

深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司 关于深圳证券交易所《关于对甘肃陇神戎发药业股份有 限公司的重组问询函》的说明

鹏信释字[2022]GGS1002 号

深圳证券交易所创业板公司管理部：

遵照 贵部对《关于对甘肃陇神戎发药业股份有限公司的重组问询函》创业板非许可类重组问询函〔2022〕第 8 号的问询之指示，就问询中需要 深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司（以下简称“评估师”或“我们”）作为评估师发表专业意见的部分，我们在审慎复核的基础上说明如下：

问询函中要求评估机构发表专业意见的以下事项：

三、关于评估作价

问询事项一： 问题 9

报告书显示，标的公司主要产品宣肺止嗽合剂在 2020 年度的产能为 1,300 万盒（按 120 毫升折算），自 2021 年产能增加至 2,500 万盒；报告期内，各期销量分别为 1,173.91 万盒、1,325.93 万盒和 294.86 万盒，其中 2021 年的产能利用率仅为 58%、产销率为 91.45%。

本次收益法评估的假设条件之一为标的公司新建年产 5,000 万盒宣肺止嗽合剂等液体制剂生产线升级改造项目按期达产，且生产与销售达到平衡状态。该项目规划分三期建设，一期建设期限为 2022 年 1 月—2023 年 12 月，预计投资 20,433.37 万元，二期建设期限为 2024 年 1 月—2024 年 12 月，预计投资 4,731.71 万元，三期建设期限为 2025 年 1 月—2025 年 12 月，预计投资 4,997.38 万元，该项目于 2022 年 6 月 15 日开工。本次收益法评估的详细预测期长达 9 年 8 个月，其中 2023 年营业收入增长率为 10.15%，2024 年-2027 年的营业收入增长为 15.69%-15.73%，2028 年-2031 年营业收入增长率为 19.63%-19.76%，折现率在 10.40%-11.06%之间，评估增值率为 388.42%。

以前年度曾两次对标的公司进行估值，第一次评估预测标的公司在 2020 年-2022 年分别可实现营业收入 25,484.46 万元、42,840.32 万元和 59,817.34 万元，考虑到未来实现盈利预测的风险较高，选取的折现率为 17.02%；第二次评估预测标的公司在 2020 年-2022 年分别可实现营业收入 28,952.71 万元、39,747.90 万元和 47,378.41 万元，选取的折现率为 9.14%。

(1) 请你公司结合新建项目的建设规划及实际进展情况，补充披露该项目的预计达产情况，并明确说明评估假设中“生产与销售达到平衡状态”的具体含义及其对销售数据预测的影响。

(2) 请你公司结合标的公司的历史产销量，说明在现有产能利用率较低、库存量逐期攀升的情况下，进行大额投资以扩增两倍产能的原因及必要性，以及相关资金投入安排、资金来源及其对标的公司资本结构、折现率的影响。

(3) 请你公司详细披露标的公司营业收入预测的依据及测算过程，并结合标的公司产品市场竞争力、历史销售数据及增长率、在手订单情况、新冠疫情对治疗咳嗽类药物的影响以及以前年度评估预测与实际数据的对比情况、同行业可比案例情况等，说明营业收入预测依据是否充分、详细预测期设定是否合理、营业收入增长率不断增大是否合理，营业收入是否可实现。

(4) 请你公司补充披露本次评估及第一次评估测算折现率时相关参数的确定依据及其合理性，说明本次评估与第一次评估的折现率存在较大差异的原因及合理性，本次评估选取的折现率与未来实现盈利预测的风险是否匹配，并结合折现率变动对估值影响的敏感性分析、前述营业收入预测情况、同行业可比案例情况等，充分说明本次估值是否合理、谨慎。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

【评估师说明】

(一) 问题(1) 说明

根据《甘肃省投资项目备案证》记载，甘肃普安制药股份有限公司年产 5000 万盒（3 亿支）宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目的建设规划如下：计划建设时间：2022 年-2025 年，项目建设总投资：30,162.46 万元，建设规模及内容：项目占地面积约 90.52 亩，主要建设中药前处理提取车间、制剂及外包车间，建设锅炉房、污水处理站、循环水系统、露天乙醇罐区、危废库等辅助设施。新建项目年产 5000 万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目，规划建设期 4 年（2022 年-2025 年），2023 年建成 2000 万盒、2024 年建成 2000 万盒、2025 年建成 1000 万盒。

评估测算过程中，以 2021 年度销量为基础，考虑前期市场的开拓程度、产能达峰限制等，预测 2022 年度营业收入增长率为 10.69%，2023 年度营业收入增长率为 10.15%，2024-2027 年度营业收入平均增长率为 15.70%，2028-2031 年度营业收入平均增长率为 19.70%，预计新建项目于 2031 年达产。

评估假设中“生产与销售达到平衡状态”，是指新建项目达到正常生产能力即达到设计产能的 80% 以上，销量也达到设计产能的 80% 以上，产量与销量达到平衡。对销售数据预测的影响，主要体现在达产后的销售收入是基于达产后的销量进行测算的。本次评估在对管理层批准的盈利预测和发展规划、5000 万盒/年新建项目可研报告、项目建成达产状态时的产能利用率及产销率进行分析的基础上，结合标的公司历史期的收入增长率、所在行业收入增长率，产品的市场需求及市场容量等情

况，测算产品详细预测期销售量的增长率；通过上述测算过程，新建项目预计 2031 年达产，产量与销量达到平衡，达产后经营达到稳定状态，销售收入按达产后的销量和销售单价进行测算。

（二）问题（2）说明

1、标的公司的历史产销量情况

2019 年标的公司在 1300 万盒/年的基础上扩能改造，新增产能 1200 万盒/年，扩产后 2021 年标的公司设计产能 2500 万盒/年，扩能改造后第一年产能利用率为 58.00%，产销率达 91.45%，2022 年 1-9 月标的公司产能利用率 49.14%，产销率达 84.85%，目前正逐步消化新增产能。标的公司历史期的主要产品宣肺止咳合剂产销情况如下表：

单位：（盒/瓶）

年度	2022 年 1-9 月	2022 年 1-3 月	2021 年度	2020 年度	2019 年
设计产能	25,000,000.00	25,000,000.00	25,000,000.00	13,000,000.00	13,000,000.00
产量	12,284,560.00	3,194,686.00	14,499,292.00	12,120,690.00	11,824,280.00
销量	10,423,690.00	2,948,626.00	13,259,323.00	11,739,060.00	10,514,262.00
产能利用率	49.14%	12.78%	58.00%	93.24%	90.96%
产销率	84.85%	92.30%	91.45%	96.85%	88.92%

注：上表中宣肺止咳合剂均按 120ml 瓶/盒标准换算。

设计产能是理想状态下的生产能力，在实际运行过程中，根据 GMP 要求为确保产品质量和安全环保，所有机器设备等生产系统必须每年要进行 1-2 月的全面停产检修，实际的正常产能为设计产能的 80%左右，即 2500 万盒/年的设计产能，其正常生产能力为年产 2200 万盒左右，则 2021 年正常产能的利用率为 65.9%。

2、相关资金投入安排、资金来源及其对标的公司资本结构、折现率的影响

根据《甘肃普安制药股份有限公司年产 5000 万盒（3 亿支）宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目的可行性研究报告》，5000 万盒宣肺止咳合剂项目的建设期 4 年，为 2022 年 1 月至 2025 年 12 月。标的公司新建项目投资总额 30,162.46 万元，其中一期投资 20,433.37 万元，二期投资 4,731.71 万元，三期投资 4,997.38 万元，资金来源银行借款 17,000.00 万元，其余资金自筹。资金投入情况见下表：

