

中联资产评估集团有限公司对创业板管理部

《关于对仙乐健康科技股份有限公司的关注函》

评估相关问题回复的核查意见

创业板公司管理部：

根据贵部于 2022 年 7 月 11 日下发的《关于仙乐健康科技股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2022〕第 300 号）的要求，中联资产评估集团有限公司已会同上市公司与各中介机构，经本公司组织项目人员、审核人员，对上市公司的回复进行了核查。相关情况如下：

1. 原问题3第（1）小问

根据公告，本次交易采用市场法对标的公司 80%股权进行估值，标的公司评估基准日净资产账面价值为 2,246 万美元，100%资产基础价值为 2.5 亿美元，本次交易定价约合人民币 12.11 亿元，系公司在综合考量标的公司的行业前景、经营情况、技术实力、以及收购后整合带来的战略价值及协同效应的基础上，经过多轮竞标及报价流程最终确定，而你公司 2021 年末净资产为 25.45 亿元。

（1）请结合标的公司的行业前景、经营情况、技术实力、以及收购后整合带来的战略价值及协同效应，近一年一期主要财务数据，评估参数及其选取方式、具体评估过程、采用市场法估值的原因等，说明标的公司股东权益价值增值较高的原因及合理性，并充分提示评估增值较高的风险；

请评估机构对问题（1）发表核查意见。

回复：

一、结合标的公司的行业前景、经营情况、技术实力、以及收购后整合带来的战略价值及协同效应，近一年一期主要财务数据，评估参数及其选取方式、具体评估过程、采用市场法估值的原因等，说明标的公司股东权益价值增值较高的原因及合理性，并充分提示评估增值较高的风险

（一）标的公司的行业前景、经营情况、技术实力

1、行业前景

根据 Nutrition Business Journal 发布的《2021 年全球膳食补充剂行业报告》，2020 年，全球膳食补充剂行业市场规模已达到 1,650 亿美元，之后三年还将保持年均约 6%增速。美国是全球最大的营养补充剂市场，其营养补充剂行业起步较早，已形成了相对成熟和稳定的体系。根据 Nutrition Business Journal 数据，2020 年美国营养补充剂行业消费规模为 558 亿美元，预计 2024 年将达到 698 亿美元。

2、经营情况

标的公司是美国营养补充剂行业领先的CDMO企业，主要从事于维生素、矿物质、特殊营养品等营养补充剂的生产及销售，在美国营养保健食品行业拥有良好知名度。标的公司擅长复杂配方的产品制造，覆盖软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、茶包、软糖等多种剂型，且具备瓶、罐、袋、茶包、药丸等包装能力，其产品能够覆盖营养补充剂绝大多数的目标市场，能为客户提供全面的、综合性的产品解决方案。标的公司拥有一批健康和保健领域的全球零售商和品牌客户。

3、技术实力

标的公司拥有超过二十年的软胶囊产品生产经验，能够研发并规模化生产高度复杂的产品配方，能为客户提供全面的、综合性的产品解决方案。标的公司的研发团队能够为客户提供广泛的服务组合，包括原材料选择和替代、复合型产品制剂、新产品测试和试产以及包装设计等服务。标的公司在植物胶软胶囊领域处于领导地位，具备丰富的植物胶软胶囊生产工艺技术、规模化生产和销售推广经验。

（二）收购后整合带来的战略价值及协同效应对标的公司股东权益价值增值较高的的影响

收购后整合后标的公司带来的战略价值及协同效应详见问题1第（2）问答复。本次交易定价是经过多轮竞标及报价流程最终确定。

采用市场法估值的价值类型为市场价值，未考虑协同效应所带来的投资价值增值。估值采用标的公司2021年的净利润及可比上市公司的市盈率（PE）估算其股权价值，未考虑协同效应带来收益及股东权益价值增值。

（三）标的公司近一年一期主要财务数据

基于美国一般公认审计准则下美国审计机构MGO出具的《审计报告》及 Best Formulations Inc.提供的最近一期管理层报表，Best Formulations Inc.最近一年一期母公司单体口径的主要财务报告数据如下：

表1.资产、负债及财务状况

单位：万美元

项目	2021 年 12 月 31 日	2022 年 3 月 31 日
总资产	6,726.72	7,930.96
总负债	4,498.81	5,684.66
净资产	2,227.91	2,246.30
归属于母公司所有者权益	2,227.91	2,246.30
项目	2021 年度	2022 年度 1-3 月
营业收入	12,066.94	3,095.97
毛利润	1,491.08	846.45
净利润	1,469.78	28.70
归属于母公司净利润	1,469.78	28.70

