

中联资产评估集团有限公司对创业板公司管理部

《关于对仙乐健康科技股份有限公司的关注函》

估值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 21 日下发的《关于对仙乐健康科技股份有限公司的关注函》（创业板关注函〔2022〕第 311 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2第（1）（2）小问

回函及公告显示，本次交易定价 1.8 亿美元为市场化谈判所得，且审计报告及估值报告均以分拆子公司 **VIT Health** 之前的标的公司整体作为审计和估值基数，审计机构为美国 **MGO**，估值报告的估值结果为 20,600 万美元至 28,200 万美元，系合同签订当日所出。此外，回函显示你公司将主要利用标的公司的软胶囊及软糖生产线，实现优势互补。

（1）请结合标的公司主要财务数据、客户及供应商、在手订单等情况，说明标的公司在行业地位、生产研发、知识产权、主要产品及技术等方面的具体优势，补充说明本次交易的具体定价依据及公允性；

（2）请补充说明本次交易的尽职调查、谈判定价的依据及决策过程，本次交易未出具评估报告而估值报告仅采用市场法估值的原因及合理性，并说明估值结果区间较大的原因及是否具有参考性，估值报告在协议签订当日才出具是否能作为交易作价提供参考依据，本次交易定价是否合理谨慎；

请财务顾问、估值机构、审计机构对上述事项发表明确意见。

回复：

（1）请结合标的公司主要财务数据、客户及供应商、在手订单等情况，说明标的公司在行业地位、生产研发、知识产权、主要产品及技术等方面的具体优

势，补充说明本次交易的具体定价依据及公允性；

答复：

（一）标的公司的具体优势

1、标的公司具有较为领先的市场地位

标的公司在美国营养保健品 CDMO 行业内具有较为领先的地位。美国营养保健品 CDMO 行业的竞争优势主要体现在稳定的供应能力和良好的下游企业客户口碑等方面。标的公司在美国营养保健品市场深耕三十余年，得益于其在生产研发、主要产品、技术及知识产权等领域的长期积淀，标的公司赢得了下游企业客户的信赖与认可，其客户黏性较强，在行业内具有良好的声誉，具有较为领先的行业地位。根据商业顾问对美国营养保健品 CDMO 行业内竞争对手和下游客户的行业调研，标的公司是美国排名前三的软胶囊 CDMO 企业，是美国植物胶软胶囊 CDMO 领域的领导者。

2、标的公司具备成熟的生产能力

标的公司具有充沛的美国本土生产能力，具备丰富的产品剂型和充沛的产能。标的公司的核心剂型软胶囊产品的产能可达 36 亿粒/年，2021 年产能利用率较高。标的公司还拥有硬胶囊、片剂、茶包等产品生产线，合计产能约 24 亿粒/包/年。标的公司建设中的软糖生产线预计首期产能约 5.4 亿粒/年，建设中的个人护理产品生产线预计产能约 8,500 万瓶/年，均将于 2022 年底前逐步投产。

标的公司具有先进的生产线和成熟、合规的生产工艺能力。标的公司具有三十年的营养补充剂生产经验，具有美国食品药品监督管理局批准的药品生产资质、美国膳食补充剂（保健食品）NSF-cGMP 认证、加拿大天然健康产品厂地注册资质、美国伊斯兰食品营养委员会清真认证、美国农业部 USDA 有机认证等十余项质量认证，客户产品销往全球二十余个国家和地区。

3、标的公司拥有丰富的产品和技术经验

标的公司擅长复杂配方产品的研发和制造，其主要产品为植物胶软胶囊，包括卡拉胶软胶囊与淀粉软胶囊，在植物胶软胶囊研发和规模化生产方面处于行业领导地位。

标的公司具备营养补充剂的复杂配方的开发能力并兼具稳定性和规模化生产的能力。比如，标的公司成功帮助客户将处理技术门槛较高的高磷脂含量海藻油封装至植物胶软胶囊中并实现规模化生产；帮助客户将其包含亚麻籽等成分的畅销软胶囊重新配置成为植物胶软胶囊并取得了非转基因项目认证；帮助客户重新设计了十余款畅销软胶囊产品配方以解决产品稳定性和质量问题。凭借复杂配方的开发能力和兼具稳定性和规模化生产的能力，根据标的公司提供的信息，2019年至2021年间，标的公司前二十大客户平均每年采购的SKU数量逐年提升，平均SKU销售额复合增长率达16%，推动平均客户销售额复合增长率超过20%。

