

北京华亚正信资产评估有限公司
对深圳证券交易所《关于对广东溢多利生物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（2022）第3号）的回复

深圳证券交易所：

依据贵所于 2022 年 3 月 10 日出具的《关于对广东溢多利生物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（2022）第 3 号）（以下简称“重组问询函”）的要求，北京华亚正信资产评估有限公司作为本次重组的资产评估机构，对重组问询函所列问题进行了逐项核查和落实，现对相关问询意见回复如下：

问题 5

增资公告显示，根据湖南德源资产评估有限公司出具的湘德源评字[2021]第 6004 号《评估报告》，科益新资产评估结果为 6,738.98 万元，请说明本次科益新评估结果明显低于前次的原因，并结合你公司 2018 年 8 月 22 日披露的《公开发行 A 股可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告（修订稿）》中对科益新“年产 1200 吨甾体药物及中间体项目”收入、成本、利润的预测说明你认为科益新本次评估“产品成本难以可靠预测”不适合采用收益法估值的合理性。请独立财务顾问、评估师发表明确意见。

回复：

一、本次科益新评估结果明显低于前次的原因

根据湖南德源资产评估有限公司出具的湘德源评字[2021]第 6004 号《评估报告》和华亚正信评报字[2021]第 A02-0015 号《评估报告》评估结论对比情况如下：

单位：万元

评估报告	评估基准日	净资产账面价值	评估结果	增减值	增值率
湘德源评字[2021]第 6004 号《评估报告》	2021 年 3 月 31 日	4,620.72	6,738.98	2,118.26	46.00%
华亚正信评报字[2021]第 A02-0015 号《评估报告》	2021 年 9 月 30 日	3,504.53	5,010.28	1,505.75	42.97%
差异	-	1,116.19	1,728.70	612.51	2.87%

从上表可看出，本次评估的净资产账面价值较上次评估净资产账面价值减少

1,116.19 万元,这是本次评估结果较上次评估结果少 1,728.70 万元的主要原因。本次评估净资产较上次评估有所减少主要系因经营亏损所致。上次评估基准日利润总额为-258.22 万元、净利润为-258.22 万元,本次评估基准日利润总额为-1,821.70 万元、净利润为-1,312.40 万元;同时,上次评估基准日时在建工程尚未转固、按照账面价值确认评估值,而本次则依据转入固定资产及在建工程的竣工验收日期及评估基准日的实际状况计算确定成新率进行评估,由于科益新公司尚未对新转固的资产计提折旧,评估时采用成新率确定的评估值低于账面净值,造成两次评估结果存在差异。

两次评估结果的增值率差异为 2.87%,差异率较小,结合上次评估结果及本次评估基准日的资产实际使用状况,两次评估结果存在差异为正常情况。

二、结合你公司 2018 年 8 月 22 日披露的《公开发行 A 股可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告(修订稿)》中对科益新“年产 1200 吨甾体药物及中间体项目”收入、成本、利润的预测说明你认为科益新本次评估“产品成本难以可靠预测”不适合采用收益法估值的合理性

2018 年 8 月 22 日披露的《公开发行 A 股可转换公司债券募集资金运用的可行性分析报告(修订稿)》中对科益新“年产 1200 吨甾体药物及中间体项目”的预测如下:项目建设期为两年,将建设年产 1,200 吨甾体激素核心原料所需的车间、生产设备及配套附属设施工程,项目达产后正常年销售收入为 55,641.03 万元,年平均利润总额为 8,869.12 万元,财务内部收益率为 23.00% (税后),项目投资回收期(税后)为 6.07 年。

项目可行性研究报告是为投资决策服务,其财务评价是在理想状态下对项目未来的投资回收期、内部收益率等进行估算,并未考虑 GMP 认证、生产许可、环境保护等生产限制条件对科益新公司生产经营的影响。

