中国国际金融股份有限公司

关于深圳证券交易所

《关于对仙乐健康科技股份有限公司的关注函》

之

核查意见

财务顾问

二〇二二年八月

深圳证券交易所：

中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”或“财务顾问”）作为仙乐健康科技股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“仙乐健康”）收购 Best Formulations 的财务顾问。根据贵所于 2022 年 7 月 21 日出具的《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）（以下简称“关注函”）的要求，财务顾问对关注函中涉及财务顾问发表意见的相关问题进行了认真核查，并出具核查意见（以下简称“本核查意见”）。

除特别说明外，本关注函回复所述的词语或简称与公司 2022 年 7 月 7 日披露的《关于收购 Best Formulations Inc.80%股权的公告》（2022-054 号）中所定义的词语或简称具有相同的含义。

第一部分 公司回复和财务顾问核查意见

问题 1. 回函显示，标的公司 2020-2021 年净利润增长率分别为 348.08%、480.26%，毛利率分别为 31.8%、31.2%。此外，标的公司 2022 年第一季度在收入同比增长的情况下，净利润及毛利率均下滑。请结合标的公司近三年的营业收入、净利润、毛利率情况，细分产品的收入、利润及占比、毛利率情况，主要客户名称、销售内容、销售金额及占比、合作年限、客户品牌或其他资质等，补充说明标的公司 2020-2021 年净利润大幅增长的具体原因及合理性，是否具有持续性。

一、公司回复

（1）标的公司近三年的营业收入、净利润、毛利率情况，细分产品的收入、利润及占比、毛利率情况。

答复：

标的公司近三年的营业收入、净利润、毛利率等情况如下表所示：

单位：万美元

Best Formulations	2019 年度	2020 年度	2021 年度
营业收入	7,753.20	9,105.41	12,052.54
同比增长率	-2.2%.	17.40%	32.40%
营业成本	5,374.10	6,210.73	8,291.76
毛利	2,379.09	2,894.68	3,760.78
毛利率	30.7%	31.8%	31.2%
净利润	52.20	232.65	1,351.52

注：2019-2021 年数据已经审计或审阅。

2019 年至 2021 年，标的公司经营业绩逐步提升，营业收入分别达 7,753 万美元、9,105 万美元及 12,053 万美元，三年复合增长率达 24.7%。近三年，标的公司毛利率分别为 30.7%、31.8%及 31.2%，基本保持稳定。

标的公司 2019 年收入出现波动主要系其对于客户 2（客户 2 为全球领先的个人护理品牌之一，详细介绍请见问题 1 之“（2）标的公司主要客户名称、销售内容、销售金额及占比、合作年限、客户品牌或其他资质等”）的销售额下降所致。标的公司对客户 2 的销售额由 2018 年的约 1,630 万美元下降至 2019 年的约 1,030 万美元。2020 年与 2021

年，标的公司向客户 2 的销售额回升至 2018 年的水平。

除收入出现小幅波动外，标的公司 2019 年净利润出现波动主要系其期间费用率的上升。由于增加一处厂房的租赁面积和相关水电、设施费用的投入，标的公司 2019 年的期间费用增加约 176 万美元。鉴于 2019 年完成的产能扩张，标的公司于 2020 年实现了净利润的增长。

标的公司的产品主要包括软胶囊产品及其他剂型产品（包括硬胶囊、片剂、茶包）。其分产品的收入、毛利及占比、毛利率情况如下表所示：

单位：万美元

	2019 年度		2020 年度		2021 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	7,753.20	100.0%	9,105.41	100.0%	12,052.54	100.0%
其中：软胶囊	5,715.33	73.7%	6,919.82	76.0%	8,457.66	70.2%
其中：其他剂型	1,594.07	20.6%	1,613.42	17.7%	2,841.49	23.6%

注：2019-2021 年营业收入数据已经审计或审阅。

单位：万美元

	2019 年度			2020 年度			2021 年度		
	金额	毛利率	金额占比	金额	毛利率	金额占比	金额	毛利率	金额占比
毛利	2,379.09	30.7%	100.0%	2,894.68	31.8%	100.0%	3,760.78	31.2%	100.0%
其中：软胶囊	1,726.74	30.2%	72.6%	2,252.80	32.6%	77.8%	2,630.23	31.1%	69.9%
其中：其他剂型	406.89	25.5%	17.1%	494.01	30.6%	17.1%	1,022.02	36.0%	27.2%

注：2019-2021 年毛利数据已经审计或审阅。

从主要产品层面而言，2019 年至 2021 年，标的公司软胶囊产品营业收入分别占其营业总收入的 73.7%、76.0%、70.2%，为最主要产品。近三年来，软胶囊业务的毛利率分别为 30.2%、32.6%和 31.1%，其毛利占比分别为 72.6%、77.8%和 69.9%。标的公司软胶囊业务较为成熟，毛利率和毛利金额占比保持相对稳定。

2019 年至 2021 年，标的公司其他剂型产品营业收入分别占其营业总收入的 20.6%、17.7%、23.6%，对应毛利率分别为 25.5%、30.6%和 36.0%，毛利率提升主要系：1）2020 年起，标的公司硬胶囊产品的销售结构调整，其中高毛利率的硬胶囊产品的销售提升带动毛利率增长。此外，标的公司购置了新的硬胶囊高速机，生产效率的提升进一步推动

其硬胶囊产品毛利率提高，进而带动其他剂型总体毛利率提高；2）2021 年，标的公司再次购置新的硬胶囊高速机且优化了部分硬胶囊产品的生产工艺，进一步提高了硬胶囊产品的生产效率及生产规模，使得其他剂型 2021 年毛利占比和毛利率得以再次提升。

（2）标的公司主要客户名称、销售内容、销售金额及占比、合作年限、客户品牌或其他资质等。

答复：

2020 年及 2021 年，标的公司前五大客户的简要介绍如下：

客户名称	客户基本情况与主要品牌	标的公司向其销售剂型	合作年限	2021年			2020年		
				当年排名	销售金额（万/美元）	占当年营收比重（%）	当年排名	销售金额（万/美元）	占当年营收比重（%）
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。	软胶囊、片剂、粉剂、软糖	14年	1	3,202.0	26.6%	3	1,063.8	11.7%
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。	软胶囊	10年	2	1,573.9	13.1%	1	1,761.6	19.3%
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。	软胶囊	18年	3	1,225.8	10.2%	2	1,583.6	17.4%
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。	粉剂、茶包	27年	4	688.8	5.7%	6	423.7	4.7%

客户名称	客户基本情况与主要品牌	标的公司向其销售剂型	合作年限	2021 年			2020 年		
				当年排名	销售金额（万/美元）	占当年营收比重（%）	当年排名	销售金额（万/美元）	占当年营收比重（%）
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。	软胶囊、软糖、胶囊形态的个人护理产品	2 年	5	626.9	5.2%	9	203.4	2.2%
客户 6	美国高端护肤品牌，由美国知名大学医学院的皮肤科医生设立，年营业额超过 15 亿美元	软胶囊等	5 年	9	318.5	2.6%	4	542.6	6.0%
客户 7	美国知名运动保健品牌，成立于 1980 年，由美国知名运动员创立，致力于提供优质的运动保健产品	软胶囊等	5 年	6	587.1	4.9%	5	516.2	5.7%
当年前五大客户小计				-	7,317.5	60.7%	-	5,467.8	60.1%

注：客户信息来自于客户官网或咨询机构。

标的公司 2020 年及 2021 年主要客户结构保持稳定，前三大客户收入占比分别达 48.4%及 49.8%，前五大客户收入占比分别达 60.1%及 60.7%。2021 年标的公司营业收入增长 2,947.13 万美元，主要系标的公司原有客户采购订单增加所致。基于规模化生产复杂配方的植物胶软胶囊产品和提供多种综合剂型产品的能力，标的公司获得了客户的认同。根据标的公司提供的信息，2021 年，标的公司前二十大客户采购的平均 SKU 和订单金额均得到提升，其营业收入增长幅度与主要客户收入增长幅度保持匹配。2021 年，标的公司对客户 1 销售收入为 3,202 万美元，较 2020 年收入增加 2,138.20 万美元，增速达 201%，增长较快，为其 2021 年收入增长的主要推动因素。2021 年标的公司对客户 1 销售收入上升的主要原因如下：一方面，标的公司与客户 1 的合作年限超过 14 年，客户关系稳定，客户 1 自身在 2021 年收入实现较快增长，根据咨询机构调研，客户 1 于 2021 年销售收入增长至 15 亿美元左右；另一方面，客户 1 采购的剂型包括植物胶软胶囊、传统软胶囊、硬胶囊等综合剂型，多年以来，客户 1 高度认可标的公司在规模化生产复杂配方的植物胶软胶囊产品方面的能力，以及提供多种综合剂型产品的能力。此外，标的公司 2021 年对其第 6-第 10 大客户的销售额较 2020 年对其第 6-第 10 大客户的销售额增加了约 800 万美元，亦为标的公司 2021 年收入增加的推动因素。

（3）标的公司 2020-2021 年净利润大幅增长的具体原因及合理性。

答复：

标的公司 2019 年至 2022 年第一季度的利润表主要科目列示如下：

单位：万美元

	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度
标的公司审计机构 MGO 按美国公认会计准则编制的财务数据				
营业收入	7,753.20	9,105.41	12,052.54	3,095.97
毛利	2,379.09	2,894.68	3,760.78	2,379.09
毛利率	30.7%	31.8%	31.2%	27.3%
营业利润	120.1	332.5	368.3	38.77
其他收益（损失）	-67.2	-98.6	1,004.5	-10.1
其他收益	0.51	0.10	0.03	0.00
保留员工纾困金	-	-	735.36	-
利息费用	-67.39	-39.18	-46.91	-12.34
工资保护计划	-	-	316.10	-
诉讼费用	-	-60.00	-	-

资产处置损益	-0.34	0.47	-0.03	2.26
净利润	52.20	232.65	1,351.52	28.70
标的公司母公司净利润	52.20	234.97	1,469.78	28.70
上市公司及其所聘请的财务尽调机构对标的公司的非经营性费用进行正常化调整后的财务数据				
正常化调整后净利润	246.41	883.73	1,452.63	311.84
正常化调整后净利率	3.2%	9.7%	12.1%	10.1%
正常化调整后净利润增速	N.A.	258.6%	64.4%	N.A.

