
仙乐健康科技股份有限公司拟股权收购

所涉及的 Best Formulations Inc.

股权价值咨询项目

咨 询 报 告

中联评估字[2022]第 2000 号

中联资产评估集团有限公司

二〇二二年七月六日



目 录

第一部分	估值报告声明	1
第二部分	估值技术思路	2
一、	委托人及估值对象概况	2
二、	估值目的	6
三、	估值基准日	6
四、	估值对象和估值范围	6
五、	估值方法的选择	8
六、	估值基本假设	9
七、	估值工作范围及程序履行情况	10
第三部分	宏观形势及行业经营情况分析	12
一、	宏观环境分析	12
二、	行业情况的分析及发展前景	21
第四部分	市场法估值说明	40
第五部分	估值结论	58
一、	估值结论	58
第六部分	特别事项提示及使用限制说明	59



第一部分 估值报告声明

因仙乐健康科技股份有限公司拟通过设立境外主体收购 Best Formulations Inc.（以下或简称“Best Formulations”）股权之经济行为，中联资产评估集团有限公司接受仙乐健康科技股份有限公司的委托，在 Best Formulations 财务报表的基础上，采用市场法，对 Best Formulations 的部分股东权益在估值基准日 2021 年 12 月 31 日的市场价值进行了估算。

受托人以仙乐健康科技股份有限公司所能获取的估值对象企业信息、财务报表为基础，采取获取委托人提供的估值对象财务信息、分析财务数据、了解企业状况等有限程序进行估值工作。本报告不构成对估值对象财务数据真实性、完整性、合法性的保证。

我们的工作是以所获得的 Best Formulations 财务报表为基础，采用通行的估值模型进行估算。我们在估值过程中主要执行了解、分析和重新计算等程序，并未履行全面核查程序。

我们出具的咨询报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，报告使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。估值人员及机构不对使用本报告、本报告内容所含信息或与本报告有关的任何行为所导致的任何损失承担责任。

本报告使用人应当正确理解和使用估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

非法律、行政法规规定，本报告的全部或部分内容不得提供给其它任何单位和个人；任何未经估值机构和委托人确认的机构或个人不能由于得到咨询报告而成为报告使用者。



第二部分 估值技术思路

一、委托人及估值对象概况

（一）委托人概况

公司名称：仙乐健康科技股份有限公司（以下简称“仙乐健康”）

公司地址：汕头市泰山路 83 号

法定代表人：林培青

注册资本：18016.96 万元人民币

公司类型：其他股份有限公司(上市)

成立日期：1993-08-16

统一社会信用代码：91440500617536366K

经营范围：健康科技产业投资，药品研究开发，企业管理服务；营养健康及生物技术的研发、转让和技术咨询服务；保健食品销售；食品销售；化妆品生产销售；保健食品生产，食品生产；货物进出口、技术进出口；（另一生产地址：汕头市黄山路珠业南街 11 号）。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动)。

（二）估值对象概况

公司名称：Best Formulations Inc.（以下或简称“Best Formulations”）

注册号：UP18-000609

注册地址：17758 Rowland Street City of Industry CA 91748

公司类型：有限公司

1. 公司简介



Best Formulations 及其子公司所属营养补充剂行业，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。Best Formulations 作为合同制造商，其产品能够覆盖营养补充剂绝大多数的目标市场。

2. 股权结构

2021 年 4 月 15 日，Best Formulations Inc. 宣布公司总股数由原来 200,000 股增至 300,000 股，其中已发行带有表决权 100,000 股，无表决权 6799 股，未发行无表决权 193,201 股。

截止估值基准日，Best Formulations Inc. 股权结构为：

表1. Best Formulations 估值基准日股权结构

股东名称	持股比例
Joy S. Hsu	4.5%
Charles S. Ung	25.6%
Eugene C. Ung	29.3%
Kelly C. Ung	30.0%
Jeffrey A. Goh	10.6%
合计	100.0%

3. 资产、财务及经营状况

估值对象的审计机构 Macias Gini & O'Connell LLP（以下或简称“MGO”）出具了基于美国会计准则的合并口径的独立审计报告。根据该审计报告，截至估值基准日，Best Formulations 合并口径资产总额 6,606.14 万美元，负债总额 4,498.81 万美元，净资产合计为 2,107.33 万美元，实现营业收入为 12,052.54 万美元，净利润 1,351.52 万美元；Best Formulations 母公司单体口径资产总额 6,726.72 万美元，负债总额 4,498.81 万美元，净资产合计为 2,227.91 万美元，实现营业收入为 12,066.94 万美元，净利润 1,469.78 万美元。Best Formulations 近三年的资产、财务状况如下表所示：



表2.Best Formulations 近三年合并口径的资产、财务状况

金额单位：万美元

项目	2019 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	3,298.14	4,262.59	6,606.14
总负债	2,160.54	3,064.14	4,498.81
净资产	1,137.60	1,198.45	2,107.33
归属于母公司所有者权益	1,137.60	1,198.45	2,107.33
项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入	7,753.20	9,105.41	12,052.54
利润总额	52.93	233.85	1,372.82
净利润	52.20	232.65	1,351.52
归属于母公司净利润	52.20	232.65	1,351.52
审计机构	Macias Gini & O`Connell LLP		

表3.Best Formulations 近三年单体口径的资产、财务状况

金额单位：万美元

项目	2019 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	3,298.14	4,264.91	6,726.72
总负债	2,160.54	3,064.14	4,498.81
净资产	1,137.60	1,200.77	2,227.91
归属于母公司所有者权益	1,137.60	1,200.77	2,227.91
项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入	7,753.20	9,117.48	12,066.94
利润总额	52.93	236.17	1,491.08
净利润	52.20	234.97	1,469.78
归属于母公司净利润	52.20	234.97	1,469.78
审计机构	Macias Gini & O`Connell LLP		

4. 付息债务情况

根据经审计的合并资产负债表披露，截至估值基准日 Best Formulations 的付息债务共计 2,114.71 万美元，为银行提供的信用贷款。

5. 长期股权投资情况

Best Formulations 的长期股权投资账面值为 5.00 万美元，未计提减值准备。VIT Health LLC（以下简称“VIT”）是 Best Formulations 设



立的全资子公司，该公司从 Best Formulations 采购营养补充剂并贴牌面向终端客户进行销售。具体情况如下表：

表4.估值基准日长期股权投资明细表

金额单位：万美元

序号	被投资单位名称	持股比例%	投资成本	账面价值
1	VIT Health LLC	100%	5.00	5.00
合计			5.00	5.00
减：长期股权投资减值准备				-
净额			5.00	5.00

VIT Health LLC 近两年资产、负债及财务状况如下表：

表5.资产、负债及财务状况

金额单位：万美元

项目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	16.87	48.10
负债	14.19	163.68
净资产	2.68	-115.58
项目	2020 年度	2021 年度
营业收入	0.08	23.02
利润总额	-2.32	-118.26
净利润	-2.32	-118.26
审计机构	Macias Gini & O'Connell LLP	

（三）委托人与估值对象之间的关系

委托人为仙乐健康科技股份有限公司，估值对象 Best Formulations Inc. 80%的股权，委托人拟通过设立境外公司收购 Best Formulations Inc. 80%的股权。

（四）报告使用人

本咨询报告的使用者为委托人及经济行为相关的当事方。

除国家法律法规另有规定外，任何未经估值机构和委托人确认的机构或个人不能由于得到咨询报告而成为咨询报告使用者。



二、估值目的

仙乐健康科技股份有限公司拟设立境外公司收购 Best Formulations Inc.80%股权，为此需对 Best Formulations Inc.80%股权的价值进行估算。

本次估值是为了 Best Formulations Inc.80%股东权益于估值基准日的市场价值，为委托人提供价值参考依据。

三、估值基准日

本项目的估值基准日是 2021 年 12 月 31 日。此基准日是委托人在综合考虑估值对象的资产规模、工作量大小、预计所需时间等因素的基础上确定的。

四、估值对象和估值范围

委托人委托的估值对象为 Best Formulations Inc.80%股权。估值范围为剔除长期股权投资 VIT 后的资产及负债。

根据 Best Formulations Inc.的审计机构 Macias Gini & O`Connell LLP 出具的基于美国会计准则的独立审计报告，截至估值基准日合并口径的账面资产总额 6,606.14 万美元，负债总额 4,498.81 万美元，净资产为 2,107.33 万元，具体包括流动资产 5,322.72 万美元，非流动资产 1,283.42 万美元，流动负债 4,190.54 万美元，非流动负债 308.28 万美元。截至估值基准日 Best Formulations 母公司单体口径资产总额 6,726.72 万美元，负债总额 4,498.81 万美元，净资产合计为 2,227.91 万美元，具体包括流动资产 5,324.19 万美元，非流动资产 1,402.53 万美元，流动负债 4,190.53 万美元，非流动负债 308.28 万美元。

（一）委估主要资产状况



本次估值范围中的主要资产为流动资产、固定资产、无形资产等资产。

1. 流动资产

本次估值范围内的流动资产主要包括货币资金、应收账款、存货等。存货主要为原材料、在产品、库存商品。

2. 固定资产

纳入本次估值范围的资产类型为资本化的房屋建筑改造费用、机器设备、运输工具和办公设备及其他。截至估值基准日，资本化的房屋建筑改造费用、设备等固定资产账面值共计 1,190.13 万美元。

3. 无形资产

(1) 商标

根据估值对象提供的资料，Best Formulations 共有 8 项注册商标，具体如下：

表6.被估值单位商标情况

序号	商标	地域	注册编号
1	Q-BEST	美国	3300118
2	Meta-Reg	美国	3247480
3	eAntiAging	美国	2808964
4	Cardifend	美国	3008416
5	Es-Clear	美国	3014750
6	eAntiaging	台湾	01003695
7	eAntiaging	加拿大	TMA817756
8	eAntiaging	墨西哥	1116167

(2) 域名

根据估值对象提供的资料，Best Formulations 共有 5 域名，具体如下：

表7.被估值单位域名情况

序号	域名
1	bestFormulations.com



2	bestFormulations.net
3	eantiaging.com
4	customizedsupplements.com
5	bf1984.com

4. 主要资产租赁情况

根据数据库提供的资料，估值对象共有 4 处租赁物业，详细信息如下表所示。

表8.被估值单位租赁情况

序号	出租人	地址	面积	用途	租赁期限	起始年份
1	UNG PROPERTIES LLC	17758 ROWLAND ST CITY OF INDUSTRY, CA 91748, 美国	50,000 平方英尺	生产厂房/库房/实验室	租期至 2025 年	1998
2	Marcus Adams Capital LLC	938 RADECKI CT INDUSTRY CA, 美国	75,000 平方英尺	生产厂房/实验室/仓库	租期至 2031 年	2005
3	National Science Foundation International	17775 ROWLAND ST CITY OF INDUSTRY CA, 美国	100,000 平方英尺	生产厂房/软糖/仓库	租期至 2029 年	2019
4	PPF Industrial 5900 Skylab Road, LLC	5900 Skylab Road Huntington Beach, CA, 美国	140,103 平方英尺	个人护理产品制造	租期至 2031 年	2021

五、估值方法的选择

企业整体估值可以采用收益法、市场法、资产基础法三种方法。收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，它具有估值数据直接取材于市场，估值结果说服力强的特点。资产基础法是指在合理估计企业各项资产价值和负债的基础上确定估值对象价值的思路。

估值对象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 Best Formulations Inc. 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，估值人员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。

综上，本次估值确定采用市场法进行估值。

六、估值基本假设

本次估值基于委托人和 Best Formulations Inc. 提供的财务数据，该财务数据遵循了以下假设：

（一）一般假设

1. 交易假设

交易假设是假定所有估值对象已经处在交易的过程中，估值人员根据估值对象的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2. 公开市场假设

公开市场假设，是假定在市场上交易的资产，或拟在市场上交易的资产，资产交易双方彼此地位平等，彼此都有获取足够市场信息的机会和时间，以便于对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