而收益法评估是根据企业基准日的实际经营情况、资产状况、市场环境等多种因素并考虑历史情况进行预测,要严格遵守评估法、评估规范的相关要求,根据《资产评估执业准则——企业价值》第十九条“企业价值评估中的收益法,是指将预期收益资本化或者折现,确定评估对象价值的评估方法。资产评估专业人员应当结合被评估单位的企业性质、资产规模、历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性,恰当考虑收益法的适用性”。

科益新公司目前正处于生产验证阶段，截至评估基准日，科益新公司主要产品尚未取得药品 GMP 认证及生产许可，未正式投产及对外销售，2021 年度仍处于较严重的亏损状态，鉴于科益新公司主要产品生产、销售等需要逐步完善，其未来收益预测具有较大的不确定性，所以不适用收益法进行评估。

三、科益新出售的合理性分析

本次将科益新连同新合新打包出售具有合理性，具体分析如下：

1、科益新尚未取得国内外 GMP 认证和产品注册，预计短期内盈利能力较低。

截至评估基准日，科益新尚处于生产验证阶段，即将建成投产，但科益新公司尚未取得中国 GMP、WHO GMP、美国 FDA、欧盟 GMP 等质量认证及国内外产品注册，预计取得全部认证和产品注册至少需要两到三年时间，在这个阶段内，科益新不得向未取得 GMP 认证、产品注册的国家和地区销售原料药，预计在其它国家和地区的销售收入规模较小，同时受科益新账面约 2.9 亿元有息负债，以及正式投产后约 5 亿元固定资产、无形资产对应折旧摊销等因素的影响，未来两到三年内盈利能力较低。

2、科益新承接新合新子公司北京科益丰主要业务，其技术与产品开发、GMP 认证与产品注册、市场客户与销售渠道等核心竞争能力主要依赖于新合新及其子公司北京科益丰经营团队实现。

为响应北京市产业结构调整，新合新子公司北京科益丰生产业务逐步迁出北京市，为此，公司设立科益新承接北京科益丰全部生产业务，并成为研发、生产与新合新产品结构、技术应用相匹配的原料药下游企业，科益新技术与产品开发、GMP 认证与产品注册、市场客户与销售渠道等核心竞争能力主要依托新合新现有完整、成熟的研发、生产、销售体系及其团队才能实现其价值，达到产能转化效益目标。如将新合新出售而不出售科益新，未来科益新的业务发展会受到新合新限制，竟而会影响其未来盈利能力。

3、根据公司生物医药板块业务发展规划，未来三年，科益新还需进行产品研发、GMP 认证与产品注册、高端性激素产品生产车间等项目投资建设，预计资金需求 7.15 亿元，给公司带来极大资金压力。

综上，虽科益新即将建成投产，但尚未取得国内外 GMP 认证和产品注册，未来两到三年销售规模预计较小，且因存在大额有息负债、折旧摊销和资金压力等

情况,同时,科益新承接新合新子公司北京科益丰主要业务,其技术与产品开发、GMP 认证与产品注册、市场客户与销售渠道等核心竞争能力主要依赖于新合新及其子公司北京科益丰经营团队实现,其效益实现、盈利能力主要依赖于新合新。故此次将科益新打包出售具有合理性。

四、独立财务顾问、评估师的意见

经核查,独立财务顾问、评估师认为:

1、本次科益新评估结果低于前次的原因主要系科益新净资产账面价值及在建工程转固的时间差异所致,两次评估差异率较小,结合上次评估结果及本次评估基准日的资产实际使用状况,两次评估结果存在差异具有合理性;

2、收益法评估和项目可行性分析基于的前提、方法、要求等是完全不同的。截至评估基准日,科益新尚未正式投产,对外销售规模较小,主要产品生产、销售等需要逐步完善,其未来收益预测具有较大的不确定性,所以不适用收益法进行评估。科益新不适用收益法进行评估具有合理性。

