

北京中天和资产评估有限公司关于南京药石科技股份有限公司 申请向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函的回复

深圳证券交易所：

贵所 2021 年 9 月 17 日下发的《关于南京药石科技股份有限公司申请向不特定对象发行可转换公司债券的审核问询函》（审核函〔2021〕020247 号）（以下简称“问询函”）已收悉。本评估机构仔细阅读了问询函涉及的资产评估相关内容，现根据问询函的要求，对问询函所列的问题进行了逐项核查和落实，并就问询函进行了逐项回复，回复内容如下：

问题二

发行人拟使用募集资金 46,000.00 万元收购南京药晖生物科技合伙企业（有限合伙）（以下简称南京药晖）所持浙江晖石药业有限公司（以下简称浙江晖石）46.07%股权。2018 年发行人及南京药晖通过受让股份和增资，分别取得浙江晖石 37.43%和 46.07%的股权。2021 年 4 月，发行人通过受让浙江晖石 16.5%股份成为浙江晖石控股股东，合计持股 53.93%。最近两年一期，浙江晖石主要客户为发行人。根据《资产评估报告》，在评估基准日 2020 年 12 月 31 日采用收益法浙江晖石股东全部权益价值为 101,270.49 万元，浙江晖石 2021 年-2025 年收入的复合增长率为 31.29%，预计 2021 年营业收入为 39,060.92 万元、净利润为 3,243.80 万元。最近一年及一期，浙江晖石实际实现营业收入 29,000.63 万元和 16,567.55 万元、净利润 1,289.4 万元和 761.77 万元。截至 2021 年 6 月 30 日，浙江晖石未分配利润为-15,703.95 万元，存在较大金额的未弥补亏损。2021 年 6 月末，公司商誉余额为 35,618.56 万元。

请发行人补充说明：（1）结合南京药晖的股权结构、合伙协议、经营决策情况等说明 2018 年 9 月至 2021 年 4 月南京药晖是否实际为发行人实际控制人杨民民控制的企业，收购浙江晖石控制权及本次收购少数股权是否存在利益输送，是否损害上市公司利益；（2）结合浙江晖石的公司章程、董事会构成、经营决策情况及上述（1）的论述，说明自 2018 年 9 月起，浙江晖石是否为发行人实际控制人杨民民控制的企业；结合发行人与独立第三方的采购价格等说明

发行人与浙江晖石交易定价的公允性，相关交易是否必要，是否存在利益输送；

(3) 结合报告期内浙江晖石的经营情况、来自发行人的收入占比等，说明浙江晖石是否具备独立面向市场经营的能力、是否属于独立的经营性资产，是否满足收益法中假设标的公司具有持续经营的基础和条件；(4) 除承接上市公司相关业务之外，浙江晖石是否有能力独立获取其他客户，是否依赖关键股东或高管，是否签订合作协议，如有，请说明合作协议的期限和有效性，合作协议续期的可行性和合作的可持续性；(5) 结合浙江晖石报告期内营业收入、利润变化情况、各季度营业收入分布情况、2020 年和 2021 年 1-6 月已实现营业收入及利润情况，报告期内发行人对浙江晖石采购增长情况，说明采用收益法评估所使用的增长率等参数的选取及评估结果是否合理审慎，相关增长情况是否与行业发展趋势、市场需求及企业销售情况相符，浙江晖石是否存在商誉减值风险；(6) 结合相关企业收购时的业绩承诺实现情况，逐一说明发行人商誉减值准备是否充分；(7) 结合浙江晖石报告期内的经营情况、业绩情况，说明 2018 年股权转让及增资时的企业估值与 2021 年评估估值存在较大差异的原因及合理性。

请保荐人核查并发表明确意见，请会计师对 (2) (3) (6) 核查并发表明确意见，请发行人律师对 (1) (2) (4) 核查并发表明确意见。请评估师对 (3) (5) (7) 核查并发表明确意见。

回复：

(三) 结合报告期内浙江晖石的经营情况、来自发行人的收入占比等，说明浙江晖石是否具备独立面向市场经营的能力、是否属于独立的经营性资产，是否满足收益法中假设标的公司具有持续经营的基础和条件

1、浙江晖石的经营情况

(1) 从历史沿革上看，浙江晖石具备相关业务经营的良好基础

浙江晖石的主要历史沿革情况如下：

①2009 年 11 月设立

2009 年 11 月 9 日，上虞市对外贸易经济合作局出具“虞外经贸资[2009]141 号”《关于同意设立外商投资企业的批复》，同意宁波联合国际贸易有限公司投

资设立外商独资企业，企业名称为浙江新诺华药业有限公司，投资总额 2,500 万美元，注册资本 1,000 万美元，出资方式为美元现汇投入。

2009 年 11 月 11 日，浙江省人民政府“商外资浙府资绍字[2009]04465 号”《中华人民共和国台港澳侨投资企业批准证书》，同意宁波联合国际贸易有限公司投资设立浙江新诺华。

2009 年 11 月 18 日，浙江新诺华在绍兴市工商行政管理局办理了设立登记。

浙江新诺华设立时的股东及股权结构如下：

序号	股东名称	认缴出资额 (万美元)	实缴出资额 (万美元)	实缴出资额占注册 资本比例 (%)
1	宁波联合国际贸易有限公司	1,000.00	0.00	0.00
合计		1,000.00	0.00	0.00

注：2010 年 3 月 22 日，上虞天马联合会计师事务所出具“虞天马验(2010)第 82 号”《验资报告》，根据该报告，截至 2010 年 3 月 22 日，浙江新诺华已收到宁波联合国际贸易有限公司缴纳的第六期注册资本 128.1012 万美元，连同前五期出资，浙江新诺华累积实缴注册资本为 1,000 万美元，占登记注册资本总额的 100%。