3. 资产持续经营假设

资产持续经营假设是指估值时需根据待估资产按目前的用途和使用的方式、规模、频度、环境等情况继续使用，或者在有所改变的基础上使用，相应确定估值方法、参数和依据。



（二）特殊假设

1. 估值对象及其子公司经营业务所涉国家或地区境内政局及国际关系稳定，各自现行的宏观经济以及产业政策、贸易政策等不发生重大变化；

2. 估值对象及其子公司未来经营期内的主营业务的持续开展符合相应所涉及的国家或地区的相关监管政策标准，取得相应业务资质无实质性障碍；

3. 本次估值假设委托人及估值对象提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整；

4. 估值范围仅以委托人及估值对象提供的财务报表为准，未考虑委托人及被估值对象提供清单以外可能存在的或有资产及或有负债；

5. 可比企业与估值对象在价值影响因素方面相同或者相似；

6. 可比企业与估值对象均能够按公开披露的经营模式、业务架构、资本结构持续经营；

7. 可比企业信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏；

8. 估值人员仅基于公开披露的可比企业相关信息选择对比维度及指标，不考虑其他非公开事项对估值对象价值的影响。

当上述条件发生变化时，估值结果一般会失效。

七、估值工作范围及程序履行情况

1. 听取估值对象有关人员介绍企业总体情况和委估资产的历史及现状，了解企业的财务制度、经营状况、固定资产技术状态等情况。

2. 通过估值对象提供的资料虚拟数据库，查阅企业财务、法律、工商以及未来盈利预测等资料数据。



3. 取得 Best Formulations Inc. 2019 年、2020 年、2021 年审计报告。
4. 查阅数据库中估值对象的产权证明文件。
5. 查阅委托人及估值对象聘请的独立第三方机构提供的商业、经营、财务尽调报告。
6. 现阶段估值工作尚未能对估值对象的主要客户及供应商进行访谈、函证等常规操作。
7. 由于估值对象在境外，估值人员无法到达现场开展现场工作，对现场资产的勘查清查主要依赖于委托人聘请的其他中介尽职调查团队对主要设备及资产的现场勘查结论。
8. 估值人员无法获得外部审计师针对 Best Formulations Inc. 财务报表的全部审计工作底稿，现阶段尚未能开展抽凭、穿行测试等程序，但基于对数据库中估值对象及外部审计师提供的财务资料进行分析核查，未发现不合理或与现有财务数据矛盾之处。
9. 其他详见在本报告中记录的关于本次估值背景情况、工作范围、方法和假设、测算过程与结论、重大事项和限制性条件。



第三部分 宏观形势及行业经营情况分析

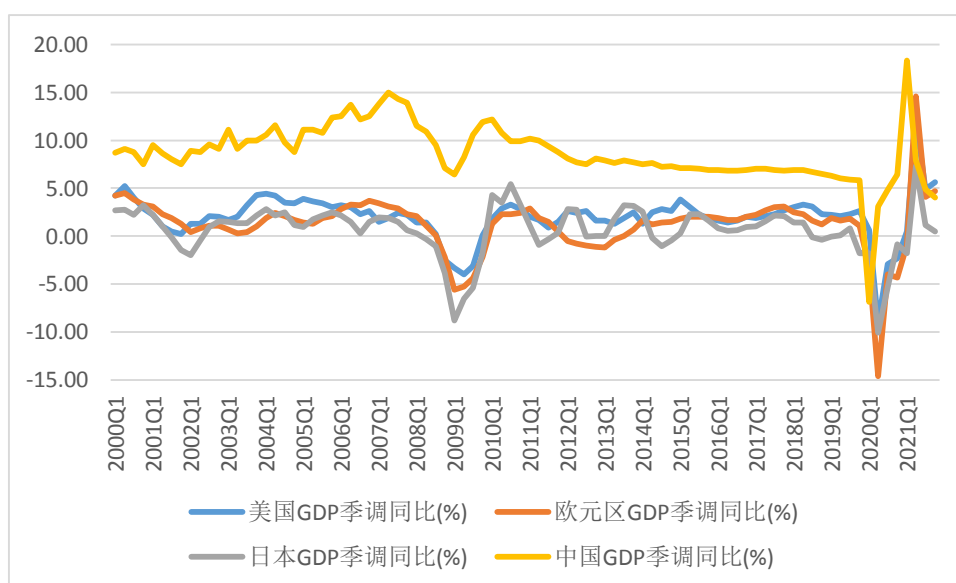
一、宏观环境分析

(一) 国际情况

1. 全球宏观经济概况

从整体角度来看，2021 年四季度，美国 GDP 同比增速 5.6%，较上季提升 0.7 个百分点；欧元区 GDP 下降 1.1%，较上季放缓 0.1 个百分点；日本 GDP 同比增速 0.45%，较上季放缓 0.73 个百分点；中国 GDP 同比增速 4%，较上季放缓 0.9 个百分点。自 2020 年以来，全球 GDP 波动较大，受疫情影响严重。

图 1.2011 年起全球主要地区 GDP 概况

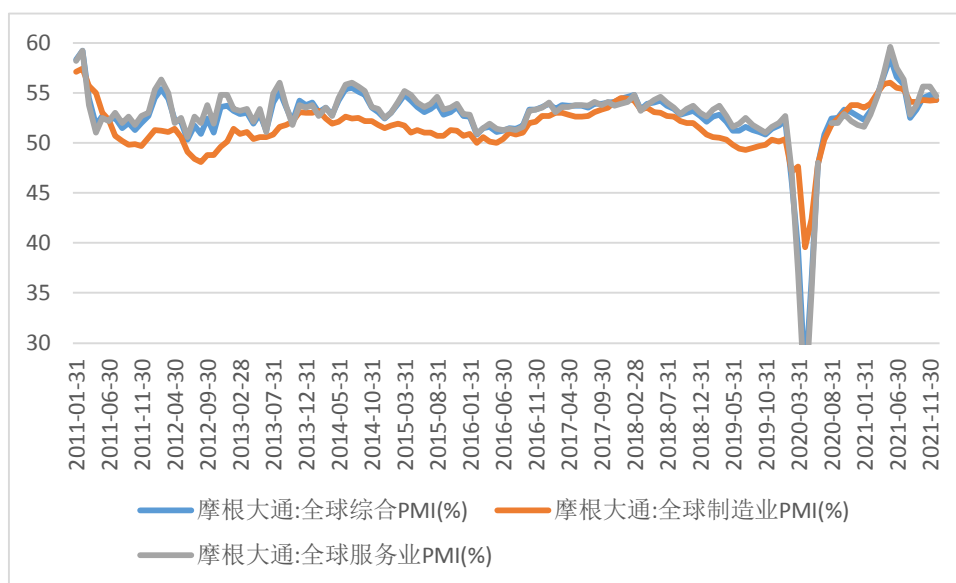


数据来源：同花顺 iFinD

2021 年 12 月份，摩根大通全球综合 PMI 指数为 54.3%，较上月回落 0.5 个百分点。摩根大通全球制造业 PMI 为 54.3%，较上月走高 0.1 个百分点；摩根大通全球服务业 PMI 为 54.7%，较上月下降 0.9 个百分点。自 2020 年疫情以来皆有趋于稳定之势。



图 2.2011 年起摩根大通全球 PMI 指数



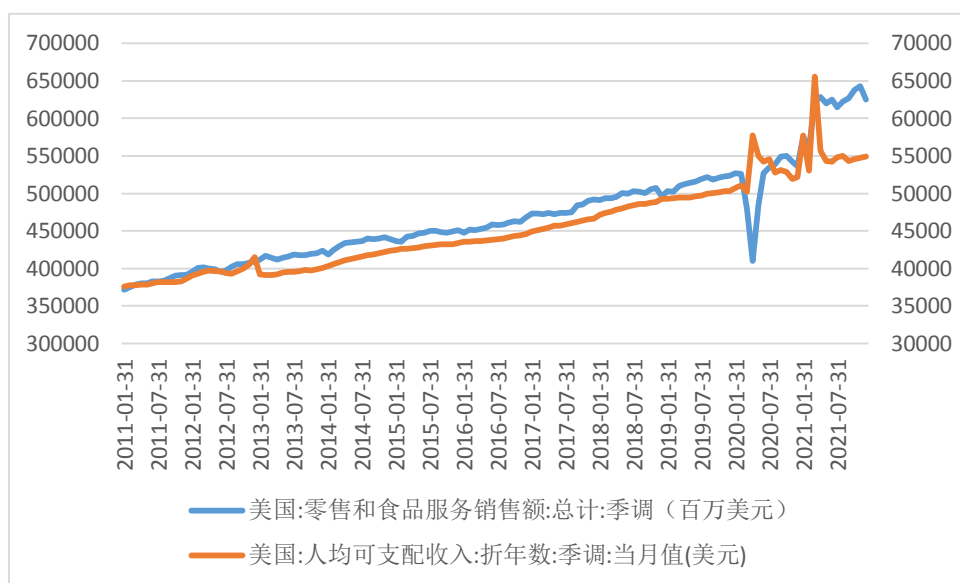
数据来源: 同花顺 iFinD

2.美国宏观经济概况

从收入和需求水平来看, 美国居民 2021 年上半年的可支配收入处于较高水平, 但从二季度开始出现下滑, 从 3 月 65543 美元/人的峰值回落至 5 月 54288 美元/人, 下半年几乎保持不变。需求水平有所上升, 3-5 月美国零售和食品服务销售额 (季调) 均突破 6000 亿美元, 相较而言, 5、6、7 月份略有回落, 下半年继续冲高; 美国 ISM 制造业 PMI 客户库存在 5 月跌至历史低点 28.0, 但在 6 月回升至 30.8。三项数据说明美国民众收入水平在下降, 需求水平已经见顶, 库存正在提高。

图 3.2011 年起美国居民收入和消费水平

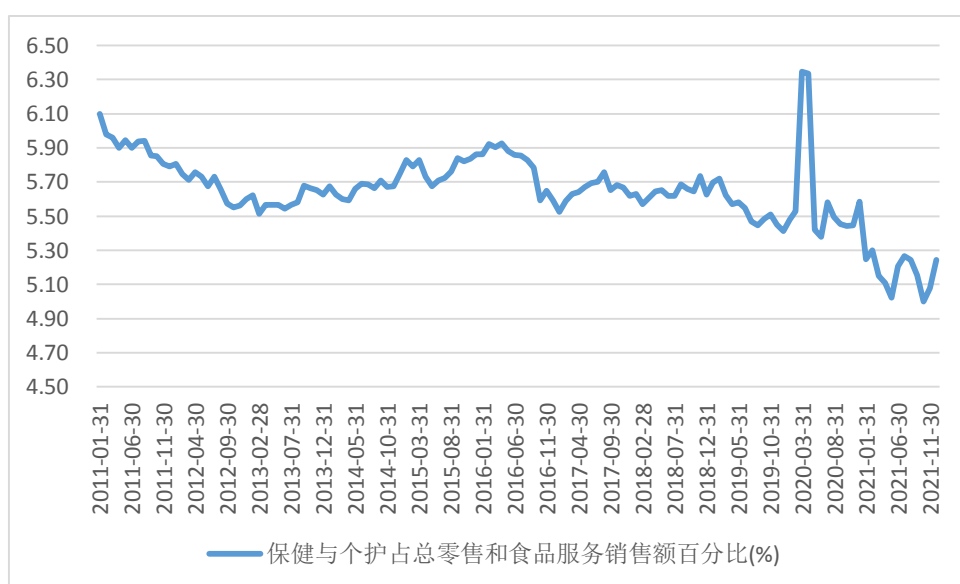




数据来源: 同花顺iFinD

在零售和食品服务总销售额中, 保健与个护产品的占比自 2011 年以来呈下降趋势, 由于 2020 年的疫情出现暂时性地出现大幅上涨, 一度超过 6%, 但在疫情过后便迅速回落。

图4.2011年起保健与个护占总零售和食品服务销售额百分比

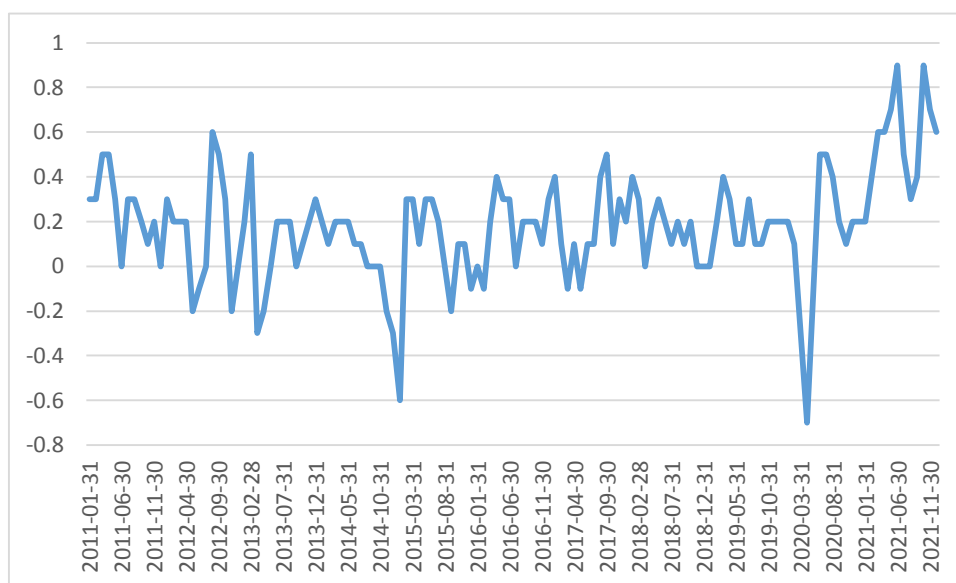


数据来源: 同花顺iFinD

美国季调 CPI 环比在 6 月和 9 月创历史新高, 达到 0.9%; 7 月与之后数月均出现回落, 低于前值。



图 5.2011 年起美国 CPI 环比



数据来源：同花顺 iFinD

疫情在美国爆发后，2020 年 3 月美联储召开两次临时会议，以非常规降息方式将联邦基金目标利率目标范围降至 0%~0.25%，同时宣布无限量重启量化宽松。美国进入零利率，美联储资产负债表快速扩张，货币供应大幅增长。原本处于缩表状态的美联储，与美国财政部一道采用超宽松政策应对疫情并稳定经济增长。

