

康芝药业股份有限公司

关于对深圳证券交易所关注函的回复公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

康芝药业股份有限公司（以下简称“康芝药业”或“公司”）于2021年6月23日收到深圳证券交易所创业板公司管理部发出的《关于对康芝药业股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2021〕第270号），公司董事会对此高度重视，及时组织相关人员对《关注函》的相关问题进行认真核查，并对有关问题进行认真分析及回复，具体内容如下：

一、股权出售相关问题

你公司6月18日披露公告称，你公司召开董事会审议通过了关于出售子公司广东康芝医院管理有限公司（以下简称“广东康芝”）的100%股份暨间接出让云南九洲医院有限公司（以下简称“九洲医院”）和昆明和万家妇产医院有限公司（以下简称“和万家医院”）各51%股权的议案，你公司拟以人民币33,966万元出售广东康芝医院管理有限公司90%股权给天津滨海远贤管理咨询中心（有限合伙）（以下简称“滨海远贤”），同时拟以人民币3774万元出售康芝医院公司10%股权给四川锦欣生殖医疗投资管理有限公司。

自2018年并购以来，九洲医院近三年分别实现净利润2431.88万元、3718.77万元、2981.1万元，占你公司近三年合并报表净利润绝对值的比例分别为115.69%、124.14%、149.15%。请你公司说明以下问题：

1. 2018年6月你公司使用超募资金收购九洲医院、和万家医院各51%股权时，评估增值率分别为1160.03%、8139.04%，本次持有九洲医院、和万家医院各51%股权的广东康芝全部股权出售价格与其2020年末所有者权益对比增值率仅为247.30%，远低于并购时增值率。前述医院51%股权并购时评估作价共计32,146万元，此次出售作价37,740万元，较并购时仅增值17.4%，年复合增长率约为5.49%。

（1）请结合并购前后标的公司业绩增长情况、相关体外受精资质等核心资产增值情况、并购以来你公司资本投入情况，并与并购时标的公司增值率及市场近似并购案例增值率等关键指标对比说明你公司此次出售作价的合理性。

公司回复：

1. 并购前后九洲医院及和万家医院（以下简称“标的公司”）业绩情况如下：

单位：万元

项目		2017年	2018年	2019年	2020年
九洲医院	营业收入	15,444.74	20,116.02	20,958.33	19,615.62
	营业利润	919.80	4,205.78	4,734.10	3,788.65
	净利润	728.27	3,521.43	4,019.62	3,162.42
和万家医院	营业收入	4,140.76	6,206.44	7,009.45	6,845.22
	营业利润	-101.00	-301.95	95.86	135.12
	净利润	-89.93	-283.68	58.21	98.04

根据以上数据，2018至2020年，两家医院的营业收入增长比率并不高。

2. 九洲医院及和万家医院包括体外受精资质等核心资产是其开展医疗服务所必备的前提条件，其是否具备价值，均需通过其开展医疗服务取得的经营成果来体现，因此，无法单独计量某种资质的增值幅度。

3. 公司自2018年度并购九洲医院及和万家医院支付给原股东股权转让款外，至今对此两家医院未进行其他资本性投入。

4. 市场近似并购案情况，经沪深两市上市公司信息披露公开数据查询，可供参考上市公司医院并购案例不多，提取参考2020年9月至2021年3月发生的案例作为案例分析，交易价格相对标的账面净资产的增值率如下：

公司名称	交易标的	交易价格	增值率	公告日期
盈康生命 300143	出售长沙盈康医院有限公司 100%股权	4,039.26 万元	1.47%	2021.3.2
绿景控股 000502	出售南宁市明安医院管理有限公司 30%股权	8,564.19 万元	48.02%	2021.4.15
莎普爱思 603168	收购泰州市妇女儿童医院有限公司 100%股权	50,200 万元	278.88%	2020.9.30

本次交易对比近期市场医院并购案例，广东康芝全部股权出售价格与2020年末所有者权益对比增值率为247.30%，增值率与其它上市公司的医院并购近似，总体增值率差异不大，略高部分案例的医院。

5. 并购时标的公司增值率高的说明

公司对标的公司并购前，标的公司基于经营的便利性等因素，未将所有的经营成果集中在标的公司集中反映，因此，公司在对标的公司进行并购时，也充分考虑了相关因素的影响，进行了必要的标的公司经营成果整合，并以历史经营数据为参考，聘请了具有证券期货资格的评估师事务所对标的公司100%股权的价值进行评估，评估结论是采用收益法得出来的，因此，增值幅度会比较明显。

根据以上信息，公司本次出售标的公司股权，综合考虑两家医院的营业收入增长率，同时结合市场并购案例增值率，在 2018 年并购增值的基础上再提升股权价值，因此，增值幅度会比较低，这符合市场规律。因此，此次出售作价具有合理性。

(2) 你公司称此次出售同时参考了中洲资产评估有限公司出具的《公司拟对合并九洲医院股权形成的包含商誉资产组可收回金额资产评估报告》《公司拟对合并和万家医院股权形成的包含商誉资产组可收回金额资产评估报告》的评估结论。前述评估报告明确指出其为商誉减值测试之用，评估对象仅为包含商誉资产组，并非全部权益价值。

请你公司说明此次出售股权以前述商誉减值测试评估结论为基础的合理性，并说明出售价格制定的详细依据及具体过程。

公司回复：

根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》规定，“购买方在购买日应当对合并成本进行分配，按照本准则第十四条的规定确认所取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债。购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉。”

因此，标的公司 100% 股权的价值是由标的公司的各项可辨认资产、负债、或有负债（即构成可辨认净资产）及商誉构成的，所以，标的公司各项可辨认资产、负债及或有负债（即可辨认净资产）均在各会计期间通过年度审计报告对其价值予以确认，而商誉部分，则是通过各会计期间的商誉测试评估报告来确定，因此，上述各项数据构建了公司对持有标的公司的股权价值的参考。

商誉是不可辨认无形资产，因此对于商誉的减值测试需要估算包含商誉资产组的预计未来现金流的现值来间接衡量，采用现金流量折现法确定其可收回金额。现金流量折现法其基本思路是通过估算资产在未来的预期的净现金流量和采用适宜的折现率折算成现时价值的一种方法。