金额：万元

	建设期	借款	投入资金
一期	2022 年	3,600.00	3,000.00
	2023 年	10,850.00	17,433.37
二期	2024 年	2,550.00	4,731.71
三期	2025 年		4,997.38
合计	4 年	17,000.00	30,162.46

标的公司新建项目付息债务根据项目建设期进展增加，其资本结构在（4.68%-33.85%）之间，2025 年达到最高；折现率在（10.40%-11.06%）之间，2031 年达到最高水平。标的公司预测期的资本结构和折现率如下表所示：

年份	2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
资本结构 (D/E)	4.68%	13.32%	32.43%	33.85%	29.34%	23.81%	17.82%	12.88%	8.75%	4.68%
折现率	11.03%	10.81%	10.43%	10.40%	10.48%	10.60%	10.73%	10.84%	10.95%	11.06%

资本结构 D/E 中，D 表示付息债务价值，E 表示股权价值。根据企业付息债务市场价值与企业股东全部权益价值计算确定资本结构 D/E。

从上表来看，随着标的公司新建项目付息债务增加，资本结构也随之增大。

折现率是将未来各期收益折算成现值的比率，是投资者在投资风险一定的情况下对投资所期望的回报率。随着标的公司新建项目付息债务增加，折现率随之降低。

（三）问题（3）说明

标的公司营业收入预测依据及测算过程充分合理，预测期设定合理、营业收入增长率不断增大符合标的公司发展趋势，营业收入预测具有可实现性。

1、营业收入预测的依据及测算过程充分合理

（1）营业收入预测的依据充分

本次收益法评估是在标的公司经营管理层批准的基于目前实施的年产 5000 万盒宣肺止嗽合剂等液体制剂生产线升级改造项目前提下的盈利预测，根据评估基准日的公司实际的产能以及销售情况，结合企业历史年度的经营情况及企业未来年度的发展规划，同时参考行业的收入增长率等指标进行预测。

（2）营业收入预测的测算过程合理性

本次评估产品销量是通过分析标的公司历史期销量完成情况，结合经营管理层批准的盈利预测各品种产品销售数量和在手合同订单进行预测。销售单价参考历史期的平均销售单价，根据现场调查，宣肺止嗽合剂产品的价格以招标方式确定，2021 年度价格为最新招标价格，销售价格以最新的销售平均价格确定。

标的公司宣肺止嗽合剂 2019 年销量 1,051.43 万盒，2020 年销量 1,173.91 万盒，2021 年销量 1,325.93 万盒，2022 年 1-9 月销量已达到 1,042.37 万盒，标的公司 2022 年在手合同在 31 个省（直辖市）签订的合同销售量为 1,807.42 万盒。

已开工建设的年产 5000 万盒宣肺止嗽合剂等液体制剂生产线升级改造项目，是在原有宣肺止嗽合剂成熟的产品、技术及销售市场基础上的扩能改造项目，而非新产品的项目建设；同时项目建设内容包括配套建设锅炉房、污水处理站、循环水系统、露天乙醇罐区、危废库等辅助设施，是完善更新厂区基础设施，提升产业基础能力和产业链现代化水平的一个重要方面。考虑项目建设是标的公司整体建设的一部分和对现有生产能力的提升，故在标的公司营业收入预测中对年产 5000 万盒

宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目进行了测算。

根据项目可研报告披露的项目建设及完工日期均在评估预测期内，故在本次评估中，5000万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目的工程建设资本性投入在追加资本性支出进行了测算，同时对新建项目依据可研报告项目建成后的达产达标预计产能，按产品产量、收益在收入中进行了测算。

评估基准日，被评估单位的主营业务主要包括100ml、20ml、120ml的宣肺止咳合剂以及盐酸纳洛酮等药品的生产与销售。

①历史营业收入分析

被评估单位历史年度的营业收入主要包括：宣肺止咳合剂、盐酸纳洛酮、克霉唑药膜的生产与销售。其历史年度收入如下表：

历史年度收入表

项目\年份	单位	历史数据			
		2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
营业收入合计	万元	25,894.89	27,561.55	30,693.07	6,555.41
主营业务收入	万元	25,611.47	27,112.22	30,515.96	6,551.76
宣肺止咳合剂收入	万元	25,363.84	26,220.01	29,626.88	6,498.44
其他产品收入	万元	247.63	892.21	889.08	53.32
其他业务收入	万元	283.42	449.32	177.10	3.65

从上表可看出，普安制药2019年至2021年期间，营业收入在25,894.89万元至30,693.07万元之间，收入呈增长趋势，增长率为6.44%和11.36%。

②营业收入预测

普安制药未来年度主要营业收入来源：100ml、20ml*6、120ml的宣肺止咳合剂以及盐酸纳洛酮、克霉唑药膜等药品的生产与销售。2021年销售的宣肺止咳合剂1,326万瓶。宣肺止咳合剂作为企业自主研发的国家六类新药，近几年的市场开拓，深受广大患者好评。宣肺止咳合剂已进入国家医保目录，将更好的服务于咳嗽患者。2022年3月列入上海市新冠肺炎治疗用药及《上海市新型冠状病毒感染中医药诊疗专家共识》（2022年春季版），2022年4月被纳入《甘肃省新型冠状病毒肺炎中医药防治方案》（第四版）。

本次评估，按照普安制药提供的经营规划考虑了年产5000万盒(3亿支)宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目完工后的资本性支出和相应的现金流。

新项目总投资30,162.46万元，总建筑面积约40,182.20 m²，分三期建设，建设期为4年（2022年1月—2025年12月）。该项目于2022年6月15日开工，普安制药对项目达产达标期、经营数据进行了预测。普安制药已经制定有明确的达产投

资计划、实施途径等充分可行的方案，并且该项目投资符合国家产业政策、投资来源落实。

依据甘肃药业投资集团有限公司关于同意普安制药开展年产 5000 万盒(3 亿支)宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目的批复（甘药投发[2022]78 号）、甘肃普安制药股份有限公司年产 5000 万盒(3 亿支)宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目的可行性研究报告，本次评估，按照普安制药的提供的经营规划考虑了年产 5000 万盒(3 亿支)宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目完工后的资本性支出和相应的现金流。

根据普安制药经营规划和生产销售计划，对未来市场需求、市场竞争、历史增长率等因素分析并参考行业发展情况，对未来收入进行预测。药品售价基本保持现有水平，产品销量通过分析标的公司历史期销量完成情况，结合经营管理层批准的盈利预测，各品种产品销售数量和在手合同订单进行预测。由于营业外收入和营业外支出属于非经常性收入、支出，其发生具有不确定性，故本次预测不予考虑。未来年度营业收入预测情况见下表：

营业收入预测表

项目\年份	预测数据					
	单位	2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入合计	万元	27,419.14	37,422.91	43,293.16	50,101.25	57,951.64
主营业务收入	万元	27,264.24	37,258.23	43,120.17	49,919.53	57,760.74
宣肺止咳合剂收入	万元	26,481.38	36,141.19	41,916.35	48,614.41	56,392.72
其他产品收入	万元	782.86	1,117.03	1,203.82	1,305.12	1,368.03
其他业务收入	万元	154.90	164.69	172.99	181.72	190.90

续上表：

项目\年份	预测数据					
	单位	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
营业收入合计	万元	67,051.53	80,217.06	96,004.99	114,939.10	137,647.87
主营业务收入	万元	66,850.99	80,006.39	95,783.67	114,706.58	137,403.59
宣肺止咳合剂收入	万元	65,415.55	78,498.66	94,198.39	113,038.07	135,645.68
其他产品收入	万元	1,435.44	1,507.73	1,585.28	1,668.51	1,757.90
其他业务收入	万元	200.54	210.67	221.32	232.52	244.29

