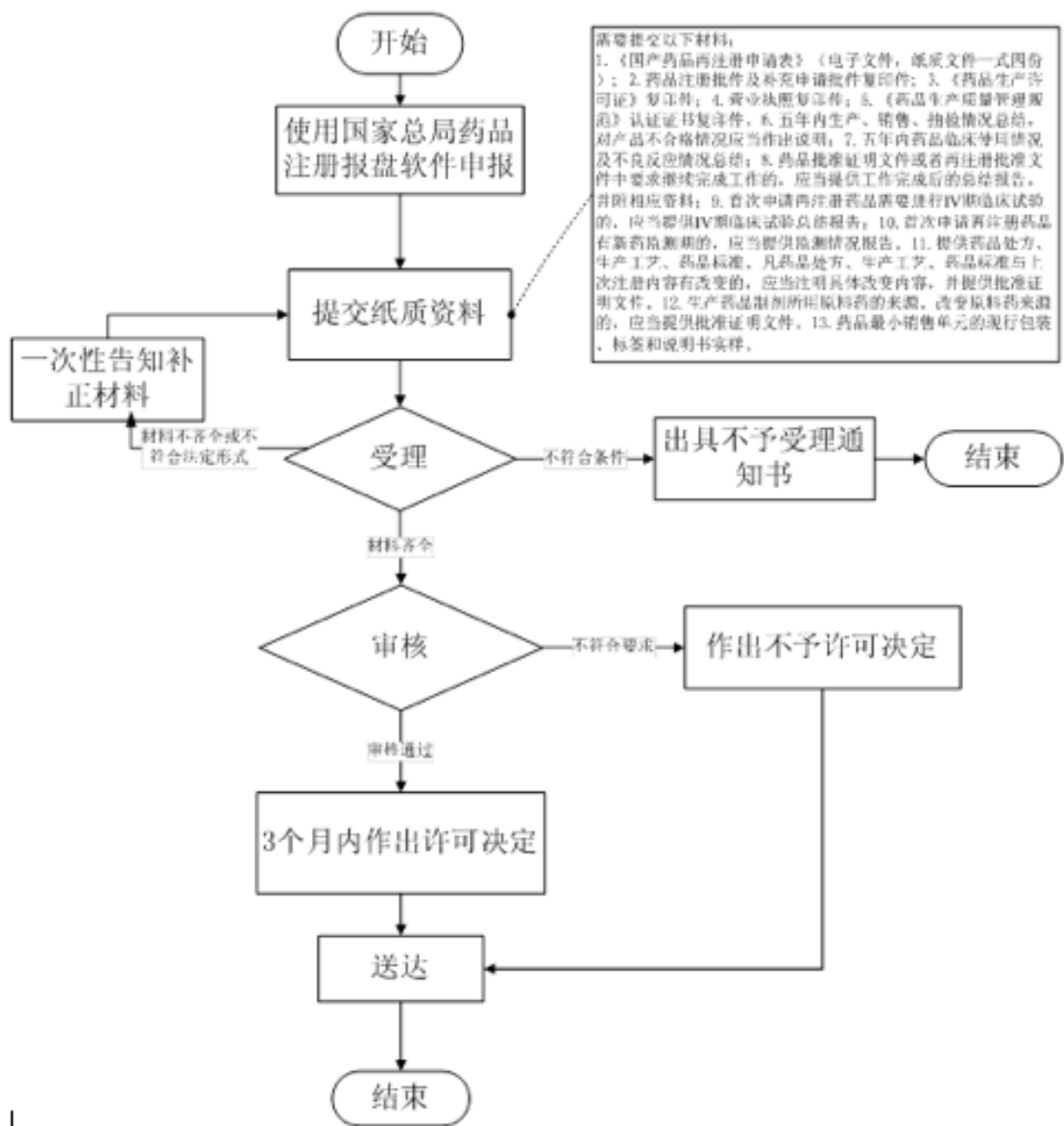


3、药品注册批件的续期程序

根据《药品注册管理办法》（2007）第一百二十条的规定，国家食品药品监督管理局核发的药品批准文号、《进口药品注册证》或者《医药产品注册证》的有效期为5年。有效期届满，需要继续生产或者进口的，申请人应当在有效期届满前6个月申请再注册。

根据浙江政务服务网（<http://www.zjzwfw.gov.cn>）的公示系统，国产药品再

注册的办理流程如下：



4、安全生产许可证的续期程序

根据《安全生产许可证条例》（2014年修订）第九条的规定，安全生产许可证的有效期为3年，安全生产许可证有效期满需要延期的，企业应当于期满前3个月向原安全生产许可证颁发管理机关办理延期手续，企业在安全生产许可证有效期内，严格遵守有关安全生产的法律法规，未发生死亡事故的，安全生产许可证有效期届满时，经原安全生产许可证颁发管理机关同意，不再审查，安全生产许可证有效期延期3年。

5、危险化学品登记证的续期程序

根据《危险化学品登记管理办法（2012）》第十六条的规定，危险化学品登记证有效期为3年。登记证有效期满后，登记企业继续从事危险化学品生产或者进口的，应当在登记证有效期届满前3个月提出复核换证申请，并按下列程序办理复核换证：

（1）通过登记系统填写危险化学品复核换证申请表；

（2）登记办公室审查登记企业的复核换证申请，符合条件的，通过登记系统告知登记企业提交《危险化学品登记管理办法（2012）》第十四条规定的登记材料；不符合条件的，通过登记系统告知登记企业并说明理由；

（3）登记企业接到登记办公室通知后，按照有关要求登记系统中如实填写登记内容，并向登记办公室提交有关纸质登记材料；

（4）登记办公室在收到登记企业的登记材料之日起20个工作日内，对登记材料和登记内容逐项进行审查，必要时可进行现场核查，符合要求的，将登记材料提交给登记中心；不符合要求的，通过登记系统告知登记企业并说明理由；

（5）登记中心在收到登记办公室提交的登记材料之日起15个工作日内，对登记材料和登记内容进行审核，符合要求的，通过登记办公室向登记企业发放危险化学品登记证；不符合要求的，通过登记系统告知登记办公室、登记企业并说明理由。

三、2020年、2021年到期的证书或资质的续期进展

序号	发证机关	证书名称	证书编号/药品批准文号	许可或证书内容	届满期限	最新进展情况
1	浙江省食品药品监督管理局	药品生产许可证	浙 20050286	冻干粉针剂、片剂（含头孢菌素类）、胶囊剂（含头孢菌素类）、原料药	2020-12-30	尚未至有效期届满前6个月，未提起换发申请。
2	浙江省食品药品监督管理局	药品GMP证书	ZJ20150092	原料药（克拉霉素）	2020-07-06	尚未至有效期届满前6个月，未提起换发申请。
3	浙江省食品药品监督管理局	药品再注册批件	国药准字H20103498	辛伐他汀片	2020-07-21	尚未至有效期届满前6个月，未提起再注册申请。
4			国药准字H20065690	注射用阿奇霉素	2021-05-25	
5			国药准字H20066034	注射用甲磺酸培氟沙星	2021-05-30	

序号	发证机关	证书名称	证书编号/药品批准文号	许可或证书内容	届满期限	最新进展情况
6			国药准字 H20064492	注射用头孢哌酮那舒巴坦钠	2021-04-04	
7			国药准字 H20064971	注射用头孢噻肟钠	2021-04-04	
8			国药准字 H20065049	注射用头孢曲松钠	2021-04-04	
9			国药准字 H20065940	注射用头孢呋辛钠	2021-05-30	
10			国药准字 H20065809	阿奇霉素	2020-09-09	
11			国药准字 H20066217	泮托拉唑钠	2020-09-09	
12			国药准字 H20064143	克拉霉素	2020-09-17	
13	浙江省安全生产监督管理局	安全生产许可证	(ZJ) WH 安许证字 [2017-0-1530]	年产：氮气 45 万 m ³ 年回收：丙酮 1500 吨、二氯甲烷 34000 吨、甲醇 2000 吨、甲苯 300 吨、乙醇 4000 万吨、三乙胺 500 吨、甲基丁基醚 3800 吨、六甲基二硅醚 100 吨	2020-8-5	尚未至有效期届满前 3 个月，未提起延期申请。
14	国家安全生产监督管理总局化学品登记中心；浙江省安全生产科学研究院	危险化学品登记证	330612134	登记品种：丙酮、甲醇、乙醇[无水]等	2021-8-27	尚未至有效期届满前 3 个月，未提起延期申请。