通过评估得出包含商誉资产组的预计未来现金流现值，并与企业包含商誉资产组的账面价值进行比对，用于判断商誉账面价值是否存在减值情况，从而确认商誉金额。

公司于 2018 年 5 月 28 日以现金方式收购广州瑞瓴网络科技有限责任公司

100%股权以间接持有云南九洲医院有限公司 51%股权及昆明和万家妇产医院有限公司 51%股权，资产交易价格 32,130.00 万元。

云南九洲医院有限公司 51%股权于购买日 2018 年 07 月 01 日计算合并成本为 45,033.00 万元，云南九洲医院有限公司可辨认净资产公允价值为 5,672.12 万元，100%股权计算确认商誉金额 39,338.02 万元，相对应 51%股权计算确认商誉金额 20,062.39 万元；昆明和万家医院有限公司 51%股权于购买日 2018 年 07 月 01 日计算 100%股权合并成本为 17,989.86 万元，昆明和万家医院有限公司可辨认净资产公允价值为 830.66 万元，计算确认 100%股权商誉金额为 17,159.20 万元，相对应 51%股权计算确认商誉金额 8,751.19 万元。

九洲医院、和万家医院 2018 年-2020 年近三年相关数据如下：

单位：万元

项目		2018 年	2019 年	2020 年
九洲医院 100%股权	可辨认净资产公允价值	8,073.73	8,792.50	8,773.60
	商誉	39,338.02	39,171.59	39,171.59
和万家医院 100%股权	可辨认净资产公允价值	609.37	519.41	489.16
	商誉	17,159.20	16,977.65	16,977.65
构成 100%股权可辨认净资产公允价值及商誉合计		65,180.32	65,461.15	65,411.99

因此，本次出售股权时，公司结合了 2018 年收购标的公司股权时支付的成本，并以标的公司股权上述可辨认净资产公允价值及商誉两部分价值情况作为参考依据，交易各方在平等谈判磋商的前提下，确定本次交易价格，具有合理性。

2. 此次交易对方之一滨海远贤于 2021 年 5 月 8 日成立，成立至今仅月余，请说明该企业是否专为收购前述标的股权而设立，并请你公司穿透披露该企业股权结构至最终实际控制人，同时说明你公司控股股东、实际控制人、持股 5%以上的股东、董事、监事、高管及其一致行动人、关联方等是否在该企业拥有权益或者在该企业任职。

公司回复：

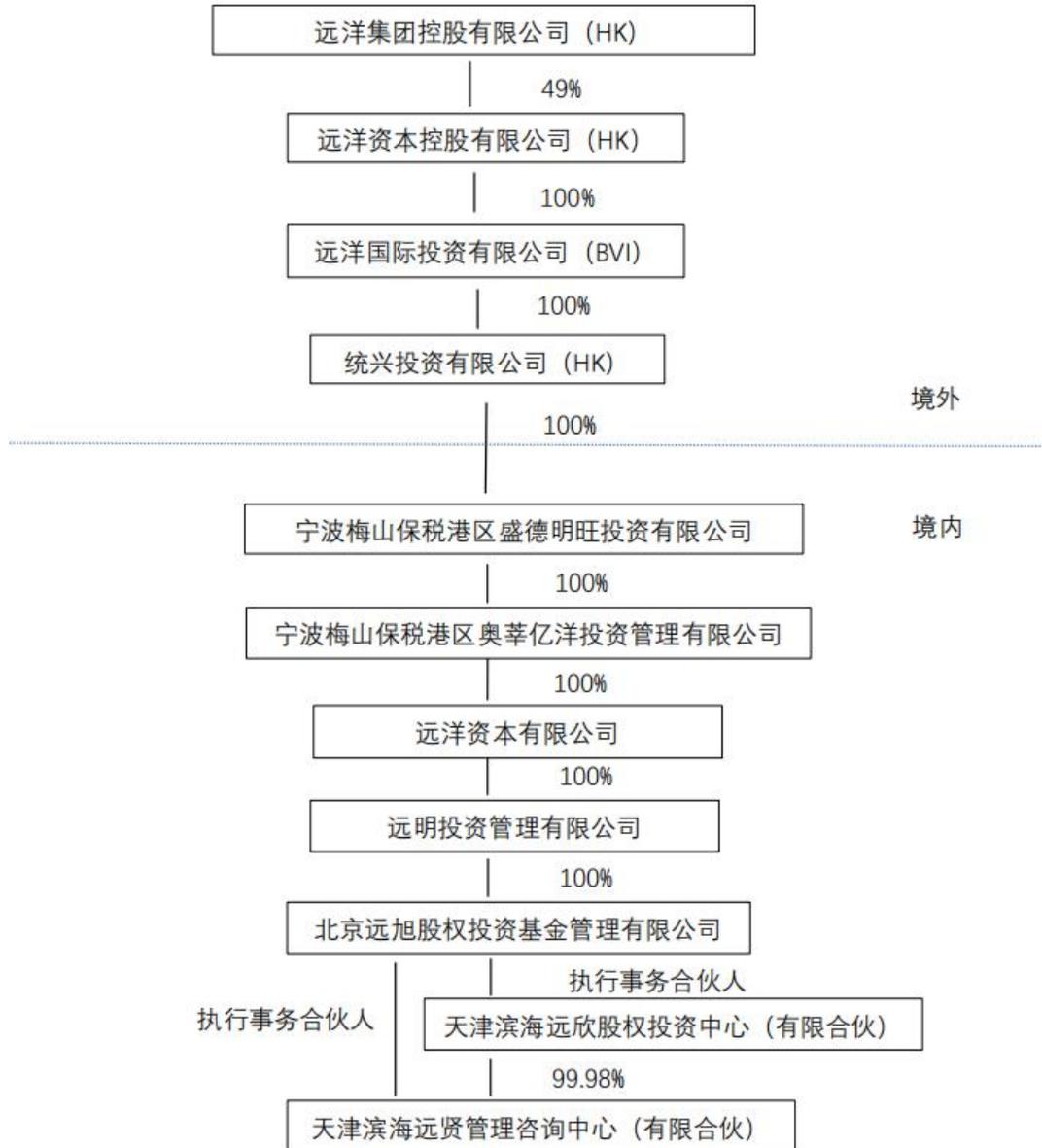
天津滨海远贤管理咨询中心（有限合伙）是为本次收购股权而设立，天津滨海远贤管理咨询中心（有限合伙）（以下简称“滨海远贤”）的普通合伙人为北京远旭股权投资基金管理有限公司（任执行事务合伙人，以下简称“远旭投资”）、信银振华（北京）股权投资基金管理有限公司，有限合伙人为天津滨海远欣股权投资中心（有限合伙）（以下简称“滨海远欣基金”）。滨海远欣基金系远旭投资作为私募基金管理人及执行事务合伙人发行募集的私募股权投资基金，由远旭投资负责基金投资运作管理。

根据合伙人之间关于本合伙企业运作表决机制的一致约定，不存在任何一方可独立对滨海远贤形成控制，滨海远贤不存在实际控制人，滨海远贤的执行事务合伙人及第一大份额持有人滨海远欣基金的执行事务合伙人均为远旭投资，远旭投资穿透第一大股东为远洋集团控股有限公司（以下简称“远洋集团”）。