注：2021 年财务数据为已经审计，2022 年 1-3 月财务数据未经审计。

（四）评估参数及其选取方式、具体评估过程、采用市场法估值的原因

1、评估参数及其选取方式、具体评估过程

本次交易方案，交割的标的资产为分拆VIT Health LLC至标的公司体外的股权。标的公司与VIT Health LLC之间的关联交易规模较小、对毛利润影响较小，且VIT Health LLC设立时间较短，作为品牌零售商处于前期市场开拓阶段，销售及管理费用较高，公司处于亏损状态。标的公司母公司的运营、管理、人员及技术不存在依赖VIT Health LLC的情况。本次估值采用母公司报表口径的净利润对标的公司的股权价值进行估算，长期股权投资VIT Health LLC的估值按0测算。

本次估值的基本模型为：

标的公司股东部分权益价值＝标的公司价值指标×修正后价值比率系数×交易的股权比例×（1-流动性折扣率）×（1+控制权溢价率）。

（1）价值比率的选取

根据标的公司的行业，选取产品及业务结构接近的企业作为可比公司，在全球范围内最终选取10家营养补充剂行业的可比上市公司。交易标的的资产为企业的股权，对于股权价值估值常用的价值比率包括市盈率（P/E）、市净率（P/B）、市销率（P/S）等。

为判断不同价值比率对于标的资产所属行业的适用性，对上述可比上市公司就市值与各财务指标之间的相关性进行回归分析。结果如下：

表2.价值比率线性回归分析结果表

因变量 自变量	市值		
	归母权益	收入	净利润
相关性 Multiple R	0.97	0.79	0.99
拟合优度 R Square	0.93	0.63	0.97
样本拟合优度 Adjusted R Square	0.93	0.58	0.97
标准误差	3,868	9,167	2,584
观测值	10	10	10

由上可知，采用净利润作为自变量对企业价值进行回归分析，自变量与因变量间的相关性、拟合优度、样本拟合优度及标准差均表现良好。因此本次估值采用市盈率（PE）作为价值比率。

（2）财务指标调整

为量化标的公司与可比上市公司之间的差异，本次估值选取反映企业盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力的多项财务指标与选择的价值比率市盈率（PE）进行相关性分析。经过分析资本扩张率、息税前利润占收入比率、近三年毛利复合增长率的相关性较高。因此采用这三个财务指标对标的公司与可比公司间的差异进行修正。

标的公司与各可比公司三项财务指标数据见下表：

表3.标的公司与可比公司各项财务指标数

序号	企业简称	资本扩张率	EBIT/收入	毛利增长率
1	可比公司 A	-11.00	12.87	5.11
2	可比公司 B	2.69	7.81	10.68
3	可比公司 C	-10.54	14.34	5.31
4	可比公司 D	17.75	17.80	13.51
5	可比公司 E	2.20	8.49	11.36
6	可比公司 F	-2.49	11.48	5.18
7	可比公司 G	51.77	24.17	19.10
8	可比公司 H	15.31	27.85	8.50
9	可比公司 I	23.04	23.26	16.09
10	可比公司 J	16.59	11.87	22.05
平均值		10.53	15.99	11.69
标的公司		85.54	12.49	25.85

财务指标打分以标的公司和各可比公司财务指标为基准，全部指标根据最大值，3/4位数，中位数，1/4位数以及最小值两两平均进行档次划分并进行打分，档次划分表如下：

表4.财务指标调整标准

序号	指标名称	权重分配	标准值				
		满分	优秀值	良好值	平均值	较低值	较差值
1	资本扩张率	100.00	34.62	13.23	9.00	3.84	-6.16
2	EBIT/收入	100.00	24.87	17.75	13.61	12.59	9.69
3	毛利增长率	100.00	18.75	13.23	11.02	8.56	5.61

根据标准值表列示的优秀、良好、平均、较低、较差五个档次，每个档次间分差为 10 分，对将标的公司及可比公司打分，得出财务指标调整系数。评分结果见下表：

表5.标的公司与可比公司财务指标打分

序号	企业简称	资本扩张率 得分	EBIT/收入 得分	毛利增长率 得分	总得分
1	可比公司 A	50.00	72.72	50.00	172.72
2	可比公司 B	68.85	50.00	78.61	197.46
3	可比公司 C	50.00	81.78	50.00	181.78