四、2020 年、2021 年到期的证书或资质当前是否符合续期条件，有无续期风险。

1、药品生产许可证续期的条件及有无续期风险

根据《药品生产监督管理办法》（2017 年修正）第四条的规定，开办药品生产企业，除应当符合国家制定的药品行业发展规划和产业政策外，还应当符合以下条件：

（1）具有依法经过资格认定的药学技术人员、工程技术人员及相应的技术

工人，企业法定代表人或者企业负责人、质量负责人无《药品管理法》第七十五条规定的情形；

(2) 具有与其药品生产相适应的厂房、设施和卫生环境；

(3) 具有能对所生产药品进行质量管理和质量检验的机构、人员以及必要的仪器设备；

(4) 具有保证药品质量的规章制度。

根据贝得药业的说明，贝得药业符合《药品生产监督管理办法》（2017 年修正）规定开办药品生产企业的条件，且贝得药业药品生产许可证历次换证均成功通过，因此，贝得药业药品生产许可证换证风险较低。

2、GMP 证书续期的条件及有无续期风险

根据中华人民共和国卫生部颁发的《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》，并经核查浙江政务服务网公示的“药品生产质量管理规范（GMP）认证”相关办事要求，GMP 证书续期的条件主要包括以下几个方面：

①药品生产企业《药品 GMP 证书》有效期届满前 6 个月；

②符合《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》中对质量管理、机构与人员、厂房与设施、设备、物料与产品、确认与验证、文件管理、生产管理、质量控制与质量保证、委托生产与委托检验、产品发运与召回、自检等方面的要求。

根据贝得药业的说明，贝得药业严格按照药品 GMP 的标准运营，符合《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》的要求，且贝得药业《药品 GMP 证书》历次续期均成功通过，因此，贝得药业药品 GMP 认证续期风险较低。

3、药品注册批件续期的条件及有无续期风险

根据中华人民共和国国家食品药品监督管理局颁发的《药品注册管理办法（2007）》，并经核查浙江政务服务网公示的“国产药品再注册”相关办事要求，药品注册批件再注册的条件主要包括以下几个方面：

①药品注册批件有效期届满前 6 个月；

②持有有效的药品批准证明文件；

③持有《药品生产许可证》；

④申请人合法登记证明；

⑤不存在如下情形：A.未达到国家食品药品监督管理局批准上市时提出的有

关要求的；B.未按照要求完成 IV 期临床试验的；C.未按照规定进行药品不良反应监测的；D.经国家食品药品监督管理局再评价属于疗效不确、不良反应大或者其他原因危害人体健康的；E.按照《药品管理法》的规定应当撤销药品批准证明文件的；F.不具备《药品管理法》规定的生产条件的；G.未按规定履行监测期责任的。

根据贝得药业的说明，贝得药业符合药品注册批件续期的条件，且贝得药业药品注册批件历次续期均成功通过，因此，贝得药业药品注册批件续期风险较低。

4、安全生产许可证续期的条件及有无续期风险

根据《安全生产许可证条例》（2014 年修订）第九条的规定，安全生产许可证的有效期为 3 年，安全生产许可证有效期满需要延期的，企业应当于期满前 3 个月向原安全生产许可证颁发管理机关办理延期手续，企业在安全生产许可证有效期内，严格遵守有关安全生产的法律法规，未发生死亡事故的，安全生产许可证有效期届满时，经原安全生产许可证颁发管理机关同意，不再审查，安全生产许可证有效期延期 3 年。

根据贝得药业的说明及提供的资料，贝得药业在当前安全生产许可证有效期内，严格遵守有关安全生产的法律法规，未发生死亡事故。因此，贝得药业可以于当前安全生产许可证有效期届满时，经原安全生产许可证颁发管理机关同意并不再审查，安全生产许可证有效期直接延期 3 年。

5、危险化学品登记证续期的条件及有无续期风险

根据《危险化学品登记管理办法（2012）》第十六条的规定，危险化学品登记证有效期为 3 年。登记证有效期满后，登记企业继续从事危险化学品生产或者进口的，应当在登记证有效期届满前 3 个月提出复核换证申请，然后由登记办公室审查登记企业的复核换证申请，最终换发证书。

综上，贝得药业符合《危险化学品登记管理办法（2012）》规定的登记条件，且贝得药业危险化学品登记证历次换证均成功通过，因此，贝得药业危险化学品登记证换证风险较低。

经核查，独立财务顾问认为：根据贝得药业的说明及提供的资料及相关法律法规，截至本回复出具日，贝得药业药品生产许可证换证风险较低；贝得药业药品注册批件续期风险较低；贝得药业可以于当前安全生产许可证有效期届满时，

经原安全生产许可证颁发管理机关同意并不再审查，安全生产许可证有效期直接延期 3 年；贝得药业危险化学品登记证换证风险较低。

问题 7、报告书显示，标的公司的主要产品克拉霉素原料药采用直接销售和通过外贸公司销售，制剂产品主要通过投标模式和代理模式销售。请补充披露报告期内标的公司相关产品按不同销售模式划分的销售收入、毛利率、销售费用及具体构成等，并与同行业可比公司的可比销售模式对比分析是否合理，是否存在体外支付销售费用的情况。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

(1) 请补充披露报告期内标的公司相关产品按不同销售模式划分的销售收入、毛利率、销售费用及具体构成等；

问题回复：

独立财务顾问经查阅公司财务报表、销售费用明细表与明细账、销售人员名单与薪酬发放记录等资料后认为：

一、报告期内原料药和制剂药按照不同销售模式划分的销售收入和毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度	
	销售收入	毛利率	销售收入	毛利率
原料药	17,887.02	15.80%	14,948.50	24.43%
其中：国内直接销售	6,957.94	19.67%	6,308.00	27.30%
国内间接销售	2,178.34	14.57%	1,988.91	23.43%
国外直接销售	4,394.24	10.91%	3,390.50	17.93%
国外间接销售	4,356.50	15.19%	3,261.05	26.24%
制剂药	6,233.02	64.96%	3,810.26	50.25%
其中：投标模式	3,624.17	91.64%	1,372.54	90.26%
代理模式	2,608.85	27.91%	2,437.72	27.73%
合计	24,120.04	28.51%	18,758.76	29.67%

不同销售模式下产品毛利率差异原因具体如下：

1、原料药

①国内销售：国内销售主要分为直接销售和间接销售，以直接销售为主。公司国内直接销售主要客户为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等上市公司或大型企业，对产品品质要求较高，售价相对较高，毛利率较高。间接销售客户主要为中小经销商为主，售价往往偏低，毛利

率较低。

②国外销售：

国外销售主要分为直接销售和间接销售，两者比例基本持平。公司国外直接销售主要客户为巴基斯坦及印度等国家客户，销售价格相对较低。国外间接销售客户的终端用户主要为韩国等国家，销售价格相对较高。

2、制剂药

制剂药销售模式主要分为代理模式和招投标模式。

①代理模式

公司将产品销售给各地区代理商（代理商买断所有权），代理商再销售给终端用户，终端客户一般为药店及私人诊所。报告期内辛伐他汀片、抗生素药物及少量贝苹分散片等产品采用该种模式，该类业务占制剂药销售比重呈下降趋势。

该种销售模式下公司按底价销售给代理商，产品毛利率较低。

②招投标模式

公司参加全国各地区药品招投标，中标后在省级药品集中采购平台的合格配送商目录中选择合作配送商，医院根据需求在省级药品集中采购平台下单给配送商，配送商再下单给公司。公司发货给配送商，开具销售发票给配送商，配送商再销售给医院。