2021 年 11 月 4 日，FOMC 会议明确将从 11 月中旬开始，以每月 150 亿美元的速度减少购债。2021 年 12 月 16 日，美联储 FOMC 会议宣布从 2022 年 1 月开始将 Taper 规模从 150 亿美元提高至 300 亿美元，具体是每个月减少 200 亿美元国债与 100 亿美元抵押贷款支持债券（MBS）的购买。

在美联储于 2022 年 3 月加息已成定局的情况下，乌克兰局势变化成为新的影响美联储货币政策收紧的因素。考虑到美联储加息的根本原因是应对国内出现较严重的通货膨胀，因此预计乌克兰局势变化可



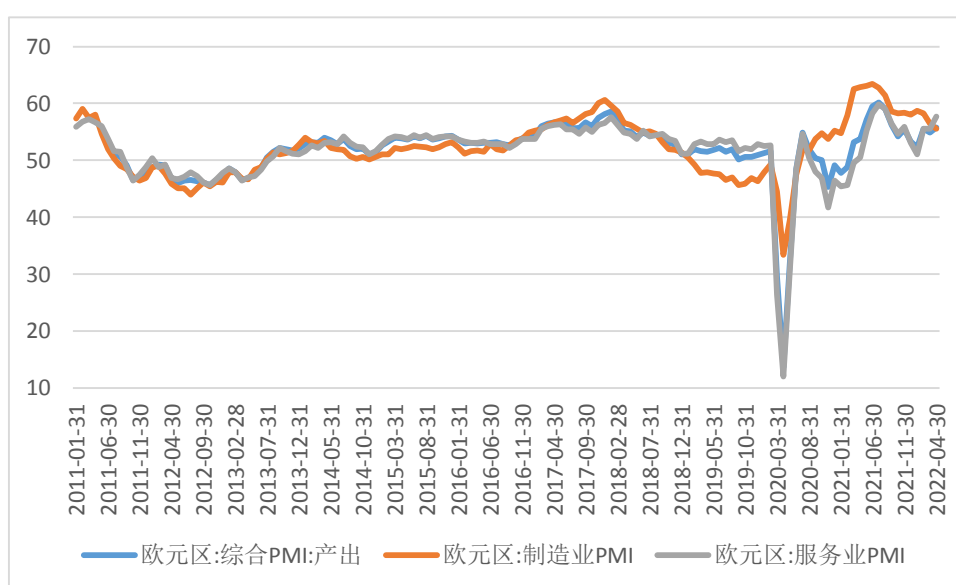
能会增加美联储在收紧货币政策与稳定经济增长之间抉择的难度，降低美联储加息和缩表的力度和节奏，但不会从根本上改变美联储货币政策收紧的方向。

3.欧洲宏观经济概况

随着俄乌冲突的持续演进，2022 年第 1 季度欧元区经济活动遭受了实质性的负面影响。3 月欧元区 19 国综合 PMI 为 54.5，明显低于 2 月水平 55.5，但优于此前市场普遍预期的 53.9。

对经济活动的正向支撑主要来自欧元区各国疫情管控措施的放松。欧元区相关限制措施自 2 月起逐步解除，并在 3 月降至疫情爆发以来的最低水平。3 月欧元区服务业 PMI 从 2 月的 55.5 降至 54.8，高于预期值 54.3，表明由于疫情限制的解除，旅游业、娱乐业等需求出现短暂反弹，支持了整体商业活动。

图6.2011 年起欧元区 PMI

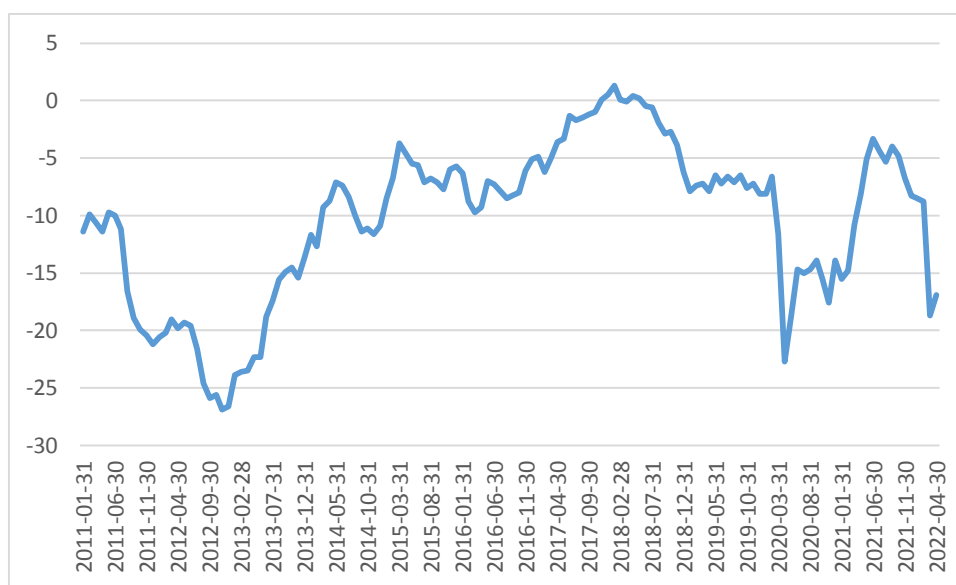


数据来源：同花顺 iFinD



2022 年 3 月欧元区消费者信心在俄乌冲突爆发后急剧恶化，出现了有纪录以来的第二大月度降幅，由 2 月的-8.8 骤降至-18.7，恶化程度远超经济学家们预期的-12.9，并显著低于这一数据的长期平均水平。显然俄乌冲突带来的不确定性以及持续的高通胀风险，抑制了消费者情绪，同时挤压了消费者的购买力，未来一段时间内欧元区家庭消费支出可能出现显著下滑。

图 7.2011 年起欧元区消费者信心指数



数据来源：同花顺 iFinD

2022 年 3 月 10 日，欧洲央行公布货币政策会议决议，相较于前一次利率决议，此次利率决议主要有以下四点变化：一、欧央行加快了缩减资产购买计划（APP）的速度，决定提前从 2022 年二季度开始削减资产购买计划（APP）净购买量，三季度后的资产购买计划（APP）购买规模将视经济数据情况而定；二、删除了有关利率可能低于目前水平的措辞；三、风险评估方面，新增了俄乌局势对欧洲影响的评

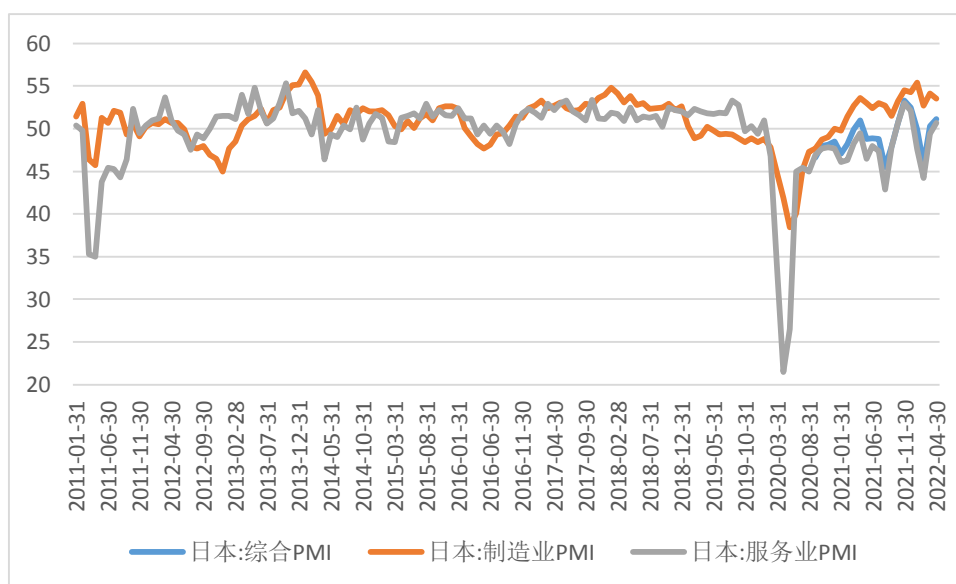


价；四、将为各国央行提供的欧洲系统回购安排（EUREP）延长至 2023 年 1 月 15 日。

4. 日本宏观经济概况

2022 年第 1 季度，日本新冠肺炎疫情再度反复，给第 1 季度日本经济尤其是 2 月份日本经济带来显著冲击。虽然制造业 PMI 依然在 50 荣枯线之上，但是服务业 PMI 则低于 50。日本消费依旧弱势，同比虽然转正，但主要是价格的通缩因素所致。海外机械订单同比增速依然为正，但增势趋缓。货币政策方面，日本央行没有进行大的调整，但对国债市场进行了干预。金融市场方面，日本股市维持震荡格局，日元汇率则呈现出明显的下跌。未来，日本经济的风险点主要在于，国际大宗商品价格的高企、疫情的演进以及日元汇率的大幅波动。

图 8.2011 年起日本 PMI



数据来源：同花顺 iFinD

2020 年日本央行为了应对疫情的冲击，宣布维持政策利率在-0.1% 不变，并增加对商业票据、公司债券、交易型开放式指数基金（ETF）、



房地产投资信托（REIT）以及国债的购买。截至 2022 年 3 月 10 日日本央行的资产负债表扩大了 1.3 倍。其中在资产负债表中占比较大的政府债券持有量增长了 8%，贷款和公司债券出现巨量增长，均相对于疫情前扩大了 3 倍。

（二）国内情况

1.全国整体增速仍保持较高水平

2021 年，全年国内生产总值 1143669.70 亿元，按可比价格计算，同比增长 8.10%。分季度看，一季度同比增长 18.30%，二季度增长 7.90%，三季度增长 4.90%，四季度增长 4.00%。分产业看，第一产业增加值 83085.50 亿元，比上年增长 7.10%；第二产业增加值 450904.50 亿元，增长 8.20%；第三产业增加值 609679.70 亿元，增长 8.20%。

2.居民消费价格低位抬升，工业生产者出厂价格有所回落

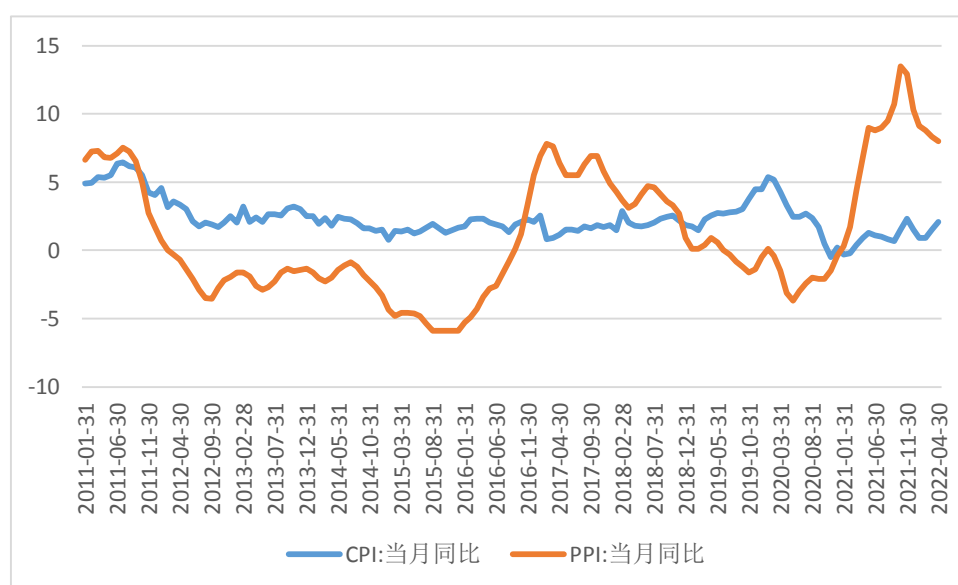
中国作为全球的制造中心，从原料出口国进口原材料进行加工并出口至以发达国家为主的国家。一方面，中国工业制成品价格受全球总需求变化的影响，发达国家消费者价格指数的快速上升可能拉动中国制造业部门生产者价格指数上涨。另一方面，制造业生产成本又受到他发展中国家（主要原料出口来源）的价格因素影响，从而体现在其制造成本及出口产品价格上。这一过程能够反映价格变化从原材料提供国传导至制造中心的结果。2021 年末主要是能源价格推高了中国整体生产成本，2021 年末全球能源价格的飙升很快传导至了中国制造业生产的采购成本上，从 2021 年年初的 0.3%一路上升至 2021 年 10 月的 13.5%，之后有所回落。



