



关于《浙江英特集团股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>的回复》资产评估相关问题回复核查意见（修订稿）

中国证券监督管理委员会：

坤元资产评估有限公司（以下简称“评估机构”或“坤元评估”）已收悉由浙江英特集团股份有限公司转来的贵单位《关于浙江英特集团股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的反馈意见》（222928号）（以下简称“《反馈意见》”）。本评估公司承办资产评估师已对反馈意见中资产评估相关问题进行了审慎核查，现回复如下，请予审核。

问题 3：

申请文件显示，标的资产收益法评估中采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率 r ，标的资产预测期折现率为 9.01%。

请你公司：结合近期同行业可比案例、行业分类情况，补充披露标的资产本次交易收益法评估折现率相关参数（无风险收益率、市场期望报酬率、 β 值、特定风险系数等）选取的合理性、预测过程中可比公司选择的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、收益法评估折现率的计算过程及相关参数的选取

（一）折现率计算模型

本次评估所采用的折现率是企业资本的加权平均资本成本（WACC）。

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

式中：WACC—加权平均资本成本；

K_e —权益资本成本；

K_d —债务资本成本；

T—所得税率；

D/E—企业资本结构。

权益资本成本 K_e 按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times \text{ERP} + R_c$$

式中： K_e —权益资本成本

R_f —无风险报酬率

Beta—权益的系统风险系数

ERP—市场风险溢价

R_c —企业特定风险调整系数

（二）折现率相关参数的选取及计算过程

1. 无风险报酬率（无风险收益率）的确定

国债收益率通常被认为是无风险的，评估专业人员取得国债市场上剩余年限为 10 年和 30 年国债的到期年收益率（分别为 2.79% 和 3.37%），将其平均值 3.08% 作为无风险报酬率。具体如下表：

日期	期限	当日 (%)	比上日 (BP)	比上月同期 (BP)	比上年同期 (BP)
2022/3/31	3 月	1.91	-3.9	1.12	-11.33
	6 月	2.04	-3.18	4.19	-24.21
	1 年	2.13	-2.46	8.57	-44.71
	2 年	2.31	-0.9	5.34	-45.45
	3 年	2.42	-1.51	12.21	-44.84
	5 年	2.57	0.71	6.28	-41.03
	7 年	2.82	1	4.53	-35.58
	10 年	2.79	1.75	1.28	-40.09
	30 年	3.37	1.11	1.21	-34.25
中央国债登记结算公司 (CCDC) 提供					

资料来源：中国资产评估协会网站发布的中国国债收益率数据

2. 资本结构的确定

由于公司与可比公司在融资能力、融资成本等方面不存在明显差异，本次采用上市公司平均资本结构作为公司的目标资本结构。本次评估通过“同花顺 iFinD 金融数据终端”查询沪、深两市同行业上市公司至评估基准日资本结构，

取公司目标资本结构为行业平均水平（具体详见下述“企业风险系数 Beta 的确定”中的表格），即：D/E=64.88%，经公式折算得到 E/(D+E) 为 60.65%，D/(D+E) 为 39.35%。

3. 企业风险系数 Beta 的确定

本次同行业上市公司的选取综合考虑可比公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面的可比性，最终确定南京医药、柳药集团等作为可比公司。考虑到上述可比公司数量、可比性、上市年限等因素，选取以月为计算周期，截至评估基准日前 48 个月的贝塔数据。

通过“同花顺 iFinD 金融数据终端”查询沪、深两市同行业上市公司含财务杠杆的 Beta 系数后，通过公式 $\beta_u = \beta_l \div [1 + (1-T) \times D \div E]$ (公式中，T 为税率， β_l 为含财务杠杆的 Beta 系数， β_u 为剔除财务杠杆因素的 Beta 系数，D÷E 为资本结构) 对各项 Beta 调整为剔除财务杠杆因素后的 Beta 系数。通过公式 $\beta_l' = \beta_u \times [1 + (1-t) D/E]$ ，计算公司带财务杠杆系数的 Beta 系数。