问题 7

回函显示,截至评估日,新合新、利华制药静态市盈率分别为 13.34、12.16。请详细说明新合新、利华制药本次评估静态市盈率明显低于行业平均数及可比上市公司平均数的原因,并与你公司并购新合新、利华制药时该两家公司的市盈率对比,说明新合新、利华制药估值的合理性。请独立财务顾问、评估师发表明确意见。

回复:

一、新合新、利华制药本次评估静态市盈率明显低于行业平均数及可比上市公司平均数的原因

新合新、利华制药本次评估静态市盈率与行业平均数、可比上市公司平均数对比情况如下:

上市公司	静态市盈率
新合新	13.34
利华制药	12.16
溢多利和其他主营业务涵盖原料药生产的上市公司	
溢多利(300381)	31.67
赛托生物(300583)	-14.01
仙琚制药(002332)	21.43
天药股份(600488)	140.51
共同药业(300966)	86.53
新和成(002001)	24.01
浙江医药(600216)	20.26
悦康药业(688658)	23.79
亿帆医药(002019)	21.26
新华制药(000756)	18.56
天宇股份(300702)	21.95
天士力(600535)	19.53
丽珠集团(000513)	20.96
葵花药业(002737)	14.37
京新药业(002020)	11.71
健康元(600380)	20.77
华润双鹤(600062)	12.60

华润三九（000999）	22.63
华纳药厂（688799）	23.94
海普瑞（002399）	22.45
国药现代（600420）	14.33
国邦医药（605507）	18.94
东亚药业（605177）	23.91
步长制药（603858）	13.03
昂利康（002940）	20.16
平均数	20.10
医药制造业上市公司	
行业中位数	31.21
行业平均数	35.63

注：1、新合新、利华制药市盈率=本次交易作价对应整体估值/2020 年净利润；上市公司静态市盈率=上市公司 2022 年 2 月 24 日（第一次问询回复时所取日期）市值/2020 年年净利润；

2、上市公司平均数、行业中位数及平均数的统计数据剔除了市盈率过高（市盈率 80 以上）及市盈率过低（市盈率为负数）的样本。

新合新、利华制药静态市盈率分别为 13.34、12.16，低于可比上市公司市盈率平均数的 20.10 倍和医药制造业上市公司平均市盈率的 35.63 倍。主要原因如下：

（一）主营业务和产品结构不同

新合新和利华制药从事甾体激素原料药及中间体的研发、生产和销售，而可比上市公司选取的样本是主营业务包含原料药生产的公司，行业平均数计算所选取的样本为所有“C27 医药制造业”的上市公司，同行业上市公司在主营业务和产品结构上与新合新及利华制药具有较大差异，可比性较差。

（二）本次交易作价对应的市盈率和二级市场市盈率有所不同

本次出售交易作价对应的市盈率=本次交易作价对应整体估值/2020 年净利润，交易作价是以收益法评估值为基础确定的，而同行业上市公司二级市场静态市盈率=上市公司市值/2020 年年净利润。上市公司二级市场市值具有较高的股票交易流通性溢价（溢价率一般在 30%左右），且受二级市场投资者心理、股票市场环境等因素的影响，市值波动较大，一般会较收益法估值高些。

因此，新合新、利华制药本次出售交易作价的静态市盈率低于可比上市公司平均数及行业平均数具有合理性。

二、本次交易市盈率与前次收购新合新、利华制药交易市盈率对比

2015 年，公司分别以交易作价 52,500.00 万元和 30,300.00 万元收购新合新 70%的股权和利华制药 100%的股权（以下简称“前次交易”）。

根据收购/出售前一个会计年度净利润计算的交易静态市盈率情况如下：

项目	新合新		利华制药	
	前次收购	本次出售	前次收购	本次出售
交易作价（万元）	52,500.00	82,238.00	29,550.00	43,049.00
交易作价对应整体估值（万元）	75,000.00	109,935.47	29,550.00	43,049.00
2014 年/2020 年净利润 （交易前一个会计年度）	1,344.80	8,233.69	1,003.10	3,541.64
收购/出售市盈率	55.77	13.34	29.46	12.16