该种销售模式下公司按招投标价扣除一定比例（一般为 10%-15%左右）配送费用后销售给配送商，产品毛利率较高。

二、报告期内标的公司原料药和制剂药的销售费用及具体构成情况如下：

单位：万元

销售费用明细	2018 年			2017 年		
	原料药相关	制剂药相关	小计	原料药相关	制剂药相关	小计
职工薪酬	136.27	192.35	328.62	129.26	139.82	269.08
佣金	104.31		104.31	86.38		86.38
运输费	22.53	70.77	93.30	12.44	56.95	69.39
差旅费	18.26	47.06	65.32	19.84	33.41	53.25
出口信用保险	46.35		46.35	23.25		23.25
展位费	34.30	1.79	36.09	24.07	1.23	25.3
其他	50.54	18.55	69.09	16.9	21.24	38.14
合计	412.56	330.52	743.08	312.14	252.65	564.79

（2）与同行业可比公司的可比销售模式对比分析是否合理，是否存在体外

支付销售费用的情况。

问题回复：

独立财务顾问经查阅公司销售费用报销相关内部控制文件、药品招投标文件、药品销售合同、主要销售人员银行流水清单、关联方公司财务报表，对公司销售人员、销售部门负责人、制剂药配送商等人员进行访谈，登陆主要省份的省级药品集中采购平台查询报告期内标的公司拉西地平分散片在终端医院的销售情况及销售金额后认为：

一、可比上市公司的销售模式

可比上市公司原料药销售模式主要为直接销售和代理销售两种模式；制剂药销售模式主要分为经销分销模式、驻地招商代理模式、招投标模式以及专门的学术推广模式（即主要通过合作的医药流通企业对外推广销售）等，标的公司与之相比没有特殊之处。

二、销售费用构成及销售费用率比较

报告期内，标的公司主营业务主要以原料药为主，制剂药为辅，分别选取与标的公司主营业务类似、从事抗感染类原料药及心血管制剂产品的上市公司进行比较，具体如下：

公司名称	主营业务	销售费用构成	销售费用率	
			2018 年	2017 年
广济药业	原料药为主,制剂药为辅	职工薪酬、业务费及委托代销费、运输费等	4.45%	3.45%
普洛药业	原料药为主,制剂药为辅	市场营销服务费、运费及差旅费等	12.71%	9.32%
新华制药	原料药和制剂药并重	职工薪酬、市场开发及终端销售费、咨询费等	12.77%	11.42%
现代制药	原料药和制剂药并重	职工薪酬、销售服务费、运输费等	29.07%	17.87%
海翔药业	原料药及中间体与染料及中间体并重	职工薪酬、运费及佣金等	1.63%	1.71%
昂利康	制剂药为主,原料药为辅	职工薪酬、业务推广费等	51.58%	27.05%
以岭药业	主要为制剂药	职工薪酬、市场活动费、广告费等	37.90%	39.34%
方盛制药	主要为制剂药	职工薪酬、宣传推广费等	51.90%	31.24%
贝得药业	原料药	职工薪酬、佣金、出口信用保险、展位费及差旅费等	2.31%	2.09%

公司名称	主营业务	销售费用构成	销售费用率	
			2018 年	2017 年
	制剂药	职工薪酬、运输费、差旅费等	5.30%	6.63%
	合计	职工薪酬、佣金、运费、差旅费、出口信用保险、展位费等	3.08%	3.01%

由于同行业上市公司披露的销售费用无法单独区分各业务单独的销售费用金额及明细，故统一列示销售费用构成及按照销售费用与主营业务收入的比重计算销售费用率。

销售费用构成方面，原料药销售为主的上市公司的销售费用主要由职工薪酬、运费、差旅费、佣金等构成，与标的公司原料药相关销售费用构成情况一致；制剂药销售为主或并重的上市公司的销售费用主要由职工薪酬、市场推广费、运费等构成，标的公司制剂药相关的销售费用构成与其相比主要相差市场推广费。

销售费用率方面，以原料药销售为主的上市公司通常不需要推广或推广费较少，其销售费用率相对较低，如广济药业、海翔药业，其销售费用率与标的公司均较接近；制剂销售比重较高的上市公司其销售费用率相应较高，如昂利康、以岭药业、方盛制药等，其销售费用率远高于标的公司制剂药相关的销售费用率；主要系上述上市公司存在大量的市场推广费及广告宣传费等。

标的公司制剂药相关的销售费用率明显低于同行业上市公司，主要由公司制剂药的重点产品上市时间较短、现有产品的销售模式及尚未具备开展大规模市场推广的实力等因素所致，具体分析如下：

1、重点产品上市时间较短，尚未进入大规模推广阶段

报告期内，标的公司销售的制剂产品包括拉西地平分散片、辛伐他汀片及抗生素药（主要为阿奇霉素分散片、克拉霉素片、罗红霉素胶囊等）等，其中拉西地平分散片为新药，其他均为仿制药。各类产品的上市时间如下：

序号	产品名称	剂型	首次注册时间
1	拉西地平分散片	片剂	2014.02.19
2	克拉霉素片	片剂	2008.05.04
3	辛伐他汀片	片剂	2010.08.31
4	罗红霉素胶囊	胶囊剂	2008.05.04
5	头孢克洛胶囊	胶囊剂	2008.05.04
6	阿奇霉素分散片	片剂	2008.05.04

序号	产品名称	剂型	首次注册时间
7	注射用阿奇霉素 0.25g	注射剂	2006.06.18
8	注射用阿奇霉素 0.125g	注射剂	2007.10.30
9	注射用阿奇霉素 0.5g	注射剂	2007.10.30
10	注射用奥美拉唑钠	注射剂	2008.09.22

拉西地平分散片作为标的公司重点产品，于 2004 年开始启动研发工作，2014 年取得药品注册证书，2015 年底产品投放市场。报告期内拉西地平分散片处于市场开拓阶段，由于拉西地平作为第三代钙离子通道拮抗剂产品，本身已具备一定的医院市场销售基础，且国内竞争对手相对较少，在产品销售初期尚不需要开展专门的销售推广工作。因此标的公司主要集中精力于参与各省份的药品采购招标，尚未开展大规模推广。

除拉西地平分散片外的其他产品为标的公司普通产品，取得上市许可时间较早，该等产品均属于在临床上已经广泛使用或使用多年的常规药品，具有较高的市场接受度，但市场竞争较为激烈，标的公司未做大规模推广，以代理模式销售。

2、现有销售模式导致报告期内销售费用较低

标的公司制剂产品的销售模式包括投标模式和代理模式，其中拉西地平分散片主要采用投标模式，除拉西地平分散片外的其他产品采取经销商代理模式。主要制剂产品不同销售模式下实现的销售收入情况如下：

产品	销售模式	销售收入（万元）	
		2018 年度	2017 年度
拉西地平分散片	投标模式	3,624.17	1,372.54
	经销商代理模式	449.39	265.27
辛伐他汀片	投标模式		
	经销商代理模式	765.19	792.73
抗生素药	投标模式		
	经销商代理模式	1,394.28	1,379.72
合计		6,233.02	3,810.26

拉西地平分散片上市初期主要通过经销商代理模式进行销售，以让利于经销商的方式打开市场。2017 年以来，随着医药销售流通体制改革和“两票制”的推行，标的公司聚焦于“两票制”执行较好的地区，以投标模式为主开展产品销售，取得了产品销量和销售收入的上升。报告期内，标的公司主要着力于尽快完成在各省份的药品采购招投标工作，未在产品销售推广方面进行大量资源投入，目前标的公司已中标省份 26 个，实现销售省份 24 个。后续标的公司会将资源投入到

已中标省份的扩大销售工作中，销售推广费用预计会随着销售规模的扩大而相应增长。

除拉西地平分散片以外，标的公司其他制剂产品均属于在临床上已经广泛使用或使用多年的常规药品，生产厂家较多，竞争较为激烈，标的公司凭借自身的品牌知名度和推广能力，很难通过投标模式进入公立医院市场，因此主要通过经销商代理模式进行销售，标的公司不对该等产品进行专门推广，通过对经销商的让利来促进销售。