注 1：2019-2021 年数据已经审计或审阅。2022 年第一季度数据为标的公司母公司未经审计的管理层报表数据。
注 2：考虑到本次收购标的为 Best Formulations 母公司（即不包含子公司 VIT），因此列示母公司单体报表净利润能更准确地体现标的公司经营业绩。
注 3：正常化调整后净利润为标的公司在近三年的母公司（即不包含子公司 VIT）净利润的基础上，对非经营性的损益进行了相应的调整后的净利润（下文同），下文将进行详细论证。
注 4：考虑到标的公司提供的正常化调整科目为税前调整项，此处假设正常化调整后净利润适用的所得税率与调整前净利润适用的所得税率一致，从而得到正常化调整后净利润。

（a）标的公司 2020 年和 2021 年营业利润水平稳步向好。

2020 年，标的公司经营业绩逐步提高，其营业收入增长 1,352 万美元，增速达 17.4%，其毛利率由 2019 年的 30.7%提高至 2020 年的 31.8%，从而带动了标的公司毛利上涨 516 万美元。标的公司 2020 年期间费用率小幅下降，进一步提高其营业利润水平。

2021 年，标的公司营业收入进一步增长 2,947 万美元，增速达 32.4%，其毛利率保持平稳水平，从而整体带动标的公司毛利上涨 866 万美元。而标的公司 2021 年期间费用率与 2020 年基本持平。

（b）标的公司近三年正常化调整后净利润稳步增长，其业绩增长具有合理性。

近三年，标的公司因新冠疫情等产生了部分与主营业务发展不匹配的非经营性费用。为更好反映标的公司实际经营情况，判断其真实盈利能力，上市公司聘请的财务尽调机构 BDO（美国）通过剔除部分非经营性费用，对标的公司的业绩进行了调整。

根据过往案例，跨境并购通常会通过企业的经营性 EBITDA 来对其经营状况进行分析，即在报表原有 EBITDA 基础上扣减非经营性的收入，加回非经营性的损失或支出，以此取得企业排除非经营性因素影响后的相对真实的经营业绩。

根据财务尽职调查机构 BDO（美国）的报告，其对标的公司近三年正常化调整的相关费用主要包括：（1）退休高管一次性遣散费及后续离任高管薪酬；（2）启动费用；（3）工资保护计划（Paycheck Protection Program，以下简称“PPP”）贷款的豁免及保留员工纾困金（Employee Retention Credit，以下简称“ERC”）的税收减免；（4）新冠疫情防护设备支出；（5）其他非经营性支出。此外，新冠疫情对标的公司的经营造成了较大影响，使其产生了额外的用工成本。上市公司经管理层访谈及相关尽调后，认为该笔额外支出的产生原因的确与 PPP 和 ERC 的补助初衷相吻合，系一项非经营性损失，因此将其在报表原有 EBITDA 的基础上加回。

上述相关正常化调整的明细具体如下：

单位：万美元

Best Formulations	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度	正常化调整说明
标的公司审计机构 MGO 按美国公认会计准则编制的财务数据					
标的公司合并报表净利润	52.2	232.6	1,351.5	28.7	
标的公司母公司净利润	52.2	235.0	1,469.8	28.7	
标的公司母公司报表 EBITDA	287.2	452.1	1,746.3	99.2	
上市公司及其所聘请的财务尽调机构对标的公司的非经营性费用进行的正常化调整					
1、正常化调整：非经营性支出					
退休高管一次性遣散费及后续离任高管薪酬	178.2	266.5	331.5	55.5	交易完成后，创始人 Charlie 和 Kelly 将会离任，标的公司未来将不会支付这两位高管的薪酬。此外，标的公司历史期间还支付了部分离任高管的遣散费及现任高管 Jeff Goh 的股权激励费用。
启动费用	8.1	-	48.6	49.2	2019 年，标的公司启用了新厂房，新厂房使用初期产生了额外的生产成本。 2021 年及 2022 年第一季度，标的公司启动软糖和个人护理的新业务及新产线建设，但暂未形成收入。标的公司指派部分原有员工前往新业务线进行前期准备，且雇佣了额外的员工，消耗了额外的人工成本。财务尽调机构 BDO（美国）出于谨慎考虑，仅加回了标的公司新雇佣员工的额外成本。
其他非经营性支出	10.6	178.9	150.3	28.1	主要包括： （1）标的公司发生的非经营性法律咨询费用，

Best Formulations	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度	正常化调整说明
					主要包括已和解的一笔诉讼的法律费用、信托咨询费用等； （2）标的公司发生的非经营性 IT 顾问费用，用于帮助其维护网络系统，抵御黑客攻击； （3）标的公司发生了由于客户自身原因导致的产品召回，产生了额外费用； （4）标的公司于 19 年开始支付新工厂的租金，但在前几个支付租金的月份时并未开始投入生产，造成了资源的浪费； （5）标的公司历史期间的捐赠等一次性费用。
2、正常化调整：新冠疫情影响					
PPP 和 ERC	-	-	-1,015.3	-	由于新冠疫情对美国中小企业的日常经营造成了较大的影响，中小企业普遍面临原材料价格上涨、原材料供应不足、雇员费用提高、工作效率降低等问题，因此美国政府推出了 PPP 和 ERC 的补助以缓解中小企业面临的经营困境。获取上述补贴能够有效缓解新冠疫情对中小企业带来的成本及费用端的压力，使中小企业处于正常运转的环境。 关于该项调整的详情请见注 2。
新冠疫情额外用工成本及防护设备支出	-	206.7	489.0	150.4	新冠疫情对标的公司的经营造成了较大影响，降低了标的公司生产效率，且使标的公司用工出现紧张的情形，致使标的公司近两年一期共产生了 846 万美元的额外用工成本及防护设备支出。 关于该项调整的详情请见注 2。

Best Formulations	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年第一季度	正常化调整说明
正常化调整小计	196.9	652.1	4.2	283.1	
上市公司及其所聘请的财务尽调机构对标的公司的非经营性费用进行正常化调整后的财务数据					
正常化调整后 EBITDA	484.1	1,104.2	1,750.5	382.3	
正常化调整后 EBITDA 率	6.2%	12.1%	14.5%	12.3%	
正常化调整后 EBITDA 增速	N.A.	128.1%	57.5%	N.A.	
正常化调整后净利润	246.4	883.7	1,452.6	311.8	
正常化调整后净利率	3.2%	9.7%	12.1%	10.1%	
正常化调整后净利润增速	N.A.	258.6%	64.4%	N.A.	

注 1：2019-2021 年数据已经审计或审阅。2022 年第一季度数据为标的公司母公司未经审计的管理层报表数据。

注 2：PPP 贷款为美国政府发放的一项用于资助受新冠疫情影响的中小企业的低息贷款。申请 PPP 贷款的公司须将该笔款项用于支付工资、房租、设备费用等经营活动。若企业能够维持员工的数量及员工的薪资水平，且将 PPP 贷款用于上述经营活动，则该笔贷款将得到豁免；ERC 为美国政府为了鼓励美国企业于新冠疫情期间减少裁员，推出的一项新的抵税方案，符合申请条件的美国企业可以获得雇员税的部分减免，亦可以降低中小企业的用工成本压力。如上所述，PPP 和 ERC 的推出系美国政府为了缓解新冠疫情对中小企业造成的影响而发放的政府补贴。

标的公司亦受到新冠疫情较大的影响。根据其提供的测算，2020 年、2021 年和 2022 年第一季度，由于新冠疫情降低了标的公司生产效率，且使标的公司用工出现紧张的情形，标的公司因此分别产生了 207 万、489 万和 150 万美元的额外用工成本，主要包括：

（1）新冠疫情额外用工成本：新冠疫情期间，美国出现用工紧张的情形，标的公司无法雇佣足够的全职员工完成相应的工作，各部门亦出现运营效率降低的情形。例如，生产部门面临员工不足，产线减少运行的情形，并因此增加了现有员工的加班时长，支付了额外的加班费用。与此同时，由于招聘员工困难，标的公司通过中介公司寻找了更多的临时工人，产生了额外的临时用工成本。此外，标的公司为了更好地留住现有员工，为他们提供了新冠疫情相关的带薪病假以及额外的薪酬。

（2）新冠疫情防护设备支出：标的公司为员工购买了口罩、温度扫描仪、手套等防护设备。

综上，标的公司测算其近两年一期的新冠疫情额外用工成本及防护设备支出达 846 万美元，获取 1,015 万美元的 PPP 和 ERC 的补助的确能够帮助其缓解新冠疫情造成的经营影响。但财务尽调机构 BDO 出于谨慎性考虑，在扣减 PPP 和 ERC 补助的同时，仅加回了标的公司为员工购买防护设备的额外支出，暂未将剩余部分由于新冠疫情造成的额外用工成本加回。