远旭投资成立于 2013 年 02 月 01 日，法定代表人为王洪辉，注册资本为 11000 万元人民币，统一社会信用代码为 9111000006126494XJ。企业地址位于北京市海淀区翠微路 12 号 20 层 3 单元 2002-06 号，所属行业为商务服务业，经营范围包含：非证券业务的投资管理、咨询。远旭投资为中国证券投资基金业协会登记的私募股权、创业投资基金管理人，登记编码为 P1001846，也是中国保险资产管理协会会员，具体业务涵盖私募股权投资基金、私募股权投资类 FOF 基金、创业投资基金、创业投资类 FOF 基金，远旭投资发行基金 40 余只，管理规模在 100 亿元以上。同时，远旭投资是远洋资本有限公司（以下简称“远洋资本”）的全资子公司，远洋资本是远洋集团子公司，关注大健康、大物流、大数据、大环保、新地产、新金融、新教育等领域的股权投资。

远洋集团创立于 1993 年，并于 2007 年 9 月 28 日在香港联合交易所有限公司主板上市（代码：03377.HK），是恒生指数成分股之一，远洋集团主要股东为中国人寿保险（集团）公司（持股比例 29.59%）及大家保险集团有限责任公司（持股比例 29.58%），同时，远洋集团不存在按股权比例、《公司章程》或协议能够控制远洋集团董事会半数以上投票权或股东大会半数以上表决权的股东，据此，远洋集团无实际控制人。

本合伙企业的股权结构如下：



经核实，公司控股股东、实际控制人、持股 5%以上的股东、董事、监事、高管及其一致行动人、关联方等未在交易对方滨海远贤拥有任何权益，也未在其企业任职，在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面不存在关联关系，亦不存在其他可能或已经造成上市公司对其利益倾斜的其他关系。

3. 你公司称为使本次交易顺利进行，公司对本次交易的转让方在股权转让协议项下的义务提供连带保证担保，请详细说明本次担保可能触及的具体担保义务。

公司回复：

因广东康芝医院管理有限公司的持股方均为公司的全资子公司，为了使本次交易顺利进行，公司对本次交易的转让方即公司全资子公司中山爱护日用品有限公司、河北康芝制药有限公司及广东元宁制药有限公司在股权转让协议项下的义务提

供连带保证担保。根据附条件生效的股权转让协议内容，本次担保触及的主要具体担保义务如下：

1. 担保自本附条件生效的股权转让协议署签日至交割日期间（“过渡期”），转让方应妥善行使对目标集团的股东/投资权益，在康芝药业控制范围内不得作出任何损害目标集团及/或投资人权利/利益、或对目标集团资产/业务/财务/税务/法律合规等状况造成不利影响的行为，确保不存在导致本协议发生违约事件、或者导致本协议实质上无法继续履行、或者导致本协议项下转让方陈述和保证出现虚假、误导或重大遗漏的行为。

2. 担保过渡期内，转让方应促使目标集团在所有重大方面正常延续经营和管理，目标集团的资产、业务、财务、税务、法律合规等状况不发生重大不利变化，且未经投资人事先书面同意或本协议另有约定，转让方不得以股东身份及/或通过其向目标集团提名/委派的董事或其他人员及/或前述主体对目标集团相关事项的决策权/用印权、以作为或不作为的方式要求或促使或允许目标集团发生协议中所列的任一情形（为免疑义，转让方就目标公司发生如下情形时的义务和责任不受限于前述具体行为方式）。

3. 因康芝药业持股期间被证明存在违法行为造成的股权回购承担连带担保责任，具体协调条款如下：

在康芝药业持股控制管理期间的云南九洲医院有限责任公司和昆明和万家妇产医院有限公司经营活动若存在重大违法违规行为导致目标医院人类辅助生殖技术资质在下一校验前被注销、吊销或未能通过校验的，但因交易对手投资人在过渡期及交割日后要求目标医院作为或不作为、或者目标医院在交割日后的经营活动、或者法律法规或政策变化而导致校验未通过的，视为豁免情形；交易对手投资人有权要求转让方在 180 日内回购投资人直接或间接持有的全部或者部分目标公司及/或目标医院股权。

4. 担保附条件生效的股权转让协议中转让方确认及承诺的内容能履行。

5. 根据附条件生效的股权转让协议内容，为协议约定的其他义务提供连带保证担保。

6. 本次担保金额不超过交易金额，担保方式为连带保证担保，担保期间自股东大会审议通过之日起，至出让方在附条件生效股权转让协议项下义务和责任履行完毕为止。

4. 请结合拟出售资产近三年净利润占公司净利润的比重超过 100%的情况，说明此次出售相关资产对你公司持续经营能力及业绩是否带来不利影响，并进行充分的风险提示。

公司回复：

1. 本次康芝药业通过出让医院股权合作为契机，与锦欣集团签署了《康芝药业股份有限公司与锦欣生殖医疗集团有限公司战略合作框架协议》，将继续对生殖医学领域进行区域布局整合及寻找新的战略机会，未来考虑重点战略布局海南自贸港和华南医疗核心区域，如广州等珠三角地区；同时探讨协助锦欣生殖医疗集团有限公司进行辅助生殖药品耗材的技术引进与委托生产加工合作，共同打造医疗服务产业基地，这样双方可以充分发挥各自特长，以进一步提升公司整体运营效率和服务价值，降低运营成本，实现资源合作、优势互补、共同发展。

2. 本次医院股权出售将获得股权转让投资溢价收益，增加公司可用现金储备，降低公司资产负债率。

3. 公司依托海南自贸港政策优势，下一步计划将通过定向增发进一步提升公司核心竞争力，通过建设海南国际高端妇产医院、实施海南母婴健康综合运营体建设项目、建设海南(国际)医疗防护生产基地等项目抓住行业发展机遇，为公司业务快速发展提供支持。

综上所述，本次出售相关资产，可以达到整合及优化现有资源配置，调整生殖医疗服务的区域布局，增加运营资金，从而提升上市公司整体竞争力。本次交易符合公司长远发展规划，本次交易遵循公开、公正、公平、合理的原则进行，不存在损害公司及股东特别是中小股东利益的情形，本次交易不会影响公司的独立性，也不会对公司持续经营能力及业绩带来不利影响。