②2010 年 12 月第一次股权转让

2010 年 10 月 28 日，浙江新诺华作出股东决定，同意股东宁波联合国际贸易有限公司将其持有公司 100%的股权（出资额 1,000 万美元）以 9,869,016.74 美元的价格转让给宁波美诺华药业有限公司；同意公司性质由有限公司（港澳台独资）变更为有限公司（内资）。

2010 年 10 月 28 日，宁波联合国际贸易有限公司与宁波美诺华药业有限公司签订《股权转让协议》，约定宁波联合国际贸易有限公司将其持有公司 100%的股权（出资额 1,000 万美元）转让给宁波美诺华药业有限公司，转让价格以立信会计师事务所有限公司出具的“信会师报字 2010 第 24931 号”《审计报告》确定的截至 2010 年 6 月 30 日公司所有者权益为定价依据，确定 100%股权的转让价格为 9,869,016.74 美元。

2010 年 11 月 30 日，上虞市对外贸易经济合作局出具“虞外经贸资[2010]196 号”《关于同意股权转让的批复》，同意宁波联合国际贸易有限公司将其占公司注册资本 100%的股权全部转让给宁波美诺华药业有限公司。股权转让后，公司由外商独资企业变更为内资企业，原公司章程中止执行，同时缴回外商投资企业批准证书。

2010年12月10日，浙江新诺华作出股东决定，同意公司性质由有限公司（港澳台独资）变更为有限公司（内资）；同意重新修订公司章程。

2010年12月10日，上虞天马联合会计师事务所出具“虞天马验（2010）第534号”《验资报告》，根据该报告，截至2010年12月10日，浙江新诺华原股东宁波联合国际贸易有限公司已将所占公司100%的股权1,000万美元（应支付对价9,869,016.74美元）转让给新股东宁波美诺华药业有限公司；股权转让后，浙江新诺华由外商独资企业变更为内资企业，注册资本由1,000万美元变更为6,827.65344万元；截至2010年10月20日止，浙江新诺华累计实收资本为6,827.65344万元。

2010年12月22日，浙江新诺华就本次变更办理了工商变更登记。

本次变更完成后，浙江新诺华的股东及股权结构如下：

序号	股东名称或姓名	出资形式	出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	宁波美诺华药业有限公司	货币	6,827.65344	100.00
	合计	-	6,827.65344	100.00

③2014年5月增资至7,000万元

2014年5月22日，浙江新诺华作出股东决定，以货币资金向公司追加投资800万元，其中172.3466万元计入注册资本，剩余627.6534万元计入资本公积，认缴出资时间为2014年6月3日前；增资完成后，公司注册资本由6,827.65344万元增至7,000万元；同时修订公司章程相关条款。

2014年5月30日，浙江新诺华就本次变更办理了工商变更登记。

本次变更完成后，浙江新诺华的股东及股权结构如下：

序号	股东名称或姓名	出资形式	认缴出资额 (万元)	实缴出资额(万元)	出资比例 (%)
1	宁波美诺华	货币	7,000.00	6,827.65344	100.00
	合计	-	7,000.00	6,827.65344	100.00

注：浙江新诺华已于2012年4月12日办理股东名称变更登记，股东由“宁波美诺华药业有限公司”变更为“宁波美诺华药业股份有限公司”。

④2014年6月增资至20,000万元

2014年6月10日，浙江新诺华作出股东决定，同意吸收博腾股份为公司新股东；同意博腾股份出资13,000万元对公司进行增资，增资完成后，公司注册资本由7,000万元增至20,000万元。

2014年6月10日，浙江新诺华召开2014年第一次股东会并作出决议，同意公司增加注册资本13,000万元，增至20,000万元，由博腾股份以货币形式认缴出资，认缴出资时间为2014年6月11日前；通过公司章程。

2014年6月11日，浙江新诺华就本次变更办理了工商变更登记。

本次变更完成后，浙江新诺华的股东及股权结构如下：

序号	股东名称或姓名	出资形式	认缴出资额 (万元)	实缴出资额(万元)	出资比例(%)
1	博腾股份	货币	13,000.00	0.00	65.00
2	宁波美诺华	货币	7,000.00	6,827.65344	35.00
合计		-	20,000.00	6,827.65344	100.00

⑤2016年10月增资至30,000万元

2016年10月13日，浙江博腾药业有限公司（浙江新诺华于2014年12月9日更名为“浙江博腾药业有限公司”，以下简称“浙江博腾”）召开2016年第三次股东会，审议通过《关于增加公司注册资本的议案》《关于修订公司章程暨变更公司营业执照的议案》，同意控股股东博腾股份与参股股东宁波美诺华同比例对公司进行增资共计10,000万元，本次增资后，公司注册资本由20,000万元增至30,000万元，新增出资的价格为每1元出资额1元，出资时间为2016年11月26日前；同意根据本次增资相应修订公司章程。

2016年6月15日，上虞天马联合会计师事务所出具“虞天马验（2016）第12号”《验资报告》，根据该报告，截至2015年6月29日，公司已收到新股东博腾股份及老股东宁波美诺华缴纳的新增注册资本（实收资本）合计131,723,465.60元，变更后的累计注册资本实收金额为20,000万元，占注册资本总额的100%。

根据相关出资凭证，截至2016年10月24日，浙江博腾已收到股东缴纳的新增注册资本合计10,000万元，其中博腾股份以货币方式缴纳6,500万元，宁波美诺华以货币方式缴纳3,500万元；截至2016年10月24日，浙江博腾累计注册资本实收金额为30,000万元，占注册资本总额的100%。

2016年10月26日，浙江博腾就本次变更办理了工商变更登记。

本次变更完成后，浙江博腾的股东及股权结构如下：

序号	股东名称或姓名	出资形式	认缴出资额 (万元)	实缴出资额(万 元)	出资比例 (%)
1	博腾股份	货币	19,500.00	19,500.00	65.00
2	宁波美诺华	货币	10,500.00	10,500.00	35.00
合计		-	30,000.00	30,000.00	100.00