注 3：考虑到标的公司提供的正常化调整科目为税前调整项，此处假设正常化调整后净利润适用的所得税率与调整前净利润适用的所得税率一致，从而得到正常化调整后净利润。

如上表所示，标的公司 2019 年至 2021 年度调整后净利润分别为 246.4 万美元、883.7 万美元和 1,452.6 万美元，其 2020 年和 2021 年的调整后净利润增速分别为 258.6%和 64.4%，其增长主要基于其收入的稳步增长、毛利率的持续平稳及正常化调整后费用率的降低，能够反映标的公司实际经营情况，具备合理性。其中，标的公司 2020 年正常化调整后净利润增长率较高，系其 2019 年正常化调整后净利润规模基数较小所致。

综上所述，标的公司 2020 年及 2021 年调整后净利润增长具有合理性。

（c）标的公司 2021 年审计后的净利润与正常化调整后净利润差异较小，对估值结果影响较小。

标的公司审计机构 MGO 出具的审计或审阅报告，为美国通用会计准则体系下的财务报表，系其按照美国通用会计准则编制的财务数据。

正常化调整后的财务数据则系上市公司及其聘请的财务尽调机构 BDO（美国）在审计或审阅报告的财务数据的基础上，为更好反标的公司实际经营情况，判断其真实盈利能力所作出的调整。通过剔除部分非经营性费用，上市公司及其聘请的财务尽调机构 BDO（美国）对标的公司的业绩进行了正常化调整，并以此作为进行商业决策的参考之一。

如前文所示，标的公司 2021 年审计后的净利润为 1,469.8 万元，正常化调整后的净利润为 1,452.6 万元，二者差异较小。评估机构以 2021 年审计报告的净利润作为估值报告的依据，对估值结果的影响较小。

（4）标的公司 2020-2021 年净利润具有可持续性。

（a）现有客户的持续服务，实现并购良好衔接

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。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，核心客户也将持续和标的公司保持稳定的业务合作关系。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。

（b）营养补充剂行业增长良好，龙头企业继续享受红利

标的公司处于美国营养保健品 CDMO 行业，未来将持续受益于美国营养健康行业的长期稳定发展的市场红利。美国是全球规模最大的营养保健品市场，根据 Nutrition Business Journal 数据，美国 2020 年-2024 年营养保健品补充剂市场规模复合增长率约 5.7%，标的公司作为美国排名前三的软胶囊 CDMO 企业，将受益于行业整体增长。此外，根据商业和运营顾问的意见，未来 5 年美国植物胶软胶囊的细分市场增速接近 10%，快于美国营养补充剂市场整体增速 5.7%；标的公司的主要产品为植物胶软胶囊，标的公司作为植物胶软胶囊 CDMO 领域的领导者，将受益于植物胶软胶囊的更高的市场增速。

（c）新剂型的推出和产能释放，进一步带动销售额的增长

标的公司将于 2023 年起推出新剂型软糖和个人护理产品，相关市场整体增速较快。2020 年，美国软糖市场规模达 74 亿美元，预计 2024 年将突破 103 亿美元，年复合增长率达 8.5%，高于美国营养保健品行业整体市场增速，并且已在 2021 年成长为美国第一大营养保健品行业子市场，具有广阔的发展前景。标的公司的个人护理产品发展专注于天然、生态友好和有机配方方向。根据商业顾问的行业研究，2021 年，天然、生态友好型个人护理产品的行业规模约为 83 亿美元，2016 年至 2021 年复合增长率约 15.5%，呈高速增长态势。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。新产能落地后将带动标的公司销售额进一步增长。

（d）标的公司历史经营业绩稳步提升，影响其最近一期毛利率的不利因素将逐步消除

从收入层面而言，2019 年-2021 年，标的公司经营业绩逐步提升，收入分别达 7,753 万美元、9,105 万美元及 12,053 万美元，三年复合增长率达 24.7%。受新冠疫情及国际局势紧张影响，2022 年一季度标的公司面临原材料供应短缺的情形。在此情况下，标的公司 2022 年第一季度收入仍同比上涨 15.4%，体现出标的公司良好的业绩增长趋势及经营韧性。此外，标的公司与主要客户持续保持

良好合作关系，在手订单需求保持在稳定水平，其主营业务基本面保持稳定。

从毛利层面而言，标的公司 2022 年第一季度毛利率变动出现短期波动，主要系受供应链紧张影响、成本上涨等原因所致。根据彭博数据库的数据预测显示，标的公司主要原材料及原油价格在 2022 年第二季度达到峰值，预计随后将会逐渐回落，其所面临的原材料成本压力也将得以释放。同时，根据商业顾问的了解，美国营养保健品 CDMO 企业逐步将原材料价格上涨传导至下游客户通常具有时滞性，随着价格传导的推进，有助于标的公司毛利率恢复正常水平。

（e）本次交易完成后，上市公司与标的公司的协同效应将有助于产能达产、交叉销售

首先，上市公司在软糖领域深耕近 15 年，将利用自身在软糖领域积累的经验，协助标的公司的在建软糖生产线加速达产；其次，标的公司现有主要客户与上市公司主要客户并没有重叠，双方整合后，将形成交叉销售，提升销售规模；此外，上市公司将成立协同委员会，由上市公司高管、美国销售业务负责人和目标公司高管组成，旨在落实协同机制，并调动整体资源、充分释放协同成果。

综上，预计标的公司未来期间盈利能力将保持稳定，具有可持续性。

二、财务顾问核查意见

经核查上述事项，财务顾问认为：

通过审阅卖方提供的尽调数据库中相关资料、上市公司聘请的尽职调查团队所出具的尽职调查报告、结合公开信息分析标的公司所处行业的市场环境等，财务顾问认为：

标的公司收入持续增长，毛利率保持稳定，正常化调整后的费用率持续下降，正常化调整后的净利润稳步增长，其盈利能力稳定，具有可持续性。

问题 2. 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。

一、公司回复

（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；

（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
正常化调整后净利润	246.4	883.7	1,452.6	311.8
正常化调整后 EBITDA	484.1	1,104.2	1,750.5	382.3

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；

注 2：正常化调整系根据财务尽调机构 BDO 出具的财务尽调报告进行的调整。

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

1、初步估值范围依据

标的公司于 2022 年 2 月 8 日收悉标的公司出售程序的第一轮竞标阶段的程序函及标的公司的商业计划，上市公司及其顾问团队根据上述文件，通过寻找国际市场同行业可比交易的情况，框定了初步估值范围；在此基础上，上市公司基于内部的商业讨论和初步测算，报出了非约束性的交易价格区间。

根据国际并购市场行业惯例，上市公司在第一轮报价过程中参考了国际市场同行业可比交易的情况。根据全球并购数据库 Dealogic 等信息整理，近五年来市场可比交易案例的情况如下：

交易公告时间	被收购方	收购方	企业价值/营业收入	企业价值/息税折旧摊销前收益
2021/12/7	Sunsho	Towa	2.1x	-

交易公告时间	被收购方	收购方	企业价值/营业收入	企业价值/息税折旧摊销前收益
	Pharmaceutical	Pharmaceutical		
2020/12/1	Recipharm	EQT Partners	-	16.4x
2020/7/2	J.B. Chemicals	KKR	2.9x	14.2x
2018/10/11	SlimFast	Glanbia PLC	1.7x	14.6x
2018/7/23	Halo Pharma	Cambrex	4.0x	15.7x
平均值			**2.7x**	**15.2x**
中位值			**2.5x**	**15.2x**

注：估值倍数采用交易公告当年被收购方前一年度财务数据计算，基于市场公开信息

国际并购交易通常采用企业价值相关倍数作为估值指标，基于上述同行业可比交易的定价水平，按照标的公司 2021 年度营业收入及息税折旧摊销前收益计算，对应其企业价值估值区间约为 26,413-32,279 万美元。

结合可比交易和标的公司的商业计划，我方在第一轮非约束性报价阶段的首次企业价值报价区间为 24,100-26,500 万美元。

2、本次交易的定价依据

上市公司于 2022 年 3 月 9 日获悉进入第二轮竞标。交易对方自第二轮竞标起开放数据库并接受访谈。上市公司聘请了中介机构对标的公司的商业、运营、财务、税务、合规、人力资源等方面开展尽职调查。

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。

（1）标的公司的商业计划

上市公司在交易对方提供的第一轮竞标阶段业务和财务规划情况的基础上，根据上市公司聘请的商业和运营顾问的建议，结合标的公司历史财务数据和前述

的市场地位等考虑，以及上市公司多年来的行业实践经验，对标的公司的财务数据规划预计如下：

单位：百万美元

	2022 年预计	2023 年预计	2024 年预计
营业收入	**148.4**	**188.9**	**236.7**
%同比增长率	23.0%	27.3%	25.3%
营业成本	**101.0**	**125.1**	**154.5**
%占收入比重	68.1%	66.2%	65.3%
毛利润	**47.4**	**63.8**	**82.2**
毛利率%	31.9%	33.8%	34.7%
正常化调整后运营费用	**28.2**	**35.9**	**45.0**
%占收入比重	19.0%	19.0%	19.0%
正常化调整后 EBITDA	**19.4**	**30.8**	**41.6**
%占收入比重	13.1%	15.1%	16.0%