标的公司未申请专利，标的公司的核心技术资源来自于超过二十年软胶囊产品生产经验的技术工艺积累，形成了一系列技术诀窍、工艺参数、配方设计经验、制造管理体系而组成的技术综合体（即 Know-how）。标的公司拥有工艺 Know-how 控制点，工艺成熟、完整，能够规模化生产复杂配方的软胶囊产品并且产品质量稳定。作为企业的 Know-how 技术机密及商业机密，均不对外公开，因此标的公司未相应申请专利。

4、标的公司已与客户和供应商建立了稳定的合作关系

标的公司是美国营养补充剂行业领先的 CDMO 企业，作为 B 端企业，标的公司在具体优势主要体现在行业口碑、客户信赖和客户黏性方面。

首先，标的公司在美国营养保健食品行业拥有良好的口碑，因其良好的生产能力和质量管理水平，获得了美国食品和药物管理局（FDA）药物批准认证、美国膳食补充剂（保健食品）NSF-cGMP 认证等全球十余项资格认证。其次，标的公司在美国营养保健食品行业拥有良好知名度，受到健康和保健领域的客户的信赖与认可。标的公司拥有一批健康和保健领域的全球零售商和优质品牌客户，自

成立以来，标的公司积累了北美健康和保健领域超 100 名客户，在业内具有良好口碑。

2021 年，标的公司主要客户情况如下：

客户名称	客户基本情况与主要品牌	合作年限
客户 1	国际知名保健产品专营线上零售商，SKU 超过 30,000 个，覆盖 1,200 个品牌，产品销往全球 185 个国家；客户主营业务为零售业务，是一家年营业额超过 15 亿美元的跨国企业。	14 年
客户 2	全球领先的个人护理品牌之一，主要产品为精油等居家生活用品。该客户通过线下门店与电商网络将产品销往全球超过 100 个国家和地区，拥有超过 900 万名顾客。客户是一家年营业额超过 20 亿美元的跨国企业。	10 年
客户 3	全球知名的天然配方营养补充剂和个人护理品牌，业务遍及全球 19 个国家及地区。客户是一家年营业额超过 20 亿美元的跨国企业。	18 年
客户 4	北美知名保健营养品牌，拥有超 100 年历史，拥有超过 400 种畅销产品，是纤维营养饮品的领导品牌，产品销往全球超 60 个国家和地区。	27 年
客户 5	美国领导地位的天然营养品公司，产品业务范围包括营养补充食品、个人护肤保养品等。客户市场主要分布在美国、墨西哥、加拿大、日本、马来西亚和中国等地区，拥有百万级经销商及千万级产品用户。	2 年

第三，标的公司在客户黏性方面具备优势。截至 2021 年底，标的公司与前十大客户平均合作时长超过十年，并且是其众多客户的核心供应商，与客户黏性较强。

第四，标的公司与主要客户持续保持良好合作关系。根据标的公司提供的信息，截至 2022 年 7 月 26 日，标的公司在手未交付订单金额约 6,360 万美元，占标的公司 2022 年业务规划收入金额的 43%。

本次交易完成后，上市公司能够持续维护标的公司的客户关系。首先，美国营养健康行业的生产与合规门槛较高，通常保健品品牌公司新增或更换主要供应商需要经过资质审核、验厂、产线建设调整、配方工艺研发、产品试产、终端销