4. 在交易过程，可能存在如下风险，敬请广大投资者注意投资风险：

(1) 交易对方未能按协议要求及时支付价款导致交易失败的风险。

(2) 交易过户后，因各种原因，存在第三期价款支付困难等风险。

(3) 达到附条件生效的股权转让协议的相关条件时，交易对手要求转让方在 180 日内回购投资人直接或间接持有的全部或者部分目标公司及/或目标医院股权的风险。

(4) 股权过户等相关手续未能顺利办理的风险。

二、业绩承诺相关问题

我部于2021年6月10日就你公司子公司中山爱护用品有限公司(以下简称“中山爱护”)业绩承诺调整事项向你公司发出了关注函(创业板关注函〔2021〕第253号),请你公司补充说明以下问题:

5. 中山爱护变更前后承诺净利润总额均为17,215.6万元,原业绩承诺约定2018、2019、2020三年业绩承诺总额累计为8308.79万元,若未完成业绩承诺,则采用股权回购或现金补偿的方式补偿其差额,2021年、2022年净利润分别不低于4170.38万元、4736.43万元;

变更后方案则承诺2018、2019、2021、2022、2023五年累计净利润不低于17,215.6万元,将业绩承诺兑现时间推迟至中山爱护2023年审计报告出具后。请你公司说明变更后业绩承诺是否考虑资金的时间价值及风险溢价,是否存在降低业绩承诺实现难度的情形,是否符合《上市公司监管指引第4号》的规定。

公司回复:

原业绩承诺金额的确定是根据并购时点中山爱护的经营基本面和评估数据所作出的,符合并购时中山爱护未来的发展趋势和业绩预测。并购交割期间,公司已计划对中山爱护进行产品升级和销售结构调整,调整期为6至8个月时间,调整期间业绩表现预计将出现较大波动,因此公司才与业绩承诺方宏氏投资协商原业绩承诺为三年合并计算。该项工作已于2018年末开展,根据当时的预计,其成效将在2019年底开始体现。但由于2020年新冠疫情的不利影响,在疫情冲击下,行业普遍出现了产品滞销、降价清理库存等恶性竞争行为,同时下游客户的订货也被迫中断了一定的时间,中山爱护的调整策略实施成效大受冲击。因此,中山爱护原拟定的产品升级策略和新客户、新渠道的开发工作,在2020年疫情冲击下难以继续推进,公司整体的经营策略和销售渠道被迫进入新的调整期。

根据以上背景,公司认为2020年中山爱护经历了新冠疫情影响带来的阵痛期,新的经营策略调整于2021年初完成,仍需要一定的培育期才能显现调整的成效。此外,全球疫情防控形式目前仍较为严峻,国外输入式感染仍旧多发,对快消日化行业的不利影响尚未完全消除。因此,基于并购时点中山爱护的经营基本面所作出的业绩承诺从目前的时点来看已不具备逻辑基础。

据此,经对中山爱护的充分评估及与业绩承诺方宏氏投资的充分协商,公司对原业绩承诺作出了前述调整,对2018、2019、2021、2022、2023五个业绩承诺年度累计净利润数进行了合并业绩对赌,新业绩承诺金额的确定过程如下:

①原业绩承诺是将 2018、2019、2020 三年累计净利润数进行合并计算，承诺金额为 8308.79 万元。中山爱护 2018 年、2019 年未受新冠疫情影响，其经营业绩已发生且不可改变，因此调整后新的业绩承诺金额对于 2018、2019 年的部分应与原承诺保持一致。而 2020 年中山爱护受到新冠疫情的冲击，本次调整将原承诺于 2020 年实现的净利润顺延至 2021 年，由于 2020 年疫情对中山爱护的影响难以准确量化，同时考虑到前述的交易背景，原业绩承诺是 2018、2019、2020 三年进行合并计算的，难以分解。因此，经充分考量，调整后的承诺累计净利润数总额构成中，2018、2019、2021 三个年度承诺净利润数与原承诺维持一致。

②在原业绩承诺作出之后，宏氏投资追加了 2021、2022 两年的业绩承诺，该两年承诺为分别计算，其承诺净利润数的确定是基于在并购时点对中山爱护未来业绩的预测。由于中山爱护 2020 年受新冠疫情影响，被迫重新对经营策略和销售结构进行调整，因此原追加承诺的金额已不具备逻辑基础。而疫情发生后经营策略的调整难以准确量化为对净利润数的影响，所以对该两年承诺期新的承诺金额也不具备测算的基础。经综合考量，原追加承诺年度 2021、2022 分别顺延一年后，考虑到疫情发生后的经营策略调整措施带来的业绩提升仍需要一定的时间，因此本次方案调整后该两年的业绩承诺金额未进行调减，仍与原追加承诺维持一致，从业绩可实现性的角度考虑，在一定程度上可反映资金的时间成本及风险溢价。

综上所述，变更后的业绩承诺未存在降低业绩承诺实现难度的情形，本次业绩承诺方案变更是由于受新冠疫情的不可抗力影响所作出的，是用新的承诺替代原有承诺，该事项已提请股东大会进行审议通过，承诺相关方及关联方已回避表决，独立董事及监事会已对本次调整方案发表明确意见，调整事项合法合规，有利于保护上市公司及中小投资者利益，符合《上市公司监管指引第 4 号》的规定。

6. 你公司在前次关注函回函（以下简称“回函”）中称，中山爱护并购时采用收益法评估，企业提供了经其盖章确认的收益预测数据。

请结合中山爱护历史经营情况、截至并购时点在手订单情况、并购以来各年度实际经营情况等详细说明评估预测是否审慎合理，同时详细说明实际经营业绩与预测业绩差异较大的原因，并请评估师说明中山爱护收入增长率等收益预测关键数据是否仅依赖企业提供的收益预测，若是，请说明其评估过程是否审慎、合规，若否，请说明收入增长率、利润率、折现率等关键参数确认的具体依据。

公司回复：

1、并购时点中山爱护近三年及评估基准日历史经营状况

单位：万元

项 目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 3 月 31 日
营业收入	16,045.61	15,848.98	18,791.34	6,240.76
营业利润	-94.41	-2,133.72	101.44	693.52
净利润	-29.12	-2,118.44	534.08	531.83
总资产	8,221.07	13,613.00	15,601.90	16,736.86
净资产	608.92	-1,571.49	55.51	3,342.34
审计机构名称	未经审计	未经审计	中审众环会计师事务所 （特殊普通合伙）	中审众环会计师事务所 （特殊普通合伙）
审计报告文号			众环审字 [2018]170058 号	众环审字 [2018]170058 号

2、中山爱护截至并购时点在手订单情况

根据中山爱护提供的截止评估基准日 2018 年 3 月 31 日在手订单，公司 2018 年 1-3 月完成销售收入 6,012.32 万元，2018 年 1-6 月完成销售收入 12,616.37 万元；评估基准日公司在手订单具体情况如下：