注：标的公司正常化调整后费用系在卖方提供的财务规划的运营费用的基础上，根据非经营性费用进行正常化调整后的科目。该科目不包括折旧摊销费用。

上市公司的考量因素如下：

（a）营业收入

1）软胶囊业务

从市场角度看，根据 Nutrition Business Journal 的行业研究，考虑到美国 2020 年-2024 年营养保健品补充剂市场规模复合增长率约 5.7%，标的公司将受益于行业整体增长。根据商业和运营顾问的意见，未来 5 年美国植物胶软胶囊的细分市场增速接近 10%，快于美国营养补充剂市场整体增速 5.7%；标的公司的主要产品为植物胶软胶囊，将受益于植物胶软胶囊的更高的市场增速。

从标的公司历史业绩发展情况看，2019 年至 2021 年，标的公司营业收入自约 7,753 万美元增长至约 12,053 万美元，复合增长率达 24.7%；标的公司与前十大客户合作关系稳定，为客户提供了更多的 SKU 选择并实现了订单量的持续增长。据统计，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，叠加产品结构调整等原因，标的公司 SKU 的单位销售价格在三年内增长了 35.0%，促进公司业绩持续提升。

2）软糖业务和个人护理业务

从软糖市场发展角度看，根据 Nutrition Business Journal 的行业研究，美国营养保健品行业的剂型格局正在发生变化，由于软糖在颜值、口味等方面的优势，格外受到美国 00 后一代年轻人的追捧，2020 年，美国软糖市场规模达 74 亿美元，预计 2024 年将突破 103 亿美元，年复合增长率达 8.5%，增速高于美国营养保健品行业整体市场复合增长率 5.7%，并且已在 2021 年成长为美国第一大营养保健品行业子市场，具有广阔的发展前景。

标的公司的个人护理产品发展专注于天然、生态友好和有机配方方向。从市场发展角度看，根据 Alvarez & Marsal 的行业研究，近年来这一类型的产品越来越受到消费者追捧。2021 年，天然、生态友好型个人护理产品的行业规模约为 83 亿美元，2016 年至 2021 年复合增长率约 15.5%，呈高速增长态势。

标的公司具有三十余年的营养补充剂生产经验和工艺管理能力，标的公司的核心管理团队在营养补充剂、个人护理产品开发和营销领域均有着深厚的行业经验。标的公司的前二十大客户中大部分客户销售的营养补充剂组合中包含软糖产品和个人护理类产品，其中不乏与标的公司合作了十余年的优质零售商与品牌客户，标的公司以现有客户为依托进行新业务开拓。

综合前述分析，标的公司未来的营业收入将受益于植物胶软胶囊市场约 10%的增速、其软糖业务和个人护理产能的投产；同时，标的公司将以现有客户为依托，多剂型共同增长促进标的公司销售额持续提升，预计标的公司 2022 年至 2024 年的收入年复合增长率约为 26.3%。

（b）营业成本、毛利率及运营费用

营业成本与毛利率方面，2022 年预计标的公司毛利率与历史情况基本保持一致，为 31.9%。2023 年后，预计标的公司毛利率逐步提升，主要原因为标的公司软糖和个人护理业务发展将带动毛利率提升。以上市公司为例，上市公司 2021 年软胶囊业务毛利率为 26.8%，软糖业务毛利率为 40.1%，软糖产品毛利率高于

软胶囊产品。因此，上市公司预期标的公司的软糖产品投产后对整体毛利率有提升效应，预计标的公司综合毛利率将从 2022 年 31.9%逐步爬坡提升至约 34.7%。运营费用方面，2022 年后预计标的公司运营费用率保持稳定。

（c）其他参数

折现率根据中国企业跨国并购的经验和谨慎性角度出发，选取 9.69%作为测算中间值。

基于上述商业数据，在折现率处于 8.69%至 10.69%的区间内进行敏感性分析，以此为进行折现现金流计算，上市公司预计标的公司的企业价值为 2.06 至 2.77 亿美元，其中折现率为中间值 9.69%时，对应的企业价值为 2.37 亿美元。

（2）其他考量因素对估值的影响

考虑到本次交易完成后，上市公司预期与标的公司产生的潜在的销售协同效应。上市公司的北美客户和其他国际客户存在对美国本土制造的需求，上市公司此前在美洲没有本土生产和包装能力，对美洲经营活动主要为出口业务；标的公司的本土供应链能够补足这一痛点，标的公司所生产的产品可以向上市公司的客户销售，上市公司的产品也可以在北美本土进行包装后销售，可提升标的公司的销售收入。

因此，结合标的公司的商业计划、中介机构的尽职调查建议、上市公司对于营养健康补充剂行业的经验与理解、潜在的协同效应以及竞标阶段的竞争格局情况，同时考虑到收购标的公司 80%股权的控制权溢价，上市公司就本次交易的企业价值的最终报价为 2.5 亿美元，位于第一轮非约束性报价阶段的 2.41 亿-2.65 亿美元的中间值，且处于前述现金流折现计算估值 2.06 亿-2.77 亿美元的范围之内，具有合理性。

（3）估值机构出具估值报告

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）本次交易的尽职调查、谈判定价的依据及决策过程

1、本次交易的流程简介

本次交易公司于 2022 年 2 月 8 日首次收到卖方财务顾问杰富瑞集团（Jefferies Group, Inc.）发出的程序函（Process letter）等文件，分别于2022年3月4日、2022年4月13日、2022年4月20日和2022年5月25日向卖方提供第一轮至第三轮的报价函或澄清函，并于2022年5月31日进入一对一谈判阶段，最终于 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，历时约 5 个月，前后经历多轮报价与谈判。

2、尽职调查、谈判定价的依据及决策过程

本次交易遵循国际并购市场的竞标流程，即：卖方一般会委托一家财务顾问作为卖方财务顾问，而后根据卖方财务顾问的建议，由卖方财务顾问协助其通过非公开方式寻找最合适的买家。根据国际并购市场行业惯例，一般而言，第一轮竞标的主要目的是初步匡算交易价值，试探交易双方是否有大致相当的价格共识和后续流程认知，从而缩小后续竞标流程的竞标参与方范围，逐步明确交易对象；第二轮竞标阶段起，卖方会向初步筛选后的竞标方逐步开放尽职调查，即开放尽

调资料和数据库并接受竞标方及其中介机构的访谈；随后，通过若干轮非公开的保密报价，卖方及其财务顾问将最终综合考虑交易价格、交割条件、公司未来战略规划、后续尽调要求、审批难度、交易时间等因素，从而确定最终买家。

本次交易谈判定价的依据请见本核查意见问题 2 第（1）题的内容。

本次交易的尽职调查和谈判定价的决策过程如下：

（1）初步估值阶段

2022 年 2 月 8 日，上市公司通过上市公司聘请的美国财务顾问收到卖方财务顾问发出的第一轮竞标的程序函与保密信息备忘录。标的公司管理层及其财务顾问安排了展示介绍会议，并设有问答环节，上市公司和中介机构就核心业务问题、出售的背景和结构等信息，与标的公司进行了简要沟通。

在第一轮竞标阶段，上市公司遵循国际并购市场交易惯例，根据标的公司的商业计划和国际市场同行业可比交易的情况框定了初步估值范围，再根据上市公司内部的商业讨论和初步测算，先行报出非约束性的交易价格区间。上市公司于 2022 年 3 月 4 日向卖方财务顾问提交了非约束性报价函。

（2）谈判定价的决策

上市公司于 2022 年 3 月 9 日获悉进入下一轮竞标后，即组织各中介机构对标的公司开展尽职调查。公司聘请的尽职调查中介机构包括商业和运营顾问、财务尽调机构、税务顾问和法律顾问，各中介机构通过管理层访谈、审阅尽职调查材料、独立查询、研究及第三方访谈等形式开展尽职调查，尽职调查范围主要涵盖以下部分：

（a）商业与运营尽职调查：标的公司所在营养补充剂市场特点、市场规模与发展前景，标的公司的客户资源网络与客户关系，标的公司管理团队，标的公司的研发情况、生产情况、质量安全、设备效率与产能利用率等；

（b）财务与税务尽职调查：标的公司的财务数据变动分析、营运资本与截止交割前所有负债的未偿金额测算、税务合规等；

（c）法律合规与人力资源：标的公司股权结构与抵押、质押情况，标的公

司是否存在重大争议、诉讼或仲裁等合规情况，标的公司是否存在查封、冻结等司法措施等情况，反垄断相关要求，标的公司的人力资源管理政策与员工情况等。

上市公司聘请的商业与运营顾问为 Alvarez & Marsal Private Equity Performance Improvement Group, LLC，是一家全球综合性专业服务公司，曾为若干境内、外医疗与健康行业的上市公司及投资机构提供跨境收购交易的商业与运营尽职调查服务。上市公司聘请的财务、税务、人力资源尽职调查顾问为 BDO USA, LLP，全球网络扩展至 152 个国家，拥有超过 1300 个办事处。上市公司聘请的法律合规顾问为达维律师事务所。

在本阶段，卖方财务顾问向上市公司及各中介机构开放了数据库权限；并且，卖方财务顾问组织了前往标的公司的访厂行程，上市公司美国子公司业务经理和商业和运营顾问共同前往考察了标的公司位于加州的生产基地，并且与标的公司管理层进行了面对面的沟通交流。上市公司和各中介机构对卖方开放的资料进行了审阅，并联合各中介机构与卖方管理层和主要负责人进行了访谈。此轮尽调的主要目的是通过对标的公司商业、运营、财务、税务、合规、人力资源等方面的了解和分析，综合形成对标的公司的价值判断。