⑥2018年9月第二次股权转让

2018年9月6日，浙江博腾召开2018年第四次股东会，同意宁波美诺华将其持有的浙江博腾7%的股权（对应浙江博腾注册资本2,100万元）转让给南京药晖，将其持有浙江博腾5.5%的股权（对应浙江博腾注册资本1,650万元）转让给药石科技；同意博腾股份将其持有浙江博腾33%的股权（对应浙江博腾注册资本9,900万元）转让给南京药晖，将其持有浙江博腾27%的股权（对应浙江博腾注册资本8,100万元）转让给药石科技。

2018年9月11日，药石科技分别与博腾股份、宁波美诺华签订《股权转让协议》，约定博腾股份将其持有浙江博腾27%的股权（对应浙江博腾注册资本8,100万元）以6,210万元的价格转让给药石科技，宁波美诺华将其持有浙江博腾5.5%的股权（对应浙江博腾注册资本1,650万元）以1,265万元的价格转让给药石科技。

2018年9月11日，南京药晖分别与博腾股份、宁波美诺华签订《股权转让协议》，约定博腾股份将其持有浙江博腾33%的股权（对应浙江博腾注册资本9,900万元）以7,590万元的价格转让给南京药晖，宁波美诺华将其持有浙江博腾7%的股权（对应浙江博腾注册资本2,100万元）以1,610万元的价格转让给南京药晖。

发行人本次与南京药晖共同投资浙江晖石的背景为：首先，发行人本身基于深耕生物医药领域多年的行业经验做出判断，看好CDMO业务领域；而南京药晖的执行事务合伙人何邢作为生物医药领域专业投资人，亦看好CDMO行业的前景。其次，发行人出于自身业务持续发展的需要，于2016年即制定了“药石研发”+“药石制造”双品牌建设的发展方向；在高度看好CDMO业务而自身又缺乏相关产能的情况下，发行人客观需要积极寻找战略合作方快速拓展自身CDMO

业务。然而，考虑到 2018 年浙江晖石尚处于亏损阶段，生产经营存在较大不确定性，经第一届董事会第二十八次会议、2018 年第二次临时股东大会审议通过，发行人决定以参股形式投资浙江晖石。与发行人本次参股投资同时进行，南京药晖亦投资了浙江晖石。

2018 年 9 月 28 日，浙江博腾召开 2018 年第五次股东会，同意变更公司名称为“浙江晖石药业有限公司”，同意修改公司章程。

2018 年 9 月 28 日，浙江博腾就本次变更办理了工商变更登记，更名为“浙江晖石药业有限公司”。

本次变更完成后，浙江晖石的股东及股权结构如下：

序号	股东名称或姓名	出资形式	出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	南京药晖	货币	12,000.00	40.00
2	药石科技	货币	9,750.00	32.50
3	宁波美诺华	货币	6,750.00	22.50
4	博腾股份	货币	1,500.00	5.00
合计		-	30,000.00	100.00

⑦2018 年 10 月增资至 50,000 万元

2018 年 10 月 25 日，浙江晖石召开 2018 年第六次股东会，同意浙江晖石注册资本由 30,000 万元增至 50,000 万元，新增 20,000 万元注册资本由南京药晖和药石科技以货币 20,000 万元认缴，其中南京药晖认缴 11,034.4828 万元，药石科技认缴 8,965.5172 万元，出资时间均为 2020 年 12 月 31 日前；同意就本次增资修改公司章程。

2018 年 10 月 26 日，浙江晖石就本次变更办理了工商变更登记。

本次变更完成后，浙江晖石的股东及股权结构如下：

序号	股东名称或姓名	出资形式	认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	南京药晖	货币	23,034.4828	12,000.0000	46.07
2	药石科技	货币	18,715.5172	9,750.0000	37.43
3	宁波美诺华	货币	6,750.0000	6,750.0000	13.50
4	博腾股份	货币	1,500.0000	1,500.0000	3.00
合计		-	50,000.0000	30,000.0000	100.00

根据相关出资凭证，截至 2019 年 12 月 23 日，浙江晖石已收到股东缴纳的新增注册资本合计 20,000 万元，其中南京药晖以货币方式缴纳 11,034.4828 万元，药石科技以货币方式缴纳 8,965.5172 万元。截至 2019 年 12 月 23 日，浙江晖石累计注册资本实收金额为 50,000 万元，占注册资本总额的 100%。

⑧2021 年 4 月第三次股权转让

2021 年 3 月 25 日，浙江晖石召开 2021 年第一次股东会，同意宁波美诺华将其持有浙江晖石 13.5%的股权（对应浙江晖石注册资本 6,750 万元）转让给药石科技，博腾股份将其持有公司 3%的股权（对应浙江晖石注册资本 1,500 万元）转让给药石科技。

2021 年 3 月，药石科技分别与博腾股份、宁波美诺华签订《股权转让协议》，约定博腾股份将其持有浙江晖石 3%的股权（对应浙江晖石注册资本 1,500 万元）以 3,000 万元的价格转让给药石科技，宁波美诺华将其持有浙江晖石 13.5%的股权（对应浙江晖石注册资本 6,750 万元）以 13,500 万元的价格转让给药石科技。

2021 年 4 月 12 日，浙江晖石召开 2021 年第二次股东会，同意修改公司章程。

2021 年 4 月 19 日，浙江晖石就本次变更办理了工商变更登记。

本次变更完成后，浙江晖石的股东及股权结构如下：

序号	股东名称或姓名	出资形式	认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	南京药晖	货币	23,034.4828	23,034.4828	46.07
2	药石科技	货币	26,965.5172	26,965.5172	53.93
合计		-	50,000.00	50,000.00	100.00

根据浙江晖石历史沿革，浙江晖石于 2009 年 11 月成立，2018 年发行人对其参股前，浙江晖石的主要股东为博腾股份及宁波美诺华，其中博腾股份为主要从事 CDMO 业务的 A 股上市公司之一，宁波美诺华则为从事综合性医药制造业务的 A 股上市公司。因此，从历史主要股东背景上看，浙江晖石作为主要从事 CDMO 相关业务的 A 股上市公司子公司，具备良好的业务经营基础。