3、报告期内制剂产品销售规模较小，尚未具备大规模推广的实力

2017 年-2018 年，标的公司制剂药销售金额分别为 3,810.25 万元、6,233.02 万元，占主营业务收入比重分别为 20.31%、25.84%。报告期内，标的公司制剂整体销售规模较小，一方面由于产品种类较多，为各类产品进行单独推广的经济效用较低；另一方面由于各类药品最终去向的终端医院和药品经营机构十分分散，单位机构平均销售金额较低，针对其进行专门推广的效果并不理想。此外，标的公司重点产品的研发周期较长，在研发完成前一直处于亏损状态，于 2017 年度方才弥补了累计亏损。报告期内，标的公司盈利能力尚未充分释放，尚未具备进行大规模推广的经济实力。

随着标的公司各类产品市场地位日益巩固和销售模式的日渐成熟，以及重点产品拉西地平分散片销售取得突破，标的公司已逐步具备了针对拉西地平分散片进行大规模市场推广的经济实力并制订了相应的推广计划，未来随着拉西地平分散片销售规模的持续增长，销售推广费用也将相应增加。

报告期内，标的公司主要以原料药为主，制剂产品销售收入虽然逐年增加，但目前处于起步阶段，占比较低，销售费用构成及销售费用率与广济药业、海翔药业基本一致，符合标的公司的实际经营情况。

经核查，独立财务顾问认为：报告期内标的公司销售费用构成合理、完整，不存在体外支付销售费用的情况。

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。

问题回复：

独立财务顾问通过获取标的公司制定的推广计划，查询同行业上市公司的产品结构和销售费用情况，分析标的公司未来销售计划和费用估算的合理性，并访谈了标的公司相关人员等核查程序后认为：

一、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。

二、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，投标模式指贝得药业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，贝得药业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

认后向贝得药业下单，贝得药业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，贝得药业一方面及时把握“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。

贝得药业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。

三、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贝得药业为分散片剂。

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。

经核查，独立财务顾问认为，标的公司预测期销售费用的增长主要为由拉西地平分散片的销售收入增长所致，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。

问题 9、报告书显示，交易双方一致同意上市公司于标的资产交割日起 40 个工作日内向绍兴向日葵投资有限公司（以下简称“向日葵投资”）支付本次交易对价 35,500 万元。上市公司截至 2019 年 3 月 31 日资产负债率高达 84.93%，账面货币资金为 11,518.72 万元，远低于本次交易需支付的现金对价。

（1）请结合公司可用资金情况说明本次交易约定一次性支付交易对价的原因，是否有考虑设置分期支付等有利于保障向日葵投资业绩承诺的可履行性、缓解公司债务压力的支付安排；如否，请说明原因以及是否会损害上市公司利益；

问题回复：

独立财务顾问通过查阅上市公司过去三年的财务报告及 2019 年一季报、评估报告、相关股权转让协议、利润补偿协议、银行授信与贷款资料等文件，并对上市公司人员进行访谈后认为：

一、本次交易原约定一次性支付交易对价的原因

根据原方案，上市公司拟以支付现金的方式购买向日葵投资持有的贝得药业 60% 股权，需要在标的公司股权转让交割完成后向向日葵投资支付 35,500.00 万元现金。原方案约定上市公司一次性支付交易对价系交易双方公平协商的结果，主要系基于以下原因：

1、上市公司具备支付本次交易现金对价的能力

上市公司拟用于支付本次交易对价的资金包括截至 2019 年 3 月 31 日账面货币资金 11,518.72 万元，拟收回的因转让浙江优创光能科技有限公司（以下简称“优创光能”）100%股权而形成的对浙江优创创业投资有限公司（以下简称“优创创业”）的其他应收款 24,446 万元。具体支付能力的分析详见本题之“（2）请结合未来运营资金需求补充说明公司的支付能力，具体筹资安排以及对公司未来生产经营及资产负债率的影响”之回复。本次交易完成后，上市公司尚可使用的银行授信及标的公司所拥有的货币资金余额能够满足上市公司整体经营所需。

2、本次交易设置了充分的业绩承诺保障措施

根据本次交易《利润补偿协议》、《股权转让协议》及《<股权转让协议>之补充协议一》的约定，本次交易完成后若承诺期届满标的公司未能实现承诺业绩，交易对方应以现金对上市公司进行补偿，并以无偿受让标的公司以届时评估值作为定价依据计算的同等价值股权作为保障。

吴建龙和胡爱夫妇于 2019 年 4 月 25 日出具了关于本次交易的《<利润补偿协议>之保证函》，为向日葵投资在《利润补偿协议》项下之全部义务承担连带保证责任。如果向日葵投资未按照《利润补偿协议》约定的期限及方式对上市公司进行利润补偿，上市公司有权要求部分或者全部保证人以现金方式支付向日葵投资对上市公司应支付的利润补偿款项，保证人将根据上市公司的要求支付该利润补偿款项。

因此，本次交易已设置了充分的业绩承诺保障措施，不会影响向日葵投资业绩承诺的可履行性。

二、本次交易增加设置了分期支付安排

根据本次交易《<股权转让协议>之补充协议一》的约定，经双方一致同意，交易对方所获对价由上市公司分四期支付，具体如下：

1、上市公司于交割日起 40 个工作日内向乙方支付本次交易对价的 60%（即 21,300 万元）。

2、在《利润补偿协议》约定的标的公司 2019 年度净利润差异情况对应的专项核查意见出具之日起 30 个工作日内，由上市公司向交易对方支付本次交易对价的 13%（即 4,615 万元）扣除交易对方当期应现金补偿金额（如有）后的净额。

3、在《利润补偿协议》约定的标的公司 2020 年度净利润差异情况对应的专项核查意见出具之日起 30 个工作日内，由上市公司向交易对方支付本次交易对价的 13%（即 4,615 万元）扣除交易对方当期应现金补偿金额（如有）后的净额。

4、在《利润补偿协议》约定的标的公司 2021 年度净利润差异情况对应的专项核查意见出具之日起 30 个工作日内，由上市公司向交易对方支付本次交易对价的 14%（即 4,970 万元）扣除交易对方当期应现金补偿金额（如有）后的净额。

通过设置分期支付安排，本次交易更有利于保障向日葵投资业绩承诺的可履行性，并进一步增强了上市公司支付本次交易现金对价的能力。

三、本次交易不存在损害上市公司利益的情形

近年来，受国外对来自中国的光伏产品开展反倾销、反补贴调查，以及国内调控光伏电站及分布式光伏项目指标、调整上网电价及削减补贴标准、降低补贴强度等一系列不利因素的影响，特别是 2018 年 5 月 31 日，国家发展改革委、财政部、国家能源局发布《关于 2018 年光伏发电有关事项的通知》（发改能源[2018]823 号），受该文件的重大不利影响，光伏行业进入新一轮调整期。2018 年度，公司营业收入 65,737.18 万元，比上年下降 57.04%；归属于上市公司股东的净利润-114,631.77 万元，比上年下降 4,936.37%。

为确保上市公司的持续经营和健康发展，实现全体股东利益最大化，公司亟待拓展新兴产业发展机遇，挖掘新的利润增长点，平滑光伏行业波动对公司带来的影响，实现公司战略升级。通过本次交易，上市公司将在原有光伏业务的基础上，注入盈利能力较强、经营稳定、发展前景广阔的医药业务，实现上市公司主营业务的拓展，改善公司的经营状况，提高公司的资产质量，增强公司的盈利能力和可持续发展能力，以实现上市公司股东的利益最大化。

根据天源评估出具的《资产评估报告》（天源评报字〔2019〕第 0136 号），截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，贝得药业 100%股权评估值为 59,211.79 万元。本次交易标的作价参考天源评估出具的评估结果，经交易各方友好协商，确定贝得药业 60%股权交易对价为 35,500.00 万元。本次交易资产定价公平、合理，符合相关法律、法规及公司章程的规定，本次重组定价公允。