上市公司根据标的公司提供的商业计划和中介机构的尽职调查建议，结合上市公司的行业经验，对交易报价进行了调整，并分别于 2022 年 4 月 13 日和 2022 年 4 月 20 日提交了第二次报价和修订报价，最终企业价值报价为 2.5 亿美元，处于初步报价 2.41 亿-2.65 亿美元的范围之内。

此外，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 80%股东权益价值进行了初步估值，基于不同的估值方法及估值指标为判断交易价格的合理性作为参考。

同时，上市公司谈判和报价流程，也符合商业惯例。经查询最近三年 A 股市场与本次交易情况较为可比的案例，即上市公司跨境并购第三方标的、对价支付方式为现金、交易规模 1 亿美元以上且达到上市公司股东大会审议标准的市场案例（以下简称“市场案例样本”），除海立股份收购马瑞利的交易涉及国资评估流程外，其他交易通常为经过市场化谈判，双方确定交易价格，同时辅助以估值或者评估报告，从第三方角度验证估值是否具有合理性。具体而言，案例 A、D、

F 采用市场法与收益法，案例 B、E 采用市场法或其他估值方式，案例 C、G、H 未出具评估或估值报告。本次交易定价系上市公司经过市场化的多轮竞标、报价流程以及商业谈判后协商确定，报价过程中参考了历史可比交易的估值情况和标的公司商业规划，同时中联评估根据交易实际情况采用市场法对标的公司股权进行估值，为判断交易价格的合理性提供了参考。案例总结列示如下：

序号	公告时间	交易情况	标的是否是上市公司	标的公司所属国家	交易是否构成重大资产重组	标的公司审计机构	定价依据
A	2019-01-31	中矿资源（002738.SZ）现金收购 Tanco、CSF Inc 及 CSF Limited 100%股权	否	加拿大、美国和英国	是	德勤	市场化收购，经过多轮竞标，最终与交易对方协商确定，不以评估值为定价依据；为验证本次重大资产购买交易价格的公平合理性，聘请了估值机构出具估值报告，采用收益法和市场法进行估值，并最终选用收益法估值结果
B	2019-03-01	佳沃股份（300268.SZ）现金收购 Australis Seafoods S.A 99.84%股权	是	智利	是	普华永道	交易双方经多轮公平磋商后，基于商业条款确定；另聘请天健兴业出具估值报告，采用市场法进行估值，从独立估值机构的角度分析本次交易价格的公允性
C	2019-08-13	兄弟科技（002562.SZ）现金收购 LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED 100%股权	否	南非	否	普华永道	公司通过参考折现现金流法、可比公司估值等方法，与交易对方协商确定
D	2019-09-24	蓝帆医疗（002382.SZ）现金收购 NVT AG 100%股权	否	瑞士	否	德勤	根据上市公司与交易对方按照市场化原则自主协商谈判达成，另聘请了估值机构就纳入本次收购范围的资产所对应的股东权益的投资价值，采用收益法和市场法两种方法进行评估，最终选用收益法评估结果
E	2019-12-8	文灿股份（603348.SH）现金收购 Le Bélier S.A. 61.96%股权	是	法国	是	安永和 ACEFI	竞标流程下的第三方市场化收购，最终交易定价经双方谈判而确定，交易定价不以评估结果为依据，为便于广大投资者对本次交易定价水平的公允性进行判断，公司聘请估值机构为百炼集团 100%股权出具了估值报告，采用上市公司比较法和交易案例比较法进行估值

序号	公告时间	交易情况	标的是否是上市公司	标的公司所属国家	交易是否构成重大资产重组	标的公司审计机构	定价依据
F	2020-09-07	海立股份（600619.SH）现金收购马瑞利（香港）控股有限公司 60%股权	否	香港（业务范围跨多个国家）	否	管理层报表	聘请的估值机构采用了收益法和市场法进行估值，交易定价以估值机构出具的估值报告（以国资委或其授权单位最终备案结果为准）为基础，并经交易各方协商确定
G	2021-05-06	赣锋锂业（002460.SZ）现金要约收购 Bacanora Lithium Plc 71.12%股权	是	英国上市，主要资产在墨西哥	否	立信	交易双方参考目标公司估值以及近期过往交易后经公平磋商而定
H	2021-11-01	赤峰黄金（600988.SH）现金收购 Golden Star Resources Limited 62%股权	是	加拿大	否	普华永道	以中介机构报告和估值模型为基础，经多轮报价及交易各方多轮商业谈判后协商确定最终交易对价

综上所述，结合尽职调查结果与商业计划数据，上市公司于 2022 年 5 月 25 日向卖方提交了确认性报价函，对标的公司的企业价值报价为 2.5 亿美元。同时，根据行业惯例和交易流程函要求，上市公司一并提交了修订后的股权收购协议、股东协议核心条款清单、后续进一步尽调需求等文件，以供卖方及其财务顾问综合评判。

2022 年 5 月 28 日，卖方财务顾问告知上市公司财务顾问，经过卖方及其财务顾问的全面考虑和内部讨论，认为上市公司是当时卖方优先考虑的交易方，给予一对一谈判期，双方在一对一谈判期内完成最终的确认性尽职调查和股权收购合同的谈判等。最终双方于 2022 年 7 月 6 日完成最终谈判并签署文件，而后公告交易。

（3）本次交易所需支付金额

根据双方签署的《股权购买协议》，本次交易的基本金额（即企业价值）为 2.5 亿美元。假设以 2022 年 3 月 31 日作为报表基准日，根据标的公司截至报表基准日的现金金额、负债金额、营运资本及交易费用金额，本次交易所需支付金

额约为 1.8 亿美元。

综上所述，本次交易谈判定价的决策过程来源于竞标流程，业务数据假设依据为交易对方提供的商业计划、上市公司尽调顾问建议和上市公司自身经验，定价过程符合国际并购惯例和上市公司决策程序。

（二）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。详细内容请参见本核查意见问题 2 第（3）题的内容。

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。本次交易审计后续安排请见本核查意见问题 2 第（3）题的内容。

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。

（三）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。

（四）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。

（五）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。

（3）请补充说明美国审计机构 MGO 的资质情况及其在境内备案情况，相关审计报告的审计对象与本次并购标的是否一致，并核实说明本次审计评估事项是否符合本所《创业板股票上市规则（2020 年修订）》第 7.1.11 条的规定，如否，请说明后续相关安排。

回复：

（一）美国审计机构 MGO 的资质情况及其在境内备案情况

MGO 具有加州会计协会 （California Board of Accountancy）和美国上市公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board）注册资质。MGO 在中国境内无会计师备案资质。

（二）相关审计报告的审计对象与本次并购标的是否一致

1、关于审计对象和并购标的对象的分析

BEST FORMULATIONS INC.为注册在美国加利福尼亚州的企业，MGO 对其进行了审计，并出具了《Best Formulations 2020 年及 2021 年审计报告》。根据签署的《股权收购协议》，本次并购标的为 BEST FORMULATIONS INC.。

2、VIT Health 剥离不会对本次交易产生实质性影响

根据签署的《股权收购协议》，本次交易正式交割前，卖方将会把标的公司的子公司 VIT Health LLC（以下简称“VIT Health”）剥离至标的公司体外。上市公司已于 2022 年 7 月 21 日公告了《Best Formulations 2020 年及 2021 年审计报告(翻译版)》（以下简称“标的公司 2021 年审计报告”），对于 2021 年度标的公司单体（不含 VIT Health）、VIT Health 单体以及标的公司合并层面的财务数据均做出披露，反映标的公司单体和 VIT Health 的分别财务情况。标的公司最近一年经审计的公司单体（不含 VIT Health）及 VIT Health 的主要财务报告数据如下：

资产、负债及财务状况

单位：万美元

	2021 年 12 月 31 日/2021 年 1-12 月		
项目	标的公司单体（不含 VIT Health）	VIT Health	标的公司合并（含 VIT Health）
总资产	6,726.72	48.10	6,606.14
总负债	4,498.81	168.68	4,498.81
净资产	2,227.91	-120.58	2,107.33
归属于母公司所有者权益	2,227.91	-120.58	2,107.33
营业收入	12,066.94	23.02	12,052.54
毛利润	1,491.08	-7.28	3,760.78
净利润	1,469.78	-118.26	1,351.52
归属于母公司净利润	1,469.78	-118.26	1,351.52

根据标的公司 2021 年度审计报告，VIT Health 的业务和收入规模较小、处于亏损状态，占标的公司最近一年收入和总资产均不超过 1%，且实质业务已基本停止，亦不从事研发活动，业务方向与上市公司主业存在差异。本次交易正式交割前，卖方将标的公司的子公司 VIT Health 剥离至标的公司体外，有利于提升标的公司的持续经营能力，有助于上市公司通过本次交易进一步聚焦营养补充品 CDMO 业务。

在 A 股市场的并购重组交易中，亦存在多个签署收购协议后根据实际业务经营需要或根据监管相关要求剥离部分非核心业务的交易，如中公教育（002607.SZ)重组上市交易中剥离33所民办非高等学校、航新科技（300424.SZ）收购 DIRECT MAINTENANCE HOLDING B.V.交易中剥离坦桑尼亚子公司等。