(3) 上市公司并购案例

案例一：兰石重装（股票代码：603169）收购中核嘉华股权项目，兰石重装 2021 年 10 月 13 日披露的《兰州兰石重型装备股份有限公司关于回复上海证券交易所对

公司收购股权相关事项问询函的公告》和评估机构北京北方亚事评估公司《关于对兰州兰石重型装备股份有限公司收购股权相关事项的问询函》涉及评估机构问询的回复所载：“本次评估预测期按 8 年期确定，即 2021 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日，主要依据标的公司提供的未来发展规划、厂区建设规划确定。标的公司为扩大生产能力，增加销售收入，已开始建造“中核嘉华二期设备制造产业园”工程，工程分为前、后期两个部分，其中前期工程于 2019 年末已投入使用。由于疫情原因，延后了 2020 年生产工期，使得前期工程未发挥出经济效益，同时也影响公司资金周转，造成后期工程无法开工。鉴于整个工程建设整体性和对现有生产能力的提升，收益法评估考虑了后期工程建设的资本性投入。由于“中核嘉华二期设备制造产业园”完工后，标的公司生产经营要达到稳定状态需要磨合过程，故预测期选取为 8 年”。

此并购案例中，对“中核嘉华二期设备制造产业园后期项目”，从整个工程建设的整体性和对现有生产能力的提升角度出发，收益法评估考虑了后期工程建设的资本性投入，进行了预测。

案例二：三元股份（股票代码：600429）收购艾莱发喜股权项目

根据三元股份 2020 年 6 月 9 日披露的《北京三元食品股份有限公司关于收购北京艾莱发喜食品有限公司 5% 股权的关联交易公告》（公告编号：2020-028）、北京中同华资产评估有限公司出具的《北京三元食品股份有限公司购买资产涉及的北京艾莱发喜食品有限公司股东全部权益评估项目资产评估报告》（中同华评报字（2019）第 061089 号），项目评估基准日为 2019 年 6 月 30 日，《北京三元食品股份有限公司购买资产涉及的北京艾莱发喜食品有限公司股东全部权益评估项目资产评估说明》所载：“在对企业收入成本结构、资本结构、资本性支出、投资收益和风险水平等综合分析的基础上，结合宏观政策、行业周期及其他影响企业进入稳定期的因素，此外由于新增的生产线 2024 年均已投产，考虑其投产到达产需要一定的时间，并结合行业周期，我们确定预测期为 10 年（2019 年 7-12 月和 9 个完整年度），收益期为无限期。”

“资本性支出是为了保证企业生产经营可以正常发展的情况下，企业每年需要进行的资本性支出。本次评估我们采用年金方式预测资本性支出。

对于新建的厂房以及配套设备，我们根据预算，考虑资本性支出。

根据艾莱发喜提供的《北京艾莱发喜食品有限公司北京工厂冰淇淋车间、酸奶车间生产线投资可行性分析报告》，计划 2020 年底投资蛋筒生产线、杯装生产线以及酸奶生产线，预计总投资为 3120 万元。根据现有市场对支棒需求的增加，艾莱发喜拟于 2021 年新增一条支棒生产线，随着牛奶产量的增加，现有生产线无法满足需求，拟于 2022 年新增一条牛奶生产线。”

分析以上交易案例，收益法评估中，均考虑了在建工程对应的资本性支出和形成资产后产生的收益。故本次评估对 5000 万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升

级改造项目的预测具有合理性。

2、以前年度评估预测与实际数据的对比情况

以前年度评估预测收入差异的对比情况如下：

金额：万元

评估	基准日	项目	历史期/预测期						
			2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
第一次	2018.12.31	收入	21,747.22	25,484.26	42,840.32	59,817.34	76,810.17		
		增长率		17.18%	68.11%	39.63%	28.41%		
第二次	2019.12.31	收入	25,900.89	28,952.71	39,747.90	47,378.41	53,127.10	56,886.84	
		增长率		11.78%	37.29%	19.20%	12.13%	7.08%	
第三次	2022.3.31	收入	25,894.89	27,561.55	30,693.07	33,974.55	37,422.91	43,293.16	50,101.25
		增长率		6.44%	11.36%	10.69%	10.15%	15.69%	15.73%
			2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年	
		收入	57,951.64	67,051.53	80,217.06	96,004.99	114,939.10	137,647.87	
		增长率	15.67%	15.70%	19.63%	19.68%	19.72%	19.76%	

注：灰色为本次评估标的公司的历史财务数据

第一次评估,预测期2019年、2020年、2021年收入分别为21,747.22万元、25,484.26万元、42,840.32万元,2020年、2021年收入增长率分别为17.18%、68.11%。

第二次评估,预测期2019年、2020年、2021年收入分别为25,900.89万元、28,952.71万元、39,747.90万元,2020年、2021年收入增长率分别为11.78%、37.29%。

标的公司2019年、2020年、2021年实际实现营业收入分别为25,894.89万元、27,561.55万元、30,693.07万元,2020年、2021年收入增长率分别为6.44%、11.36%。

综上,第一次评估与第二次评估收入预测数据与标的公司实际实现营业收入均有不同程度的差异。

3、本次评估收入增长率与同行业及可比公司的对比

本次评估是基于普安制药实际的产能,并考虑了正在实施的年产5000万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目的资本性支出和相应的收益,结合普安制药的历史年度销售情况、普安制药经营管理层批准的基于目前实施的扩能改造项目背景下的盈利预测,同时参考行业的收入增长率进行预测。

项目建设期4年(2022年-2025年),2023年建成2000万盒、2024年建成2000万盒、2025年建成1000万盒,参照历史期产能利用率,预测期收入按新增产能逐步释放至2031年达产测算。

(1) 标的公司与同行业收入增长率对比

标的公司与中成药行业历史期收入增长率对比

项目	总收入同比增长率(%)		
	2021 年报	2020 年报	2019 年报
中成药行业最高值	179.88	50.87	71.47
中成药行业平均值	12.91	-3.75	5.26
普安制药	11.36	6.44	16.86

数据来源：Wind 资讯

标的公司 2019-2020 年收入增长高于同行业平均值，2021 年收入增长与同行业收入增长平均值趋同。

(2) 标的公司与可比公司收入增长率比较

同行业可比公司历史期收入增长率比较

证券代码	证券简称	2021 年度	2020 年度	2019 年度
002107.SZ	沃华医药	21.73%	38.46%	52.85%
002873.SZ	新天药业	39.69%	10.16%	22.13%
300181.SZ	佐力药业	99.57%	37.41%	8.47%
600129.SH	太极集团	13.66%	28.32%	49.50%
600285.SH	羚锐制药	31.19%	26.13%	49.87%
600566.SH	济川药业	5.86%	9.27%	48.36%
603439.SH	贵州三力	29.99%	-1.27%	71.74%
603858.SH	步长制药	15.35%	15.46%	15.70%
平均数		32.13%	20.49%	39.83%
普安制药		11.36%	6.44%	16.86%

数据来源：Wind 资讯

标的公司 2019-2021 年收入增长率均低于同行业可比公司收入增长率平均值。

(3) 标的公司与同行业预测期收入增长率对比

中成药行业收入预测增长率

项目	总收入同比增长率(%)		
	21A	22E	23E
最高值	179.88	48.09	33.00
平均值	12.91	17.86	18.29

数据来源：Wind 资讯

标的公司预测期收入增长率

年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

收入增长率	10.69%	10.15%	15.69%	15.73%	15.67%	15.70%	19.63%	19.68%	19.72%	19.76%
-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