根据经立信会计师事务所审阅的公司备考财务报告，本次收购完成后，公司资产规模、盈利质量均有所改善。

为了保障向日葵投资业绩承诺的可履行性，除公司与向日葵投资签署的《利润补偿协议》外，吴建龙与胡爱夫妇亦签署了《<利润补偿协议>之保证函》，自愿为向日葵投资在《利润补偿协议》之全部义务承担连带保证责任，若向日葵投资未按协议约定的期限及方式对上市公司进行利润补偿，吴建龙与胡爱夫妇保证将根据上市公司的要求支付该利润补偿款项，包括但不限于以现金方式支付补偿金额、利息、违约金、其他应付款项及上市公司实现权利的费用（包括诉讼、仲裁费用、律师费等）。

经双方一致同意，本次交易设置了分期支付安排，更有利于保障向日葵投资业绩承诺的可履行性，并进一步减少上市公司的支付压力，保护了上市公司利益。

因此，本次交易设置了分期支付安排，更有利于保障向日葵投资业绩承诺的可履行性，并进一步减少上市公司的支付压力，不存在损害上市公司利益的情形。

（2）请结合未来运营资金需求补充说明公司的支付能力，具体筹资安排以及对公司未来生产经营及资产负债率的影响。

问题回复：

独立财务顾问通过查阅上市公司最近三年的财务报告及 2019 年一季报资料、相关股权转让协议、银行授信及贷款资料，对上市公司财务人员进行访谈后认为：

一、支付现金对价的资金来源

上市公司拟用于支付交易对价的现金来源安排如下：

1、截至 2019 年 3 月 31 日，公司账面自有货币资金 11,518.72 万元可用于支付部分现金对价。

2、上市公司于 2018 年度将持有的优创光能 100%股权以 54,446 万元的价格出售给优创创业，截至 2018 年 12 月 31 日，由该交易形成的对优创创业的其他应收款余额为 24,446 万元。根据上市公司与优创创业于签署的股权转让协议，优创创业应于标的公司优创光能全部土地、房屋解除抵押之日起 30 个工作日内向上市公司支付该次交易价款的剩余部分即 24,446 万元。截至目前，优创光能的土地、房屋因上市公司的银行借款所办理的抵押尚未解除，经双方协商，优创创业同意在上述优创光能土地、房屋未解除抵押的情况下提前向上市公司支付股权转让款。上市公司拟使用收回的上述股权转让款支付本次交易的部分对价。

二、上市公司日常运营资金保障

截至 2019 年 3 月 31 日，上市公司尚有未使用的中国银行、农业银行等银行授信额度 6,090 万元。除日常经营形成的资金回拢外，上市公司尚可使用上述授信增加银行贷款以满足资金需求。本次交易完成后上市公司日常运营资金能够得到保障，不会因本次交易的实施对上市公司的正常经营产生不利影响。

三、对公司未来生产经营及资产负债率的影响

上市公司最近五年期末现金与当期营业收入进行匹配如下：

单位：万元

项目	2014 年度	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入	164,389.54	182,424.15	160,280.28	153,002.10	65,737.18
期末货币资金余额	21,420.99	18,418.04	21,849.36	16,760.64	18,216.87
期末货币资金余额与营业收入相对比例	13.03%	10.10%	13.63%	10.95%	27.71%

根据上表数据，在过去五年内，上市公司期末货币资金余额与当年度营业收入相对比例平均值为 15.08%。2018 年以来上市公司主营业务规模大幅下降，2019 年一季度实现销售收入为 7,711.84 万元，年化金额约为 30,844 万元，按照历史营运资金需求，为 2019 年度营业收入预留 15.08% 的货币资金用于日常运营，约需 4,653.06 万元。

根据前述资金安排，假设公司在全额使用银行授信额度 6,090 万元用于补充营运资金，借款前后的资产负债率对比如下：

项目	2019 年 3 月 31 日 新增贷款前	2019 年 3 月 31 日 新增贷款后
资产总额（万元）	127,522.24	133,612.24
负债总额（万元）	108,299.28	114,389.28
资产负债率	84.93%	85.61%

由上表可知，公司在新增贷款 6,090 万元后，资产负债率由 84.93% 上升至 85.61%，增加了 0.68 个百分点，不会导致资产负债率的重大变化。

经核查，独立财务顾问认为：本次交易设置了分期支付安排，不会损害上市公司利益；上市公司具有可行的筹资渠道及本次交易对价的支付能力，新增贷款后能够保障公司日常经营所需资金，并不会对公司资产负债率产生较大影响。

问题 10、根据交易双方签署的《利润补偿协议》，在承诺年度期限内，如果发生签署利润补偿协议时所不能预见、不能避免、不能克服的任何客观事实，包括但不限于地震、台风、洪水、火灾、疫情或其他天灾等自然灾害，以及战争、骚乱、罢工等社会性事件，导致标的公司实际净利润低于承诺净利润或利润延迟实现的，双方可协商一致，免除或减轻向日葵投资的补偿责任。请补充说明该项设置是否清晰明确、具有可执行性，若触发上述事实，公司应当履行何种程序免除或减轻向日葵投资的补偿责任，是否导致业绩承诺的变更，是否违反证监会《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的相关规定。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

问题回复：

独立财务顾问通过查阅《中华人民共和国民法总则》、《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国民法总则释义》、向日葵第四届董事会第十三次会议文件、《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》等相关资料，并结合标的公司的情况分析，认为：

一、《利润补偿协议》不可抗力条款设置清晰明确、具有可执行性

首先，根据《中华人民共和国民法总则》第一百八十条的规定，不可抗力是指不能预见、不能避免且不能克服的客观情况，因不可抗力不能履行民事义务的，不承担民事责任。根据《中华人民共和国合同法》第一百一十七条的规定，不可抗力是指不能预见、不能避免并不能克服的客观情况，因不可抗力不能履行合同的，根据不可抗力的影响，部分或者全部免除责任，但法律另有规定的除外。因此，交易双方在签署的《利润补偿协议》约定不可抗力免责条款系符合《中华人民共和国民法总则》和《中华人民共和国合同法》的规定，不可抗力是法定的免责事由。

其次，根据《中华人民共和国民法总则释义》和《中华人民共和国合同法释义》对不可抗力条款的释义，不可抗力在适用范围方面也有限制，并非可以随意适用。不可抗力是指不能预见、不能避免并不能克服的客观情况。不可抗力是独立于人的行为之外，不受当事人意志所支配的现象，是人力所不可抗拒的力量。行为人完全因为不可抗力不能履行民事义务，表明行为人的行为与不履行民事义务之间不存在因果关系，同时也表明行为人没有过错，如果让行为人对自己无法

控制的情形承担责任，对行为人来说是不公平的。通常情况下，因不可抗力不能履行民事义务的，不承担民事责任。因此，交易双方在签署的《利润补偿协议》约定不可抗力免责条款也具有合理性。

最后，由于不可抗力是指不能预见、不能避免并不能克服的客观情况，诸如不可抗力事件中的地震、台风、洪水、火灾、疫情或其他天灾等自然灾害，以及战争、骚乱、罢工等社会性事件在《利润补偿协议》正常履行过程中，发生概率极低。因此，触发《利润补偿协议》约定的不可抗力免责条款的可能性较低。

综上所述，交易双方在签署的《利润补偿协议》约定不可抗力免责条款系根据《中华人民共和国民法总则》和《中华人民共和国合同法》的规定作出，具有合理性，不可抗力免责条款系清晰明确且具有可执行性的。

二、触发《利润补偿协议》不可抗力免责条款时应履行的程序

根据上市公司第四届董事会第十三次会议的具体议案及决议，本次交易并未授权董事会可以直接免除或减轻向日葵投资的补偿责任，因此，在触发《利润补偿协议》不可抗力免责条款时，上市公司应履行股东大会审议程序，且关联股东应回避表决。