本次交易中剥离资产 VIT Health 的业务规模较小，标的公司对 VIT Health 提供的运营、管理、人员及技术支持不存在重大依赖，标的公司与核心业务相关的专利、专有技术权属归属不存在争议，VIT Health 与标的公司不存在就产品销售设立分成或其他机制， 因此 VIT Health 的剥离不会影响标的资产及业务完整性。本次交易经双方经市场化谈判、友好协商一致，在交割前将 VIT Health 剥离至标的公司体外不会对本次交易产生实质性影响。

（三）关于本次审计评估事项是否符合《创业板股票上市规则（2020 年修订）》相应规则及说明后续相关安排

根据《创业板股票上市规则（2020 年修订）》规定：

“7.1.10 交易标的为公司股权且达到本规则第 7.1.3 条规定标准的，上市公司应当披露交易标的最近一年又一期的审计报告，审计截止日距审议该交易事项的股东大会召开日不得超过六个月；交易标的为股权以外的非现金资产的，应当提供评估报告，评估基准日距审议该交易事项的股东大会召开日不得超过一年。前款规定的审计报告和评估报告应当由符合《证券法》规定的证券服务机构出具。”

“7.1.11 上市公司购买、出售资产交易，应当以资产总额和成交金额中的较高者作为计算标准，按交易类型连续十二个月内累计金额达到最近一期经审计总资产 30%的，除应当披露并参照第 7.1.10 条进行审计或者评估外，还应当提交股东大会审议，经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。”

1、关于标的公司评估情况是否符合《上市规则》的说明

根据《上市规则》第 7.1.3 条和 7.1.11 条，本次收购应当提交股东大会审议。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。

同时，考虑到本次交易为 A 股上市公司对外收购资产，上市公司也聘请了

符合《证券法》规定的资产评估机构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对本次交易价格予以验证。

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、关于标的公司审计情况是否符合《上市规则》的说明

本次交易中，标的公司最近一年又一期的财务数据未经符合《证券法》规定的审计机构审计，且审计截止日距今已经超过六个月，不符合《上市规则》第7.1.10条。但上市公司管理层详细阅读了标的公司现有的财务资料，对其会计政策和中国企业会计准则之间的差异进行了汇总和分析，并聘请了符合《证券法》规定的审计机构立信会计师事务所出具了《关于 BEST FORMULATIONS INC. 2021 年度合并财务报表编制采用的集团会计政策与中国企业会计准则差异情况表的鉴证报告》（信会师报字[2022]第 ZI10439 号），并同时还将采取如下措施和后续安排：

公司将积极与交易对方进行沟通协商，在审议本次交易的股东大会召开前，由符合《证券法》规定的审计机构根据中国企业会计准则出具的交易标的最近一年又一期的审计报告，前述报告的审计截止日距审议本次交易的股东大会召开日不超过六个月。

若采取前述措施则能够符合《上市规则》第 7.1.10 条，因此上述措施安排具有合理性。

二、财务顾问核查意见

经核查上述事项，财务顾问认为：

1、财务顾问审阅了标的公司的《审计报告》、标的公司提供的商业计划、上市公司聘请的中介团队出具的尽职调查建议，查询了国际市场同行业可比交易的情况，本次交易定价在可比交易的企业价值/营业收入及企业价值/息税折旧摊销前收益倍数区间范围内；同时，财务顾问审阅了估值机构出具的《估值报告》，未发现估值机构在可比公司的选取、控制权溢价、流动性折扣等参数等方面存在

重大不合理之处，本次交易定价处于同行业上市公司的市盈率区间内。综合上述核查方式，财务顾问未发现本次交易的定价存在重大不合理之处。

2、根据卖方提供的信息，MGO 具有加州会计协会 （California Board of Accountancy）和美国上市公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board）注册资质，MGO 在中国境内无会计师备案资质。

BEST FORMULATIONS INC.为注册在美国加利福尼亚州的企业，MGO 对其进行了审计，并出具了《Best Formulations 2020 年及 2021 年审计报告》。根据签署的《股权收购协议》，本次并购标的为 BEST FORMULATIONS INC.。

根据《上市规则》第 7.1.3 条和 7.1.11 条，本次收购应当提交股东大会审议。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。同时，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。

本次交易中，标的公司最近一年又一期的财务数据未经符合《证券法》规定的审计机构审计，且审计截止日距今已经超过六个月，不符合《上市规则》第 7.1.10 条。但上市公司管理层详细阅读了标的公司现有的财务资料，对其会计政策和中国企业会计准则之间的差异进行了汇总和分析，并聘请了符合《证券法》规定的审计机构立信会计师事务所出具了《关于 BEST FORMULATIONS INC. 2021 年度合并财务报表编制采用的集团会计政策与中国企业会计准则差异情况表的鉴证报告》（信会师报字[2022]第 ZI10439 号），并同时还将采取如下措施和后续安排：公司将积极与交易对方进行沟通协商，在审议本次交易的股东大会召开前，由符合《证券法》规定的审计机构根据中国企业会计准则出具的交易标的最近一年又一期的审计报告，前述报告的审计截止日距审议本次交易的股东大会召开日不超过六个月。若采取前述措施则能够符合《上市规则》第 7.1.10 条，因此上述措施安排具有合理性。

问题 3. 公告显示，《股权收购协议》在你公司股东大会审议通过前即签订并生效。此外，协议约定如若本次交易未能通过股东大会审议或协议约定的其他情形，你公司将支付交易对手方 1500 万美元“终止费”（违约金）。

一、公司回复

（1）请补充说明你公司在未经股东大会审议通过的情况下即签订未附生效条件的《股权收购协议》的原因及合理性，是否符合相关规则的规定及商业惯例；

答复：

本次交易中，交易双方基于明确交易意向和核心商业条款以及保障交易确定性等诉求，依法签署具有法律约束力的交易协议。协议正式签署之前，在境外律师达维律师事务所的协助下，公司与卖方就交易协议进行多轮沟通谈判，相关商业条款经公司审慎评估并与卖方谈判后确定。

2022 年 7 月 6 日，公司召开第三届董事会第十次会议，审议通过了《关于收购 Best Formulations Inc. 80%股权的议案》，同意公司及间接全资子公司 Sirio Healthcare Holdings LLC.与卖方签署《股权购买协议》及其他有关交易文件；公司已在《股权购买协议》中明确约定，买方交割的前提条件之一为本次交易已取得公司的股东大会批准。据此，即使在其他交割条件全部满足的情况下，本次交易仍需提交公司股东大会审议方可完成交割。

此外，经查询最近三年 A 股市场与本次交易情况较为可比的案例，即上市公司跨境并购第三方标的、对价支付方式为现金、交易规模 1 亿美元以上且达到上市公司股东大会审议标准的市场案例（详见问题 2 第（2）小题回复中所列示的市场案例样本），在交易一方为上市公司且交易尚需提交公司股东大会审议的情况下，通常上市公司先召开董事会审议同意交易相关事项并签署交易协议，而后召开股东大会提请全体股东审议，股东大会审议通过是交易最终实施完成的先决条件，该等安排具有合理性。市场案例样本的 8 单案例中，有 7 单案例（序号 A, B, C, D, E, F, H）在交易协议中均将通过上市公司股东大会审议作为交割的前提条件而非协议的生效条件（案例 G 系对境外上市公司在公开市场发起要约收购，与本次交易结构有较大差异）。

综上，公司签署《股权购买协议》的相关内部决策程序安排符合同类交易的商业惯例，未违反《公司法》《证券法》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等法律法规和规范性文件及《公司章程》的规定。

（2）请说明协议约定如本次交易未能通过股东大会审议即支付高额违约金的原因及合理性，是否会损害上市公司和中小股东利益，并充分提示风险；

答复：

（一）竞标阶段公司通过约定“终止费”的方式锁定交易机会

本次交易遵循国际成熟并购市场的交易惯例，卖方通过财务顾问组织竞标的方式出售标的公司，在竞标过程中通常会综合考虑交易确定性和报价来筛选买方。考虑到公司为跨境买方，交易不确定性较一般美国本土买家而言更大，为表达合作的诚意和信心进而锁定交易机会，经与卖方充分谈判沟通后，在本次交易《股权购买协议》中约定“终止费”条款，相关安排有助于公司从市场化竞标流程中胜出并推进后续签约流程。

（二）谈判阶段公司审慎评估了“终止费”相关条款

在交易协议谈判过程中，公司审慎评估了“终止费”相关条款，交易协议中亦约定交易各方均应尽合理最大努力相互提供必要的协助和配合，以促成各项交割先决条件达成。协议签署后，公司积极采取措施推进相关内外部审批程序，以降低“终止费”触发风险。截至目前，公司已就本次交易完成广东省发展和改革委员会及商务厅相关境外投资备案手续，总体触发“终止费”支付的风险可控。

此外，经查询最近三年 A 股市场与本次交易情况较为可比的案例（详见问题 2 回复中所列示的市场案例样本），市场案例样本中有 6 单涉及“终止费”相关条款，其中有 5 单案例（序号 A, B, D, E, H）均在交易协议中将未能通过上市公司股东大会审议作为触发上市公司支付终止费的情形之一，本次交易相关安排符合市场惯例。

（三）关于“终止费”（违约金）金额设定的合理性

关于“终止费”金额设定，公司综合前期海外并购经验、交易竞争态势、“终

止费”触发风险和市场惯例，经过与卖方充分地商业谈判，最终商定“终止费”为 1,500 万美元。

针对市场案例样本中涉及“终止费”的 6 单案例, 经统计“终止费”金额占相关标的公司企业价值的比例（以下简称“终止费费率”）区间约为 4%-10%，本次交易中终止费费率为 6%，位于市场总体水平范围内，具有合理性。具体情况如下：