据上表分析得出，预测期标的公司收入增长率低于同行业收入增长平均值，远低于行业最高值，据此可以看出对标的公司的未来收入增长预测较为谨慎。

通过对中成药行业及可比公司历史期收入增长率和预测期收入增长率的对比分析，标的公司 2021 年收入增长率与行业的平均水平基本相同，低于可比公司；预测期收入增长率低于同行业盈利预测收入增长率均值。随着年产 5,000 万盒宣肺止嗽合剂等液体制剂生产线升级改造项目建设且新增产能逐步释放，标的公司收入增长率持续保持较高水平至达产具备合理性。

4、收入增长的合理性分析

(1) 国家及地方政府的政策支持

我国政府高度重视中成药行业的发展。为振兴传统医药行业，近年来，国家颁布了一系列政策法规以鼓励行业发展。2021 年 1 月，国务院办公厅发布《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》，明确要求加强融资渠道支持，积极支持合规中医药企业上市融资和发行公司信用类债券；2019 年 10 月，国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》，指出要健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展；2018 年 6 月，国家药品监督管理局发布了《关于发布古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定的公告》，科学规范中药分类管理和经典明方的研发注册申请路线，加大对传统中药经典的传承支持力度。国家出台的一系列扶持政策有利于推动中国医药行业的稳定快速发展；2017 年 7 月 1 日，《中华人民共和国中医药法》正式实施，国家对中医药的重视程度不断提升，并不断完善行业监管体系，促进行业健康、持续发展。

近年来国家出台多项法律法规及意见措施，如：《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》、《中医药发展“十三五”规划》、《健康中国规划纲要（2016-2030 年）》和《中华人民共和国中医药法》、《中共中央、国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》等一系列战略政策，对行业振兴发展起到一定程度的保护与扶持作用。

中共甘肃省委甘肃省人民政府印发了《关于促进中医药传承创新发展的若干措施》，加快推动甘肃省中医药传承创新发展，推进中医药产业事业并举，将中医药打造成支撑甘肃绿色发展的新兴支柱产业，甘肃省卫生健康委、省发改委、省工信厅等 9 个厅局联合印发了《甘肃省“十四五”中医药发展规划》。到 2025 年，国家中医药产业发展综合试验区建设水平全面提升，中医药产业成为全省经济重要支柱产业之一，明确要求加强宣肺止嗽合剂优势特色中成药二次开发。

(2) 产品优势

标的公司的主要产品宣肺止嗽合剂为独家品种、国家级六类新药、国家二级中

药保护品种，被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2020版）、OTC甲类品种、荣获2005年度甘肃省优秀新产品新技术认定。先后获得甘肃省科技进步三等奖、甘肃省新产品新技术奖等奖项。2021年10月宣肺止咳合剂入选中华民族医药优秀品牌，2014年宣肺止咳合剂的研制及其产业化荣获甘肃省科技进步三等奖、甘肃省药学发展奖一等奖。

(3) 市场份额不断扩大市场前景广阔

随着标的公司营销战略调整，标的公司加大市场推广投入，加强公立医疗机构的开发，同时拓展OTC及第三终端市场销售渠道，近年宣肺止咳合剂市场份额逐年增加。详细情况见历史期销量收入对比表：

历史期销量收入对比表

销售收入：万元、销量：万瓶/盒

规格	终端	2021年度			
		销量	增长率	销售收入	增长率
100ml 盒	医院	9.38	87.60%	231.96	43.58%
	OTC 和第三终端	48.06	-57.17%	382.56	-57.17%
120ml 盒	医院	163.84	8.93%	5,347.07	4.41%
	OTC 和第三终端	75.65	-17.06%	726.01	-14.22%
20ml*6 盒	医院	580.09	32.57%	18,338.34	20.37%
	OTC 和第三终端	455.99	14.84%	4,600.94	16.11%
合计				29,626.88	12.99%

续表：

规格	终端	2020年度				2019年	
		销量	增长率	销售收入	增长率	销量	销售收入
100ml 盒	医院	5.00	-39.02%	161.55	-30.75%	8.2	233.29
	OTC 和第三终端	112.21	12.40%	893.19	12.40%	99.83	794.67
120ml 盒	医院	150.41	-3.79%	5,121.46	-3.64%	156.34	5,314.75
	OTC 和第三终端	91.21	85.88%	846.32	85.61%	49.07	455.96
20ml*6 盒	医院	437.56	-4.02%	15,234.93	-3.09%	455.87	15,721.37
	OTC 和第三终端	397.05	40.73%	3,962.56	39.34%	282.13	2,843.79
合计				26,220.01	3.38%		25,363.83

从上表分析可以看出，近年来销售数量及销售收入持续增长。宣肺止咳合剂疗效确切，具有较强的市场竞争力，在国内药品市场的开发和占有率有很大的提升空间，市场前景广阔。

(4) 中成药抗疫有效行业前景良好

在抗击新冠肺炎疫情过程中，公众对中医药的作用有了更深的认识。标的公司

产品宣肺止咳合剂疗效确切，在疫情爆发期间 2022 年 3 月列入上海市新冠肺炎治疗用药及《上海市新型冠状病毒感染中医药诊疗专家共识》（2022 年春季版），2022 年 4 月被纳入《甘肃省新型冠状病毒肺炎中医药防治方案（第四版）》均被推荐用于“见咳嗽明显者”。

综上，预测的收入增长具有合理性。

5、关于详细预测期的说明

（1）详细预测期设定是以经营达到相对稳定为前提

本次评估详细预测期按 9.75 年确定，即 2022 年 4 月 1 日至 2031 年 12 月 31 日，主要依据标的公司制定的未来发展规划、项目建设规划。标的公司为扩大生产能力，已开始建造年产 5000 万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目，项目建设期 4 年（2022 年-2025 年），2023 年建成 2000 万盒、2024 年建成 2000 万盒、2025 年建成 1000 万盒。考虑项目建设的整体性和对现有生产能力的提升，收益法评估考虑了 5000 项目建设的资本性投入。根据《资产评估执业准则——企业价值》（中评协[2018]38 号）第二十五条：“企业经营达到相对稳定前的时间区间是确定详细预测期的主要因素”。本次详细预测期的选取以未来生产销售达到稳定为前提，参考项目可研报告中项目建成达产状态的设计产能利用率进行测算。由于年产 5000 万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目 2025 年建成后，标的公司生产销售达到稳定状态需要逐步实现，故详细预测期测算为生产线全部建成、生产和销售达到平衡，详细预测期设定为 9.75 年。

（2）同类上市公司交易案例

有关详细预测期同类上市公司交易案例见下表：

可比交易	标的公司	行业分类	评估基准日	详细预测期	详细预测期年限	备注
陇神戎发 (300534)	普安制药	医药制造业	2022-3-31	2022-4-1 至 2031-12-31	9.75	
兰石重装 (603169)	中核嘉华	金属制品业	2020-12-31	2021-1-1 至 2028-12-31	8	预测含在建工程 投产后的增量收益
敦煌种业 (600354)	农业科技	农业种植	2019-12-31	2020-1-1 至 2029-12-31	10	预测含在建工程 投产后的增量收益
海正药业 (600267)	海晟药业	医药制造业	2018-4-30	2018-5-1 至 2034-12-31	16.67	预测含研发产品投产后的增 量收益
北部湾港 (000582)	防城港天然气 公司	市政基础设施 行业	2021-7-31	2021-8-1 至 2030-12-31	9.42	资本结构变化，延长预测期
金陵药业 (000919)	南京华东医药	医药制造业	2017-12-31	2018-1-1 至 2025-12-31	8	预计被评估单位于 2025 年后 达到稳定经营状态
三元股份 (600429)	艾莱发喜	食品制造业	2019-6-30	2019-7-1 至 2028-12-31	9.5	预测含在建工程 投产后的增量收益
甘肃电投 (000791)	甘肃电投洮河 水电开发有限 责任公司	水力发电	2021-12-31	2022-1-1 至 2031-12-31	10	享受所得税优惠政策不同阶 段，划分为两个阶段