公司企业所得税率为 25%，由此计算得到 β 系数为 0.9452。具体如下表：

序号	股票代码	股票名称	资本结构(D/E)	所得税率 (T)	beta (包含财务 杠杆)	beta (剔除财务杠 杆)
1	600511.SH	国药股份	1.03%	25.00%	0.8741	0.8674
2	600713.SH	南京医药	87.21%	25.00%	0.8229	0.4975
3	601607.SH	上海医药	60.88%	25.00%	0.6791	0.4662
4	603368.SH	柳药集团	71.91%	15.00%	0.6544	0.4062
5	000028.SZ	国药一致	29.53%	25.00%	0.7701	0.6305
6	002462.SZ	嘉事堂	88.40%	25.00%	0.8071	0.4853
7	002788.SZ	鹭燕医药	142.80%	25.00%	0.8957	0.4325
8	000963.SZ	华东医药	2.95%	25.00%	1.1719	1.1466
9	000411.SZ	英特集团	99.21%	25.00%	1.3782	0.7902
平均			64.88%			0.6358
标的公司带财务杠杆的 beta 系数						0.9452 ^注

注：标的公司带财务杠杆的 beta 系数 = $0.6358 \times [1 + (1-25\%) \times 64.88\%] = 0.9452$

上述选取的上市公司均属于医药流通行业中的医药批发业，与标的公司所处同一细分领域，具有相似业务模式，受到类似的政策、市场、资金和经营风险的影响，与标的公司具有可比性。

4. 计算市场的风险溢价（市场期望报酬率）

A. 衡量股市 ERP 指数的选取：估算股票市场的投资回报率首先需要确定一个衡量股市波动变化的指数，中国目前沪、深两市有许多指数，评估专业人员选用沪深 300 指数为 A 股市场投资收益的指标。

B. 指数年期的选择：本次对具体指数的时间区间选择为 2012 年到 2021 年。

C. 指数成分股及其数据采集

由于沪深 300 指数的成分股是每年发生变化的，因此评估专业人员采用每年年末时沪深 300 指数的成分股。

D. 年收益率的计算方式：采用算术平均值和几何平均值两种方法。

E. 计算期每年年末的无风险收益率 R_f 的估算：为估算每年的 ERP，需要估算计算期内每年年末的无风险收益率 R_f ，评估专业人员采用国债的到期收益率作为无风险收益率。

F. 估算结论

经上述计算分析调整，几何平均收益率能更好地反映股市收益率的长期趋势，故采用几何平均收益率估算的 ERP 的算术平均值作为目前国内股市的风险溢价，即市场风险溢价为 7.30%。具体如下表：

序号	年份	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 R_f (距到期剩余 年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术 平均值- R_f	ERP=Rm 几 何平均值- R_f
1	2012	36.13%	12.03%	3.95%	32.18%	8.08%
2	2013	32.60%	13.31%	4.32%	28.28%	8.99%
3	2014	31.80%	13.45%	4.27%	27.53%	9.18%
4	2015	30.71%	15.08%	4.08%	26.63%	11.00%
5	2016	33.20%	6.15%	3.92%	29.28%	2.23%
6	2017	15.65%	5.10%	4.09%	11.56%	1.01%
7	2018	3.99%	-3.93%	3.97%	0.02%	-7.90%
8	2019	22.62%	14.04%	3.68%	18.94%	10.36%
9	2020	34.73%	24.80%	3.44%	31.29%	21.36%
10	2021	23.46%	11.70%	3.06%	20.40%	8.64%
11	平均值	26.49%	11.17%	3.88%	22.61%	7.30%

5. 企业特定风险调整系数 R_c 的确定

企业特定风险调整系数表示非系统性风险，是由于企业特定的因素而要求的风险回报。

本次测算企业风险系数 Beta 时选取了同行业可比上市公司，而英特药业为

非上市企业，因此，通过分析英特药业在风险特征、企业规模、发展阶段、市场地位、核心竞争力、内控管理、对主要客户及供应商的依赖度、融资能力等方面与可比上市公司的差异，以评估师的专业经验判断量化确定英特药业的企业特定风险调整系数。具体风险因素的分析及量化取值见下表：