序号	公告时间	交易情况	股东大会审批未通过是否触发支付终止费	终止费费率
1	2019/1/31	中矿资源（002738.SZ）收购 Tanco、CSF Inc 及 CSF Limited 100%股权	是	4%
2	2019/3/1	佳沃股份（300268.SZ）收购 Australis Seafoods S.A 99.84%股权	是	5%
3	2019/8/13	兄弟科技（002562.SZ）收购 LANXESS CISA PROPRIETARY LIMITED 100%股权	否	7%[1]
4	2019/9/24	蓝帆医疗（002382.SZ）收购 NVT AG 100%股权	是	10%
5	2019/12/8	文灿股份（603348.SH）收购 Le Bélier S.A. 61.96%股权	是	5%
6	2021/11/1	赤峰黄金（600988.SH）收购 Golden Star Resources Limited 62%股权	是	4%

综上，本次交易关于“终止费”（违约金）的相关约定具有商业合理性，符合市场惯例，未违反相关法律法规及规范性文件的规定，并履行了相关决策程序和信息披露义务，不存在损害上市公司和中小股东利益的情形。公司特别提示，本次交易涉及市场化谈判，存在交割先决条件未能达成或未被豁免导致不能交割的风险，如出现交易协议中约定的公司作为买方有义务达成而未能达成的特定事项导致交易终止的情况，公司将面临支付终止费的风险。上述可能承担的终止费风险公司已在 2022 年 7 月 7 日披露的《关于收购 Best Formulations Inc. 80%股权的公告》中作出特别提示。

（3）请结合上述问题的回复、公司与交易对手方约定的小股东保护条款如

[1] 未披露企业价值，采用交易金额估算

对利润分配的否决权、不设置业绩承诺等事项，说明作出相关安排的主要考虑及合理性，是否有利于维护上市公司利益。

答复：

（一）关于与交易对方约定的相关小股东保护条款的原因及合理性

根据《股东协议》的相关规定，本次交易完成后，上市公司持有标的公司80%股权，能够对标的公司股东会的决议产生决定性影响，同时，上市公司控制标的公司半数以上的董事会席位，拥有标的公司的经营及财务决策等事项的控制权。在此基础上，《股东协议》中约定的小股东保护性条款主要涉及标的公司经营管理中特定的重大决策事项，目的在于保护小股东基本的股东权利，防止控股股东利用控制权地位和信息优势等损害标的公司和小股东利益，相关约定系交易各方遵循市场化原则及充分商业谈判的基础上订立，不会影响上市公司对标的公司实施有效控制，不存在损害上市公司及全体股东利益的情形。

具体而言，卖方在持有标的公司权益比例不低于 5%的情况下享有否决权的主要事项及相关分析如下：

具体条款	设置原因及合理性
1) 修改卖方持有权益相关权利、发行更优先的权益、赎回权益	防止控股股东利用支配地位进行低价增发，摊薄小股东权益
2) 实施或重大修订员工激励计划	防止员工激励计划不当实施而稀释股东权益
3) 与买方关联方达成日常经营外或未按公平原则定价的交易	防止通过非公允的关联交易对关联方进行不当利益输送
4) 收购任何人的重大资产（正常经营过程中发生的除外）或股权权益	防止以非公允价格收购重大资产的方式进行不当利益输送
5) 在标的公司非全资子公司层面持有权益	防止公司通过非公允的关联交易对关联方进行不当利益输送
6) 解散、清盘或清算	防止因发生公司类型变更等重大变化影响标的公司持续运营
7) 变更董事会席位数或及设立任何董事会专门委员会	防止小股东委派董事在董事会的决策权被不当稀释
8) 批准任何利润分配（税收分配除外）	防止利润被不当分配，从而影响标的公司现金流的安全性和持续经营的稳定性
9) 承担新增负债（除基于商业合理条款，在正常经营过程中产生的;变更或替换截至	防止标的公司进行不当的债务融资，从而影响其现金流的安全性和持续经营的稳定性

具体条款	设置原因及合理性
交割日已有债务的；或为税收分配提供资金的）	
10) 实施标的公司控制权出售或出售、许可、租赁或以其他方式处置任何重大资产	防止因控制权变更、重大重组等影响标的公司持续经营；防止以非公允价格处置重要资产的方式进行不当利益输送

总体而言，上述条款的设置系出于保护小股东的股东权利、防范不当决策造成的风险而设置，并非为了赋予小股东额外的特殊权利或限制标的公司在商业合理范围内的正常生产经营，有利于维护标的公司持续经营的稳定性。

（二）关于本次交易未设置业绩承诺的原因及合理性

1、本次交易未设置业绩承诺符合相关法律法规要求

本次交易属于第三方收购，交易对方不涉及上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，中国证监会及深圳证券交易所的相关法律法规未强制要求设置业绩承诺和补偿安排。本次交易不设置业绩补偿承诺系交易双方根据市场化原则友好协商的结果，未违反中国证监会及深圳证券交易所的相关规定。

2、本次交易相关安排符合市场惯例，具有商业合理性

本次交易相关安排亦为遵循市场化的交易惯例，有利于保障本次交易顺利实施，具有商业合理性。过往 A 股上市公司跨境并购交易中，已存在若干根据市场化原则未设置业绩承诺的案例，例如复星医药（600196.SH）收购新加坡私立肿瘤专科医疗中心 ONCOCARE MEDICAL 60%股权、中伟股份收购 Debonair Holdings 100%股权、领益智造（002600.SZ）收购 Salcomp Plc 100%股权、海尔智家（600690.SH，原青岛海尔）收购通用电气家电业务等。

3、未设置业绩承诺有利于平衡标的公司短期业绩目标与长期发展需求

本次交易不设置业绩承诺亦具有商业合理性，可以避免标的公司管理层为达成短期经营目标而降低标的公司在技术研发、产线建设和客户获取等方面的投入，从可持续发展的角度更有利于双方发挥优势互补和战略协同，携手捕捉更广阔的增量市场，增强长期盈利能力，进而更好地达成本次收购目的。

综上，本次交易未设置业绩承诺符合相关法律法规要求及市场惯例，更有助于达成本次交易收购目的，具有商业合理性，不存在损害上市公司及全体股东利益的情形。

二、财务顾问核查意见

经核查上述事项，财务顾问认为：

1、本次交易中，上市公司经董事会审议同意交易相关事项后签署交易协议，并将股东大会审批作为交易最终实施完成的先决条件，符合同类交易的商业惯例，未违反相关法律法规及规范性文件的规定。

2、本次交易关于“终止费”（违约金）的相关约定系交易双方市场化谈判的结果，具有商业合理性，符合市场惯例，未损害上市公司和中小股东利益。

3、本次交易中，上市公司与交易对方关于小股东保护条款的相关约定系各方遵循市场化原则及正常的商业谈判订立，具有商业合理性，不会影响上市公司对标的公司实施有效控制，不存在损害上市公司及全体股东利益的情形。

4、本次交易未设置业绩承诺系交易双方根据市场化原则友好协商的结果，符合相关法律法规要求及市场惯例，具有商业合理性，不存在损害上市公司及全体股东利益的情形。

问题 4. 回函显示，你公司于 2022 年 2 月收到卖方财务顾问发出的邀请，知悉标的公司的潜在出售程序，开始与标的公司接洽，三轮非约束性报价后，公司于 2022 年 5 月 30 日与卖方进行一对一谈判。

一、公司回复

（1）请补充披露上述竞拍中交易对手方的情况、公司及财务顾问为竞拍所做的各项具体推进工作，并报备上述各时点相关竞拍证明文件；

回复：

（一）竞拍中交易对手方的情况

本次收购交易对手方的基本情况如下：

1、Charles C. Ung，标的公司创始人，现任董事，现居于美国加利福尼亚州工业市；

2、Eugene C. Ung，标的公司现任首席执行官（CEO），现居于美国加利福尼亚州工业市；

3、Kelly C. Ung，标的公司现任管理层之一，现居于美国加利福尼亚州工业市；

4、Jeffrey A. Goh，标的公司现任总裁（President），现居于美国加利福尼亚州工业市；

5、Joy S. Hsu，任职于 Joaquin Miller Elementary School in the Burbank Unified School District，现居于美国加利福尼亚州工业市；

6、Peak Trust Company-NV，一家美国的专业信托公司，作为 ECU 2021 Holdings Trust 和 KCU 2021 Holdings Trust 的受托人持有标的公司股权，根据标的公司提供的资料，上述信托的受益人为 Charles C. Ung。

Eugene C. Ung 持有标的公司 29.3375%股权，Kelly C. Ung 持有标的公司 30.7716%股权，Charles C. Ung 持有标的公司 0.0054%股权，Jeffrey A. Goh 持有标的公司 10.6097%股权，Joy S. Hsu 持有标的公司 4.4695%股权，Peak Trust Company-NV 作为 ECU 2021 Holdings Trust 和 KCU 2021 Holdings Trust 的受托人持有标的公司 24.8063%股权。

根据双方签署的《股权购买协议》，卖方实益持有标的公司的股权，除现存的股权质押情况，以及标的公司原股东之间签署的股权认购协议中惯常的股东权利相关约定外，所持有的标的公司股权不附带任何权利限制情况，并且前述股权质押及股东权利相关约定将在交割前解除。