结合分析并购案例，本次评估以经营稳定作为详细测期设定的前提，在上市公司并购案例中具有合理性。

通过对中成药行业及可比公司历史期收入增长率和预测期收入增长率的对比分析，标的公司 2021 年收入增长率与行业的平均水平基本相同，低于可比公司；预测期收入增长率低于同行业盈利预测收入增长率均值。随着年产 5,000 万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目建成且新增产能逐步释放，标的公司收入增长率持续保持较高水平至达产具备合理性。

（四）问题（4）说明

1、本次评估与第一次评估的折现率存在较大差异的原因及合理性

（1）本次评估与第一次评估的折现率存在较大差异的主要原因

①两次评估折现率采用的测算方法不同

根据甘肃安远励致资产评估事务所（普通合伙）出具的《甘肃普安制药股份有限公司资产评估报告》（甘安励评报字[2019]第 026 号），折现率选取风险累加法确定，即：折现率=无风险利率+Σ风险利率，测算的折现率为 17.02%。

本次评估折现率采用加权平均资本成本模型（WACC）计算，经测算标的公司动态折现率为（10.40%-11.06%）。

②两次评估基准日贷款利率不同

第一次评估评估基准日为 2018 年 12 月 31 日，第二次评估评估基准日为 2022 年 3 月 31 日，由于两次评估的评估基准日相差三年以上，期间银行贷款利率下调，两次评估基准日贷款利率不同，是影响折现率因素之一。

③个别风险系数取值不同形成差异。

（2）本次评估与第一次评估的折现率存在较大差异的合理性

①折现率应该与预期收益的口径保持一致。由于本次评估报告选用的是企业现金流折现模型，预期收益口径为企业现金流，故相应的折现率选取加权平均资本成本。

本次评估涉及标的公司实施的年产 5000 万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目，银行借款筹措资金 17,000 万元，对标的公司的资本结构影响较大，故本次评估采用动态目标资本结构测算折现率，本次评估折现率采用加权平均资本成本模型（WACC）计算，经测算标的公司动态折现率为（10.40%-11.06%）。

②可比交易案例

近年来同行业上市公司可比交易案例中折现率取值如下表所示：

可比交易	标的企业	折现率	β 值	特定风险系数	评估基准日	备注
华北制药	爱谱公司	11.18%	0.9460	1.50%	2019.12.31	WACC

(600812)						
海利尔(603639)收购青岛凯源祥化工100%股权	凯源祥化工	11.89%	0.8663	3%	2019.4.30	WACC, 2019-2020年15%所得税率
		11.80%	0.8552	3%	2019.4.30	WACC, 2021年后, 25%所得税率
扬农化工(600486)重大资产购买暨关联交易	中化作物	10%	0.809	1.50%	2018.7.31	WACC
	农研公司	10.20%	0.809	0.70%	2018.7.31	WACC
利民股份(002734)上市重大资产购买暨关联交易	威远资产组	11.86%	0.8281	3%	2018.9.30	WACC
亚邦股份(603188)支付现金购买资产暨关联交易	恒隆作物	11.19%、11.08%	未披露	未披露	2017.11.30	WACC2017年12月为11.19%, 之后年度为11.08%
	金国农化	11.13%、11.02%	未披露	未披露	2017.11.30	WACC2017年12月、2018年为11.13%, 之后年度为11.02%
利民股份(002734)上市重大资产购买暨关联交易	威远资产组	11.86%	0.8281	3%	2018.9.30	WACC
陇神戎发	标的公司	(10.40%-11.06%)	(0.7488-0.9273)	2.5%	2022.3.31	WACC

从以上同行业可比交易案例折现率分析可以看出,标的公司本次评估所采用的折现率与可比交易所采用的折现率接近。参考市场可比交易折现率情况,折现率取值具有合理性。

③同行业并购案例

参考上市公司行业并购案例,2020年医药制造行业过会的重组案例,折现率取值区间为(11.03%-12.00%)之间,本次评估折现率在(10.40%-11.06%)之间,折现率取值具有合理性。

第一次评估测算的折现率为17.02%,高于行业并购案例折现率最高值。

综上,本次评估折现率取值合理,本次评估与第一次评估的折现率存在较大差异具有合理性。

2、本次评估选取的折现率与未来实现盈利预测的风险相匹配

标的公司2020年总资产收益率为13.64%,2021年总资产收益率为9.11%,根据国务院国资委考核分配局2021企业绩效评价标准值,中药材及中成药加工业的总资产收益率优秀值为9.3%。综合来看,标的公司的动态折现率在(10.40%,11.06%),与未来实现盈利预测的风险匹配。

3、估值的合理性、谨慎性分析

(1) 折现率变动对估值影响的敏感性分析

折现率与评估值存在负相关变动关系,假设除折现率变动以外,其他条件不变,则标的公司的估值将发生如下变化:

折现率变动	估值(万元)	估值变化率
下降 1 个百分点	55,358.39	18.84%
下降 0.5 个百分点	50,738.75	8.92%
折现率不变	46,582.90	--
上升 0.5 个百分点	42,829.23	-8.06%
上升 1 个百分点	39,426.45	-15.36%

(2) 同行业可比案例情况和估值的合理性、谨慎性分析

同行业可比交易案例如下:

股票代码	股票名称	交易标的	定价基准日	市盈率	市净率
002755	奥赛康	奥赛康 100% 股权	2018-5-31	13.33	5.10
002082	万邦德	万邦德制药 100% 股权	2018-12-31	17.86	4.21
000999	华润三九	澳诺(中国) 100% 股权	2019-3-31	10.76	7.14
002793	罗欣药业	罗欣药业 99.65476% 股权	2018-12-31	18.82	2.32
300391	康跃科技	长江星 52.7535% 股份	2020-3-31	13.49	2.01
300765	新诺威	石药圣雪 100% 股权	2021-5-31	23.51	4.97
300082	奥克股份	奥克医药 67% 股权	2020-6-30	18.20	2.65
603520	司太立	海神制药 3.5294% 股权	2019-6-30	21.71	3.35
平均数				17.21	3.97
普安制药 70% 股权			2022-3-31	27.29	4.88

数据来源: Wind 资讯

标的公司主营业务为药品的研发、生产与销售,根据同行业可比交易分析,静态市盈率平均值为 17.21,标的公司本次评估市盈率为 27.29,市盈率与同行业交易案例平均值相比,高于同行业交易案例的市盈率;可比交易案例市净率平均值 3.97,标的公司市净率 4.88,标的公司交易作价对应的市净率高于可比上市公司的平均市净率水平。

相较于可比上市公司,标的公司净资产规模较小,标的公司具有较强的持续盈利能力,拥有独家专利产品,产品疗效确切等优势,其获利能力较强,故本次估值合理。

评估师核查意见

经核查,评估师认为:

1、根据评估基准日标的公司实际的产能以及销售情况,结合企业历史年度的经营情况及企业未来年度的发展规划,同时参考行业的收入增长率等指标,标的公



司营业收入预测依据充分。基于中成药的抗疫有效性和标的企业产品的自身优势，得益于国家及地方政府的政策支持，市场份额不断扩大，营业收入增长率不断增大具备合理性；在评估假设条件成立的前提下，营业收入预测具有可实现性。