中国的消费者价格指数并未与生产者价格指数发生相同趋势的变化。2020 年 1 月 CPI 达到阶段性高点 5.4%后呈现趋势性下降。2022 年 2 月 CPI 跌至 0.9%。PPI 与 CPI 明显差距表明两者背后的推动性因素不尽相同。国内消费需求由于各种因素增速放缓导致 CPI 的同比增长率低位徘徊，2021 年 10 月-2022 年 2 月基本在 1%左右。

从消费者价格指数来看，我国在最终总需求端面临着总需求不足问题。从生产者价格指数来看，我国在短期内面临着输入型价格上涨和供给结构性失衡问题。

图9.2011年起中国 CPI 与 PPI 变化



数据来源：同花顺 iFinD

3. 货币政策以稳为主

5 月 9 日央行发布《2022 年第一季度中国货币政策执行报告》。

《报告》指出，下一阶段，中国人民银行将坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，支持稳增长、稳就业、稳物价，建设现代中央银



行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，稳定宏观经济大盘。

二、行业情况的分析及发展前景

（一）营养补充剂行业概况

营养补充剂，又称营养补充品、营养剂、膳食补充剂等，是作为饮食的一种辅助手段，用来补充人体所需的氨基酸、微量元素、维生素、矿物质等。

1994 年美国国会颁行了《膳食补充剂健康教育法》，将膳食补充剂定义为：它是一种旨在补充膳食的产品，可能含有一种或多种如下膳食成分：维生素、矿物质、草本（草药）或其他植物、氨基酸，以增加每日总摄入量而补充的膳食成分，或是以上成分的浓缩品、代谢物、提取物或组合产品等。在标签上需要标注“Dietary Supplement”，可以丸剂、胶囊、片剂或液态等形态口服，但不能代替普通食物或作为膳食的替代品。

营养补充剂根据剂型可分为硬胶囊、软胶囊、片剂、口服液、颗粒剂、粉剂、软糖等形态，而根据产品类别又可分为维生素、草本和植物产品、特殊营养品、运动营养补充品、膳食补充品、矿物质等。

目前在营养补充剂产业链中，处于产业中游的企业一般可分为合同制造商代工以及品牌商自产自销两种经营模式，中大型企业一般会选择自行生产市场中主要类别营养补充剂，而将小品类产品外包，中小型企业则一般以合同制造商的身份参与到产业链中。

（二）营养补充剂行业发展情况



1.应用领域

营养补充剂对于人体而言具有众多方面的应用，对于现今越来越多生活方式不健康的人来说，营养补充剂不失为一种有效的调节方法，如人们大量吃快餐，同时又缺乏锻炼，肥胖问题将日益严重。严格实施减肥方案的人由于过度控制饮食会导致食物中营养素含量不足，建议服用复合维生素及矿物质补充剂。准备怀孕的女性应当食用强化叶酸的食物，或在食用富含叶酸盐食物的同时额外摄入叶酸补充剂，以降低胎儿出现某些严重的先天性缺陷的危险性。在人体生长发育快速阶段，特别需要增加营养素的摄取，必要时可借助营养补充剂。某些人存在营养吸收不良等健康问题，如肝脏疾病可能影响食欲，或影响营养素的吸收、利用及排出，手术可能提高对某些营养素的需求量，一些药物如抗酸剂、抗生素、缓泻剂和利尿剂等干扰营养素的吸收，这些人应当考虑使用营养补充剂。

2.产业发展现状

Nutrition Business Journal 数据显示，世界营养补充剂的消费地区主要分布在美国、欧洲和亚洲等国家和地区，其中美国、欧洲营养保健食品行业发展较早，市场较为成熟，需求较为稳定；与之对应的是，拉美、亚洲地区（除中国和日本外）作为营养补充剂的新兴市场，近年来增速较快。全球各地区营养补充剂市场概况如下。

（1）美国

作为全球最大的营养补充剂市场，美国营养补充剂行业起步较早，已形成相对成熟和稳定的体系，涌现出一批如 GNC、NBTY 等



具有悠久历史和重要影响力的国际品牌。根据 Nutrition Business Journal 数据，2021 年美国营养补充剂行业消费规模为 610 亿美元，年均复合增长 4.6%，预计 2023 年将达到 667 亿美元。

（2）欧洲

欧洲是全球营养补充剂消费的主力市场之一，根据 Nutrition Business Journal 数据，2019 年欧洲营养补充剂行业消费规模为 254.73 亿美元，与 2011 年的 195.30 亿美元相比，年均复合增长 3.38%，预计 2023 年将达到 304.49 亿美元。

（3）拉美

拉美地区营养补充剂市场正处于快速增长阶段。根据 Nutrition Business Journal 数据，2019 年拉美地区营养补充剂行业消费规模为 111.54 亿美元，与 2011 年的 55.60 亿美元相比，年均复合增长 9.09%，预计 2023 年将达到 153.63 亿美元。

（4）亚洲地区（除日本和中国）

亚洲地区（除日本和中国外）经济增长和健康意识的增强带动了营养补充剂市场的快速增长。根据 Nutrition Business Journal 数据，2019 年亚洲地区（除日本和中国外）营养补充剂行业消费规模为 158.78 亿美元，与 2011 年的 82.41 亿美元相比，年均复合增长 8.54%。

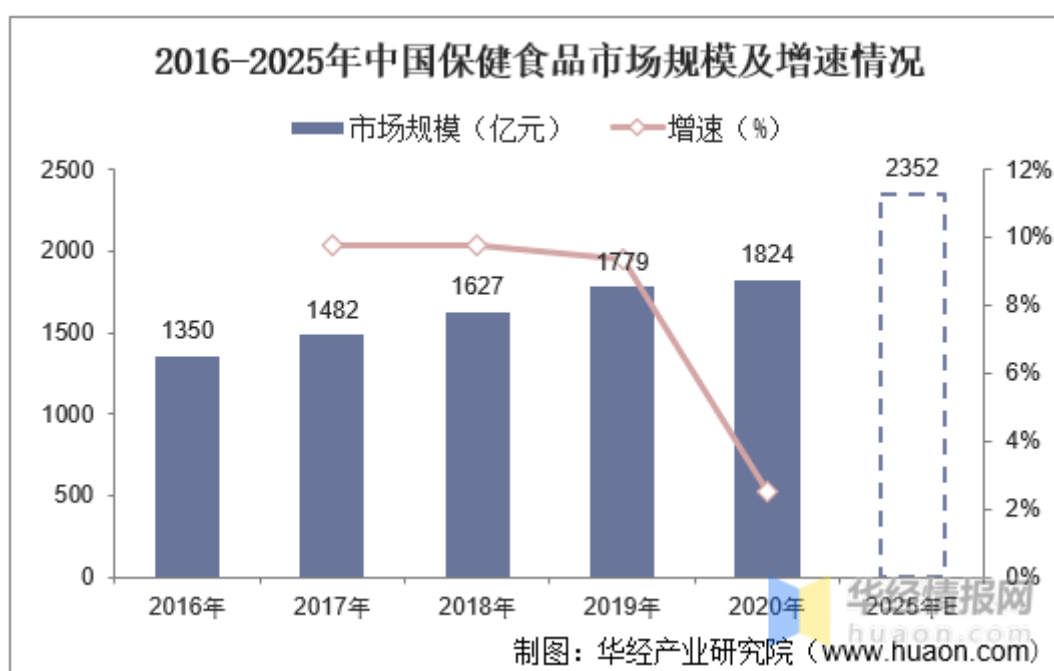
（5）中国

中国为仅次于美国的全球第二大营养补充剂消费市场。2017-2020 年 CAGR 为 7.02%，近 5 年市场规模保持稳健增长，2020 年行业收入



达人民币 1824 亿元，约 264 亿美元。受监管政策影响 2019 年行业增速下滑明显，但随着政策影响逐步消化，中国的营养补充剂市场仍将保持稳定向上的增长。根据测算，中国营养补充剂市场规模在 2025 年将达到人民币 2352 亿元，约 350 亿美元。

图 10.2016-2025 年中国保健食品市场规模及增速情况



数据来源：华经情报网

目前，中国不仅是营养补充剂的主要消费市场也是营养补充剂产品的出口国。出口的国家 and 地区主要包括美国、欧洲、拉美、亚洲（除中国和日本外）等。

3.行业供需状况

(1) 供给状况

供应链的成熟有利于产品快速创新和迭代；线上渠道的发展降低了初创公司的进入门槛，加速了新品孵化及流通。从供应链上来看，经过多年代工经验，大型生产商不仅具有来料加工生产能力，还具有



产品研发能力，供应链的成熟降低了产品的上市周期及初创公司的进入门槛，有利于帮助下游品牌商快速进行产品创新和迭代。从渠道和营销来看，线上渠道的分散化及传播媒介的碎片化，有利于初创公司快速触达目标消费者。为便于分析，下文将分为北美与中国两个板块进行详述。

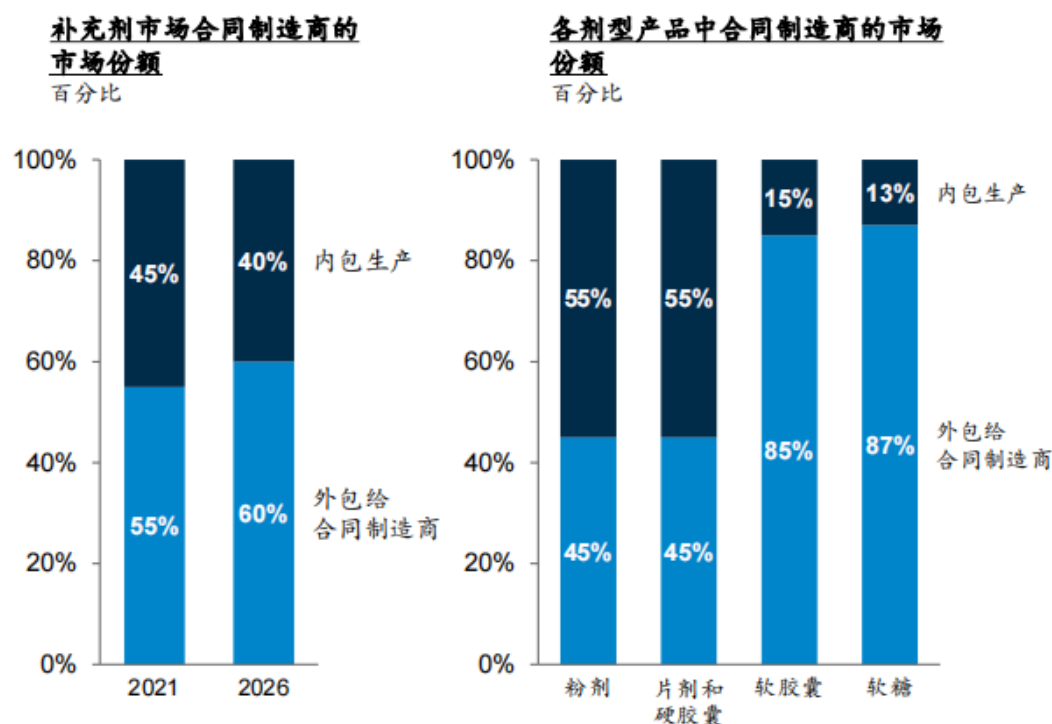
① 美国

目前美国营养补充剂零售市场价值 610 亿美元，在整体 610 亿美元的补充剂零售市场中，目前约有 50%至 60%的产品是合同制造商生产的（即零售额 300 亿至 350 亿美元），如果按照合同制造商的出厂价值来看（扣除零售商、品牌商的加价），约有 140 亿至 170 亿美元。

根据 Nutrition Business Journal 数据，约 55%的营养补充剂制造被外包给合同制造商，大多数市场参与者认为这一比例将保持不变，或将稍微增加。

图 11.美国营养补充剂外包和内包制造的市场份额与增长





数据来源：2021 年 NBJ 营养补充品商业报告

② 中国

线下渠道需要建立经销体系，通常需要 2-3 年时间的搭建和打磨；且大型商超渠道对品牌知名度、铺货量有要求，进入门槛较高，初创公司难以短时间内实现突破。随着天猫、京东、拼多多等综合电商平台，以及快手、抖音等兴趣电商平台，微信、小红书等社交电商的发展，线上渠道的分散化及信息传播的碎片化，降低了初创公司的渠道铺设及产品营销成本。线上渠道的分散化及媒体传播的碎片化，使得营养补充剂食品初创公司可以快速布局，触达目标消费者。