售反馈等一系列较为复杂且时间较长的流程，并且需要较高成本。标的公司作为美国排名前三的软胶囊 CDMO 企业和美国植物胶软胶囊 CDMO 领域的领导者，已成为其众多客户的主要供应商，与其主要客户具有长期、稳定的合作关系，客户黏性较强，这也为未来客户关系的维护奠定了坚实的基础。本次收购完成后，受益于上市公司的协同效应与优势互补，标的公司的综合实力将得到进一步提升，为客户提供更为优质的综合服务。其次，本次交易完成后，标的公司的现有核心管理团队和销售团队也将会留任，进一步助力公司保持稳健运营。再次，上市公司在美国拥有成熟的本土销售团队，未来将在标的公司现有销售团队基础上进行经验共享与优势互补，维护并进一步拓展客户关系。此外，本次交易公告后，标的公司管理层已与核心客户进行沟通，告知其本次交易计划和情况。标的公司持续服务客户的良好历史业绩，以及上市公司在行业里的知名度和口碑，也获得了核心客户的认可和支持。截至目前，标的公司订单交付均在正常开展，并未因本次交易而受到不利影响。综上所述，本次交易完成后，上市公司将持续维护并进一步夯实、拓展标的公司的客户资源。

此外，标的公司与主要供应商的合作关系深厚，采购品类以鱼油等大宗产品为主，采购价格根据市场情况随行就市，供给较有保障。

2021 年标的公司前五大供应商情况如下：

供应商	采购品类	合作年限
供应商 1	鱼油	>10 年
供应商 2	植物胶表皮原材料	>15 年
供应商 3	明胶	>2 年
供应商 4	胶囊	>10 年
供应商 5	综合品类	>15 年

近三年一期，标的公司主要财务数据如下表所示：

单位：万美元

Best Formulations	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年一季度
营业收入	7,753.2	9,105.4	12,052.5	3,096.0
同比增长率	-2.2%	17.4%	32.4%	15.4%
营业成本	5,374.1	6,210.7	8,291.8	2,249.5
毛利	2,379.1	2,894.7	3,760.8	846.5
毛利率	30.7%	31.8%	31.2%	27.3%
期间费用	2,259.0	2,562.2	3,392.5	760.3
净利润	52.2	232.7	1,351.5	28.7

注：2019-2021 年营业收入、营业成本、毛利、期间费用、净利润等已经审计或审阅；2022 年 1-3 月相关科目未经审计。

综上所述，得益于标的公司在生产研发、知识产权、主要产品及技术等方面的优势，以及标的公司稳定、深厚的客户关系和供应商体系，标的公司在行业内具有良好的声誉，具有较为领先的行业地位。

（二）本次交易的具体定价依据及公允性

上市公司根据标的公司提供的商业计划、中介团队的尽职调查建议、以及上市公司对于营养保健品 CDMO 行业多年来的理解与经验，相应调整了标的公司的商业计划，测算出标的公司的企业价值；此后，经过多轮竞标及报价流程，上市公司按照市场化原则与卖方进行谈判后最终确定了交易价格。同时上市公司兼顾竞标流程的报价情况，聘请了估值机构中联评估出具《估值报告》复核交易价格的合理性。最后，上市公司与交易对方于 2022 年 7 月 6 日完成所有协议细节谈判并签署股权转让协议。

上市公司聘请了中联评估对本次交易对价进行独立的第三方估值，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。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 倍至 24.00 倍，处于同行业上市公司的市盈率区间内，具有合理性。

综上所述，本次交易定价系上市公司综合考量标的公司提供的商业计划、中介团队的尽职调查建议、以及上市公司的行业理解与经验，经过多轮竞标及报价流程，按照市场化原则与卖方进行谈判后最终确定。中联评估也就本次交易出具了《估值报告》复核交易价格的合理性。因此，本次交易的定价具有公允性和合理性，不存在损害公司及公司股东利益的情形。

（2）请补充说明本次交易的尽职调查、谈判定价的依据及决策过程，本次交易未出具评估报告而估值报告仅采用市场法估值的原因及合理性，并说明估值结果区间较大的原因及是否具有参考性，估值报告在协议签订当日才出具是否能为交易作价提供参考依据，本次交易定价是否合理谨慎；

答复：

（一）本次交易未出具评估报告而估值报告仅采用市场法估值的原因及合理性

1、本次交易未出具评估报告的原因

首先，标的公司评估情况符合《创业板股票上市规则（2020年修订）》，评估报告/估值报告并非本次交易必备文件。根据《创业板股票上市规则（2020年修订）》第7.1.11条的规定，由于本次交易不构成重大资产重组，本次交易需提交股东大会审议并出具审计报告，故评估报告/估值报告并非本次交易必备文件。