注：收购交易静态市盈率=交易作价对应整体估值/2014 年净利润

出售交易静态市盈率=交易作价对应整体估值/2020 年净利润

2015 年，上市公司收购新合新和利华制药时，交易作价按收购前一个会计年度 2014 年净利润计算得出的静态市盈率分别为 55.77 和 29.46，均高于本次出售。主要原因系新合新于 2013 年 3 月设立，新合新在 2014 年由于缺乏资金投入处于发展初期，而利华制药由于原股东常年定居国外疏于管理，发展也较为缓慢。公司收购新合新、利华制药后，给两公司注入了大量资金帮助其产能迅速扩张，以及注入了专业的刘喜荣管理团队，经营业绩得到大幅提升，营业收入分别由 2014 年的 26,220.61 万元和 27,843.13 万元增长到 2020 年的 90,739.85 万元和 45,089.65 万元，净利润由 2014 年的 1,344.80 万元和 1,003.10 万元增长到 2020 年的 8,233.69 万元和 3,541.64 万元，有了质的提升。

综上，前次收购和本次出售，标的公司所处的发展阶段完全不同，故以 2014 年较低的净利润水平来计算当年收购市盈率会使得该值明显偏高，与本次出售以 2020 年净利润水平计算的市盈率有所差异。

三、与可比交易案例市盈率对比分析

由于同行业上市公司收购从事甾体激素业务的标的公司较少，故选取了医药行业相关上市公司收购医药行业标的的案例进行对比。近年来，A 股上市公司收购生物医药类企业的交易案例市盈率对比分析如下：

交易对方	交易标的	评估基准日	静态 市盈率
瑞康医药	天津国慧大健康科技有限公司 38.39992%股权	2021 年 10 月 31 日	19.10
京新药业	杭州胡庆余堂医药控股有限公司 6%股权	2020 年 12 月 31 日	14.83
老百姓	河北华佗药房医药连锁有限公司 51%股权	2021 年 04 月 30 日	22.42
美尔雅	青海众友健康惠嘉医药连锁有限公司 100%股权	2020 年 6 月 30 日	14.80
同济堂	四川贝尔康医药有限公司 60%股权	2019 年 3 月 31 日	11.96
维康药业	浙江景宁瓯江胶囊有限公司 70%股权	2021 年 3 月 31 日	15.30
尔康制药	武陟维尔康生化制药有限公司 100%股权	2020 年 4 月 30 日	-23.38
尔康制药	河南豫兴康制药有限公司 100%股权	2021 年 9 月 30 日	-5.01
昆药集团	保山市民心药业有限责任公司 60%股权	2018 年 3 月 31 日	7.62
平均值			15.15
本次交易对方	新合新 74.8057%股权	2021 年 9 月 30 日	13.34
	利华制药 100%股权		12.16

注：平均值剔除市盈率为负值样本。

同行业资产可比交易案例中平均市盈率为 15.15 倍，与新合新、利华制药静态市盈率均基本相近。

四、独立财务顾问、评估师的意见

经核查，独立财务顾问、评估师认为：

1、本次出售交易作价对应的市盈率系根据收益法评估值协商而定的交易作价与净利润的比值，而同行业上市公司二级市场市盈率系由二级市场市值与净利润的比值，二级市场市值具有较高的股票交易流通性溢价，且受二级市场投资者心理、股票市场环境等因素的影响，市值波动较大，一般会较收益法估值高些。另外，新合新、利华制药与同行业上市公司主营业务和产品结构不同。因此本次出售交易作价对应市盈率略低于同行业上市公司二级市场市盈率具有合理性。