（2）需求状况

消费群体多样化使得不同群体对营养补充剂提出了更细化的需求。消费者更加关注与自身健康求更匹配的个性化产品，加之较低的行业进入壁垒和高毛利的吸引使传统保健品、化妆品、药品和食品企

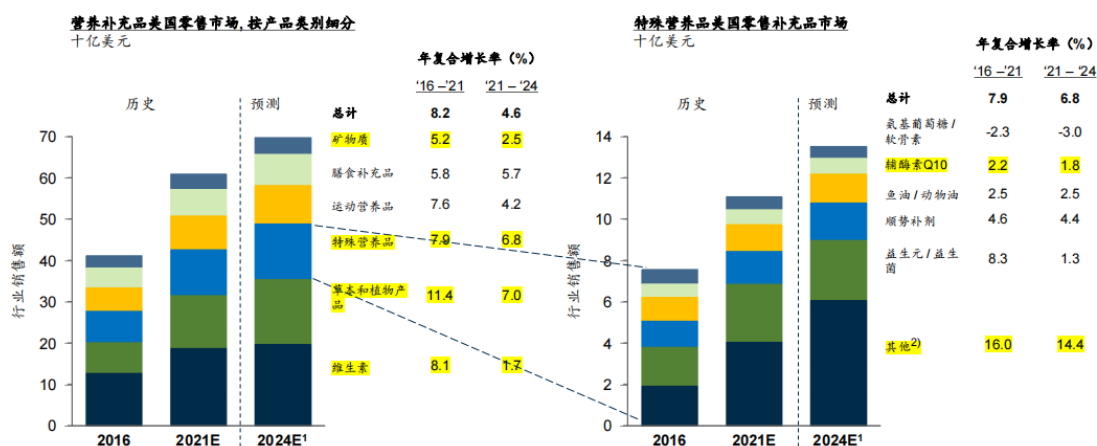


业纷纷入局，保健品逐渐从药品形态的软胶囊、硬胶囊和片剂转化为食品形态的软糖、饮品和粉剂。当前营养补充剂市场呈现“多品类、多功能、多场景、多渠道”的局面。需求的差异化和产品的快速迭代使得品牌商商业模式出现转变，实现专业化和智能化的产品定制。

① 美国

软胶囊的市场规模在 90 亿美元左右，片剂在 130 亿美元左右，植物胶软胶囊的市场规模约占整体软胶市场规模的 10-20%，软糖的市场规模在 130 亿美元左右。受疫情影响，2020 和 2021 年市场出现了高增长（每年 10-15%左右的增速），2022 年某些产品类别（如提升免疫力类产品）的市场增长将放缓甚至萎缩，随后再逐步恢复到个位数的增长，相关反馈表明，市场将继续向植物胶软胶囊倾斜（每年有 1%-2% 的整体市场份额将从明胶软胶囊转至植物胶软胶囊）。市场预测显示营养补充品行业将以 4.6% 的年复合增长率继续增长，但不同品类之间差异较大，其中维生素以及草本和植物产品的增速最高。

图 12. 美国不同营养补充剂类别的增长前景

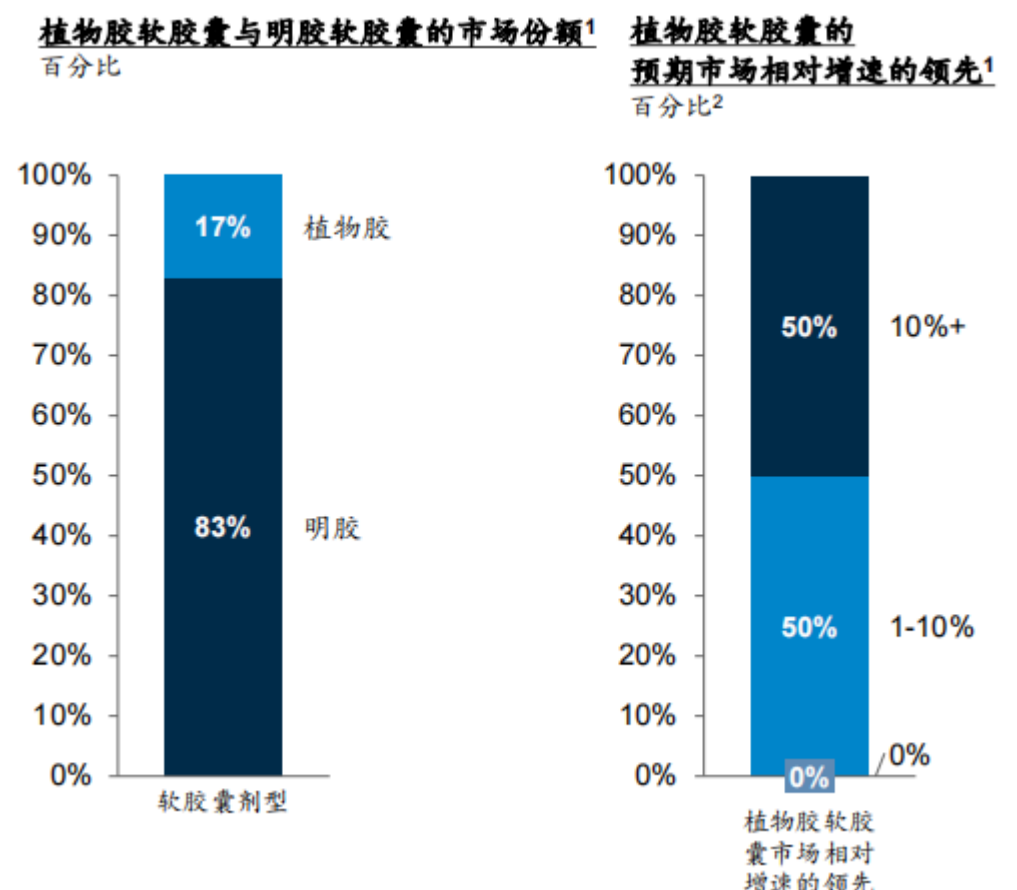


数据来源：2021 年 NBJ 营养补充品商业报告数据文档



明胶软胶囊和植物胶软胶囊分布占据软胶囊市场的 83%和 17%，在各类型软胶囊产品增长中，植物胶软胶囊的增长速度预计将比明胶产品快约 10%。

图 13.美国各类型软胶囊产品的增长

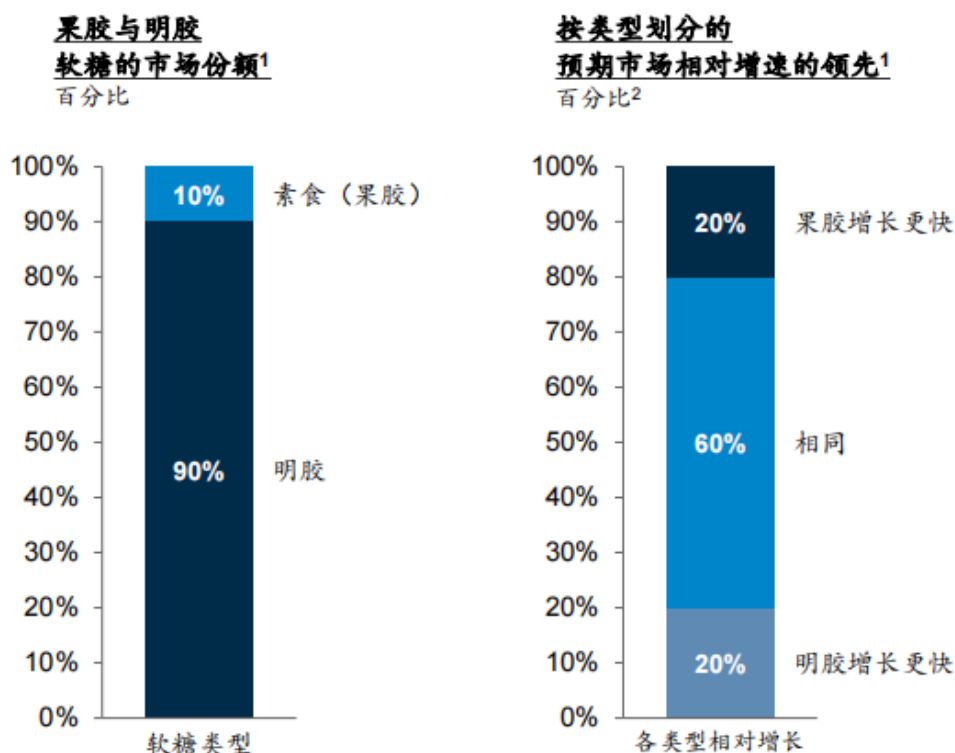


数据来源：2021 年 NBJ 营养补充品商业报告

明胶软糖和植物胶（果胶）软糖分布占据软糖市场的 90%和 10%，虽然明胶软糖更为常见，因为两者各有优势，所以预计市场增速相当。

图 14.美国各类型软胶囊产品的增长

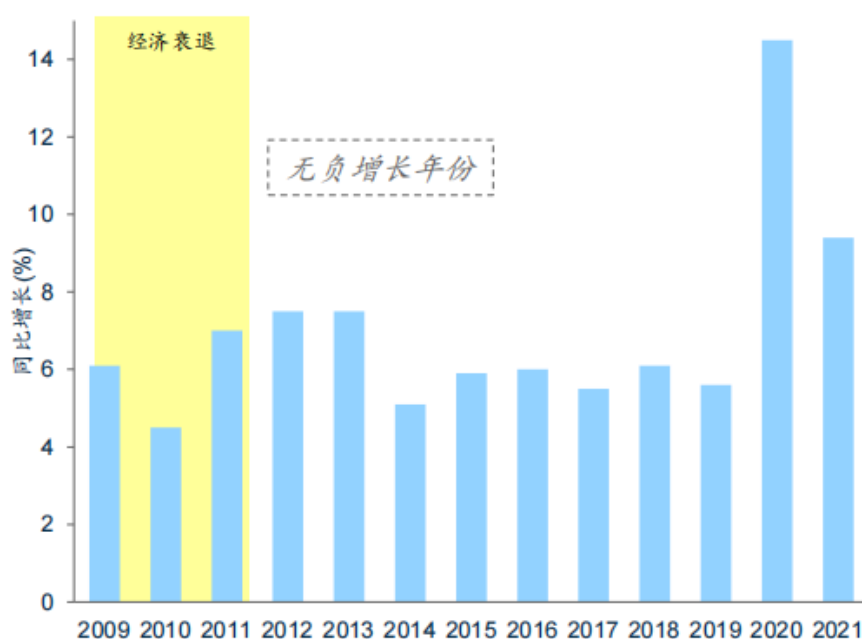




数据来源：2021 年 NBJ 营养补充品商业报告

过去，经济衰退对补充剂行业的影响很小，补充剂市场整体增长因经济衰退而下降的幅度约 2.0%；15 多年以来，补充剂行业整体从未出现过任何负增长的年份。

图15.经济衰退对补充剂市场销售影响



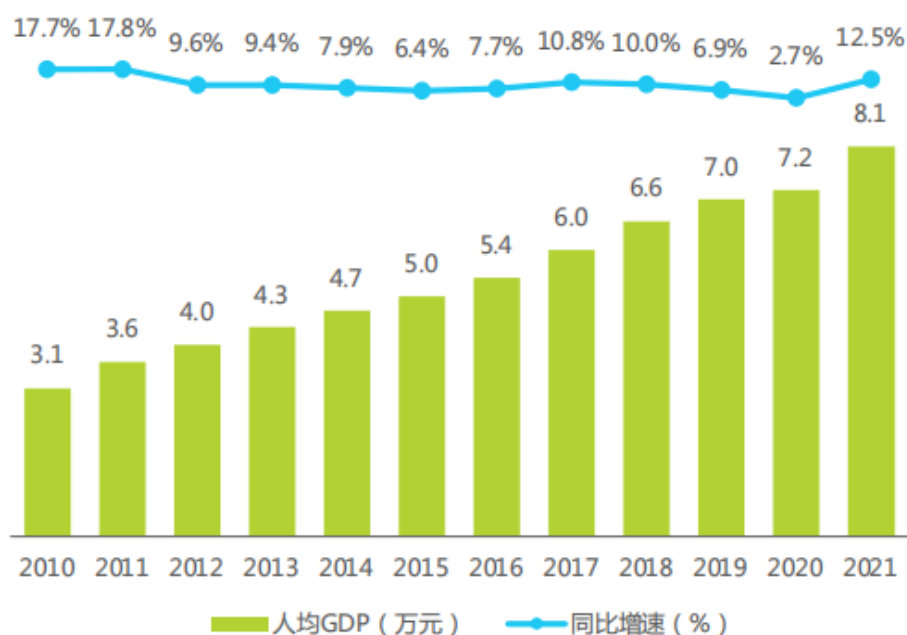
数据来源：2021 年 NBJ 营养补充品商业报告

② 中国

中国人均医疗保健支出逐年攀升，且支出增速高于其他类目，说明了居民对医疗保健的重视和消费意愿的提高。经济的发展和消费结构的升级将共同驱动营养健康相关产业的发展。从人均 GDP 来看，2021 年中国人均 GDP 突破 8 万元，已经超过世界人均 GDP 水平。随着中国经济的不断发展，居民消费力逐渐增强，消费结构将不断升级，对营养补充剂的需求将逐步释放。从居民消费支出细分类目来看，近年来中国居民在医疗保健上的支出始终保持两位数增速，高于全居民人均消费支出及食品烟酒等细分品类的增速，说明了居民对医疗保健的重视和消费意愿的提高。健康意识增强将有助于营养补充品需求的提升。