风险因素	对比差异情况分析	风险调整取值
风险特征	英特药业作为地方性的医药流通企业，受地方经济发展和医药政策影响较大，风险相对较高。	0.50%
企业规模	英特药业的企业规模与可比上市公司相比稍小，风险相对较大。	0.50%
发展阶段	英特药业为经营多年的医药流通企业，已进入稳定发展阶段，与可比上市公司业务发展相比差异不大。	
市场地位	目前英特药业同类型药品市场占有率较好，但市场竞争将逐步激烈。	0.50%
核心竞争力	英特药业作为国有医药流通企业，主要依托政府应急响应单位资质和较为全面的省内营销网络经营，核心竞争力水平一般。	0.50%
内控管理	英特药业的财务、资产、业务流程等方面的内控建设与上市公司相比基本无差异。	
对主要客户的依赖度	受公司经营区域影响，英特药业其对主要客户的依赖度一般，对区域客户（浙江省内尤其杭州）依赖度较大。	0.50%
对主要供应商的依赖度	英特药业对主要供应商的依赖度一般，与同行业上市公司差异不大。	
融资能力	英特药业自身非上市公司，自身融资渠道较少，与同行业上市公司相比，直接融资能力较差。	0.50%
小计		3.00%

6. 加权平均成本的计算

A. 权益资本成本 K_e 的计算

$$\begin{aligned}
 K_e &= R_f + \text{Beta} \times ERP + R_c \\
 &= 3.08\% + 0.9452 \times 7.30\% + 3.00\% \\
 &= 12.98\%
 \end{aligned}$$

B. 债务资本成本 K_d 计算

根据对标的公司所属行业经营模式和融资渠道的分析，结合同行业上市公司资金成本的测算分析，公司的债务资金成本水平与行业水平差异不大，本次评估对于债务资本成本 K_d 参考基准日企业自身加权平均利率确定为 3.87%。

C. 加权资本成本计算

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

$$= 12.98\% \times 60.65\% + 3.87\% \times (1-25\%) \times 39.35\%$$

$$= 9.01\%$$

由上述过程计算得到本次评估的折现率为 9.01%。

二、预测过程中可比公司选择的合理性

本次收益法预测过程中企业风险系数 Beta 及资本结构的参数确定涉及可比公司的选择，相关可比公司均为属于医药流通行业中的医药批发业，与标的公司所处同一细分领域，具有相似业务模式，受到类似的政策、市场、资金和经营风险的影响，与标的公司具有可比性，可比公司选择具有合理性。具体可比公司如下：

序号	股票代码	股票名称	选择理由
1	600511.SH	国药股份	北京地区医药流通企业
2	600713.SH	南京医药	江苏、安徽地区医药流通企业
3	601607.SH	上海医药	上海地区医药流通为主的企业
4	603368.SH	柳药集团	广西地区医药流通企业
5	000028.SZ	国药一致	广东、广西区域医药流通企业
6	002462.SZ	嘉事堂	北京地区医药流通企业
7	002788.SZ	鹭燕医药	福建地区医药流通企业
8	000963.SZ	华东医药	华东地区医药流通企业
9	000411.SZ	英特集团	浙江地区医药流通企业

三、行业分类情况及同行业可比案例

标的公司所处的行业分类为医药流通行业，我们搜集了近年同行业涉及的上

市公司重大资产重组案例，并摘录了其折现率的计算过程，具体如下：

股票简称	标的资产	评估基准日	无风险利率	市场风险报酬率	beta 系数	特别风险系数	权益成本	资本结构(D/E)	wacc
嘉事堂	嘉事明伦股权	2016 年 9 月	4.03%	6.47%	1.3974	2.00%	15.07%	65.48%	10.61%
国药股份	国控北京股权	2015 年 12 月	2.82%	7.11%	1.2069	0.30%	11.70%	20.00%	10.29%
国药一致	佛山南海股权	2015 年 9 月	3.24%	6.26%	1.0143	0.50%	10.09%	18.43%	9.03%
国药一致	广东新特药股权	2015 年 9 月	3.24%	6.26%	1.5118	1.50%	14.20%	92.86%	8.94%