2、按交易前一个会计年度计算的前次收购和本次出售的交易作价对应的市盈率有所差异，是因为新合新在 2014 年刚设立不久，缺乏资金投入，处于发展初期，而利华制药由于原股东常年定居国外疏于管理，发展也较为缓慢。公司收购新合新、利华制药后，给两公司注入了大量资金帮助其产能迅速扩张，以及注入了专业的刘喜荣管理团队，经营业绩得到大幅提升。前次收购和本次出售，标的公司所处的发展阶段完全不同，故以 2014 年较低的净利润水平来计算当年收购市盈率会使得该值明显偏高，与本次出售以 2020 年净利润水平计算的市盈率

会有所差异。

问题 8

请结合报告书修订稿中新合新估值情况，说明新合新预测期第三年及以后收入增长率明显低于以前期间的原因及预测依据，以及呼吸和免疫系统用药原料药预测期间单价低于历史期间的原因。请独立财务顾问、评估师发表明确意见。

回复：

一、新合新公司预测期第三年及以后收入增长率明显低于以前期间的原因及预测依据

新合新公司近 2 年受新冠疫情和国家环保政策逐年收紧影响，特别是 2021 年生产存在环保检查整改、定时限电、限产等特殊情况，公司营业收入从 2019 年的 106,426.03 万元下降至 2021 年的 89,258.64 万元，下降幅度约 16%。在以上不利因素消除后，新合新公司预计将恢复性增长，预测 2022 年至 2024 年的营业收入分别为 103,132.20 万元、115,746.68 万元、122,251.81 万元，与 2019 年营业收入相比，平均增长率约在 8%。

经过多年的发展，我国大宗原料药市场产能已经趋于饱和，整体行业竞争激烈，为维持市场份额企业不会轻易主动提价，因此预测在 2025 年和 2026 年的销售收入维持在 3%左右的增速。

综上，新合新公司 2022 年-2024 年属于恢复性增长，结合市场需求、竞争情况等方面，新合新公司预测期第三年及以后收入增长率低于以前期间是较为合理的。

二、呼吸和免疫系统用药原料药预测期单价低于历史期间水平的原因

（一）呼吸和免疫系统用药原料药主要产品的品种占比发生变化

2019 年倍他米松系列产品占呼吸和免疫系统用药原料药销售总额的 31.76%，降至 2021 年的 17.86%；

2019 年醋可系列产品占呼吸和免疫系统用药原料药销售总额的 6.29%，上升至 2021 年的 72.75%。

（二）市场竞争加剧导致产品价格波动

1、倍他米松系列产品售价高、毛利高，其市场竞争尤为激烈，销售单价从 2018 年的 6,280.5 元/公斤，下降至 2021 年的 4,750 元/公斤，降幅高达 24%。

由于 2021 年下半年国内化工辅料（金属锂）价格增长明显，致使倍米系列的产品销售价格有所回升，至 5,000 元/公斤。

2、醋酸可的松系列产品其整体市场价格偏低，销售单价近年维持在 1,200 元/公斤左右。

综上所述，由于目前产品结构与历史不同及市场竞争加剧，预测期呼吸和免疫系统用药原料药产品平均单价低于历史期间水平是较为合理的。

三、独立财务顾问、评估师的意见

经核查，独立财务顾问和评估师认为：

新合新公司预测期第三年及以后收入增长率明显低于以前期间的原因主要系新合新公司 2022 年-2024 年属于恢复性增长及大宗原料药市场逐渐趋于饱和和整体行业竞争加剧所致；呼吸和免疫系统用药原料药预测期单价低于历史期间水平的原因主要系新合新主要产品的品种占比发生变化及市场竞争加剧导致产品销售价格下降所致。结合所处市场需求、竞争情况等方面，新合新预测期收入增幅、单价低于以前期间是较为合理的。

（本页无正文，为北京华亚正信资产评估有限公司对深圳证券交易所〈关于对广东溢多利生物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（2022）第 3 号）的回复》之签署页）

北京华亚正信资产评估有限公司
年 月 日