图 16.2010-2021 年中国人均 GDP 及增速

2010-2021年中国人均GDP及增速



数据来源：艾瑞咨询



同时老龄人口数量持续攀升，为保健食品的需求提供持续动力。

按照联合国的标准，一个国家 60 岁以上人口数量达到总人口的 10%即标志该国家进入老龄化社会。2021 年，中国 60 岁以上人口数量达 2.7 亿人，占总人口的 18.9%。预计 2025 年中国 60 岁以上的人口将达到 3 亿人，占总人口的五分之一；2033 年突破 4 亿，占比为四分之一；2050 年将达到峰值 4.87 亿，占比达三分之一，老年人口数量和占总人口比例双双达到峰值。人口结构上看，中国 40-59 岁群体占总人口比例较高，2019 年占总人口的 31.1%，未来 10-20 年这一部分人将组成庞大的老龄群体。老年人的保健意识及需求强烈，随着人口基数不断增长，将为营养补充剂的需求提供持续动力。

4.行业竞争状况

（1）美国市场：

在美国市场中营养补充剂合同制造商领域有很多参与者，在某种程度上，可以根据规模和对为客户开发定制产品的重视程度进行划分为小型合同制造商、中型合同制造商和大型合同制造商。

①合同制造商规模情况

小型合同制造商规模在 1 亿美元以下，为较小参与者，如：Soft Gel Technologies、Tishcon Corp、Ion Labs、Merical，他们一般只有一处生产设施，通常所生产剂型、类别有限，开发能力（如有）有限，通常服务于小品牌且往往提供的剂型选择较少，倾向生产复杂程度较低且需要资本支出较少的剂型（粉剂、液体、硬胶囊、片剂）。往往专注于反映大众偏好的、“非定制”的白标配方产品。



中型合同制造商规模在 1 亿美元至 5 亿美元，为较大参与者，如：Best Formulations、Robinson Pharma、Captek Softgel、Cosmax NBT USA，他们的管理更为复杂，可能有多处生产设施，能力更广泛，服务于中小品牌和一些自有品牌。

大型合同制造商规模在 5 亿美元以上，为最大参与者，如：Catalent Pharma Solutions、International Vitamin Corp (IVC)，他们能力最为广泛，通常有多处生产设施，有时提供一些附带的能力（如配送），服务于最广泛的客户，往往提供多种不同剂型，包括更复杂及需要更昂贵设备的剂型（软胶囊、软糖等），往往有更强能力为更尖端客户开发专有产品。

③ 主要竞争对手

在上述合同制造商中，与标的公司竞争更为突出的制造商包括 Robinson Pharma、Captek Softgel 以及 Catalent Pharma。

Robinson Pharma 声称自己是营养补充剂的“一站式服务商”，能够帮助客户构思、配方、制造、履行以及销售和营销，是中型制造商之一，其拥有 40 多年的合同制造商经验，自有品牌销售经验也已超过 10 年，且几乎只与大客户合作，但也与具有理想增长潜力的中等品牌合作，能够生产各种形式和类别的产品，在每种产品形式交付方面至少有 10-15 年的经验，客户相信 Robinson Pharma 能够交付订单。2022 年在圣安娜开设了第八条和第九条生产线，最近新增了软糖产能，自称每年能生产高达 60 亿粒软糖。



Captek Softgel 被认为是非动物性软胶囊领域的顶尖合同制造商之一，具有 25 年的合同制造商经验，拥有 730 名员工，主要业务是生产软胶囊形式营养补充剂，特别是非动物性的软胶囊产品，其优势在于客户服务和大客户管理以及直销商业模式，最近 Swander Pace 基金从 Skyline Global 和 Prairie Capital 处收购了 Captek。

Catalent Pharma 是全球最大的综合服务、交付技术和制造的解决方案提供商之一，在 OTC 和营养补充剂市场都很知名。在全球健康和美容市场的开发、交付和供应方面拥有超过 85 年的经验和专业知识，全球 50 家工厂每年向 1,000 多个客户供应超过 7,000 多种合计 700 亿剂的产品，年产 180 亿粒软胶囊，其 RP 舍雷尔软胶囊技术已被证明可提高难溶性处方药和非处方药候选药物的生物利用度。其优势在于广泛的研发能力以及高度专注于非处方药和营养补充剂市场的软胶囊业务。最近收购了 Bettera，包括转移约 500 名员工、产品开发、制造和包装资产，以及其在加利福尼亚州、印第安纳州、新泽西州和弗吉尼亚州的生产设施。

④ 竞争动态

Catalent Pharma 收购了口香糖制造商 Bettera（2021 年 8 月），以推动 Catalent 在全球软胶和口服制剂的配方研发及制造业务的增长。收购了 Rheincell Therapeutics（2021 年 6 月），该公司是 GMP 级人类诱导多能干细胞的开发商和制造商，还收购了质粒 DNA 细胞和基因治疗公司 Delphi Genetics（2021 年 2 月）和生物制药 CDMO 公司 Paragon Bioservices（2019 年 4 月）。



Innovations in Nutrition and Wellness (INW) 收购了 Capstone (2021 年 6 月)，该公司是专业健康、功能性食品、免疫支持、消化健康、整体健康、护肤和宠物护理等领域知名的合同制造商。

International Vitamin Corporation (IVC) 收购了全球领先的健康品牌 GNC Holdings, Inc. 的营养补充剂制造部门 (2019 年 3 月)。这家合资企业价值 1.76 亿美元，将把 GNC 的 Nutra 制造部门整合到 IVC 的运营中，全面整合预计需要四年时间。

United Pharma 被 Rx Healthcare 收购 (2019 年 11 月)；并购收益将用于扩大该公司的产品供应范围，以覆盖不当治疗领域类别，并扩大 IV 产品的生产。

(2) 中国市场

① 市场参与者概况

早期以直销渠道为主的安利、无限极等，安利的功能保健产品包括改善睡眠、护肝、增强免疫力等功能；无限极主要提供中草药健康产品，专注于调养免疫功能；汤臣倍深耕药店渠道，推出健力多、健视佳、舒百宁等大单品；娃哈哈旗下轻生活健康品牌轻奈推出透明质酸钠气泡水、海洋鱼胶原蛋白肽饮品等产品；旺旺旗下新锐零食品牌 Fix Xbody 推出白芸豆阻断燃汽压片糖果、 γ -氨基丁酸胶原蛋白肽助眠软糖等产品；功能性食品软糖品牌 BUFFX 主打助眠、护眼等产品；营养代餐食品品牌 WonderLab 关注肠道管理，也推出了玻尿酸软糖等产品；健康美颜饮料品牌美肌饮品、美容健康食品品牌 minayo 等公司主打体重管理和美容领域相关产品。



③ 竞争动态

健合集团收购澳洲保健品品牌 Swisse；飞鹤收购美国营养健康品牌 Vitamin World；西王食品收购加拿大运动保健品公司 Kerr。哈药股份更是于 2018 年以 3 亿美元收购美国保健品品牌 GNC。营养补充剂原料供应商金达威通过并购完成了从营养原料供应商到下游终端产品销售的布局。

（三）影响行业发展的因素

1. 有利因素

（1）市场发展

① 美国市场：

美国营养补充剂行业已经处于稳定增长的成熟期，从营养补充剂占 GDP 比重及行业整体增速看，即使在 2008 年经济危机的大背景下，行业规模占 GDP 的比重仍在提升，行业本身增速也达到 6.4%。经济危机下，民众对医保的购买力下降，对防未病的健康需求增加，迫使民众选择比医疗费用低得多的保健食品，促使营养补充剂行业进一步发展。

② 中国市场：

营养补充剂在中国的普及程度及渗透率仍有较大的提升空间，直销渠道占据主导将加速产品普及，带动行业发展。在非直销渠道中，连锁零售药店是最为重要的销售终端。连锁零售药店通常会配备专业的药师及销售人员进行一对一的销售引导和消费者教育，利于培养消费者对营养补充剂的信任，数据显示，2013-2017 年，中国连锁零售药



店的数量从 15.8 万家增长至 129 万家，年复合增长率达到 9.7%。未来五年，连锁零售药店的数量仍将保持快速增长的态势，年复合增长率将升至 11.1%，连锁零售药店的快速发展，给营养补充剂行业带来了新的机遇，推动行业不断进步。

（2）人口老龄化

面对老龄化加剧，发病率的提升，慢性病增加，亚健康人群增多，民众对保健需求在逐渐提升；而随着医疗改革进一步深化，医疗保健需求迅速增加，庞大的医疗支出成为大多数国家沉重的负担，为节省医疗开支，政府对医疗健康政策逐渐由治疗转向预防，倡导“治未病”为保健食品成长提供了良好的政策环境。

（3）保健意识提升

知识水平的提升，使得保健意识逐渐增加，健康消费需求从治病转为预防和保健，且民众对保健品的认识更趋于客观和理性，也更为合理地使用营养补充剂，对新一代的营养补充剂接受能力更强。

2. 不利因素

（1）监管严格

①北美市场

从行业长期发展看，美国政府监管重心逐渐转为上市后产品质量和生产的监管。1994 年以前，美国膳食营养上市前均需要严格审批，补充剂的成分也受到严格限制，1994 年以后审批制转为备案制，但 FDA 对原料审批、实验数据、生产 GMP 审查、产品质量和安全等方面更为严格。



近十年，美国膳食营养补充剂市场规模基本稳定在 5-7% 左右，期间有两年增速下滑，2000-2003 年，美国膳食营养补充剂年复合增速在 4.7% 左右，2004 年，由于 FDA 发文禁止麻黄属用于减肥产品，导致减肥产品市场下滑，行业同比增长仅为 3%。2009 年，减肥产品燃脂丸导致肾功能衰竭而死亡，FDA 发布紧急通告，随后召回，减肥产品增速急剧下降。2010 年，FDA 发文警告劣质药物产品可能用于营养补充剂，导致公众对草本提取物是否掺假产生怀疑导致草本提取物销售下滑。由此看出，目前美国政府对营养补充剂的监管及公众对产品质量信任感下降是引起行业波动的主要原因，产品安全转为影响保健食品行业发展的最主要原因。

④ 中国市场

中国营养补充剂起步于上世纪 80 年代，经过近 40 年的行业发展历程，营养补充剂行业从最初的缺乏监管法规、无序发展，到现在逐步形成了包括原料与功能声称管理、产品注册审评、产品剂型、命名指南及产品宣传、生产经营许可等在内的一套上市前、后监管制度体系，营养补充剂行业逐步进入科学与规范发展时期。2018 年底的“权健事件”发生后，国家 13 部门开展“百日行动”联合整治营养补充剂行业乱象，加强了国家对于营养补充剂行业的监管和执行力度。2019 年以来国家对营养补充剂食品的原料目录、功能声称及命名等陆续进行了更新，为营养补充剂制定了一套明晰的概念声称体系和标准。中国根据营养补充剂所用原料的不同，对产品实施注册和备案双轨制管理。注册制的产品从可用原材料和功能声称上更为宽泛，但是需要对产品



进行系统评审，时间周期长；备案制简化了行政审批流程，加速了产品上市时间，但是产品可用原材料和功能声称受限，导致产品同质化严重

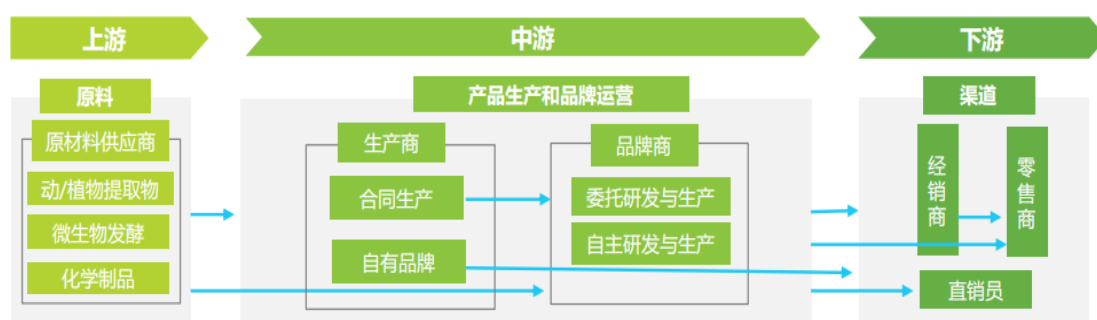
（2）新冠疫情

新冠肺炎疫情虽然导致补充剂市场近期急剧增长，尤其是具有增强免疫功能的维生素和矿物质补充剂的产品市场；但同时市场参与者预计补充剂市场在新冠肺炎疫情后不会立即下滑，而是在未来几年内增长逐渐放缓或停滞。