历经十余年发展，浙江晖石已具备国际化的质量管理和 EHS 体系，自 2015 年以来多次通过国内外大型客户的现场考察及质量审计，并于 2019 年 7 月零缺陷通过美国 FDA 审计，具备承接国内外大型客户订单的相关业务资质及生产能力。

截至目前，浙江晖石拥有发明或实用新型专利合计 10 项，已经取得了药品生产许可证、安全生产许可证、排污许可证等必要的生产经营资质，拥有符合美国 cGMP 标准的生产车间，并通过礼来等美国医药公司对供应商的质量管理、EHS（环境、健康、安全）管理等方面的现场审计，实现了相关 CDMO 业务的规模化生产，且建立了完善的采购、生产、研发等模式，具有独立的相关业务部门，具备企业管理基础，具备独立面向市场经营的能力。

（2）从实际业务经营上看，浙江晖石具备独立获取其他客户的能力

①在 CDMO 行业具备持续高景气度的背景下，根据 CDMO 行业以“研发能力（D）”和“生产能力（M）”为业务核心的特点，CDMO 企业获取客户的最主要因素为其“D”端能力和“M”端能力

i 浙江晖石具备较强的“D”端能力

截至 2021 年 9 月 30 日，浙江晖石拥有核磁共振谱仪（NMR）、电感耦合等离子体质谱（ICP-MS）、超高效液相色谱仪（UPLC）等研发设备，研发人员 60 余人。浙江晖石在小分子药物开发领域具备微填充床加氢技术、连续流化学、多相催化技术、工艺安全评估、药物晶体工程技术等 CDMO 核心化学工程技术，具备较强的工艺开发、中试、生产技术改进能力，通过大量的项目实践和成功的技术转化，为客户项目提供行业领先的技术解决方案。

ii 浙江晖石具备较强的“M”端能力

一般而言，衡量 CDMO 企业的“M”能力主要有体系建设和产能两部分。就体系建设而言，浙江晖石以零缺陷通过了 FDA 的现场审计，确认浙江晖石符合 FDA 的 cGMP 标准；浙江晖石具备国际化的质量管理和 EHS 体系，具备承接国内外大型客户订单的相关业务资质。就产能而言，截至 2021 年 9 月 30 日，浙江晖石拥有反应釜 185,900L，具备百千克级、吨级产品的合成能力，可服务合作客户从药物发现阶段、临床前开发阶段至临床试验阶段及药物上市商业化阶段。

CDMO 业务的核心要求是快速高效地进行研发到生产的推进，是研发能力、技术转移和生产能力的综合体现，实现客户项目的高效率及高质量交付。客户一般考虑到保密性和技术的延续性，在不同的生产阶段会倾向于使用同一场地进行

CDMO 项目的承接。因此，该业务对企业的综合素质要求较高，销售本身不是 CDMO 企业获取客户的核心因素。报告期内，CDMO 行业的销售费用率亦普遍较低，公司可比上市公司的销售费用率列示如下：

单位：%

证券代码	证券简称	2021 年 1-9 月	2020 年	2019 年	2018 年
300759.SZ	康龙化成	1.97	1.80	1.94	1.88
603259.SH	药明康德	3.01	3.56	3.41	3.51
300404.SZ	博济医药	6.42	5.39	5.59	5.75
300363.SZ	博腾股份	3.37	3.70	2.91	2.49
002821.SZ	凯莱英	2.19	2.68	3.56	4.05
300347.SZ	泰格医药	2.82	3.03	2.89	2.37
603127.SH	昭衍新药	1.36	1.20	1.95	1.62
688131.SH	皓元医药	注			
平均值		3.02	3.05	3.18	3.10

注：根据皓元医药招股说明书披露，皓元医药 2018 年至 2020 年销售费用率分别为 10.74%、11.53% 和 7.72%，主要原因系其部分业务相关销售人员较多，且涉及 Google、Baidu 等线上推广，因此销售费用率远高于同行业水平；根据其招股说明书披露，皓元医药“原料药和中间体的销售模式与博瑞医药、凯莱英等同行上市公司近似，因此该部分业务的销售费用率也与行业平均水平基本相当。”

因此，浙江晖石具备 CDMO 企业获取客户的最主要因素“D”端能力和“M”端能力，浙江晖石实际具备独立获取其他客户的能力。

②浙江晖石自 2015 年以来多次通过国内外大型客户的现场考察及质量审计，进入了诸多客户的合格供应商名录，实际服务了大量国内外大型客户，具有丰富的行业经验

鉴于生物医药行业较高的资质审查和全周期质量保证等要求，CDMO 企业在获取相关客户订单前一般必须成为其合格供应商。浙江晖石自 2015 年以来多次通过国内外大型客户的现场考察及质量审计（如礼来、默克、艾伯维、恒瑞等共计近百家），并进入了上述客户的合格供应商名录，具备独立获取其他客户的能力。

报告期内，浙江晖石在具备 CDMO 服务相关完整业务体系的基础上，实际服务了礼来、诺华、默克、艾伯维、勃林格殷格翰等全球知名的大型跨国制药企

业，Vertex、Blueprint、Agiors、百济神州、亚盛医药、首药控股等国内外著名生物技术企业，具有丰富的行业经验，具备独立获取其他客户的能力。

因此，就浙江晖石的经营情况而言，从历史沿革上看，浙江晖石具备相关业务经营的良好基础；从实际业务经营上看，浙江晖石生产经营情况良好，具备承接国内外大型客户订单的相关业务资质及生产能力，具备独立获取其他客户的能力；浙江晖石具备独立面向市场经营的能力。