单元：元

渠道	2016. 1-12	2017 年 1-12 月	2018 年 1-3 月	2018 年 1-6 月
婴童渠道	77,521,202.61	97,984,808.71	39,798,271.41	79,178,819.68
中小卖场	11,566,607.07	15,640,213.04	3,584,262.84	5,540,204.00
KA 卖场	24,002,512.04	21,009,578.59	3,542,770.26	10,307,122.29
电子商务	16,332,854.89	36,869,563.82	10,408,328.96	24,957,253.69
直营婴童 连锁	6,812,355.82	6,199,707.44	1,270,654.25	2,896,250.78
海外	3,752,963.06	4,163,475.01	1,434,707.50	2,832,228.10
其他	449,834.78	1,559,723.35	84,254.36	451,853.62
合计	140,438,330.27	183,427,069.96	60,123,249.58	126,163,732.16

由以上数据可知，首先，公司历史年度 2017 年、2018 年 1-3 月经审计的销售收入分别为 18,791.34 万元、6,240.76 万元，经审计的净利润分别为 534.08 万元、531.83 万元；其次，经取得企业提供的截至评估基准日在手订单，2018 年 1-3 月

在手订单完成销售收入 6,012.32 万元；再次，根据企业管理层根据其在手订单预计 2018 年全年预测可完成销售收入 24,033.16 万元，而 2018 年实际销售收入为 23,799.67 万元，几乎达到当年预测数据。

另外，中山爱护在手订单于 2018 年 1-6 月预计完成销售收入 12,616.37 万元（未经审计）；并根据取得的行业资料，2013 年我国洗发洗浴市场较 2000 年分别增长了 246.67%和 337.88%，年平均增长率超过 80%；护肤品市场 2013 年中国护肤品销售额达到 1,314 亿元，是我国洗护产品市场中重要领域之一。中国护肤品市场发展潜力巨大，其中女性护肤品市场规模未来将保持持续增长，儿童护肤品、男性护肤品和中老年护肤品等新兴市场虽处于起步阶段，但未来发展前景同样广阔。据统计，2004 至 2013 年我国护肤品市场的销售额复合增长率为 14.50%。另根据三胜咨询披露，2015-2017 年我国婴幼儿洗护用品行业市场规模分别为 57.6 亿元、70.2 亿元、86.3 亿元，年平均增长率 22.40%；该机构预测 2018-2023 年我国婴幼儿洗护用品行业市场规模将由 108.53 亿元增加至 293.33 亿元，年复合增长率达 22%。

综上分析，中山爱护 2018 年度销售收入预测为 24,033.16 万元，2019-2022 年销售收入增长率处于 10%-25%，收益预测基本上是审慎合理的。

3. 中山爱护实际经营业绩与预测业绩差异较大的原因

2018 年 7 月，为了推进公司儿童大健康产业战略布局，公司收购中山爱护，并开始对中山爱护的销售、市场、研发及人员等进行相应的整合及调整，以为未来完成业绩承诺提前做好相关的准备。但是由于公司与中山爱护在所属行业等方面存在差异，各项整合工作的进度和效果未达到公司预期效果，公司与中山爱护协同效应也未能有效地发挥，2018 年度在销售收入上虽然跟预测数相关不大，但是净利润未达预期，从而导致 2018 年度及 2019 年初业绩未达公司预期目标。

2019 年，为了改变公司接手中山爱护后的现状，公司高薪从国外请来日用品高端管理人才加入中山爱护，以寻找管理及业绩等突破口。但是经过一段时间后发现，新请来的总经理其国外日用品的销售理念及策略并不适合国内市场，2019 年度销售还是能起色，2019 年度目标还是未能完成。

考虑到 2020 年度业绩承诺期将近，而中山爱护自收购以来，因公司整合等多项原因，2018-2019 年合计业绩离承诺业绩已相差较大，2019 年底至 2020 年 1 月，公司开始对中山爱护制定各项产品研发战略和市场营销计划，同时利用公司具有 GMP 标准的生产车间，计划发展 OEM 代工业务，并拟与迪士尼、Dermacode 等知名

品牌洽谈合作。但是由于受 2020 年年初爆发的新冠疫情不可抗力影响，全国性的出行管制和停工停产等防疫措施的限制，社会大量工厂暂停运营，工人无法返工，物流受限，原辅料无法正常供量，从而导致中山爱护原计划 2020 年加大研究及销售推广，力争实施经营目标已无法实施，从而直接导致中山爱护无法完成业绩承诺。

综上所述，中山爱护实际经营业绩与预测业绩差异较大的主要原因为收购后进行市场调整，调整前期未达市场预期及后期又受疫情等综合因素影响。

评估师回复：

中山爱护收入增长率等收益预测关键数据并非仅依赖企业提供的收益预测。评估人员在项目执行过程中，不仅取得了企业提供的收益预测，同时获取一年一期审计报告、截至评估基准日在手订单、了解期后完成情况（2018.6.30 未审报表）、了解行业发展状况，综合分析后确定收入增长率等收益预测关键数据。

（1）中山爱护收入增长率、利润率、折现率等关键参数确认的具体依据

1) 收入增长率确认依据

公司历史年度 2016 年、2017 年收入增长率分别为-1.23%、18.56%，从数据上看，2017 年度收入较上年大幅回升，2018 年中山爱护根据市场销售情况，对公司的营销策略进行了适当调整，包括开发新客户、放开电商销售平台增长、打造终端门店、优化 KA（关键客户）渠道、优化品类结构等等措施，管理层调整销售目标在 2017 年的基础上有所增加。同时根据取得的截至评估基准日在手订单，截至评估报告日企业实际完成情况，结合国家宏观经济形势、分析行业发展情况及趋势包括“全面二胎”政策的实施等。确定 2018-2022 年收入增长率为 27.89%-10%。

总结公司收入增长率确认依据如下：A. 公司 2017 年度、2018 年 3 月 31 日经审计收入、B. 企业管理层提供的收益预测、C. 截至评估基准日企业取得的在手订单、D. 截至评估报告日企业实际完成情况（2018.6.30 财务未经审计报表）、E. 行业发展情况。

2) 利润率确认依据

① 毛利率

公司 2015 年—2018 年 3 月毛利率分别为 38.44%、37.94%、39.46%、40.85%，整体看来毛利率变动不大呈小幅上升趋势；预测期 2018 年 4-12 月至 2022 年毛利率为 39.50%-40.99%。经获取同行业上市公司 2015 年—2018 年 3 月毛利率分别为 37.51%、37.85%、38.46%、40.46%，显示近年毛利率亦呈较明显上升趋势。

公司营业成本主要由直接材料、直接人工、制造费用等构成，预测期直接人工主要根据公司提供的未来经营所需的员工数量，考虑一定的薪酬涨幅为预测依据；制造费用中的折旧费和摊销费用按中山爱护执行的会计制度折旧摊销政策为预测依据；除直接人工、折旧费、摊销费用外，其他成本项均与营业收入相关，以其近期各项成本占营业收入比例为预测依据。