（四）上下游行业的影响

营养补充剂产业链可分为上游原料，包括原材料供应商、动/植物提取物、微生物发酵以及化学制品，中有产品生产和品牌运营，通常包括合同制造商以及品牌商，下游渠道包括经销商、线上/线下的零售商以及直销员。

图 17.保健食品和功能性食品产业链及图谱



资料来源：艾瑞咨询

1.上游行业

营养补充剂原材料种类多且分散，细分领域众多。以维生素类原材料为例，仅该类原材料就包含了 VA VE、VC、VB12 等十三个细分



领域。一般而言，一家原材料生产企业主要供应特定的 2-3 种原材料，无法全范围覆盖中游营养补充剂生产所需的众多原材料，产品结构较为单一。基于此，中游营养补充剂企业需要与大量供应商合作，对单一原材料生产商的依赖程度较小，导致上游企业整体议价能力不高。

中国企业提升辅酶类、原油类原材料的供应能力，将成为行业上游未来发展的重要方向。在营养补充剂行业快速发展的今天，新的原材料不断被开发。未来，上游企业将逐步供应更多更天然、副作用更小的原材料，以提升营养补充剂的品质与效果，并推动行业进步。

2.下游行业

营养补充剂行业的终端销售渠道可分为直销和非直销。直销渠道指营养补充剂企业通过各级直销商直接将商品销售给消费者。非直销渠道包括药店、商超、电商等销售终端。营养补充剂行业发展之初，消费者对营养补充剂产品的接受程度普遍较低。直销渠道由于能直接与消费者接触并向消费者宣传服用膳食补充剂的益处，因而占据着主要的市场份额。



第四部分 市场法估值说明

一、市场法的估值对象

本次市场法估值的对象是 Best Formulations Inc.的股东部分权益。

二、市场法概述

（一）市场法的定义和原理

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。

（二）市场法的应用前提

运用市场法估算企业价值需要满足如下基本前提条件：

1. 要有一个充分发展、活跃的、公开的市场，在这个市场上成交价格基本上反映市场买卖双方的行情，因此可以排除个别交易的偶然性。
2. 在这个公开市场上要有可比的企业及其交易活动，且交易活动应能较好反映企业价值的趋势。企业及其交易的可比性是指选择的可比企业及其交易活动是在近期公开市场上已经发生过的，且与待估值的目标企业及其即将发生的业务活动相似。
3. 参照物与估值对象的价值影响因素明确，可以量化，相关资料可以搜集。

（三）市场法选择的理由和依据

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。



上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与估值对象比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

估值对象所属营养补充剂行业，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销售，其产品剂型覆盖软胶囊、片剂、粉剂、液体等。全球资本市场存在较多的可比上市公司，可以相对充分、准确、可靠地获取可比公司的经营和财务数据，故可选择采用上市公司比较法。另一方面，同行业虽然存在一定数量的交易案例，但交易双方大多是非上市公司，标的公司的财务及经营数据、与交易案例相关联的、影响交易价格的某些特定的条件无法通过公开渠道获知，无法对相关的折价或溢价做出准确分析判断。因此，本次估值选择上市公司比较法进行估算。

三、市场法估值计算及分析过程

（一）估值思路

1. 选择适当可比企业并建立可比价格，基于以下原则选择可比企业：

（1）可比上市公司处于公开、交易活跃的市场，可比企业信息可搜集；

（2）可比公司的业务结构、经营模式、企业规模、企业所处经营阶段、经营风险、财务风险等因素与被估值企业相同或相似，差异可修正调整。



(3) 选择在价值影响因素方面相同或者相似的可比企业。

2. 选取合适价值比率并测算比准价值

(1) 确定适当的价值比率。价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。结合资本市场数据，对估值对象与可比企业所处行业的价值影响因素进行线性回归分析，选择相对合适的价值比率。

(2) 按照可比公司可比价格与各价值指标分别计算各价值比率。

(3) 分析比较可比公司和估值对象，建立适用的价值参数比较体系。

(4) 建立价值参数比较标准，将可比公司的参数或指标与估值对象的参数或指标进行比较，得出价值比率修正系数。

(5) 将价值比率修正系数与价值比率进行相乘，得到修正后价值比率。

(6) 按修正后价值比率系数计算估值对象比准价值。考虑价值比率数据口径，对流动性及控制权溢价进行调整，得出估值对象股东权益价值比准价值。

(二) 估值模型

基于委托人仙乐健康拟收购剥离VIT后的Best Formulations的80%股权，Best Formulations与VIT之间的关联交易规模较小、对毛利润影响较小，且VIT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。本次估值采用母公司报表口径的净利润对Best Formulations的股权价值进行估算，长期股权投资VIT的估值按0测算。

本次估值的基本模型为：



估值对象股东部分权益价值 = 估值对象价值指标 × 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)。

(三) 可比上市公司的选取

估值对象所属营养补充剂行业，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销售，其产品剂型覆盖软胶囊、片剂、粉剂、液体等。Best Formulations 作为合同制造商，其产品能够覆盖营养补充剂绝大多数的目标市场。本次估值选取与估值对象所属的行业相同，产品及业务结构接近的企业作为可比公司。根据上述原则，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。

本次估值选取的 10 家可比上市公司情况见下表：

表9.可比上市公司一览表

序号	证券简称	上市所在地
1	可比公司 A	美国
2	可比公司 B	美国
3	可比公司 C	美国
4	可比公司 D	加拿大
5	可比公司 E	澳大利亚
6	可比公司 F	中国香港
7	可比公司 G	中国
8	可比公司 H	中国
9	可比公司 I	中国
10	可比公司 J	中国

可比公司具体情况如下：

1. 可比公司 A

可比公司 A 营养有限公司成立于 1980 年，总部位于美国加利福尼亚州洛杉矶。该公司提供体重管理产品，包括代餐产品、蛋白质奶昔、混合饮料、减肥增强剂和健康零食；有针对性的营养产品，包括功能性饮



料，以及含有草药、维生素、矿物质和其他天然成分的膳食和营养补充剂；外部营养产品，如面部皮肤、身体和头发护理产品；以及能量、运动和健身产品，包括N-R-G茶和能量饮料产品。

可比公司A业务分布在北美、墨西哥、南美和中美、欧洲、中东、非洲、中国和亚太的95个市场（包括国家和地区）的消费者提供营养解决方案。该公司通过独立的服务提供商和销售代表以及公司经营的零售平台提供其产品。

2. 可比公司B

可比公司B是一家天然健康和保健公司，成立于1972年，总部设在美国犹他州，主要在亚洲、欧洲、北美洲、拉丁美洲和国际上生产和销售营养和个人护理产品的地区。它提供与血糖支持、骨骼健康、细胞健康、认知功能、关节健康、情绪、性健康、睡眠、运动和能量以及视力有关的一般健康产品。该公司还提供免疫、心血管和消化系统产品；以及个人护理产品，如油和乳液、芦荟凝胶、草药洗发水、草药皮肤护理、牙膏、皮肤清洁剂，以及体重管理产品。它通过独立顾问的销售队伍，以“自然阳光”和“协同世界”品牌提供其产品。

可比公司B的700多种产品系列包括几个不同的产品分类，如免疫、心血管、消化系统、个人护理、体重管理和其他一般健康产品。公司批量购买草药和其他原材料，经过严格的质量控制测试后，公司对其进行配方、封装、片剂或浓缩；并对其进行标签和包装以备运输。其大部分产品是在犹他州西班牙福克的工厂生产。此外，公司也委托合同制造商按照公司的规格和标准生产一些产品。



3. 可比公司C

可比公司C是一家直接销售营养品、个人健康和保健品的公司。该公司开发和制造高质量的、以科学为基础的营养、个人护理和护肤产品，主要重点是促进长期健康和保健。该公司在全球24个市场开展业务，通过直销的方式分销和销售其产品。中国大陆是其最大的市场和单一最大的收入来源，约占净销售额的41%，约占活跃客户的38%。该公司通过网络营销系统分销其产品，这是一种直接销售的形式。

公司的客户群主要由两类客户组成，即联营公司和首选客户，统称为活跃客户。其联营公司也向零售客户销售其产品。可比公司C的开发、制造和销售基于科学的营养和个人护理产品。该公司提供的可比公司C营养产品包括精华素Cell Sentials，如维生素和矿物质补充剂，为不同年龄段的人提供全身营养的基础；优化剂，包括有针对性的补充剂，旨在满足心血管、骨骼/结构和消化系统的健康需求；以及食品，包括代餐奶昔、小吃棒和其他相关产品。该公司还提供Celavive，一种针对各种皮肤护理类型和种族的皮肤护理方案；以及其他针对产前、婴儿和幼儿年龄组的产品。

此外，该公司还提供材料和在线工具，以协助员工建立自己的业务，以及营销产品。该公司在亚太地区、美洲和欧洲直接提供其产品，并在网上提供。该公司与北京中医药大学签订了研究合作协议，进行传统中医药领域的研究；与国家体育总局签订了研究合作协议。可比公司C成立于1992年，总部设在犹他州的盐湖城。

4. 可比公司D



可比公司D是一家开发、制造、分销、推广和销售天然健康产品的公司。可比公司D成立于1922年，总部位于加拿大多伦多。公司的经营分为两个部分：可比公司D品牌部门和战略合作伙伴部门。可比公司D品牌部门提供人类健康产品，包括维生素、草药和矿物质营养补充剂。战略合作伙伴部门以合同制造的方式向消费保健公司和零售商提供制造和产品开发服务。

可比公司D向分销商以及零售和批发客户销售其产品。产品包括单一维生素、矿物质、多种维生素、草药和营养补充剂，如欧米茄油、益生菌和褪黑激素等。

5. 可比公司E

可比公司E成立于1930年，总部位于澳大利亚悉尼，是澳大利亚领先的天然营养品公司，其主要销售市场包括澳大利亚、新西兰、马来西亚、新加坡、泰国、韩国、中国。可比公司E提供产品的方式包括线下零售以及在线渠道。

可比公司E提供维生素、草药和矿物质营养补充剂。它还为各种身体状况提供相关产品，包括关节、骨骼、肌肉、大脑健康、感冒、流感和免疫力、消化健康、能量和运动、日常健康、眼部健康。此外，该公司还提供的产品类别包括：鱼类和营养油领域、心脏和循环、婴儿营养、儿童健康、男子健康、多种维生素、指甲、头发和皮肤、宠物健康、益生菌、怀孕和先兆、缓解压力和睡眠支持、体重管理、以及女性健康。

6. 可比公司F



可比公司F成立于1999年，总部位于香港。可比公司F在中国、法国、美国、澳大利亚拥有四大生产基地，旗下产品聚焦家庭营养与护理领域，行销全球20多个国家和地区。

该公司的婴儿配方奶粉部门为7岁以下儿童生产婴儿配方奶粉，为孕妇和哺乳期母亲生产配方奶粉。其益生菌补充剂分部为婴儿、儿童和孕妇提供香包、胶囊和片剂形式的益生菌补充剂。该公司的成人营养和护理产品部门为成人生产维生素、保健品、护肤品和运动营养产品。其他儿科产品部门生产婴儿干食品和营养补充剂，以及婴儿护理产品。该公司的宠物营养和护理产品部门为宠物生产食品、保健品和骨汤产品。此外，该公司还从事维生素、保健品、益生菌护肤品和成人运动营养产品的贸易和销售；以及提供在线销售、软件和信息技术服务，以及包装服务。

7. 可比公司G

可比公司G创立于1995年10月，主营业务为膳食营养补充剂的研发、生产和销售。主要产品类别涵盖了片剂、粉剂、胶囊。迄今为止，可比公司G原料产地遍及全球23个国家和地区，并在巴西、澳大利亚等地建立了五个原料专供基地。

根据产品内容可将类别细分为：蛋白质、维生素、矿物质、补钙及骨骼健康、塑身和清体、婴幼儿和儿童以及青少年健康、心脑血管健康、功能调节。

2018年，可比公司G收购澳大利亚益生菌品牌Life-Space，同年5月，收购拜耳旗下具有80多年历史的儿童营养补充剂品牌Pentavite。欧睿数



据显示，2020年可比公司G以10.3%的市场份额位居中国维生素与膳食补充剂行业第一位。

8. 可比公司H

可比公司H总部位于福建省厦门市，创于1997年，可比公司H主营业务为营养保健食品原料、医药原料和营养保健食品终端产品的生产及销售业务。可比公司H研发生产的辅酶Q10、微藻DHA、植物性ARA、维生素A及维生素D3等五大系列产品远销全球数十个国家和地区。