三、《利润补偿协议》不可抗力免责条款不会导致业绩承诺的变更，不违反证监会《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的相关规定

如前文所述，不可抗力免责条款系《中华人民共和国民法总则》和《中华人民共和国合同法》所赋予合同当事人一方因不可抗力无法履行协议情况下的法定免责事由，并不影响合同双方当事人基于合同约定而享有的权利和义务，仅是对违约责任承担方面的在公平的原则下所作出的法定豁免，而且免除和减轻程度也必须受制于不可抗力事件导致的违约责任，不可抗力事件以外的基于双方当事人的履约行为所导致的违约行为，违约方依然要承担违约责任。同理，《利润补偿协议》不可抗力免责条款也不会导致业绩承诺的变更，仅能作为交易对方根据不可抗力事件的影响程度去免除或减轻自身承担违约责任的抗辩理由。

根据《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的规定，重组方不得适用《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第五条的规定，变更其作出的业绩补偿承诺。又根据《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人

以及上市公司承诺及履行》第五条的规定，因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因导致承诺无法履行或无法按期履行的，承诺相关方应及时披露相关信息，除因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因外，承诺确已无法履行或者履行承诺不利于维护上市公司权益的，承诺相关方应充分披露原因，并向上市公司或其他投资者提出用新承诺替代原有承诺或者提出豁免履行承诺义务，上述变更方案应提交股东大会审议，上市公司应向股东提供网络投票方式，承诺相关方及关联方应回避表决。由此可见，《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第五条直接明确了“因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因导致承诺无法履行或无法按期履行的”情况下承诺相关方仅需履行信息披露义务即可，除此之外，“承诺确已无法履行或者履行承诺不利于维护上市公司权益的”的情况下承诺方需要变更承诺并履行股东大会审议程序和信息披露义务。而《利润补偿协议》不可抗力事件正是《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第五条第一款所规定的“因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因导致承诺无法履行或无法按期履行的”情况，并非《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第五条第二款所规定的需要变更承诺的情况。

综上所述，《利润补偿协议》不可抗力免责条款不会导致业绩承诺的变更，不违反证监会《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的相关规定。

经核查，独立财务顾问认为：交易双方在签署的《利润补偿协议》约定不可抗力免责条款系根据《中华人民共和国民法总则》和《中华人民共和国合同法》的规定作出，具有合理性，不可抗力免责条款系清晰明确且具有可执行性的，《利润补偿协议》不可抗力免责条款不会导致业绩承诺的变更，不违反证监会《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》的相关规定。

问题 11、根据交易双方签署的《股权转让协议》，若承诺年度期限届满且向日葵投资未能按照《利润补偿协议》的约定向上市公司履行其补偿义务，且上市公司仍未收购向日葵投资所持标的公司剩余 40% 股权，上市公司有权就向日葵投资未履行补偿义务部分按照《股权转让协议》约定的标的公司的评估价值（人民币 59,211.79 万元）为定价依据要求向日葵投资无偿转让其所持标的公司同等价值的股权作为补偿。

（1）请补充说明若承诺期届满标的公司未能实现承诺业绩，向日葵投资仍然以当前评估价值为定价依据向公司转让标的股权作为补偿的合理性；

问题回复：

独立财务顾问通过查看《股权转让协议》、《利润补偿协议》、《<股权转让协议>之补充协议一》等相关文件，结合本次交易的具体情况进行了分析，认为：

本次交易中，根据上市公司与向日葵投资签署的《利润补偿协议》和《股权转让协议》的约定，若标的公司未实现业绩承诺，第一顺位适用的条款为《利润补偿协议》之第三条 3.1：如果标的资产在承诺年度实现的实际净利润未达到该年度净利润承诺数，向日葵投资应以现金对向日葵进行补偿。第二顺位适用如本题设所述的《股权转让协议》之第五条 5.6：若承诺年度期限届满且向日葵投资未能按照《利润补偿协议》的约定向上市公司履行其补偿义务，且上市公司仍未收购向日葵投资所持标的公司剩余 40% 股权，上市公司有权就向日葵投资未履行补偿义务部分按照《股权转让协议》约定的标的公司的评估价值（人民币 59,211.79 万元）为定价依据要求向日葵投资无偿转让其所持标的公司同等价值的股权作为补偿。

由上可知，《股权转让协议》之第五条 5.6 系保障上市公司及中小投资者利益的补强措施，而不是替代性措施。因此，对于上市公司而言，在标的公司未实现业绩承诺时，第一步根据《利润补偿协议》获得现金补偿债权，第二步在向日葵投资未能及时以现金补偿时，向日葵具有选择获得同等价值股权的主动权，并不影响第一步形成现金补偿债权。

为了进一步保障上市公司权益，避免因标的公司公允价值变动造成上市公司不能得到充分补偿，本次交易双方于 2019 年 5 月 21 日签署了《<股权转让协议>

之补充协议一》，其中第一条“净利润承诺、补偿方案及保障措施”约定：若承诺年度期限届满，向日葵投资未能按照《利润补偿协议》的约定向上市公司履行其补偿义务，且上市公司仍未收购向日葵投资所持标的公司剩余 40% 股权，上市公司有权就向日葵投资未履行补偿义务部分按照届时标的公司的评估价值为定价依据要求向日葵投资无偿转让其所持标的公司同等价值的股权作为补偿。

综上，若承诺期届满标的公司未能实现承诺业绩且向日葵投资未能履行补偿义务，根据《利润补偿协议》、《股权转让协议》及《<股权转让协议>之补充协议一》的约定，上市公司有权无偿受让标的公司以届时评估值作为定价依据计算的同等价值股权作为补偿。

(2) 请补充说明若业绩承诺期内标的公司未能实现承诺业绩，本次交易是否就向日葵投资未及时履行现金补偿义务约定保障性措施或惩罚性措施，如否，请说明是否存在向日葵投资变相逃避现金补偿义务的情形。

请独立财务顾问、董事会发表明确意见。

问题回复：

独立财务顾问通过查看《股权转让协议》、《利润补偿协议》、《<股权转让协议>之补充协议一》、《<利润补偿协议>之补充协议一》、《<利润补偿协议>之保证函》等相关文件，结合本次交易相关情况分析认为：

经交易双方及相关各方协商，本次交易就向日葵投资未及时履行现金补偿义务约定的保障性措施和惩罚性措施如下：

1、《利润补偿协议》第八条违约责任：交易双方一致同意，除本补偿协议另有约定以外，如果向日葵投资违反其在本补偿协议项下的任何义务，则向日葵投资应就其违约行为给上市公司造成的全部损失承担赔偿责任。

2、本次交易双方于 2019 年 5 月 21 日签署《<利润补偿协议>之补充协议一》，其中第一条“违约责任”约定：若向日葵投资未能按照《利润补偿协议》的约定向上市公司支付当期应补偿金额的，除承担继续履行《利润补偿协议》外，每逾期一日，应向上市公司支付应支付未支付部分补偿金额的万分之五的违约金。

3、向日葵投资实际控制人吴建龙和胡爱夫妇于 2019 年 4 月 25 日出具了关于本次交易的《<利润补偿协议>之保证函》，以连带责任担保的方式向上市公司作出保证，保证函的主要内容如下：

“应浙江向日葵光能科技股份有限公司（以下简称“上市公司”）要求，在此为绍兴向日葵投资有限公司（以下简称“绍兴向日葵”）签署并履行与上市公司于 2019 年 4 月 25 日签订的《利润补偿协议》之目的，为上市公司利益陈述并保证如下：

一、保证人同意上述《利润补偿协议》的全部条款，并自愿为绍兴向日葵在《利润补偿协议》项下之全部义务承担连带保证责任。如果绍兴向日葵未按照《利润补偿协议》约定的期限及方式对上市公司进行利润补偿，上市公司有权要求部分或者全部保证人以现金方式支付绍兴向日葵对上市公司应支付的利润补偿款项，保证人将根据上市公司的要求支付该利润补偿款项。以法律所允许的情况为限，保证人在此不可撤销的放弃对上市公司行使一切抗辩权。