股票简称	标的资产	评估基准日	无风险利率	市场风险报酬率	beta 系数	特别风险系数	权益成本	资本结构(D/E)	wacc
重药控股	重庆医药股权	2016 年 3 月	3.97%	7.11%	0.8336	2.00%	11.90%	27.93%	10.08%
健之家	唐人医药股权	2021 年 12 月	3.80%	9.14%	0.5442	2.00%	10.77%	8.10%	10.22%
益丰大药房	新兴药房股权	2018 年 3 月	3.88%	7.12%	0.8300	1.00%	10.79%	3.52%	10.60%
最大值							15.07%		10.61%
最小值							10.09%		8.94%
平均值							12.08%		9.97%
本次标的资产			3.08%	7.30%	0.9452	3.00%	12.98%	64.88%	9.01%

由上表可知，本次评估中，标的公司所采用的权益成本和加权平均资本成本（WACC）介于可比案例的区间范围内，具有合理性。

四、评估机构核查意见

经核查，标的资产本次交易收益法评估折现率相关参数中，无风险收益率、市场期望报酬率、β 值、特定风险系数等的选取方法、选取路径符合资产评估相关准则的要求，与行业内通行做法一致，预测过程中可比公司均为医药流通企业。同时，基于标的公司的行业分类情况，经与近期同行业可比案例情况的比较，本次所采用的折现率介于可比案例的区间范围内，因此，评估师认为本次折现率及所涉各参数的选取结果具有合理性。

问题 4.

申请文件显示，1)评估基准日 2022 年 3 月 31 日，英特药业股东全部权益采用收益法的评估测算结果为 339,000.00 万元，评估增值 123,219.12 万元，增值率为 57.10%。2)标的资产预测期营业收入、利润指标较报告期有较大幅度上涨。3)标的资产营运资金预测每年呈变化趋势，且变化情况对企业自由现金流量及评估结果有较大影响。4)标的资产存在权属瑕疵、对外担保、抵押、同业竞争等事项，对评估结果产生影响。

请你公司：1)结合“两票制”等行业相关政策对生产经营的具体影响、产品订单获取、行业周期性、市场需求量、渠道、资金情况、竞争对手情况、报告期经营业绩、采销量等，补充披露标的资产预测期收入和净利润增长的原因

及合理性。

2) 补充披露预测期各期营运资金预测的具体过程及依据(尤其是最近一期对评估值影响较大)，相关预测结果的合理性。

3) 补充披露本次评估如何考虑产权瑕疵、对外担保、抵押以及为解决同业竞争处置浙江英特中药饮片有限公司、浙江钱王中药有限公司等事项，并说明相关事项对评估结果的影响。

4) 结合上述情况，补充披露收益法评估增值合理性及业绩承诺可实现性。

请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合“两票制”等行业相关政策对生产经营的具体影响、产品订单获取、行业周期性、市场需求量、渠道、资金情况、竞争对手情况、报告期经营业绩、采销量等，补充披露标的资产预测期收入和净利润增长的原因及合理性。

(一) 标的公司收入和净利润增长情况

一) 报告期标的公司经营业绩

英特药业 2020 年、2021 年和 2022 年 1-7 月简要经营业绩数据如下：

金额单位：万元

科目	2022 年 1-7 月	2021 年度	2020 年度
营业收入	1,691,101.22	2,672,834.50	2,500,669.88
收入增长率（同比）	12.31%	6.88%	1.66%
营业成本	1,579,143.42	2,498,502.12	2,345,190.69
毛利率	6.62%	6.52%	6.22%
净利润	26,918.78	40,553.82	32,463.95
净利率	1.59%	1.52%	1.30%
归属于母公司股东的净利润	24,213.63	35,898.88	27,268.01
归母净利润增长率（同比）	8.26%	31.65%	-4.16%