根据交易对方的确认，本次交易的交易对方与公司、公司前十名股东、董事、监事、高级管理人员不存在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面的关系以及其他可能或已经造成上市公司对其利益倾斜的其他关系。经公司及控股股东和实际控制人、本次交易对方确认，除《股权购买协议》、《股东协议》、《表决与支

持协议》、《限制性承诺协议》中的相关约定外，公司、控股股东和实际控制人与交易对方不存在其他协议约定和利益安排。

（二）公司及财务顾问为竞拍所做的各项具体推进工作

本次交易遵循国际成熟并购市场的交易惯例，在近五个月的筹划及执行过程中，上市公司及财务顾问会同商业、运营、财务、税务、人力资源及法律等专业顾问团队进行了全面的尽职调查工作，与卖方及其顾问开展多轮沟通及谈判，交易过程具体分为 4 个阶段：

1. 第一轮竞标阶段（2022 年 1 月 26 日至 3 月 4 日）

2022 年 2 月 8 日，公司于收到本次交易的程序函与标的公司保密信息备忘录（以下简称“CIM”），正式参与竞标流程。随后，公司会同财务顾问对标的公司 CIM 进行解读，并讨论近期北美营养健康食品合同研发生产商（以下简称“CDMO”）市场并购情况及历史可比交易情况。公司及财务顾问通过参与标的公司管理层访谈进一步了解标的公司股权、财务、运营等方面的情况，并讨论后续整体交易流程安排。2022 年 3 月 4 日，向卖方提交第一轮非约束性报价函。

2. 第二轮竞标阶段（2022 年 3 月 9 日至 4 月 20 日）

2022 年 3 月 9 日，公司受邀进入第二轮竞标。2022 年 3 月中上旬至下旬，公司完成商业、运营、财务、税务、人力资源及法律尽调机构的选聘。2022 年 3 月下旬，公司及专业顾问团队取得线上数据库（以下简称“VDR”）权限并召开启动会，讨论明确第二轮尽调和竞标工作重点及时间安排，启动本轮竞标工作。

2022 年 3 月下旬至 4 月上旬，公司及中介团队通过 VDR、实地参访标的公司、参加管理层访谈及业务、运营、财务专题尽调访谈等途径对标的公司进行全面尽调。2022 年 4 月 13 日，结合全面尽调中进一步获取的信息，公司递交第二轮非约束性报价函。

2022 年 4 月中旬，公司收到第二轮非约束性报价未进入下一阶段的通知。经公司会同财务顾问研判，决定修正报价并于 2022 年 4 月 20 日向卖方提交修正后的报价函。

3. 第三轮竞标阶段（2022 年 4 月 24 日至 5 月 25 日）

2022 年 4 月 24 日，公司受邀进入第三轮竞标，并组织各专业顾问团队持续推进商业、运营、财务、税务、人力资源及法律等各方面尽调。同时，公司通过线上会议及现场谈判的方式，与卖方管理层进一步探讨沟通。

2022 年 5 月 25 日，公司综合考虑与卖方谈判情况及尽调机构的进一步结论，向卖方提交第三轮报价。

4. 一对一谈判及签约阶段（2022 年 5 月 28 日至 7 月 6 日）

2022 年 5 月 28 日，公司受邀进入与卖方的一对一谈判阶段，并于 5 月 31 日正式进入一对一谈判阶段。

本阶段，公司与卖方就整体交易方案、标的公司员工留任、未来公司治理安排等商业条款进行深入沟通，并就《股权收购协议》、《股东协议》、《表决与支持协议》、《限制性承诺协议》等具体的交易文件进行商业谈判。经过双方就交易方案及交易协议的核心商业条款进行的多轮谈判，最终于 2022 年 7 月 6 日签署交易协议。

公司已向监管机构报备上述各时点的相关竞拍证明文件。

（2）请结合谈判进展及内容，说明你公司前期未及时披露相关事项的原因及合理性，是否符合信息披露相关规则要求。

回复：

本次交易前期，公司与卖方进行了市场化的谈判，并遵循市场化竞标流程于 2022 年 3 月 4 日、2022 年 4 月 13 日、2022 年 4 月 20 日、2022 年 5 月 25 日向卖方提交了非约束性报价函或澄清函。在上述竞标流程中，公司未与卖方签署确定性的交易文件，未发生根据《公司章程》及相关法规需召开董事会做出决议的事项。

同时，在前期竞标流程中，公司根据《内幕信息知情人管理制度》采取了对应的保密措施，未发生拟进行的交易事项难以保密、发生泄露、引起公司股票及其衍生品种交易异常波动的情况。

2022 年 7 月 6 日，公司召开董事会审议本次交易相关议案，同意签署相关交易协议，并及时履行了信息披露义务。

综上所述，在本次交易前期，公司不存在根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第 5.2.7 条规定需由公司履行披露义务的事项，公司在前期未披露相关事项符合信息披露相关规则的要求。

此外，由于竞标及谈判结果在前期存在较大不确定性，公司主动披露竞标进展情况可能将对公司竞标工作产生不利影响。并且，公司在竞标过程中主动披露交易进展需取得卖方同意，为避免市场知晓交易而对标的公司的生产经营产生影响，在未签署具有法律约束力的交易协议前，卖方通常不希望在竞标前期对交易进行主动披露。

二、财务顾问核查意见

经核查上述事项，财务顾问认为：

1、本次交易中，经核查卖方提供的尽调资料和上市公司披露的公开信息，交易对方与上市公司及上市公司前十大股东、董事、监事、高级管理人员不存在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面的关系以及其他可能或已经造成上市公司对其利益倾斜的其他关系，除《股权购买协议》、《股东协议》、《表决与支持协议》、《限制性承诺协议》中的相关约定外，公司、控股股东和实际控制人与交易对方不存在其他协议约定和利益安排。上市公司已将相关竞拍证明文件向交易所进行了报备。

2、本次交易中，上市公司未在交易前期对相关事项进行披露符合《深圳证券交易所创业板股票上市规则》中信息披露相关规则的要求，具有合理性。

第二部分 财务顾问声明

中金公司受上市公司委托在本次交易中担任上市公司的财务顾问。本核查意见旨在就深圳证券交易所于 2022 年 7 月 21 日出具的《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）（以下简称“关注函”）中涉及财务顾问发表意见的事项进行回复。

财务顾问声明如下：

1、本财务顾问仅就关注函中涉及财务顾问发表意见的事项进行回复，本核查意见没有就除上述事项外的任何其他事项进行核查或发表意见，也不对除上述事项之外的任何其他事项做出任何明示或者默示的保证；

2、受限于新冠疫情、跨境收购流程及工作内容等因素的影响，本财务顾问无法针对标的公司开展现场访谈、实地走访、询证函等措施，主要依赖上市公司、标的公司及其各自控股股东、实际控制人，董事、监事、高级管理人员等本次收购事项相关方（以下统称为“上市公司及有关各方”）提供或披露所提供的文件及资料发表核查意见；

3、本核查意见所依据的文件及资料由上市公司及有关各方提供或披露，上市公司及有关各方对所提供文件及资料的真实性、准确性和完整性负责，标的公司及卖方已就其在数据库中提供的文件及资料的真实性、准确性在《股权购买协议》中相应作出陈述与保证，且上市公司已为本次交易购买陈述与保证保险；本财务顾问不承担由此引起的任何风险和责任；

4、本核查意见是在假设上市公司及有关各方均全面、及时、合法、有效履行本次收购相关协议和声明或承诺的基础上出具；若上述假设不成立，本财务顾问不承担由此引起的任何风险和责任；

5、对于对本核查意见至关重要而又无法得到独立证据支持或需要法律、审计、评估等专业知识来识别的事实，本财务顾问主要依据有关政府部门、司法机关、上市公司就本次收购所聘请的第三方中介机构及其他有关单位（以下统称为“有关机构”）出具的意见、说明、确认及其他文件等做出判断；

6、本财务顾问不对上述有关机构的工作过程与工作结果承担任何责任，本

核查意见也不对上述有关机构的工作过程与工作结果发表任何意见与评价。本核查意见中对于上述有关机构意见、说明、确认及其他文件及其内容的引用，并不意味着本财务顾问对该等意见、说明、确认及其他文件以及所引用内容的真实性、准确性、完整性做出任何明示或默示的保证；

7、如本核查意见涉及上市公司及有关各方的信息来自公开信息或有公开的可靠的出处，本财务顾问的责任是确保上述信息从相关出处正确摘录；

8、本核查意见仅基于回复关注函中的相关事项之目的而出具且仅供上市公司使用，本财务顾问不就报告的内容对其他第三方机构和个人负有任何责任或义务；

9、本核查意见不构成对上市公司的任何投资建议或意见，对任何得到本核查意见的机构和个人根据本核查意见作出的任何投资决策可能产生的风险，本财务顾问不承担任何责任；

10、本财务顾问的意见是基于上述声明和现有的经济、市场、行业、产业等情形以及本核查意见出具日可公开获取的信息作出的，对日后该等情形出现的不可预见的变化，以及本核查意见所引用的信息或信息因任何情势或因素的变更而不再准确或失效，本财务顾问不承担任何责任；

11、以上声明为本核查意见不可分割的一部分。任何个人及机构获取本核查意见应一并阅读上述声明。获取本核查意见即表示已充分知悉和理解上述声明的全部内容，并无条件且不可撤销地同意接受上述声明的约束。

（以下无正文）

（此页无正文，为《中国国际金融股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对仙乐健康科技股份有限公司的关注函>之核查意见》之签章页）

中国国际金融股份有限公司

年　　月　　日