② 营业费用、管理费用率

公司 2015 年—2018 年 3 月营业、管理费用率分别为 37.97%、50.06%、35.63%、28.17%，整体看来呈明显下降趋势，表明公司在费用控制方面的能力逐渐增强。预测期 2018 年 4-12 月至 2022 年营业、管理费用率为 30.24%-27.61%。经获取同行业上市公司 2015 年—2018 年 3 月营业、管理费用率，分别为 28.75%、29.50%、29.20%、28.69%，显示近年营业、管理费用率亦呈较明显下降趋势。

营业、管理费用中固定费用如折旧、摊销按企业会计政策为预测依据，可变费用工资以公司提供的相关部门人员的数量，考虑一定的工资涨幅为预测依据，其他办公费、管理费、水电费、仓储费等因其与主营业务收入正相关，按照近期各费用占收入的比例为预测依据。

③ 利润率

公司 2015 年—2018 年 3 月净利润率分别为-0.18%、-13.37%、2.84%、8.52%，近年净利润率呈大幅上升趋势，预测期净利润率在上述毛利率、营业、管理费用率等预测的基础上，得出净利润率为 7.03%-10.06%。经获取同行业上市公司 2015 年—2018 年 3 月净利润率，分别为 8.65%、7.37%、7.14%、9.17%，显示近年净利润率呈较明显上升趋势，尤其 2018 年一季度，上升幅度较大达 28.54%。

3) 折现率确认依据

本次收购折现率采用加权平均资本成本（WACC）作为自由现金流量的折现率。公式如下：

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times Re + \left(\frac{D}{V}\right) \times (1 - T) \times Rd$$

① 股东权益资本成本 Re

$$R_e = R_f + \beta_e (R_m - R_f) + \alpha$$

对于该资本资产定价模型公式中涉及的各项参数下面分别说明确认具体依据。

A. 无风险报酬率

选择当前中、长期国债利率作为无风险收益率，即选取了在交易所交易的，按年付息、且剩余年限在 5 年以上的中、长期记账式国债于 2018 年 3 月 31 日（即评估基准日）到期收益率平均值 3.68%，即 $R_f=3.68\%$ 。

B. 公司系统风险系数 β_e

β_e 为衡量公司系统风险的指标。本次评估，中山爱护公司属于日用化学产品行业，评估师通过同花顺咨询软件查询了相关及相似行业股票的原始贝塔值，最终选择了拟合度较高的 5 只股票作为行业样本，进行贝塔值测算。为了更加准确地反映企业所处行业的风险水平，资产评估专业人员需要对所观察到的公司股票的贝塔值进行调整，以便确定企业在无杠杆情况下的风险系数 β_u 。具体调整方法如下：

$$\beta_u = \beta_e \times \frac{E}{E + D(1 - T)}$$

D/E 为可比上市公司付息债务与企业股权价值的比，5 家上市公司的计算结果如下表：

序号	证券代码	证券简称	D	E	D/E	Beta	所得税税率[年度]2017	修正 BETA
1	600315.S H	上海家化	0.04	268.98	0.01%	0.1025	15%	0.1025
2	603605.S H	珀莱雅	1.93	53.11	3.63%	0.0000	15%	-
3	603630.S H	拉芳家化	-	36.26	0.00%	1.3141	15%	1.3141
4	002094.S Z	青岛金王	9.42	80.90	11.64%	0.7574	15%	0.6892
5	002919.S Z	名臣健康	-	24.66	0.00%	0.0000	15%	-
		平均			3.06%			0.4212

数据来源：IFind 资讯

最终，资产评估专业人员将 5 家代表相关行业的企业贝塔值求平均得出行业的无杠杆权益贝塔值 0.4212。经计算本次所用的企业贝塔值为 0.4322。

C. 市场风险溢价 ($R_m - R_f$)

($R_m - R_f$) 为市场风险溢价，即通常指股市指数平均收益率超过平均无风险收益率（通常指中长期国债收益率）的部分。根据我公司综合研究的结果，目前对国内的市场风险溢价采用 6.55%。

D. 特定风险调整系数 α

企业的特定风险表现为四个方面，即：技术风险、市场风险、资金风险、管理风险。资产评估专业人员经综合分析，特定风险取 5%。

E. R_e 的确定

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta e (R_m - R_f) + \alpha \\ &= 3.68\% + 0.4322 \times 6.55\% + 5\% \\ &= 11.51\% \end{aligned}$$

② 债务成本 R_d

债务成本以企业长期借款合同利率 5.4625% 为确认依据。

③ 折现率的确定

根据以上数据测算结果，计算 WACC 为：

$$\begin{aligned} WACC &= \left(\frac{1}{1 + D/E} \right) \times R_e + \left(\frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times R_d \\ &= 11.31\% \end{aligned}$$

7. 2018 年、2019 年中山爱护实现净利润仅占预测净利润的 5.4%、-27.55%，远不及预期。回函中称，由于自 2018 年下半年开始产品升级，预计升级后产品价格空间有 10% 至 15% 的提升，新旧产品切换过程中销量短期下滑，但预计 2020 年新产品实施后将为公司带来较好收益。请结合中山爱护业绩承诺及历史业绩情况，说明即使中山爱护 2020 年未受疫情影响，销售价格实现 10% 至 15% 的提升，是否足以完成业绩承诺，并说明你公司称中山爱护未能达成 2018 至 2020 年业绩承诺主要受疫情影响是否合理。

公司回复：

根据原业绩承诺约定，中山爱护 2018、2019、2020 三年累计实现净利润应不低于 8308.79 万元，如三年累计实现净利润低于承诺净利润数的 50%，则业绩承诺方需履行股权回购义务，如三年累计实现净利润低于承诺净利润数但大于承诺净利润数的 50%，则业绩承诺方需对上市公司进行现金补偿。根据经审计的中山爱护 2018、2019、2020 的业绩情况，中山爱护三年累计实现净利润为 -1,421.09 万元，不达承诺。

2018 年完成并购后，中山爱护进行了产品升级销售和市场渠道拓展，对包括婴童洗衣液、沐浴露、沐浴洗发露等重点拳头产品进行了产品升级，在此基础上，

产品定位的调整对原有的销售渠道和市场布局提出了新要求,因此中山爱护主动调整了一批市场渠道,重点投入至一二线区域的高端市场以及专业化更突出的大型连锁婴童店。该项调整需要一定时期的市场推广期和产品宣导期。