4	可比公司 D	92.11	90.07	90.51	272.69
5	可比公司 E	68.36	50.00	81.55	199.90
6	可比公司 F	63.67	66.16	50.00	179.83
7	可比公司 G	100.00	99.02	100.00	299.02
8	可比公司 H	90.97	100.00	69.78	260.75
9	可比公司 I	94.59	97.74	95.18	287.51
10	可比公司 J	91.57	67.51	100.00	259.08
平均值		77.01	77.50	76.56	231.07
标的公司		100.00	69.66	100.00	269.66

根据计算得出的可比公司及标的公司财务指标各维度得分，采用标的公司财务指标总得分/可比公司财务指标总得分，得出财务指标调整系数，具体情况如下表：

表6.可比公司财务指标调整情况

序号	企业简称	财务指标调整系数
1	可比公司 A	1.56
2	可比公司 B	1.37
3	可比公司 C	1.48
4	可比公司 D	0.99
5	可比公司 E	1.35
6	可比公司 F	1.50
7	可比公司 G	0.90
8	可比公司 H	1.03
9	可比公司 I	0.94
10	可比公司 J	1.04

将标的公司的得分与各可比公司得分进行比较，得到修正后的比准市盈率（P/E）均值为27.50。

计算公式如下：

比准价值比率=比准前价值比率×财务指标调整系数

由此可得各比准价值比率，如下表：

表7.可比公司价值比率统计

上市公司	初始 P/E	财务指标调整系数	调整后 P/E
可比公司 A	9.35	1.56	14.59

可比公司 B	13.62	1.37	18.60
可比公司 C	16.91	1.48	25.08
可比公司 D	30.72	0.99	30.37
可比公司 E	44.82	1.35	60.46
可比公司 F	12.41	1.50	18.61
可比公司 G	25.95	0.90	23.40
可比公司 H	24.70	1.03	25.55
可比公司 I	26.23	0.94	24.60
可比公司 J	32.41	1.04	33.73
平均值	23.71		27.50

(3) 流动性折扣率

本次市场法估值选取的可比公司均为上市公司，而标的公司并未上市，缺乏市场流通性，因此在上述测算的基础上需要扣除流动性折扣。估值人员参考 Business Valuation Resources 的数据《Measuring the Discount for Lack of Marketability for Non-controlling, Nonmarketable Ownership Interests》中的 Valuation Advisors Pre-IPO Study 研究，对公司 IPO 前三个月内发生的股权交易的价格与 IPO 后上市后的交易价格的差异进行测算来定量估算流动性折扣。本次估值人员选取近三年内全球市场全行业上市的公司流动性折扣均值 27.30% 作为参考。

(4) 控制权折价

考虑到上市公司拟收购标的公司 80% 的股东权益并拥有该公司的控制权，因此在上述测算的基础上需要考虑控制权溢价。根据 Business Valuation Resources 发布的数据显示，2017 年至 2021 年期间相关行业的交易统计，控制权溢价比例均值为 20.05%。根据该数据，并结合标的公司的特点，本次估值控制权溢价选取 20.05%。

(5) 所得税率调整

标的公司作为美国税法下定义的 S corporation，目前执行的所得税税率为 1.5%。考虑到标的公司被收购后标的公司形式变更，变更后法定所得税税率为 27.98%。此外，根据美国税法，收购形成的商誉可以摊销并在税前抵扣，标的公司产生的利润可以与上层实施收购的公司利润合并纳税，实际税率将低于法定税

率27.98%。由于目前无法确定商誉规模，经分析企业未来较长时间实际所得税率将在1.5%到27.98%的范围内。

（6）净利润

根据MGO出具的审计报告，标的公司母公司口径单体报表的净利润为1,469.78万美元。所得税税率按照1.5%及27.98%，采用报表利润测算，标的公司净利润分别为1,469.78万美元及1,073.87万美元。

本次估值采用根据MGO基于美国会计准则的母公司单体报表净利润1,469.78万美元及所得税税率按照27.98%调整后的母公司单体净利润1,073.87万美元对标的公司股权价值的区间进行估算。