可比公司H现已投资建成总占地面积约23万平方米的四个按GMP规范建设的生产基地。

9. 可比公司I

可比公司I创立于2005年，专业从事营养保健食品的研发、生产和销售。历经多年的研发与积累，公司已形成多剂型、规模化的生产能力，同时建立了高效的研发管理及供应链管理体系，能为国内外客户提供涵盖产品定位、配方研究、生产审批、成品生产等全流程服务。

可比公司I分别针对家庭、婴幼儿、高端人士、中老年人等不同类型的消费群体，可生产软胶囊、硬胶囊、片剂、粉剂、颗粒剂、口服液、滴剂、瓶饮、软饮等10余种剂型，4000余种营养保健食品，现有保健食品文号六百余个，产品出口欧美等60余个国家和地区，致力于以优质产品持续领跑行业。

10. 可比公司J

可比公司J成立于1993年，是全球主要的营养保健食品合同开发与制造商之一，提供集研发、生产、销售、技术服务为一体的综合服务。



产品涵盖软胶囊、VeggieSoft®素怡®植物胶软胶囊、营养软糖、片剂、硬胶囊、粉剂、健康饮品、益生菌等多个剂型。可比公司J拥有3大研发中心，分布全球的4个工厂，出口于50多个国家和地区。

可比公司J产品系列可分为鱼油系列、 $\Omega 369$ 系列、氨糖系列、钙产品系列、维生素和矿物质系列、辅酶Q10系列、葡萄籽等植物提取物系列等。公司在营养健康食品行业内拥有广泛知名度。

（四）价值比率的选择

本次估值对象为企业的股权价值，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。

市盈率（P/E）：指每股市价与每股盈利的比值，包括静态市盈率和动态市盈率等。该指标通常使用近期的实际盈利或盈利估计，近期的盈利估计一般比较准确，可以进行较广泛的参照比较。但使用市盈率指标容易受到资本结构的影响；需要排除会计政策及非经营性损失的影响。另外，市盈率无法顾及远期盈利，对周期性及亏损企业而言估值相对困难。

市净率（P/B）：指每股市价与每股净资产的比值。该指标在一定程度上反映了企业既往的投资规模、资本积累与估值的相关性，对于资产量较大的企业，该指标更为适用。

市销率（P/S）：指每股市价与每股销售额的比值。使用市销率可以规避折旧、存货等会计政策的影响。但该指标难以反映企业盈利能力与股权价值之间的关系。

可比上市公司的主要财务指标及价值比率如下表所示：



表10.可比上市公司的主要财务数据

单位：万美元

序号	上市公司	市值	归属于母公司 所有者权益	营业收入	净利润
1	可比公司 A	418,030	-139,150	580,280	44,720
2	可比公司 B	36,560	15,821	44,408	2,684
3	可比公司 C	196,950	39,512	118,646	11,647
4	可比公司 D	126,220	27,027	35,641	4,109
5	可比公司 E	124,130	28,382	45,036	2,770
6	可比公司 F	99,290	92,638	181,781	8,002
7	可比公司 G	718,985	164,593	115,192	27,379
8	可比公司 H	302,937	62,276	56,054	12,120
9	可比公司 I	60,911	11,194	10,260	2,295
10	可比公司 J	117,839	39,914	36,721	3,594

注：上表中序号7-10的报表货币为人民币，根据2021年12月31日人民币兑美元的中行外汇中间价6.3757折算，2021年人民币兑美元的期间平均汇率6.4512折算。

表11.可比上市公司的价值比率

上市公司	市净率 PB	市销率 PS	市盈率 PE
可比公司 A	-3.00	0.72	9.35
可比公司 B	2.31	0.82	13.62
可比公司 C	4.98	1.66	16.91
可比公司 D	4.67	3.54	30.72
可比公司 E	4.37	2.76	44.82
可比公司 F	1.07	0.55	12.41
可比公司 G	4.37	6.17	25.95
可比公司 H	4.86	5.34	24.70
可比公司 I	5.44	5.87	26.23
可比公司 J	2.95	3.17	32.41

为进一步判断不同价值比率对于估值对象所属行业的适用性，对该行业上市公司就市值及企业价值与各财务指标之间的相关性进行回归分析。结果如下：

表12.价值比率线性回归分析结果表

因变量	市值		
自变量	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。

（五）估值对象与可比公司间的对比分析

1. 财务指标对比分析

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估值对象与可比公司间的差异进行量化，具体量化对比思路如下：

（1）财务指标的计算

本次选取资本扩张率、息税前利润占收入比率、近三年毛利复合增长率3个财务指标作为评价可比公司及估值对象的因素，经计算，Best Formulations与各可比公司各项财务指标数据见下表：

表13.估值对象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
Best Formulations		85.54	12.49	25.85

(2) 财务指标调整

本次财务指标打分以被估值单位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14.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 Best Formulations 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15.估值对象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
Best Formulations	100.00	69.66	100.00	269.66

根据计算得出的可比公司及估值对象财务指标各维度得分，采用估值对象财务指标总得分/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16.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

2.比准价值比率的计算

将估值对象的得分与各对比企业得分进行比较，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17.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

（六）流动性折扣及控制权溢价

1. 流动性折扣

本次市场法估值选取的可比公司均为上市公司，而估值对象并未上市，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。

2. 控制权折价

考虑到委托人拟收购Best Formulations Inc.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，并结合估值对象的特点，本次估值控制权溢价选取20.05%。

（七）估值结果的测算

根据上述各过程所得到的估值参数，结合估值对象基准日的合并报表披露的财务数据，可以得出企业股东部分权益估值。



采用市盈率P/E测算，估值对象的股东部分权益价值计算思路如下：

估值对象股东部分权益价值=比准PE×估值对象净利润×交易的股权比例×（1-流动性折扣率）×（1+控制权溢价率）

1. 财务数据

（1）净利润

根据MGO出具的审计报告，Best Formulations母公司口径单体报表的净利润为1,469.78万美元。VIT是Best Formulations设立的全资子公司，该公司从Best Formulations采购营养补充剂并贴牌面向终端客户进行销售。VIT设立时间较短且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。

基于委托人仙乐健康拟收购剥离VIT后的Best Formulations的80%股权，Best Formulations与VIT之间的关联交易规模较小且对毛利润影响较小，本次估值采用母公司报表口径的净利润对Best Formulations的股权价值进行估算，长期股权投资VIT的估值按0测算。

（2）所得税率调整

根据MGO出具的《尽调报告》，Best Formulations作为S corporation，公司享有特殊的税务安排，目前执行的所得税税率为1.5%。根据委托人聘请的税务尽调团队，考虑到Best Formulations被收购后，公司形式变更，新设主体下公司的法定所得税税率为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，Best Formulations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，经分析企业未来很长一段时间实际所得税率将在1.5%到27.98%的范围内。所得税税率按照1.5%及27.98%，采



用报表利润测算，估值对象母公司单体口径净利润分别为1,469.78万美元及1,073.87万美元。

（3）非经常性损益情况

考虑到上市公司将委托具有证券期货业务资格的会计师事务所对被估值单位进行审计，Best Formulations的净利润及非经常性损益届时可能存在调整。根据委托人的尽职调查情况，预计调整对被估值单位不会造成重大影响。

基于上述情况，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1,073.87万美元对被估值单位股权价值的区间进行估算。特别提请报告使用者对此予以关注。

2. 估值结果

分别将上述净利润1,469.78万美元、1,073.87万美元，调整后的比准市盈率（P/E）27.50，流动性折扣率及控制权溢价率带入公式，可以得出估值对象股东部分权益价值估值，具体结果如下：

（1）采用MGO报表净利润的情形

估值对象股东部分权益价值=比准PE×估值对象净利润×交易的股权比例×（1-流动性折扣率）×（1+控制权溢价率）
 $= 27.50 \times 1,469.78 \times 80\% \times (1 - 27.30\%) \times (1 + 20.05\%)$
 $= 28,200.00$ 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

估值对象股东部分权益价值=比准PE×估值对象净利润×交易的股权比例×（1-流动性折扣率）×（1+控制权溢价率）
 $= 27.50 \times 1,073.87 \times 80\% \times (1 - 27.30\%) \times (1 + 20.05\%)$
 $= 20,600.00$ 万美元（百万元取整）



综上，本次采用可比上市公司市盈率（P/E）对被估值单位的股权价值进行估算，得出估值基准日 Best Formulations 80% 股东权益价值的估值范围为 20,600.00 万美元至 28,200.00 万美元。



第五部分 估值结论

一、估值结论

本次估值结论建立在委托人及估值对象提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整的基础上。

经实施报表数据收集及分析、评定估算等程序，采用市场法进行估算，Best Formulations Inc.的 80%股东权益在估值基准日 2021 年 12 月 31 日的估值范围为 20,600.00 万美元至 28,200.00 万美元。

此外，截至报告日，估值对象因本次交易独自聘请的顾问所产生的中介费用金额尚未确认，若最终由估值对象承担相关费用，应考虑在前述估值中扣减相关费用。

如估值对象管理层提供的财务数据与估值对象实际经营状况发生偏差，则估值结论将会发生重大变化，特别提请报告使用者对此予以关注。



第六部分 特别事项提示及使用限制说明

1. 本次估值依据现时的实际情况作了估值人员认为必要、合理的假设，在咨询报告中列示。这些假设是估值人员进行估值的前提条件。当未来经济环境和以上假设发生较大变化时，估值人员将不承担由于前提条件的改变而推导出不同估值结果的责任。

2. 由于估值对象在境外，估值人员无法到达现场开展现场工作，估值尽调工作主要依赖于估值对象提供的数据库资料。本报告不构成对估值对象财务数据真实性、完整性、合法性的保证。

3. 委托人及估值对象提供的有关会计信息资料的基础上做出的，这些相关信息的真实性、可靠性和全面性由委托人及估值对象负责；本报告中使用的有关数据在很大程度上依赖于这些信息资料，本咨询结论是在假定上述信息资料真实、完整的基础上作出的，若这些信息资料的误差或虚假导致估值咨询结论偏差，本公司将不承担任何责任。

4. 基于委托人仙乐健康拟收购剥离 VIT 后的 Best Formulations 的 80%股权，Best Formulations 与 VIT 之间的关联交易规模较小，本次估值采用母公司报表口径的净利润对 Best Formulations 的股权价值进行估算，长期股权投资 VIT 的估值按 0 测算。

5. 本报告采用的财务数据是 MGO 基于美国会计准则编制的，未评价会计准则差异对财务数据及估值结果的影响，若上述财务数据与审计机构基于中国会计准则最终出具的审计报告差异过大，则估值结论将会发生重大变化。特别提请报告使用者对此予以关注。

6. 考虑到现阶段尚无明确的中国会计准则下经审计的扣除非经常性损益数据，本次采用根据 MGO 基于美国会计准则的报表利润及所得税税率调整后的母公司单体净利润对被估值单位的股权价值范围进行估算。特别提请报告使用者对此予以关注。



7. 我们出具的咨询报告中的分析、判断和结论受咨询报告中假设和限定条件的限制，咨询报告使用者应当充分考虑咨询报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。估值人员对实际结果是否符合计划、预算、预测或遇见情况，以及是否及具体接近程度，不会做出保证。估值人员及机构均不对任何使用本报告、本报告内容所含信息或与本报告有关的任何行为所导致的任何损失承担责任。

8. 在估值基准日以后的有效期内，如果资产数量及作价标准发生变化时，应按以下原则处理：

（1）当资产数量发生变化时，应根据原估值方法对资产数额进行相应调整；

（2）当资产价格标准发生变化、且对估值结果产生明显影响时，委托人应及时聘请有资格的估值机构重新确定估值价值；

（3）对估值基准日后，资产数量、价格标准的变化，委托人在资产实际作价时应给予充分考虑，进行相应调整。

9. 本咨询报告只能用于本报告载明的估值目的和用途。同时，本报告未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及估值中遵循的持续经营原则等其它情况发生变化时，估值结论一般会失效。估值机构不承担由于这些条件的变化而导致估值结果失效的相关法律责任。

本咨询报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

10. 由于估值对象在境外，估值人员无法到达现场开展现场工作，对现场资产的勘查清查主要依赖于委托人聘请的其他中介尽职调查团队对主要设备及资产的现场勘查结论。



11. 估值人员无法获得外部审计师针对 Best Formulations Inc. 财务报表的全部审计工作底稿，现阶段尚未能开展抽凭、穿行测试等程序，但基于对数据库中估值对象及外部审计师提供的财务资料进行分析核查，未发现不合理或与现有财务数据矛盾之处。

12. 估值人员执行估值业务的目的是对估值对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。估值结论不应当被认为是对其估值对象可实现价格的保证。



(此页无正文)

中联资产评估集团有限公司

估值人员：

估值人员：

年 月 日