2、浙江晖石来自发行人的收入占比

(1) 浙江晖石主要业务收入来源于上市公司的情形具备合理的业务原因

报告期内，浙江晖石业务规模持续扩大，2018 年至 2020 年，营业收入复合增长率为 223.41%。报告期内，浙江晖石来自发行人的收入占比情况列示如下：

单位：万元

项目	2021 年 1-9 月	2020 年度	2019 年度	2018 年度
浙江晖石主营业务收入	25,034.44	28,912.85	15,270.51	2,516.40
其中向发行人销售收入	24,437.56	28,040.06	14,414.74	375.34
浙江晖石来自发行人的收入占比	97.62%	96.98%	94.40%	14.92%

由上表可见，报告期内，浙江晖石来自于发行人的收入占比分别为 14.92%、94.40%、96.98%和 97.62%。浙江晖石 2018 年来自发行人销售收入占比较小，于 2019 年开始主要收入来源于发行人，主要原因为：发行人于 2018 年起参股浙江晖石，随即将浙江晖石纳入了整体战略布局。在发行人“药石研发”+“药石制造”双品牌战略下，通过浙江晖石的中间体、原料药 CDMO 服务优势产能积极进行产业链完善，向浙江晖石大量采购相关产品和服务。在 CDMO 行业中，将产能优先分配给具有稳定订单来源的客户符合行业实际情况，发行人作为浙江晖石战略入股股东之一，相关合作具备较为稳定的信任基础，浙江晖石在产能一定的情况下优先选择与发行人进行深度合作，具有合理的业务原因。

(2) 报告期内，浙江晖石也存在承接第三方客户订单的情况

2019 年以来，在发行人向浙江晖石大量采购相关产品和服务的基础上，浙江晖石限于产能因素较少承接除发行人外的其他订单，但报告期内也向合肥博思科创医药科技有限公司等第三方客户提供中间体、原料药的 CDMO 服务。浙江

晖石于 2020 年 7 月与合肥博思科创医药科技有限公司签订了《原料药委托生产验证批合同》，为其提供相关原料药的 CDMO 服务。

因此，浙江晖石主要业务收入来源于上市公司的情形具备合理的业务原因，浙江晖石报告期内也存在承接第三方客户订单的情况，浙江晖石具备承接外部订单、独立面向市场经营的能力。

综上所述，从历史沿革上看，浙江晖石具备相关业务经营的良好基础；从业务经营上看，浙江晖石拥有 CDMO 相关的业务资质及规模化生产能力，具备较为完善的业务模式；在独立获取其他客户方面，综合浙江晖石具备 CDMO 行业获客的核心能力（即研发能力和生产能力），通过诸多国内外大型客户现场审计、进入相关客户合格供应商名录，具有实际服务大量国内外大型客户的丰富行业经验，浙江晖石具备独立获取其他客户的能力；浙江晖石报告期内生产经营情况良好，浙江晖石 2018 年来自发行人的销售收入占比较低，自 2019 年起主要收入来源于发行人，该情形具备合理的业务原因，浙江晖石报告期内也存在承接第三方客户订单的情况；发行人与浙江晖石之间的深度合作是双方利益的共同选择，浙江晖石具备独立面向市场经营的能力，属于独立的经营性资产，满足收益法中假设标的公司具有持续经营的基础和条件。

（五）结合浙江晖石报告期内营业收入、利润变化情况、各季度营业收入分布情况、2020 年和 2021 年 1-6 月已实现营业收入及利润情况，报告期内发行人对浙江晖石采购增长情况，说明采用收益法评估所使用的增长率等参数的选取及评估结果是否合理审慎，相关增长情况是否与行业发展趋势、市场需求及企业销售情况相符，浙江晖石是否存在商誉减值风险

1、报告期内，浙江晖石营业收入及利润变化情况、各季度营业收入分布情况、2020 年和 2021 年 1-9 月已实现营业收入及利润情况

（1）浙江晖石报告期内营业收入、利润变化情况

报告期内，浙江晖石的营业收入分别为 2,772.61 万元、15,465.58 万元、29,000.63 万元和 25,057.28 万元，净利润分别为-4,940.81 万元、-1,888.95 万元、1,289.40 万元和 1,784.06 万元。2018 年至 2020 年，浙江晖石营业收入年复合增

长率为 223.41%；净利润大幅提升，并于 2020 年度实现盈利 1,289.40 万元。报告期内，浙江晖石营业收入、净利润均呈现大幅增长。

（2）各季度营业收入分布情况

报告期内，浙江晖石各季度营业收入分布情况如下：

单位：万元

年份	第一季度		第二季度		第三季度		第四季度		合计
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
2018 年度	495.44	17.87%	814.09	29.36%	883.34	31.86%	579.74	20.91%	2,772.61
2019 年度	1,991.93	12.88%	3,435.50	22.21%	6,513.25	42.11%	3,524.90	22.79%	15,465.58
2020 年度	5,809.41	20.03%	8,120.74	28.00%	10,439.00	36.00%	4,631.48	15.97%	29,000.63
2021 年 1-9 月	5,933.65	23.68%	10,633.90	42.44%	8,489.73	33.88%	-	-	25,057.28

报告期内，浙江晖石一季度相较全年的收入占比相对较低，主要是受春节假期因素影响导致。2018 年和 2019 年，在浙江晖石经营规模相对不大、订单及下游客户集中程度较高，且需要调试检修及配合相关客户现场审计等因素影响下，浙江晖石各季度间收入规模波动程度较大。2020 年，浙江晖石第四季度的收入占比相对较低，主要原因系该期间执行了某金额较大订单，根据相关客户要求于 2021 年上半年统一交付；除第四季度外，随着浙江晖石经营规模的扩大，前三季度间收入分布较之前年度相对趋于稳定。2021 年 1-9 月，浙江晖石第三季度收入占比相对较低，主要系部分在执行订单尚未于 2021 年第三季度确认收入影响。

综上所述，在浙江晖石经营规模相对不大、订单及下游客户集中程度较高，受订单分布、节假日、调试检修、配合相关客户现场审计等因素影响，报告期内各季度间营业收入占比存在一定波动；综合来看，浙江晖石营业收入的季节性特征不明显。