2、基于年产 5000 万盒宣肺止咳合剂等液体制剂生产线升级改造项目建设的整体性和对现有生产能力的提升，标的公司生产经营要达到稳定状态需要逐步实现，按历史期实际销量和设计产能的平均水平，达产达标测算详细预测期为 9.75 年，详细预测期的设定合理。

3、本次评估和第一次评估折现率采用的测算方法不同、两次评估基准日的贷款利率不同、个别风险系数不同形成差异。

4、本次评估采用的折现率与市场可比交易案例折现率接近，参考市场可比交易折现率情况，折现率取值具有合理性。

根据行业并购案例分析，本次评估折现率取值合理，本次评估选取的折现率与未来实现盈利预测的风险匹配。通过对折现率变动对估值影响的敏感性分析、营业收入预测情况、同行业可比案例情况分析，本次营业收入预测谨慎合理。

问询事项二：问题 10（2）

报告书显示，标的公司报告期内向关联方的采购金额分别为 148.68 万元、144.42 万元和 89.75 万元，向关联方的销售金额分别为 1,168.65 万元、1,906.42 万元和 397.60 万元。

（2）请你公司补充披露标的公司在预测期的关联交易情况，并说明其合理性及对本次交易估值定价的影响。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

【评估师说明】

预测期内，对采购关联交易的预计主要依据报告期内标的公司向甘肃省农垦药物碱厂有限公司和甘肃农垦医药药材有限责任公司采购原材料而做出。采购的蒂巴因和药用罂粟壳，价格由全国统一制定；采购其他原材料采取公开招标等市场化方式择优选择，采购关联交易定价政策合理。

预测期内，对销售关联交易的预计主要依据报告期内标的公司向三元药业销售药品而做出。报告期内，标的公司向三元药业销售药品分别为 1,016.64 万元、1,893.69 万元和 392.18 万元，占同期营业收入的比例分别为 3.69%、6.17%和 5.98%，标的公司向三元药业的药品销售价格与其他非关联客户一致价格，不存在特殊安排，具有公允性。以后年度预测交易占比不超过 8%。

上述关联交易占预测期内同类交易的比例较小，价格公允，不会对本次交易估值定价产生较大影响。

评估师核查意见

经核查，评估师认为：

标的公司在预测期的关联交易占预测期内同类交易的比例较小，价格公允，不会对本次交易估值定价产生较大影响。

问询事项三：问题 11

报告书显示，标的公司预测期综合毛利率维持在 66.50%至 69.46%之间，销售费用率维持在 52.75%至 53.64%之间，管理费用率由 9.63%逐年降低至 5.01%，财务费用每年在 6.14 万元至 844.58 万元之间。

(1) 请你公司补充披露标的公司营业成本的预测依据及测算过程，并结合历史数据、同行业可比公司情况等，说明标的公司预测期毛利率水平长期维持较高水平的原因及合理性。

(2) 请你公司补充披露标的公司销售费用和管理费用的预测依据及测算过程，并说明管理费用率逐年下降的原因及合理性。

(3) 请你公司结合标的公司资金状况、新建项目资金需求及资金成本，补充说明标的公司财务费用的预测依据及测算过程是否合理。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

【评估师说明】

(一) 问题 (1) 说明

1、营业成本的预测依据及测算过程

本次评估，营业成本按照其构成，参照标的企业历史期结转的单位成本，结合市场情况考虑料、工、费的变动情况进行测算。

被评估单位历史年度的营业成本主要包括：宣肺止嗽合剂、盐酸纳洛酮和克霉唑药膜的生产成本，主要有：中药材、辅料、直接人工、制造费用等。制造费用主要包括：折旧摊销、燃料费、物料消耗以及水电费等。其历史年度成本如下表：

历史年度成本表

项目\年份	单位	历史数据			
		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
营业成本合计	万元	6,193.57	8,133.81	9,143.56	2,008.17
主营业务成本	万元	6,134.29	7,824.00	8,980.15	2,007.66
宣肺止嗽合剂成本	万元	6,054.65	7,077.37	8,232.01	1,950.53
其他产品成本	万元	79.64	746.62	748.14	57.12
其他业务成本	万元	59.29	309.82	163.41	0.51

通过以上历史数据，被评估单位的财务指标见下表：

主要财务指标	历史数据			
	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
销售净利率	1.42%	9.17%	5.96%	5.26%
毛利率	76.08%	70.49%	70.21%	69.37%

普安制药自成立以来，主要以宣肺止嗽合剂生产销售为主，2019年销售净利率异常，主要原因是企业计提了大额的资产减值损失，导致净利润较低，2020年净利率较高，主要系冲回部分信用减值损失和计入其他收益的政府补助高于2019年度。销售毛利率的变化，从2019年的76.08%降至2021年的70.21%，主要原因是随着国际大宗商品价格上涨，极早极涝天气变化，人力成本上升，采购与运输成本上涨等，影响中药材市场价格总体上涨，被评估企业的药材采购成本上升，进而影响药品生产成本上升。国家医疗改革的逐步深入，在医保控费的大背景下，医药招标价格普遍呈现下降趋势，整个医药行业的收入水平及利润空间均被进一步压缩。

对于未来成本预测：被评估单位的营业成本主要为中药材、辅料、直接人工、制造费用等，根据被评估单位的发展规划，并参考行业增长水平，分品种进行预测，假设宣肺产能改造能满足市场需求，生产与销售达到平衡状态，营业成本中药材、包装材料、辅料成本、制造费用等项目的预测参考2021年的单位成本。

对于折旧的预测：资产的折旧摊销，根据普安制药每项资产的账面原值、购置时间、会计折旧摊销年限和残值率进行测算。其中：预测期内各年的折旧摊销数额直接计入当期；再根据各资产所属的成本科目，将其分别归集到营业成本中。

对于其他业务成本的预测：参考历史年度的成本情况，并参考行业以及被评估单位的规划进行预测。

根据以上思路预测未来年度营业成本情况见下表：

营业成本预测表

项目\年份	预测数据					
	单位	2022年4-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
营业成本合计	万元	8,372.85	11,708.06	14,401.65	16,786.03	19,358.21
主营业务成本	万元	7,920.25	11,134.81	12,851.03	14,878.04	17,170.22
宣肺止嗽合剂成本	万元	7,241.52	10,277.64	11,919.38	13,854.45	16,107.55
其他产品成本	万元	678.73	857.17	931.65	1,023.59	1,062.67
其他业务成本	万元	121.64	127.72	134.11	140.81	147.86

续上表：

项目\年份	预测数据					
	单位	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
营业成本合计	万元	22,187.23	26,247.62	31,238.16	37,335.99	44,693.91
主营业务成本	万元	19,973.66	24,015.93	28,972.09	35,038.00	42,406.67

宣肺止咳合剂成本	万元	18,871.60	22,872.38	27,783.94	33,802.61	41,121.43
其他产品成本	万元	1,102.06	1,143.55	1,188.15	1,235.38	1,285.24
其他业务成本	万元	155.25	163.01	171.16	179.72	188.70

本次评估考虑到基准日主要原材料上涨幅度较大，且同行业的营业成本率呈增长趋势，故预测期平均营业成本率高于企业历史期营业成本率，符合企业实际情况和行业水平。

标的公司历史期营业成本率

年份	2020年	2021年	2022年1-3月
营业成本率	29.51%	29.79%	30.63%

制药-中成药行业的营业成本率

年份	2020年报	2021年报	2022中报
营业成本率	40.78%	41.72%	42.17%

数据来源：Wind 资讯

标的公司预测期营业成本率

年份	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
营业成本率	31.29%	33.27%	33.50%	33.40%	33.09%	32.72%	32.54%	32.48%	32.47%