与此同时,产品的升级和推出使原有老品面临逐步退出,因此,中山爱护主动加大了对线上渠道的资源倾斜,借助线上电商平台,对部分老品进行大规模的库存清理。当年度前五大客户中,线上电商渠道销售额为4815.49万元,较2017年增加2369.72万元,同比增长96.9%。借助此举,中山爱护可利用老品物美价廉的优势,尝试布局近年来发展迅速的线上渠道市场,培育一定数量的品牌拥护者,以提升品牌知名度,为未来升级产品在线上渠道的推出打下基础。

由于T4系列产品的市场推广仍需一定的培育期,而线上渠道大规模发力的主打产品为毛利较低的老品,因此中山爱护2018年业绩仅微利。市场渠道的拓展工作以及线上电商平台的搭建在2019年末陆续完成。根据中山爱护的内部预测,T4系列产品的推出可带来10%-15%的毛利提升,将进一步增厚公司的业绩,2020年如线下渠道销售规模恢复至2018年的水平,结合同期的费用、成本等各项发生情况,预计仅线下渠道可为中山爱护带来约4000万元的净利润。与此同时,2018、2019年对线上渠道的投入已取得积极成效,品牌的知名度和影响力得到提升,根据原有规划,2020年高端化、轻便化的T5系列新品推出后,可首批面向线上渠道销售,更好地契合母婴商品网购的潮流,且其相对更高的毛利也将为公司贡献一定的业绩。

综合来看,在未发生疫情的影响下,中山爱护2020年经营业绩将会有极大的提升,该提升符合管理层在经营策略调整前的判断,其预测是相对合理的。同时,结合对2020年线上线下渠道的销售情况预测情况,中山爱护三年累计的净利润数至少可达承诺净利润数的50%以上,即可免于履行股权回购义务。因此,2020年新冠疫情的爆发客观上对中山爱护的经营业绩造成了重大不利影响,也对原业绩承诺的性质造成了较大的影响。

8. 回函中称,中山爱护与迪士尼和 Democode 的合作期限为长期合作,请说明中山爱护是否与前述两家公司签订长期合作协议,若是,请列示主要合作条款,若否,请说明你公司做出此判断的依据;并结合近三年中山爱护与迪士尼、Democode 合作产生的营业收入占中山爱护各年度整体营业收入的比例等,说明与其合作近期是否会对中山爱护整体业绩产生重大影响。

公司回复：

1.中山爱护与迪士尼的品牌授权方中山联众签订了产品采购框架协议（2019年版），协议主要合作条款如下：

（1）1.2 双方同意，在本协议有效期限内，乙方按照本协议约定的条款和条件及本协议项下的订单向甲方提供日化产品（以下称"货物"）。乙方提供的前述货物由乙方进行设计生产，并使用甲方已获得授权使用的商标： UME 联众、出奇蛋，及授权使用商标： Disney、迪士尼、奥飞，具体使用图样以甲方获得迪士尼官方确认并向乙方提供的图样为准。

（2）1.4 本协议约定双方在协议有效期内建立合作之基本原则，甲方采购货物的具体数量、规格、型号、具体质量标准、材质要求、交付日期、地点、价格等根据双方在本协议有效期内另行签署的订单确定。

（3）2.1 在本框架协议有效期内，甲方于有采购需求时，向乙方发出采购订单。

（4）2.2 甲方每次发出采购订单前，将会以电子邮件或其他形式通知乙方其具有采购意向，并会要求乙方按照甲方采购意向的要求向甲方或甲方指定的第三方提供货物的样品（即：货物的确认样），在甲方获得迪士尼官方确认样品审批后，向乙方发送正式的采购订单。

（5）3.4 由乙方负责将货物运输至甲方指定地点，并须随附该批货物的检验报告，否则甲方有权利拒收;货物须经甲方检验合格后电脑录进仓单后视为交付，若在运往甲方途中的任何损失都由乙方承担。

因中山爱护与中山联众的合作方式主要为订单采购，是以中山联众根据市场需求情况实时动态地向中山爱护发出采购订单地形式来进行的，该项合作仅为产品代工生产，历史发生额也较小，因此，基于友好互信的合作默契，2019年度的合作协议到期后，双方未重新签订下一年度的合作框架协议，而是以订单来代替。

2.中山爱护未与 democode 的品牌代理方上海茜茜签订长期合作协议，该项合作是以订单的形式来进行的。中山爱护与该公司的合作由来已久，且中山爱护拥有大规模生产该合作产品的能力，并已对该合作产品进行了国家药监局化妆品备案。双方合作以来未发生产品质量问题，双方合作的信任度较深，因此公司认为该产品的合作及产品代理加工业务将持续开展，该项合作是长期合作。

中山爱护与迪士尼品牌授权方中山联众的合作于 2019 年开始，2019 年销售额为 282,091.26 元，占当年营收比例为 0.19%，2020 年销售额为 94,459.07 元，占当

年营收比例为 0.07%。中山爱护与上海茜茜的合作于 2017 年开始，2017 年销售额为 207,990.00 元，占当年营收比例为 0.06%，2018 年销售额为 135,270.00 元，占当年营收比例为 0.08%，2019 年销售额为 123,768.00 元，占当年营收比例为 0.26%，2020 年销售额为 337,888.00 元，占当年营收比例为 0.07%。

中山爱护已和上述国际品牌及其授权商或委托方具备连续多年的友好合作关系，合作方式稳定，采购方主要采取按需下单、或不定期进行订单采购等合作方式，中山爱护拥有自有高标准的生产车间，具备较强的接单能力，合作前景良好。但考虑到目前该业务仍为代理加工业务，毛利率相对自营产品而言较低，中山爱护与上述国际品牌及其授权商或委托方的合作尚须大力拓展合作规模，加大合作力度，因此，预计近期暂不会对中山爱护整体业绩产生重大影响。

9. 回函中称，中山爱护氨基酸系列产品已完成开发工作，预计 6 月底推出上市，已有部分意向客户，在具体筹商详细的订单安排，除氨基酸系列以外的产品，正处于产品开发完善阶段。请说明截至本次回函氨基酸系列产品是否已推出上市，是否与意向客户签订合同或订单，如有，请列示其金额及收款条件并报备相关合同或订单，并说明截至本次回函日期其他产品开发完善情况，结合前述情况说明“年销售额可达 1.13 亿元”的可实现性。

公司回复：

截至本次回函，氨基酸系列产品推出上市的前期筹划工作已全部完成，客户政策、产品宣导材料已制定完毕，正式的产品招商手册于 6 月 26 日开始对外发出。目前，生产工厂正在大批量进行生产备货，待各批次的产品陆续出厂后，即可大规模地向市场推出。