（3）2020 年和 2021 年 1-9 月已实现营业收入及利润情况

2020 年和 2021 年 1-9 月，浙江晖石已实现营业收入 29,000.63 万元和 25,057.28 万元，实现净利润 1,289.40 万元和 1,784.06 万元，均较前期大幅增长。

2、报告期内发行人对浙江晖石采购增长情况

报告期内，发行人对浙江晖石的采购情况如下：

单位：万元

项目	2021 年 1-9 月	2020 年度		2019 年度		2018 年度
	金额	金额	同比	金额	同比	金额
发行人对浙江晖石采购	26,770.63	29,097.49	94.15%	14,987.14	3,892.95%	375.34

注：报告期内，发行人对浙江晖石采购金额存在略高于浙江晖石营业收入的情形，主要原因系发行人采购入库时点与浙江晖石收入确认时点存在一定时差造成。

由上表可知，报告期内，发行人对浙江晖石采购金额分别为 375.34 万元、14,987.14 万元、29,097.49 万元和 26,770.63 万元，其中 2019 年度较 2018 年度增长 3,892.95%，2020 年度较 2019 年度增长 94.15%，均较前期大幅增长。

3、收益法评估所使用的增长率等参数的选取及评估结果是否合理审慎，相关增长情况是否与行业发展趋势、市场需求及企业销售情况相符

(1) 收入增长率

受益于基础工业体系完善、工程师红利、旺盛的内需市场以及行业政策支持等有利因素，我国 CDMO 市场规模呈现快速增长趋势。根据 Frost&Sullivan 旗下头豹研究院数据，2015-2019 年我国 CDMO 市场规模（按委托额计）由 142.10 亿元增长至 323.10 亿元，年复合增长率高达 22.80%，并预计 2020-2024 年将以 26.55% 的年复合增长率增长至 1,048.80 亿元，具有广阔的市场前景。在行业景气程度高、CDMO 业务具备广阔的市场前景的背景下，近年来，我国相关产业的业务规模持续扩大。以 A 股 CDMO 业务主要上市公司为例，2018 年至 2020 年，凯莱英、药明康德、康龙化成、博腾股份的 CDMO 相关业务营业收入复合增长率分别为 31.92%、39.90% 和 36.52% 和 32.24%。

本次评估中，根据 CDMO 行业、医药行业发展状况以及浙江晖石自身的实际情况，综合预测浙江晖石 2021 年-2025 年收入的复合增长率为 31.29%，低于 A 股 CDMO 业务主要上市公司 CDMO 相关业务营业收入复合增长率，低于浙江晖石报告期营业收入年复合增长率。2021 年 1-9 月，浙江晖石已实现收入 25,057.28 万元，同时考虑已在执行订单情况，预计 2021 年全年营业收入可实现

评估报告预测的 39,060.92 万元, 2021 年度营业收入较 2020 年度增幅可以达到评估报告预测的约 35%。因此, 本次评估预测的营业收入增长率合理审慎, 符合行业发展趋势、市场需求和企业的销售情况。

(2) 销售净利润率

根据本次评估的评估结果, 预测期内 (2021 年-2025 年) 浙江晖石的平均销售净利润率为 13.09%, 其中 2021 年的销售净利润率为 8.30%。2020 年度, A 股 CDMO 业务主要上市公司凯莱英、药明康德、康龙化成、博腾股份的销售净利润率分别为 22.92%、22.34%、18.06%和 15.60%, 本次评估结果的销售净利润率水平低于 A 股 CDMO 业务主要上市公司。2021 年 1-9 月, 浙江晖石净利润率为 7.12%, 考虑到浙江晖石下半年承接了部分毛利率相对较高的关键中间体订单, 预计浙江晖石 2021 年全年净利润率可以达到评估报告预测的 8.30%。因此, 本次评估预测的销售净利润率合理审慎。

综上所述, 本次评估收益法评估所使用的增长率等参数的选取及评估结果合理审慎, 相关增长情况与行业发展趋势、市场需求及企业销售情况相符。

4、浙江晖石是否存在商誉减值风险

在 CDMO 行业高景气度的背景下, 浙江晖石生产经营状况良好, 2021 年 1-9 月, 浙江晖石已实现营业收入 25,057.28 万元, 净利润 1,784.06 万元。根据中天和[2021]评字第 80017 号资产评估报告预测, 浙江晖石 2021 年全年营业收入和净利润分别为 39,060.92 万元和 3,243.80 万元。从营业收入和净利润角度, 截至目前, 浙江晖石不存在需要计提商誉减值的情形及相关商誉减值风险, 具体分析如下:

(1) 收入角度

截至 2021 年 9 月 30 日, 浙江晖石正在执行预计可于 2021 年内完成的主要在手订单情况列示如下:

单位: 万元

项目	金额	
	执行订单	预计可于 2021 年内实现收入

正在执行订单情况	2021年10月1日至2021年10月30日期间已经开始执行订单	5,461.14	3,181.41
	截至2021年9月30日正在执行订单	11,094.50	11,094.50
2021年1-9月已实现收入	2021年1-9月收入	25,057.28	
合计		39,333.19	
评估预测的浙江晖石2021年度营业收入		39,060.92	

因此，从收入角度，截至本回复出具日，浙江晖石仅考虑已实现及已在执行订单的2021年全年可实现收入**可以达到**评估报告预测的2021年营业收入水平。

（2）利润角度

为了统计的相对准确性，上表以收入口径列示，实际浙江晖石2021年全年净利润实现金额与收入规模、毛利率水平及费用率等均直接相关。预计浙江晖石2021年全年利润**可以达到**评估报告预测的2021年净利润水平。

因此，综合考虑CDMO行业的较高景气程度、浙江晖石良好的生产经营状态，结合浙江晖石已实现的收入利润及正在执行的订单情况，截至目前，浙江晖石不存在需要计提商誉减值的情形及相关商誉减值风险。