标的公司 2020 年至 2022 年 1-3 月的营业成本率在 29.51%-30.63%，同行业营业成本率在 40.78%-42.17%之间，标的公司营业成本率低于同行业水平。

2、标的公司预测期毛利率水平长期维持较高水平的原因及合理性

(1) 历史期毛利率

标的公司的主要原材料合同为 1-2 年前签订的采购价限定的合同，合同期价格不变。本次评估考虑到基准日主要原材料上涨幅度较大，且同行业的营业成本率呈增长趋势，故预测期平均毛利率略低于企业历史期毛利率水平。

同行业历史期毛利率

年份	2022中报	2021年报	2020年报	2019年报
毛利率（均值）	47.19%	58.23%	59.25%	61.20%

同行业可比公司历史期毛利率

证券代码	证券简称	2021年度	2020年度	2019年度
002107.SZ	沃华医药	77.08%	77.44%	76.18%
002873.SZ	新天药业	79.26%	77.98%	78.98%
300181.SZ	佐力药业	71.43%	67.89%	65.78%
600129.SH	太极集团	41.83%	39.80%	41.74%
600285.SH	羚锐制药	73.90%	76.61%	76.92%
600566.SH	济川药业	83.00%	81.36%	83.75%

603439.SH	贵州三力	70.23%	66.55%	65.89%
603858.SH	步长制药	73.40%	76.28%	82.97%
平均值		71.27%	70.49%	71.53%
标的公司		70.21%	70.49%	76.08%

数据来源：Wind 资讯

标的公司 2019 年至 2021 年的毛利率在 70.21%-76.08%之间，同行业毛利率在 58.23%-61.20%之间。标的公司历史期毛利率水平高于中成药行业平均毛利率水平，与可比公司毛利率基本趋同。

(2) 标的公司预测期毛利率

标的公司预测期毛利率如下表：

年份	2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
预测 毛利率	69.46%	68.71%	66.73%	66.50%	66.60%	66.91%	67.28%	67.46%	67.52%	67.53%

标的公司标的企业 2019 年至 2021 年的毛利率在 70.21%-76.08%之间，同行业毛利率在 58.23%-61.20%之间。标的公司历史期毛利率水平高于中成药行业平均毛利率水平，与可比公司毛利率基本趋同。

(3) 预测期毛利率水平长期维持较高水平的主要原因

标的公司预测期毛利率水平长期维持较高水平的主要原因为：标的公司的主要产品宣肺止咳合剂为独家品种、国家级六类新药、国家二级中药保护品种，被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2020 版）、OTC 甲类品种、荣获 2005 年度甘肃省优秀新产品新技术。标的公司具有较强的持续盈利能力，主要产品宣肺止咳合剂疗效确切，具有较强的市场竞争力，同时产品为独家产品，议价能力较强，预测期毛利率水平略低于历史期水平，毛利率预测合理。

(二) 问题 (2) 说明

1、销售费用的预测依据及测算过程

销售费用是指企业在销售产品过程中发生的各项费用，主要包括职工工资、社会保险费、差旅费、包装费、宣传费、装卸费、租赁费和推广费等。

标的公司历史期销售费用如下表所示：

金额单位：人民币万元

项 目	历史数据			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
销售费用合计	16,051.40	14,579.24	16,484.14	3,628.23

对于职工工资：销售费用工资费用主要是销售人员的工资、社保等费用，评估人员首先查阅了企业的薪酬政策，在此基础上分析了历史年度销售人员年平均工资，预测时考虑年平均工资一定的增长率来确定未来年度销售人员年平均工资；人数的预测是根据被评估单位人力资源部提供的未来年度定岗人数来进行确定。未来年度

五险一金的预测按照被评估单位社保缴纳政策以及当前的缴费比例进行预测。

对于差旅费：差旅费为被评估单位在业务洽谈以及后续项目跟进服务过程中发生的费用，本次预测在分析历史数据的基础上，考虑了适当的增长比率来确定未来年度的差旅费。

对于租赁费：租赁费为销售部门日常办公场所的租赁费，本次预测以租赁合同约定的租金进行测算。

对于推广费：经过分析推广费表现出与收入较强的相关性，故以其占主营业务收入比率并参考企业推广费占比收入未来预期和未来主营业务收入同比例测算。

对于折旧费：销售用资产的折旧摊销，根据公司每项资产的账面原值、购置时间、会计折旧摊销年限和残值率进行测算。

对于其他费用中变动费用根据历史年度的费用支出情况和相应的增长比率确认。

未来年度销售费用预测结果如下表所示：

销售费用预测表

金额单位：人民币万元

项 目	预测数据				
	2022年4-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
销售费用合计	14,667.12	20,074.20	23,166.91	26,732.19	30,860.06

续上表：

项 目	预测数据				
	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
销售费用合计	35,643.50	42,536.72	50,805.99	60,723.35	72,603.96

标的公司历史期销售费用占收入的比率

年份	2020年	2021年	2022年1-3月
比率	52.90%	53.71%	55.35%

标的公司预测期销售费用占收入的比率

年份	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
比率	53.64%	53.51%	53.36%	53.25%	53.16%	53.03%	52.92%	52.83%	52.75%

标的公司历史期销售费用占比平均为 53.98%，预测期销售费用的占比平均为 53.19%，与企业的历史水平基本相符，销售费用预测合理。

2、管理费用预测依据及测算过程

管理费用是指企业行政管理部门为组织和管理生产经营活动而发生的各项费用，主要包括员工薪酬(管理人员)、社会保险费、职工福利费、差旅费、业务招待费、办公费、中介费、咨询费、检修费、研发费用和折旧摊销费等。

历史期管理费用如下表所示：

金额单位：人民币万元

项目	历史数据			
	2019年	2020年	2021年	2022年13月
管理费用合计	1,858.24	1,863.95	2,601.32	583.09

对于职工工资：管理费用中工资费用主要是管理部门及财务部等人员的工资、社保等费用，评估人员首先查阅了企业的薪酬政策，在此基础上分析了历史年度管理人员年平均工资，预测时考虑年平均工资一定的增长率来确定未来年度管理人员年平均工资；人数的预测是根据被评估单位人力资源部提供的未来年度定岗人数来进行确定。未来年度五险一金的预测按照被评估单位社保缴纳政策以及当前的缴费比例进行预测。

对于办公费、差旅费、业务招待费：本次预测在分析历史数据的基础上，考虑了适当的增长比率来确定未来年度的费用。

对于燃油费、车辆保险费、检修费、路桥费：本次预测在分析历史数据的基础上，考虑了适当的增长比率来确定未来年度的费用。

对于服务费：根据技术合作开发合同约定的以及目前普安制药执行的分成方法进行预测。

对于研发费：包含人工费、社保、产品设计费、其他研发费等，根据与被评估单位管理层访谈，被评估单位为高新技术企业，研发费投入每年占比收入3%左右，除2022年、2023年的研发费用按照研发项目相关合同和付款进度测算外，其他年度研发费按照3%进行预测。

未来年度管理费用预测结果如下表所示：

管理费用预测表

金额单位：人民币万元

项 目	预测数据				
	2022年4-12月	2023年	2024年	2025年	2026年
管理费用合计	2,641.80	3,248.30	3,145.70	3,410.90	3,737.56

续上表：

项 目	预测数据				
	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
管理费用合计	4,149.06	4,663.24	5,261.50	6,006.53	6,899.68

标的公司预测期管理费用占营业收入的比率情况如下：

年份	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
比率	8.68%	7.27%	6.81%	6.45%	6.19%	5.81%	5.48%	5.23%	5.01%