目前氨基酸系列主要面向线下渠道销售，目标客户分为中小母婴店和大型 KA 或婴童连锁店两种类型。根据以往的合作惯例，中小婴童店以订单式采购为主，按需不定时向中山爱护发出订单需求。截止至本次回函日，中山爱护氨基酸系列产品已确认了部分中小婴童店客户的首批订单，此外，另有全国五个大区共 29 个客户已确认了首批采购意向，随着招商工作的持续推进，预计确认的订单情况将持续增加。各销售区域部分已确认的销售订单列示如下：

单位：元

客户名称	所属区域	存货名称	订单金额	收款条件
------	------	------	------	------

			(含税)	
沙依巴克区 *****孕婴用品 店	西北大区	氨基酸系列	174,834.0	先款后货
郑州**医疗器械 有限公司	华北大区	氨基酸系列	58,413.6	先款后货
宁德市蕉城区 *****日用品经 营部	华东大区	氨基酸系列	32,086.8	先款后货
安徽****儿童用 品有限公司	华东大区	氨基酸系列	29206.80	先款后货
柳州**商务服务 有限公司	西南大区	氨基酸系列	60141.60	先款后货
武汉****商贸有 限公司	华中大区	氨基酸系列	104900.40	先款后货
贵州**商贸有限 公司	西南大区	氨基酸系列	60141.60	先款后货

对于大型 KA 或全国性连锁婴童店而言，对于新品的上架，这类客户有着较长的供应商审核流程，由于氨基酸系列推出不久，中山爱护与这类大型 KA 或全国性连锁婴童店的采购合作仍在进行中，暂未能签订正式的采购合同。

截至本次回函日，其他系列产品已完成产品立项工作，下一步将进行配方调试、包装设计、产品备案、宣传材料制作、工厂备货等工作。根据中山爱护以往经验和产品备案周期，预计将在 2021 年末推出上市。

根据中山爱护线下渠道销售预测模型，2021 年即将推出的主要系列产品或单品的销售额测算公式如下：

- ① 单品单月销售额=预计门店总数*预计单店月销售量*单品出货价
- ② 单品年销售额=单品单月销售额*12*年度递进式开店在营率

其中，部分参数解释如下：

① 预计门店总数：是指新品上市一年内，实际在终端上架此新品的门店总数。本参数的假设包含了中山爱护已合作下游门店的可转化数量及新品推广后将新增

的合作门店潜在数量。目前中山爱护发生过合作的门店数量接近两万家，按照 20% 左右的转化率计算，同时考虑新品推广带来的新合作门店，本项参数假设值确定为 3000 至 5000 之间，具体视各项产品的定位和定价的不同而不同。

②单品出货价：是指中山爱护供货给下游经销商的产品价格。通常为以产品建议零售价乘一定的折扣率来确定。

③年度递进式开店在营率：是指新品在推广的一年中，上架店数随月数的递进而增加，其平均每月在营店数占总店数的比例。例：某新品上市后，以每月铺货 100 家门店的速度，到第十二个月时，共铺货了 1200 家门店，则其 12 个月中，每月的平均在营店数为 600 家，其年度在营率为 50%。根据市场规律，一般快消品的在营率约在 40%-60%，其随产品的吸引力、价格和品牌力、门店影响力等诸多因素波动。该参数的确定结合了市场规律和产品的定位及价格区间，新品系列中，定位最高的进口高端系列售价相对较高，其开店扩张速度相对较慢，因此本参数确定为 40%，其他定位及售价相对低的产品本参数则确定为 50%。

根据以上测算模型，中山爱护 2021 年新品系列销售预测情况表如下，新品年合计销售额预测总额为 113,091,720.00 元，因此公司所述的年销售额可达 1.13 亿元预计是具有一定的可实现性的。

序号	系列名称	产品名称	零售价 (元)	预估每店每月销售 (支/件)	预计门店总数 (家)	单月销售额 (元)	年度递进式开店在营率	年销售额 (元)
1	氨基酸系列	产品一	99	6	5000	1,039,500.00	50%	6,237,000.00
2		产品二	79	3	5000	414,750.00	50%	2,488,500.00
3		产品三	99	3	5000	519,750.00	50%	3,118,500.00
4		产品四	89	6	5000	934,500.00	50%	5,607,000.00
5		产品五	99	6	5000	1,039,500.00	50%	6,237,000.00
6		产品六	99	6	5000	1,039,500.00	50%	6,237,000.00
7		产品七	39	12	5000	819,000.00	50%	4,914,000.00
8		产品八	79	6	5000	829,500.00	50%	4,977,000.00
9	进口高端系列	产品一	80	6	3000	504,000.00	40%	2,419,200.00
10		产品二	138	3	3000	434,700.00	40%	2,086,560.00
11		产品三	138	3	3000	434,700.00	40%	2,086,560.00
12		产品四	138	3	3000	434,700.00	40%	2,086,560.00
13		产品五	198	3	3000	623,700.00	40%	2,993,760.00
14		产品六	128	6	3000	806,400.00	40%	3,870,720.00

15		产品七	138	6	3000	869,400.00	40%	4,173,120.00
16		产品八	128	6	3000	806,400.00	40%	3,870,720.00
17		产品九	28	12	3000	352,800.00	40%	1,693,440.00
18		产品十	108	3	3000	340,200.00	40%	1,632,960.00
19		产品十一	118	6	3000	743,400.00	40%	3,568,320.00
20	麦卡 卢蜂 蜜系 列	产品一	129	3	4000	541,800.00	50%	3,250,800.00
21		产品二	99	3	4000	415,800.00	50%	2,494,800.00
22		产品三	119	3	4000	499,800.00	50%	2,998,800.00
23		产品四	79	3	4000	331,800.00	50%	1,990,800.00
24		产品五	69	3	4000	289,800.00	50%	1,738,800.00
25		产品六	109	6	4000	915,600.00	50%	5,493,600.00
26		产品七	119	3	4000	499,800.00	50%	2,998,800.00
27		产品八	119	3	4000	499,800.00	50%	2,998,800.00
28		产品九	89	6	4000	747,600.00	50%	4,485,600.00
29		产品十	69	3	4000	289,800.00	50%	1,738,800.00
30	其他 单品	产品一	39.9	6	4000	335,160.00	50%	2,010,960.00
31		产品二	69.9	3	4000	293,580.00	50%	1,761,480.00
32		产品三	59.9	6	4000	503,160.00	50%	3,018,960.00
33		产品四	128	2	4000	358,400.00	50%	2,150,400.00
34		产品五	50	2	4000	140,000.00	50%	840,000.00
35		产品六	168	2	4000	470,400.00	50%	2,822,400.00
合计年销售额（元）								113,091,720.00

特此公告。

康芝药业股份有限公司

董 事 会

2021年6月30日