（7）估值结果

①采用MGO报表净利润的情形

标的公司股东部分权益价值=比准PE×标的公司净利润×交易的股权比例×
(1-流动性折扣率)×(1+控制权溢价率)

$$=27.50 \times 1,469.78 \times 80\% \times (1-27.30\%) \times (1+20.05\%)$$

$$= 28,200.00 \text{ 万美元（百万元取整）}$$

②采用所得税税率调整后净利润的情形

标的公司股东部分权益价值=比准PE×标的公司净利润×交易的股权比例×
(1-流动性折扣率)×(1+控制权溢价率)

$$=27.50 \times 1,073.87 \times 80\% \times (1-27.30\%) \times (1+20.05\%)$$

$$= 20,600.00 \text{ 万美元（百万元取整）}$$

2、采用市场法估值的原因

标的公司属于营养补充剂行业，主要从事于维生素、矿物质、特殊产品及草本植物产品的营养补充剂的生产及销售，其产品剂型覆盖软胶囊、片剂、粉剂、液体等。市场上存在业务结构、经营模式、企业规模等经营要素相类似的上市公司，因此本次估值选择市场法进行估值。

由于现阶段标的公司股东及管理层对外开放的尽调资料库材料有限，且无法开展现场资产清查盘点工作，中介机构仅能采取基于财务报表分析等程序进行估值工作，故无法选择资产基础法、收益法进行估值。

（五）评估增值较高的风险

截至2021年12月31日，标的公司母公司单体口径账面净资产为2,227.91万元。根据中联评估出具的估值报告，以2021年12月31日为估值基准日，采用市场法进行估值，标的公司的80%股东权益的估值范围为 20,600.00 万美元至 28,200.00 万美元，按照100%股权价值折算，净资产估值增值23,546.51万美元至33,048.76万美元。以标的公司2021年母公司口径净利润1,469.78万美元计算，上述估值的市盈率倍数为17.54至24.00，处于同行业上市公司的市盈率区间内。本次交易定价系上市公司经过多轮竞标及报价流程最终确定，本次交易拟购买的标的资产为标的公司 80%的股权，所需支付的交易对价约为 18,012 万美元。

本次估值以持续经营和公开市场为前提，结合标的公司的实际情况，综合考虑各种影响因素进行估值。考虑估值方法的适用前提，本次选用市场法估值。虽然中介机构在估值过程中严格按照相关规定，履行了勤勉尽责的职责，但本次交易仍存在因未来实际情况与估值假设不一致，特别是宏观经济波动、国家法规及行业政策变化等情况，导致出现拟购买资产的实际估值与本次估值及交易作价出现偏离的情形，进而可能对上市公司及其股东利益造成影响，特提请投资者关注本次交易标的估值增值的风险。

综上所述，标的公司属于营养补充剂行业，主要从事于维生素、矿物质、特殊产品及植物胶产品的营养补充剂的生产及销售，由于市场上存在业务结构、经营模式、企业规模等经营要素相类似的上市公司，因此本次估值选择市场法进行估值。市场法采用市盈率指标，未考虑协同效应所带来的投资价值增值。以2021年12月31日为估值基准日，标的公司的80%股东权益的估值范围为20,600.00万美元至28,200.00万美元，市盈率倍数为17.54倍至24.00倍。

按照100%股权价值折算，标的公司净资产估值增值23,546.51万美元至33,048.76万美元，增值较高。原因如下：第一，标的公司是轻资产的CDMO企业，

其核心竞争实力在于充沛的产能、先进的生产线、优质的客户网络资源以及在植物胶软胶囊领域的领先地位，账面净资产未能充分反应上述优势所带来的价值；第二，本次交易定价系上市公司经过市场化的多轮竞标及报价流程最终确定；第三，本次估值采用市场法，而标的公司估值的市盈率倍数处于同行业上市公司的市盈率区间内。因此，标的公司股东权益价值增值较高具有合理性。

二、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司结合标的公司的行业前景、经营情况、技术实力分析了标的公司股东权益价值增值较高的原因及合理性，披露了近一年一期主要财务数据，评估参数及其选取方式、具体评估过程、采用市场法估值的原因等并提示了评估增值较高的风险。相关分析及披露具有合理性。

（本页无正文，为《中联资产评估集团有限公司对创业板管理部<关于对仙乐健康科技股份有限公司的关注函>评估相关问题回复的核查意见》之签章页）

中联资产评估集团有限公司

2022 年 7 月 18 日