3、管理费用率逐年下降的原因及合理性

标的公司2020年至2022年1-3月的管理费用（含研发费用）占营业收入的比例分别为6.76%、8.48%、8.89%，2021年至2023年研发费用占比较高，主要原因为标的公司2021年至2023年宣肺止嗽合剂专项研发费用增大，具体研发项目见下表：

项目名称	合作方	研究内容摘要	知识产权归属	取得的成果	金额
盐酸纳洛酮工艺研究	自主研发	从蒂巴因合成盐酸纳洛酮合成收率低，工序长，因此考虑通过优化现有的盐酸纳洛酮的合成工艺，来达到降低生产成本的目的。	普安制药	提升工艺	105万元
宣肺止嗽合剂真实世界安全性再评价、RCT临床试验、专家共识研制等系列项目	北京康众时代医学研究发展有限公司	宣肺止嗽合剂真实世界安全性再评价、RCT临床试验、专家共识、系统临床评价、推荐进入药用指南等	普安制药	宣肺止嗽合剂3000例真实世界研究完成全部病例的收集工作；宣肺止嗽合剂治疗可咳嗽临床应用专家共识完成在中华中医药学会的立项工作；宣肺止嗽合剂480例RCT临床试验完成全部20家研究中心的启动工作。	1180万元
宣肺止嗽合剂大品种培育循证证据搭建	北京康众时代医学研究发展有限公司	宣肺止嗽合剂进入国家基本药物目录的必要研究活动	普安制药	已召开第一次专家会，完成药物经济学评价报告	760万元
克霉唑药膜药理学研究补充申请	甘肃药业集团科技创新研究院有限公司	对克霉唑药膜进行药理学研究并上报补充申请。	普安制药	开展中	249.9万元
宣肺止嗽合剂治疗新型冠状病毒肺炎咳嗽的实效性研究	北京康众时代医学研究发展有限公司	(1)临床试验:根据国内新冠肺炎疫情情况，乙方负责试验设计及总结、试验准备及实施、药品供应管理、印刷及文档管理、数据管理、统计分析、EDC系统、医院洽谈跟进、受试者招募、专家方案讨论、相关检测等全流程工作，取得真实、全面的试验资料。 (2)报告撰写:按相关技术指导	普安制药	已完成全部病例的入组工作	352.8万元

		<p>原则要求，管理宣肺止嗽合剂治疗新型冠状病毒肺炎咳嗽的实效性研究的数据管理、统计分析、EDC系统录入，撰写统计分析报告和临床试验总结报告。</p> <p>(3)临床试验结束后，根据项目总结报告撰写相关论文。并发表高质量学术论文两篇。</p>			
--	--	--	--	--	--

2023年宣肺止嗽合剂专项研发项目完成之后，管理费用占比平均为6.03%，分析管理费用的构成，管理费用的增减变动与收入的关联性较弱，随着销售收入的增长，管理费用的增长率低于收入的增长率，故管理费用逐步下降，但预测期管理费用的平均占比与历史期基本相近，与标的公司的实际情况基本相符。

(三) 问题(3) 说明

标的公司评估基准日货币资金为6,692.37万元，付息债务为2,000万元，用于日常生产经营活动，标的公司新建项目投资计划由标的公司自筹、申请借款和银行贷款解决。项目2022年计划贷款3,600万元，2023年计划外部贷款10,850万元。2024年计划贷款2,550万元。该部分项目贷款合计17,000万元，预计分5年还清，年度还款计划分别为2027年还贷3,000万元、2028年还贷3,000万元、2029年还贷3,000万元、2030年还贷3,500万元、2031年还贷4,500万元。评估基准日一年期贷款市场报价利率LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%，本次评估借款利率采用标的公司实际短期借款利率3.85%和预计取得长期借款利率4.5%测算。本次评估，财务费用中利息支出按照标的公司提供的融资计划、还款计划以及相关债务的利率进行测算，由于利息收入和手续费在经营中变化频繁且金额较小，本次评估货币资金溢余部分已按非经营性资产加回，故不再测算利息收入，手续费参考历史年度手续费进行测算。标的公司财务费用的预测依据充分，测算过程合理。

评估师核查意见

经核查，评估师认为：

1、标的公司的主要产品宣肺止嗽合剂为独家品种、国家级六类新药、国家二级中药保护品种，被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(2020版)、OTC甲类品种、荣获2005年度甘肃省优秀新产品新技术。标的公司具有较强的持续盈利能力，主要产品宣肺止嗽合剂疗效确切，具有较强的市场竞争力，同时产品为独家产品，议价能力较强，预测期毛利率水平略低于历史期水平，毛利率预测合理。

2、标的公司2021年至2023年宣肺止嗽合剂专项研发费用增大，2023年宣肺止嗽合剂专项研发项目完成之后，管理费用逐步下降，预测期管理费用的平均占比与历史期相近，与标的公司的实际情况基本相符，管理费用的预测具备合理性。

3、财务费用中利息支出按照标的公司提供的融资计划、还款计划以及相关债务的利率进行测算，标的公司财务费用的预测依据充分，测算过程合理。



四、关于交易方案

问询事项四：问题 12

报告书显示，本次交易的业绩承诺期为 2022 年度、2023 年度和 2024 年度，承诺净利润(扣除非经常性损益后归属母公司所有者的净利润)分别为 1,700 万元、1,800 万元和 1,900 万元；如 2022 年内未完成交易，则业绩承诺期相应顺延至 2025 年度，承诺净利润为 2,330 万元；若触发业绩补偿义务，补偿义务人应在接到上市公司要求现金补偿的书面通知后 30 日内支付完毕；补偿义务人以相互担保的方式，就业绩补偿义务承担不可撤销的连带保证责任。业绩承诺期届满后，将对标的公司进行资产减值测试，若触发减值补偿义务，减值补偿应在《减值测试报告》出具后 30 日内，由上市公司和补偿义务人参照《业绩承诺及补偿协议》第二条相关内容执行。

(1)请你公司补充说明如本交易在 2022 年内未完成是否会对标的公司估值及交易价格产生影响，并结合评估情况说明其合理性。

请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

评估师核查意见

针对问题（1）经核查，评估师认为：

经测算，假如本次交易在 2022 年未完成，模拟测算的标的公司估值大于本次评估收益法的估值，因此若交易完成时间延后，不会对标的公司的估值及交易价格产生不利影响，相关协议安排具有合理性。

问询事项五：问题 13

报告书显示，截至 2022 年 3 月末，你公司现金及现金等价物余额仅为 8,612.81 万元，与本次交易对价 32,608.03 万元存在较大差距；根据支付安排，在本次交易交割日之前，你公司应支付交易对价的 95%，金额为 30,977.63 万元，剩余 5%交易对价根据本次交易完成后交易对方的业绩承诺完成情况支付。

请你公司结合自有资金状况、同行业可比案例情况等，说明本次交易的分期支付安排与业绩承诺期、设定的详细预测期是否匹配，相关支付安排是否合理，是否存在故意向控股股东倾斜利益的情形，并结合你公司可利用的融资渠道、授信额度、资金成本等，说明你公司是否能够及时筹措足额资金用于支付相应对价。如是，请说明融资成本对你公司经营成果的影响；如否，请结合相关协议条款，说明可能的违约后果、拟采取的应对措施及其效果。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

评估师核查意见

经核查，评估师认为：

本次交易的相关支付安排合理，不存在故意向控股股东倾斜利益的情形。根据



上市公司的资金筹资计划，上市公司能够及时筹措足额资金用于支付相应对价。本次交易所产生的融资成本影响小于上市公司在并购完成后所获的收益，本次交易有利于提高上市公司盈利能力和经营成果的增加与积累。

特此说明！

（以下无正文）

深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司

二〇二二年十月三十一日