1、报告期内，浙江晖石营业收入及利润变化情况、各季度营业收入分布情况、2020年和2021年1-9月已实现营业收入及利润情况

（1）浙江晖石报告期内营业收入、利润变化情况

报告期内，浙江晖石的营业收入分别为2,772.61万元、15,465.58万元、29,000.63万元和25,057.28万元，净利润分别为-4,940.81万元、-1,888.95万元、1,289.40万元和1,784.06万元。2018年至2020年，浙江晖石营业收入年复合增长率为223.41%；净利润大幅提升，并于2020年度实现盈利1,289.40万元。报告期内，浙江晖石营业收入、净利润均呈现大幅增长。

（2）各季度营业收入分布情况

报告期内，浙江晖石各季度营业收入分布情况如下：

单位：万元

年份	第一季度		第二季度		第三季度		第四季度		合计
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	

2018 年度	495.44	17.87%	814.09	29.36%	883.34	31.86%	579.74	20.91%	2,772.61
2019 年度	1,991.93	12.88%	3,435.50	22.21%	6,513.25	42.11%	3,524.90	22.79%	15,465.58
2020 年度	5,809.41	20.03%	8,120.74	28.00%	10,439.00	36.00%	4,631.48	15.97%	29,000.63
2021 年 1-9 月	5,933.65	23.68%	10,633.90	42.44%	8,489.73	33.88%	-	-	25,057.28

报告期内，浙江晖石一季度相较全年的收入占比相对较低，主要是受春节假期因素影响导致。2018 年和 2019 年，在浙江晖石经营规模相对不大、订单及下游客户集中程度较高，且需要调试检修及配合相关客户现场审计等因素影响下，浙江晖石各季度间收入规模波动程度较大。2020 年，浙江晖石第四季度的收入占比相对较低，主要原因系该期间执行了某金额较大订单，根据相关客户要求于 2021 年上半年统一交付；除第四季度外，随着浙江晖石经营规模的扩大，前三季度间收入分布较之前年度相对趋于稳定。2021 年 1-9 月，浙江晖石第三季度收入占比相对较低，主要系部分在执行订单尚未于 2021 年第三季度确认收入影响。

综上所述，在浙江晖石经营规模相对不大、订单及下游客户集中程度较高，受订单分布、节假日、调试检修、配合相关客户现场审计等因素影响，报告期内各季度间营业收入占比存在一定波动；综合来看，浙江晖石营业收入的季节性特征不明显。

（3）2020 年和 2021 年 1-9 月已实现营业收入及利润情况

2020 年和 2021 年 1-9 月，浙江晖石已实现营业收入 29,000.63 万元和 25,057.28 万元，实现净利润 1,289.40 万元和 1,784.06 万元，均较前期大幅增长。

2、报告期内发行人对浙江晖石采购增长情况

报告期内，发行人对浙江晖石的采购情况如下：

单位：万元

项目	2021 年 1-9 月	2020 年度		2019 年度		2018 年度
	金额	金额	同比	金额	同比	金额
发行人对浙江晖石采购	26,770.63	29,097.49	94.15%	14,987.14	3,892.95%	375.34

注：报告期内，发行人对浙江晖石采购金额存在略高于浙江晖石营业收入的情形，主要原因系发行人采购入库时点与浙江晖石收入确认时点存在一定时差造成。

由上表可知，报告期内，发行人对浙江晖石采购金额分别为 375.34 万元、14,987.14 万元、29,097.49 万元和 26,770.63 万元，其中 2019 年度较 2018 年度增长 3,892.95%，2020 年度较 2019 年度增长 94.15%，均较前期大幅增长。

3、收益法评估所使用的增长率等参数的选取及评估结果是否合理审慎，相关增长情况是否与行业发展趋势、市场需求及企业销售情况相符

(1) 收入增长率

受益于基础工业体系完善、工程师红利、旺盛的内需市场以及行业政策支持等有利因素，我国 CDMO 市场规模呈现快速增长趋势。根据 Frost&Sullivan 旗下头豹研究院数据，2015-2019 年我国 CDMO 市场规模（按委托额计）由 142.10 亿元增长至 323.10 亿元，年复合增长率高达 22.80%，并预计 2020-2024 年将以 26.55% 的年复合增长率增长至 1,048.80 亿元，具有广阔的市场前景。在行业景气程度高、CDMO 业务具备广阔的市场前景的背景下，近年来，我国相关产业的业务规模持续扩大。以 A 股 CDMO 业务主要上市公司为例，2018 年至 2020 年，凯莱英、药明康德、康龙化成、博腾股份的 CDMO 相关业务营业收入复合增长率分别为 31.92%、39.90% 和 36.52% 和 32.24%。

本次评估中，根据 CDMO 行业、医药行业发展状况以及浙江晖石自身的实际情况，综合预测浙江晖石 2021 年-2025 年收入的复合增长率为 31.29%，低于 A 股 CDMO 业务主要上市公司 CDMO 相关业务营业收入复合增长率，低于浙江晖石报告期营业收入年复合增长率。2021 年 1-9 月，浙江晖石已实现收入 25,057.28 万元，同时考虑已在执行订单情况，预计 2021 年全年营业收入可实现评估报告预测的 39,060.92 万元，2021 年度营业收入较 2020 年度增幅可以达到评估报告预测的约 35%。因此，本次评估预测的营业收入增长率合理审慎，符合行业发展趋势、市场需求和企业的销售情况。

(2) 销售净利润率

根据本次评估的评估结果，预测期内（2021 年-2025 年）浙江晖石的平均销售净利润率为 13.09%，其中 2021 年的销售净利润率为 8.30%。2020 年度，A 股 CDMO 业务主要上市公司凯莱英、药明康德、康龙化成、博腾股份的销售净利

润率分别为 22.92%、22.34%、18.06%和 15.60%，本次评估结果的销售净利润率水平低于 A 股 CDMO 业务主要上市公司。2021 年 1-9 月，浙江晖石净利润率为 7.12%，考虑到浙江晖石下半年承接了部分毛利率相对较高的关键中间体订单，预计浙江晖石 2021 年全年净利润率可以达到评估报告预测的 8.30%。因此，本次评估预测的销售净利润率合理审慎。