第二，由于本次交易在目前阶段，尚无根据中国企业会计准则和公司会计政策编制的标的公司审计报告，估值机构难以出具评估报告。基于跨境并购市场环境及国际谈判惯例、全球疫情蔓延和变化态势和工作实操可行性等多方面因素考虑，中资企业出境并购交易中，一般需待交易完成交割后方能够派驻中国审计团队进场工作并按照中国企业会计准则要求出具相应审计报告。

因此，本次交易未出具评估报告，上市公司聘请了符合《证券法》规定的资产评估机构中联评估对标的公司股东80%权益价值进行了估值并出具了《估值报告》。此外，上市公司承诺在审议本次交易的股东大会召开前完成并披露由符合

《证券法》规定的资产评估机构出具的标的公司评估报告，且评估基准日距审议本次交易的股东大会召开日不超过一年。

2、估值报告仅采用市场法估值的原因

本次估值采用市场法。根据《估值报告》，从估值方法的适用前提进行分析，本次估值仅采用市场法具备合理性，具体如下：

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。

采用市场法的原因：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。

未采用收益法、资产基础法的原因：1) 由于标的公司位于美国，现阶段无法开展现场资产清查盘点及业务数据的核查验证工作；2) 标的公司提供了未来期的财务规划，但由于估值报告阶段标的公司对外开放的尽调资料有限，无法满足估值机构采用收益法所必须的关于预测期盈利可实现性的核查工作。因此，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。

（二）估值结果区间较大的原因及是否具有参考性

本次交易完成后，综合考虑标的公司所适用的所得税法定税率以及合并对价分摊带来潜在税盾优惠影响等因素，估值机构出于谨慎性原则以历史税率与潜在最高税率为基础计算对应估值区间，即：标的公司未来实际所得税率区间为 1.5% 到 27.98%，对应标的公司母公司单体口径（不含子公司 VIT Health）净利润区间

为 1,469.78 万美元到 1,073.87 万美元，采用可比上市公司市盈率（P/E）对标的公司股权价值进行估算，对应标的公司 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，其中估值范围下限为 20,600.00 万美元，高于本次交易所需支付对价，具有参考性。

（三）估值报告在协议签订当日才出具是否能为交易作价提供参考依据

根据《创业板股票上市规则（2020 年修订）》第 7.1.11 条的规定，由于本次交易不构成重大资产重组，根据上述规定，本次交易需提交股东大会审议并出具审计报告，故评估报告/估值报告并非本次交易必备文件。本次交易作价系公司经过多轮竞标及报价流程，按照市场化原则与卖方进行谈判后最终确定，定价机制本身并非基于估值报告。

然而，考虑到本次交易为 A 股上市公司对外收购资产，管理层出于谨慎考量仍然聘请了符合《证券法》规定的资产评估机构（中联评估）对标的公司出具了《估值报告》，基于不同的估值方法及估值指标为判断交易价格合理性作为参考因素，也为董事会与股东提供了参考验证材料。

（四）本次交易定价是否合理谨慎

综上所述，本次交易和定价过程遵循国际并购市场交易惯例，基于标的公司提供的尽调信息和上市公司聘请的中介团队的尽职调查结果，并由上市公司经过多轮市场化报价与谈判后确定。上市公司也聘请中联评估出具了《估值报告》，基于不同的估值方法及估值指标为判断交易价格合理性作为参考因素。因此，本次交易定价合理谨慎。

请估值机构发布核查意见

经核查，估值机构认为：

上市公司补充说明了根据《上市规则》第 7.1.10 条，本次收购虽提交股东大会审议，但为股权收购，并非股权以外的非现金资产，因此无需提供评估报告。

估值机构现阶段因无法开展现场资产清查盘点以及对业务数据的核查验证工作，仅能采用市场法进行估值。估值机构以标的公司提供的《审计报告》为基础，基于现阶段能够开展的核查工作及估值假设条件出具《估值报告》，估值结论高于本次交易作价，基于两者比较估值机构未发现本次交易定价存在不合理之处。

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>估值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

年 月 日