二、保证人担保范围为绍兴向日葵在《利润补偿协议》项下应履行的全部义务包括但不限于应向上市公司以现金方式支付补偿金额、利息、违约金、其他应付款项及上市公司实现权利的费用（包括诉讼、仲裁费用、律师费用等）。

三、保证人担保期间为自保证函签署之日起至《利润补偿协议》项下的义务履行期限届满之日后两年止。

四、保证人同意：上市公司与绍兴向日葵无需通知保证人或取得保证人同意，可以对《利润补偿协议》的任何条款，包括不限于净利润承诺数及承诺期限、实际净利润数与标的资产减值的确定、利润补偿方式、利润补偿金额的计算、补偿的实施等条款进行调整或更改，保证人仍然对变更后的《利润补偿协议》承担连带保证责任。

五、无需征得保证人同意，上市公司可将《利润补偿协议》以及本保证函项下的债权转让与第三方，保证人仍在原担保范围内承担保证责任。

六、保证人将向上市公司支付绍兴向日葵没有支付或未足额支付的利润补偿款项或其他应付款项及按照每天万分之五利率计算所得的逾期款项（从绍兴向日葵违约发生之日起到保证人支付该逾期款项之日止的利息）。

七、本保证函项下的款项将以人民币形式汇到上市公司指定账户：

户名：浙江向日葵光能科技股份有限公司；开户行：中国农业银行绍兴城西支行；账号：19545101040010***；

八、上市公司与绍兴向日葵在《利润补偿协议》项下的争议或《利润补偿协

议》条款的无效或不可执行，或任何行为、过失、事件或绍兴向日葵破产、无偿债能力等均不影响保证人在本保证函项下的义务。

九、保证人同意：本保证函适用中华人民共和国法律，就本保证函所发生的或与本保证函有关的任何诉讼，接受上市公司住所地人民法院管辖。

十、保证人在此声明，上述陈述与保证为不可撤销、无条件之保证，非经上市公司事先书面同意，保证人之连带保证责任不得终止或解除。上市公司在《利润补偿协议》履行期限届满后，未行使该合同项下其他救济手段的，保证人在本保证函中的保证责任不因此减轻或免除。

十一、本保证函自保证人全部签字之日起生效，直至本保证函项下全部债务履行完毕为止。”

综上，基于维护上市公司的利益和保护中小投资者的权益，本次交易就向日葵投资未及时履行现金补偿义务约定了充分有效的保障性措施和惩罚性措施，不存在向日葵投资变相逃避现金补偿义务的情形。

经核查，独立财务顾问认为：若承诺期届满标的公司未能实现承诺业绩，结合《利润补偿协议》、《股权转让协议》及《<股权转让协议>之补充协议一》的约定，上市公司有权无偿受让标的公司以届时评估值作为定价依据计算的同等价值股权作为补偿；基于维护上市公司的利益和保护中小投资者的权益，本次交易就向日葵投资未及时履行现金补偿义务约定了充分有效的保障性措施和惩罚性措施，不存在向日葵投资变相逃避现金补偿义务的情形。

问题 12、你公司于 2019 年 1 月 15 日披露的《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》显示向日葵投资承诺标的公司 2018 年至 2022 年实现的经审计的净利润（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据，以下简称“净利润承诺数”）分别不低于 2,600 万元、4,650 万元、6,450 万元、8,600 万元和 10,650 万元，本次报告书中标的公司 2019 年至 2021 年的净利润承诺数为分别不低于 4,050 万元、4,850 万元和 6,200 万元，对比前次承诺年限缩短且金额有所下降。

（1）请说明本次业绩承诺调整的原因，标的公司未来成长性是否发生重大变化，本次业绩承诺是否存在重大不确定性，以及是否有利于保护上市公司利

益；

问题回复：

独立财务顾问通过查阅上市公司重大资产重组相关法规，对比分析同类型交易方案对业绩承诺的相关约定，查询“4+7”带量采购相关政策，获取克拉霉素原料药最新的市场价格情况，通过访谈标的公司管理层了解海外市场开拓的进展，并结合标的公司相关产品的实际销售数量和单价情况进行分析等核查程序后认为：

一、本次业绩承诺调整的原因

1、业绩承诺期限调整为 3 年，符合重大资产重组法规要求和惯例

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第三十五条的规定：采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后 3 年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

根据上述情况，同时参考市场上同类型交易方案约定的业绩承诺期限，本次重组方案将业绩承诺期调整为 2019 年-2021 年 3 年，符合监管要求，也符合重组交易的惯例。

2、承诺金额下降的原因

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，对预测期标的公司的预测净利润进行了调整，具体情况如下：

单位：万元

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
前次评估	4,650.86	6,432.04	8,588.54	10,636.58	10,706.43
本次评估	4,013.30	4,849.45	6,181.61	6,673.39	6,358.84

本次交易的业绩承诺系基于评估预测的净利润作出的，随着本次收益法评估预测的净利润调整，业绩承诺金额相应也进行了调整，相较前次承诺金额更为谨

慎，充分考虑了差异期间医药行业的政策的重大变化和公司实际的经营情况，具有合理性。

二、标的公司未来成长性良好，本次业绩承诺不存在重大不确定性

根据前后两次评估的收益法测算过程，标的公司 2019 年-2023 年基于相关假设条件下的预测营业收入和净利润增长情况如下：

项目		2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年度
营业收入	前次评估(万元)	31,145.95	34,665.13	38,106.51	41,533.30	41,533.30
	增长率	-	11.30%	9.93%	8.99%	0.00%
	本次评估(万元)	27,292.56	29,728.52	32,484.63	33,430.82	33,301.21
	增长率	-	8.93%	9.27%	2.91%	-0.39%
净利润	前次评估(万元)	4,650.86	6,432.04	8,588.54	10,636.58	10,706.43
	增长率	-	38.30%	33.53%	23.85%	0.66%
	本次评估(万元)	4,013.30	4,849.45	6,181.61	6,673.39	6,358.84
	增长率	-	20.83%	27.47%	7.96%	-4.71%

由上表可知，本次评估较前次评估的未来营业收入和净利润的增长率均具有一定的下降幅度，主要原因为：

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，对贝得药业拉西地平分散片的价格影响有限。

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合理

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。相较于前次评估的预测营业收入和净利润，本次预测更具有谨慎性和合理性。

总体来看，标的公司预测期营业收入和净利润仍保持增长趋势，未来盈利能力成长性良好，本次业绩承诺不存在重大不确定性。

三、本次业绩承诺调整不存在损害上市公司利益的情形

本次业绩承诺期限调整为 3 年，符合重大资产重组法规要求，也符合重组交易的惯例。由于标的资产交易作价和交易对方的业绩承诺金额系根据收益法评估预测的净利润确定，随着本次收益法评估预测的净利润调整，标的资产交易作价和交易对方的业绩承诺金额相应也进行了调整，但业绩承诺金额仍高于本次收益法评估预测的净利润，业绩承诺金额下降具有合理性。

综上所述，相较于前次评估的预测净利润，本次预测更具有谨慎性和合理性，本次交易作价和业绩承诺的同步调整不存在损害上市公司利益的情形。

(2) 请结合标的公司主要产品市场拓展及竞争地位、产品生命周期、一致性评价未获通过的风险等因素补充披露本次交易业绩承诺的可实现性。

问题回复：

独立财务顾问通过分析标的公司报告期内克拉霉素和拉西地平生产、销售的具体情况，查阅了克拉霉素、拉西地平相关行业研究报告，查询了具有克拉霉素原料药和拉西地平生产资质的企业名称，查询了其中生产规模较大、产品较为成熟的企业情况，了解药品采购政策变动及药品流通体制改革等行业政策，访谈了标的公司相关人员，查阅有关部门关于一致性评价的规定，获取贝得药业制定的推广计划等核查程序后认为

一、标的公司针对主要产品制定了相应的市场拓展及渗透计划

标的公司主要产品包括克拉霉素原料药和拉西地平分散片，其中克拉霉素原料药收入较为稳定，增长幅度较小，未来经营业绩增长主要由拉西地平分散片所产生。

为了促进拉西地平分散片的销售收入实现持续增长，贝得药业一方面及时把握“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。