综上所述，本次评估收益法评估所使用增长率等参数的选取及评估结果合理审慎，相关增长情况与行业发展趋势、市场需求及企业销售情况相符。

4、浙江晖石是否存在商誉减值风险

在 CDMO 行业高景气度的背景下，浙江晖石生产经营状况良好，2021 年 1-9 月，浙江晖石已实现营业收入 25,057.28 万元，净利润 1,784.06 万元。根据中天和[2021]评字第 80017 号资产评估报告预测，浙江晖石 2021 年全年营业收入和净利润分别为 39,060.92 万元和 3,243.80 万元。从营业收入和净利润角度，截至目前，浙江晖石不存在需要计提商誉减值的情形及相关商誉减值风险，具体分析如下：

（1）收入角度

截至 2021 年 9 月 30 日，浙江晖石正在执行预计可于 2021 年内完成的主要在手订单情况列示如下：

单位：万元

项目		金额	
		执行订单	预计可于 2021 年内实现收入
正在执行订单情况	2021 年 10 月 1 日至 2021 年 10 月 30 日期间已经开始执行订单	5,461.14	3,181.41
	截至 2021 年 9 月 30 日正在执行订单	11,094.50	11,094.50
2021 年 1-9 月已实现收入	2021 年 1-9 月收入	25,057.28	
合计		39,333.19	
评估预测的浙江晖石 2021 年度营业收入		39,060.92	

因此，从收入角度，截至本回复出具日，浙江晖石仅考虑已实现及已在执行订单的 2021 年全年可实现收入可以达到评估报告预测的 2021 年营业收入水平。

（2）利润角度

为了统计的相对准确性，上表以收入口径列示，实际浙江晖石 2021 年全年净利润实现金额与收入规模、毛利率水平及费用率等均直接相关。预计浙江晖石 2021 年全年利润**可以达到**评估报告预测的 2021 年净利润水平。

因此，综合考虑 CDMO 行业的较高景气程度、浙江晖石良好的生产经营状态，结合浙江晖石已实现的收入利润及正在执行的订单情况，截至目前，浙江晖石不存在需要计提商誉减值的情形及相关商誉减值风险。

（七）结合浙江晖石报告期内的经营情况、业绩情况，说明 2018 年股权转让及增资时的企业估值与 2021 年评估估值存在较大差异的原因及合理性

1、浙江晖石报告期内的经营情况、业绩情况

报告期内，浙江晖石主要经营及业绩情况如下表所示：

单位：万元

项目	2021 年 9 月 30 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
总资产	64,670.41	51,811.23	49,617.51	43,071.89
净资产	36,047.67	34,263.61	31,404.73	17,263.16
项目	2021 年 1-9 月	2020 年度	2019 年度	2018 年度
营业收入	25,057.28	29,000.63	15,465.58	2,772.61
净利润	1,784.06	1,289.40	-1,888.95	-4,940.81

由上表可知，浙江晖石 2021 年和 2018 年的经营情况及业绩情况均存在较大差别。

2、两次估值存在较大差异的原因及合理性

2018 年及 2021 年两次评估的基本情况如下：

单位：万元

评估对象	评估目的	评估基准日	最终选定的评估方法	评估值	较评估基准日账面净资产增值率
浙江晖石 100%股权	股权转让	2018-6-30	资产基础法	22,079.20	28.38%
	股权转让	2020-12-31	收益法	101,270.49	195.56%

本次评估与 2018 年股权评估估值存在较大差异，主要系两次评估时企业所

处状态不同、选取的评估方法不同所致。

（1）两次评估时企业所处状态不同

2018 年评估时，浙江博腾（浙江晖石前身）自成立以来一直处于持续亏损状态，扭亏时点、扭亏方法、经营思路均有较大不确定性，因此估值较低，估值主要体现该时点浙江博腾的既有资产估价。

2021 年评估时，浙江晖石生产经营逐步稳定且规模不断扩大，2018 年至 2020 年，浙江晖石营业收入分别为 2,772.61 万元、15,465.58 万元和 29,000.63 万元。2019 年 7 月，浙江晖石以零缺陷通过美国 FDA 审计，具备了承接国内外大型客户订单的相关业务资质及生产能力，并于 2020 年实现盈利，预计未来可形成持续、稳定的现金流。因此，浙江晖石已经是一个具备持续经营能力的技术实力较强、生产能力较强、通过 FDA 审计的成熟 CDMO 公司，因此估值高于 2018 年时以资产基础法为结果的评估估值，体现了包括其生产、研发、资产、资质等一系列禀赋在内的综合盈利能力。

（2）两次评估的评估方法不同

基于两次评估不同的企业状态，评估机构选取了不同的评估方法。

2018 年评估估值选取了资产基础法评估结果作为评估结论，主要系当时浙江博腾（浙江晖石前身）处于持续亏损状态，未来业务收入存在较大不确定性，不具备收益法评估的基础，因此采用了资产基础法进行评估。

2021 年评估估值选取了收益法评估结果作为评估结论，主要系浙江晖石生产经营逐步稳定且规模不断扩大，具备了承接国内外大型客户订单的相关业务资质及生产能力，并于 2020 年实现盈利，预计未来可形成持续、稳定的现金流。因此，综合浙江晖石服务能力的提升和经营业绩的持续改善的状况，2021 年评估采用收益法进行评估。

综上所述，由于两次评估时企业状况及选取的评估方法不同，从而导致两次评估估值存在较大差异，相关情况具有合理性。

（本页无正文，为《北京中天和资产评估有限公司关于南京药石科技股份有限公司申请向不特定对象发行可转换公司债券审核问询函的回复》之签章页）

签字资产评估师：



马文彩



马黎明



北京中天和资产评估有限公司

2021年10月9日