贝得药业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。

贝得药业将逐步加强推广力度，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。

二、标的公司核心竞争优势突出，能够保障产品销售的持续增长

标的公司拥有完整的产业链体系，形成了医药中间体-克拉霉素原料药-克拉霉素制剂、医药中间体-拉西地平原料药-拉西地平制剂一体化的业务模式，目前

已拥有较为完整的抗感染、抗高血压药物产业链，能够同时从事相关原料药和制剂研发、生产和销售。产业链集成提高了标的公司的资源配置效率，发挥了产能协同效应，有利于增强企业盈利能力，提高标的公司产品的整体竞争力。

自成立以来，贝得药业一直注重技术工艺创新，提升产品差异化竞争优势和生产效率，不断增强新产品开发力度，积极跟踪药品的生命周期，拓展产品研发与生产的范围并延伸产品生产价值链。贝得药业主要核心技术人员具有近 20 年的医药行业从业经验，在医药的研发、生产和质量控制等领域具有较深厚的积淀。截至报告期末，贝得药业取得药品生产批件 20 个，已获得授权的专利 16 项。

标的公司具有产业链集成优势、工艺技术优势和人才优势，有利于提升相关产品在行业中的竞争地位，促进产品销售收入持续增长。

三、可比产品市场竞争缓和，为标的公司业绩增长创造良好环境

克拉霉素原料药作为成熟产品，其市场竞争格局较为稳定，标的公司未来将继续保持现有市场份额，提高产品利润贡献水平。

拉西地平分散片作为标的公司未来重要的业绩增长点，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贝得药业为分散片剂；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。2017 年以来，随着全国“两票制”的陆续落地，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，并已在 24 个省份实现销售，相关产品销售收入大幅提高。

总体来看，拉西地平产品市场竞争对手较少，且该产品在竞争对手的业务中比重较低，因此行业竞争程度较为缓和，标的公司抓住市场机遇，相关产品的销售收入增长迅速，并为未来持续增长奠定了良好基础。

四、标的公司主要产品未来发展预期良好

报告期内，标的公司营业收入由原料药和制剂构成，其中克拉霉素原料药占主要构成部分。随着标的公司拉西地平分散片等产品逐步打开市场，制剂销售占比逐步提升，2016 年度、2017 年度及 2018 年度分别为 13.01%、20.19%、25.67%。未来标的公司将形成以克拉霉素原料药和拉西地平分散片为主，其他产品作为补

充的业务格局，并在此基础上持续开发新品种，丰富产品结构。

本次交易收益法评估中，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，与标的公司业务发展趋势一致。

其中，克拉霉素原料药以评估报告出具日的合同单价为基础，在标的公司保持现有市场占有率及产能释放的情况下，该产品在预测期的营业收入及毛利率水平基本保持稳定。目前克拉霉素市场规模仍处于增长阶段，贝得药业从事克拉霉素原料药生产经营多年，拥有较为稳定的客户关系及销售渠道。此外，贝得药业已陆续通过欧盟、美国、日本的药品资质认证，未来通过对欧美等发达国家市场的拓展，在稳定销量的基础上其收入规模仍有望取得进一步增长。

拉西地平分散片作为标的公司预测期营业收入及净利润持续增长的重要驱动产品，市场前景广阔，报告期内销售增长趋势未来将得以继续维持，具体如下：

1、抗高血压药物及拉西地平未来发展预期良好

随着全球肥胖和老龄化的趋势，估计全球高血压患病人口将达到 15 亿。目前每年全球范围内高血压导致死亡的人口数达到 750 万，占到每年总死亡人口数的 12.8%。我国是高血压发病大国，高血压患病率一直维持在较高水平。目前，我国高血压患者人数已突破 2.7 亿（《中国心血管病报告（2017）》）。

随着我国经济水平的提高及人民健康养生意识的提高，高血压的知晓率、治疗率也逐渐提高，我国高血压的治疗率从 2002 年的 24.7% 上升至 2012 年的 41.1%，还有较大的提升空间。

因此，受高血压患者人数及治疗率同时上升的影响，抗高血压药物未来发展预期良好。根据米内网统计，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%。

钙离子通道拮抗剂是最主要的抗高血压药物之一，占高血压药物市场份额 30.38%。拉西地平作为第三代钙离子通道拮抗剂中具有独特优势的品种，能够保持 24 小时高质量平稳降压，有效控制清晨血压，有效降低“晨峰现象”，并且对心率影响不大，最终降低心脑血管事件的发生率，对于年龄较大的高血压患者具有更好的适用性。随着药品的更新换代和拉西地平的优势逐步被认识和接受，拉西地平的市场份额将逐步增大。

2、标的公司报告期内拉西地平分散片的盈利水平快速提升，未来将继续保

持续增长趋势

报告期内，标的公司拉西地平分散片的盈利水平变动情况如下：

单位：万元

年度	2018年	2017年	2016年
收入（万元）	4,073.55	1,637.81	272.02
成本（万元）	379.86	217.92	99.42
毛利率	90.68%	86.69%	63.45%

标的公司于 2014 年取得拉西地平分散片药品注册证书，2015 年底开始主要通过代理模式投放市场，陆续获得市场认可。2017 年以来，随着医药销售流通体制改革和“两票制”的逐步推行，标的公司聚焦于“两票制”执行较好的地区，采用投标模式开展产品销售，产品单价及毛利率均有提升。报告期内，标的公司拉西地平分散片销售取得了良好成绩，中标省份及开展销售的医院数量持续增加，销量快速增长。截至报告期末，贝得药业拉西地平分散片在 26 个省份中标，在售的有 24 个省份，根据集中采购平台的查询情况，除福建省及北京市以外覆盖的医院数量达 895 家。

2016 年度、2017 年度及 2018 年度拉西地平分散片分别实现销售收入 272.02 万元、1,637.81 万元及 4,073.55 万元，产品盈利能力快速提升。未来随着标的公司市场推广计划的实施及产品品质取得更加广泛的认可，贝得药业拉西地平分散片产品销售将继续保持增长趋势，成为标的公司重要的利润增长点。

综上所述，标的公司主要产品未来发展预期良好，为实现本次交易业绩承诺提供了保障。

五、主要产品无须开展一致性评价，相关风险不会对标的公司未来实现业绩承诺造成重大不利影响

根据《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《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），开展一致性评价的药品范围为“化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药”。拉西地平分散片作为化学药品新注册分类实施前批准上市的新药，无须开展一致性评价；除拉西地平分散片外，贝得药业的其他制剂产品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。

由于贝得药业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，此两种产品均不属于须开展一致性评价的药品，药品一致性评价的相关风险对标的公司未来实现业绩承诺的影响较小。

此外，尽管除拉西地平分散片外的其他制剂产品销售占比较小，贝得药业在相关规定发布后仍制定了一致性评价的工作计划，积极开展相关工作，将一致性评价的影响降到最低。目前，贝得药业有克拉霉素片、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，克拉霉素片已完成 BE 试验，处于申报阶段，辛伐他汀片已完成工艺验证阶段。从上述产品销售占比来看，即使未来未能通过一致性评价，也不会对本次交易业绩承诺实现情况造成重大不利影响。

综上所述，本次交易业绩承诺具有较强的可实现性。

经核查，独立财务顾问认为，相较于前次评估的预测净利润，本次预测更具有谨慎性和合理性，预测标的公司未来盈利能力具有稳定性，业绩承诺不存在重大不确定性，本次交易作价和业绩承诺的同步调整不存在损害上市公司利益的情形；本次交易业绩承诺可实现性较高。

（本页无正文，为浙商证券股份有限公司《关于深圳证券交易所<关于对浙江向日葵光能科技股份有限公司的重组问询函>的核查意见》之签章页）

财务顾问主办人：

罗云翔

赵 华

浙商证券股份有限公司

2019 年 5 月 21 日