由上表可知，英特药业的营业收入处于稳步提升的趋势，同时，随着英特药业运营及管理效率的提升，其净利率水平稳中有升，带动了净利润同步增长。

二) 预测期收入和净利润增长情况

根据本次收益法评估中的盈利预测情况，结合利息支出、资产减值损失计提

（财务口径）、股份支付计提等相关数据的考虑之后，英特药业 2022 年至 2026 年的收入和归属于母公司所有者的净利润预测结果如下：

金额单位：万元

序号	项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
1	营业收入	3,003,011	3,245,735	3,441,624	3,580,672	3,687,898
2	收入增长率	12.35%	8.08%	6.04%	4.04%	2.99%
3	净利润	43,117	47,191	51,338	53,426	55,220
4	归属于母公司所有者的净利润	39,200.00	42,200.00	46,000.00	47,800.00	49,400.00
5	净利润增长率 ^注	15.32%	7.65%	9.00%	3.91%	3.35%

注：由于预测期的归属于母公司所有者的净利润均不考虑非经常性损益，因此该增长率的比较亦为同口径。

三）2022 年收入和净利润实际增长情况与预测相符

根据英特药业截至 2022 年 11 月底未经审计的财务报表数据，其 1-11 月的实际经营业绩数据与预测情况对比如下：

单位：万元

项目	金额/比例
2022 年 1-11 月已实现营业收入	2,718,370.78
2022 年度预测收入	3,003,011.00
收入完成率	90.52%
2022 年 1-11 月已实现归属于母公司所有者的净利润	36,333.99
2022 年度预测净利润	39,200.00
净利润完成率	92.69%

由上表可知，截至 2022 年 11 月底，英特药业实际业绩实现情况达到预期，预计全年完成的收入和净利润情况与预测情况不存在较大差异，与 2021 年度的经营业绩相比实现较大幅度的增长。

（二）标的公司收入和净利润增长的原因

标的公司是以医药产品批发为主营业务的医药流通企业，由于医药行业刚性需求的特点，行业本身受经济周期影响较小，随着我国宏观经济的稳步增长、城乡人均可支配收入不断提高、人口结构老龄化加速、慢性疾病患者增长等，我国医药产品终端需求将不断提高，从而进一步推动医药终端收入的快速增长，带动医药流通行业整体收入规模增长。目前，国家仍不断加大医疗卫生整体投入，支持和引导药品流通企业服务基层市场，将允许药品流通企业拥有合理的利润空间。因此，只要标的公司保持稳健的管理经营理念，将能持续保持正常、合理的

盈利能力。

对于预测期标的公司营业收入、利润的增长原因，我们从外部环境和企业自身发展两方面进行分析如下：

一）企业经营外部环境影响因素分析

1. “两票制”等行业相关政策为标的企业提供发展机遇

近年来，我国陆续出台相关产业政策，为医药流通行业提供了有力支持，推动行业持续健康发展，具体情况如下：

2016 年，商务部发布《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》，提出“形成统一开放、竞争有序、网络布局优化、组织化程度和流通效率较高、安全便利、群众受益的现代药品流通体系”的总体目标，将“健全药品流通网络”、“提升行业开放水平”作为主要任务，出台“实行批零一体化、连锁化经营”“支持药品流通企业与医疗机构、医保部门、电子商务企业合作开展医药电商服务”“具备条件的零售药店承接医疗机构门诊药房服务和其他专业服务”等多项支持医药流通行业发展的政策。

2017 年，国务院办公厅发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，明确提出“门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药，具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离”，大力推进“医药分开”改革政策。

2018 年，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，明确到 2020 年全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立，到 2025 年在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立的总体目标。

2019 年，国务院发布《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》，提出构建全国药品公共采购市场和多方联动的采购格局，确保药品稳定供应，提升药品货款支付效率，推动构建全国统一开放的药品生产流通市场格局。

2020 年，中共中央、国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，全面部署医疗保障制度改革工作，提出“1+4+2”的总体改革框架；到 2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保

险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系；健全待遇保障、筹资运行、医保支付、基金监管四个机制；网上医疗服务供给和医疗保障服务两个支持。

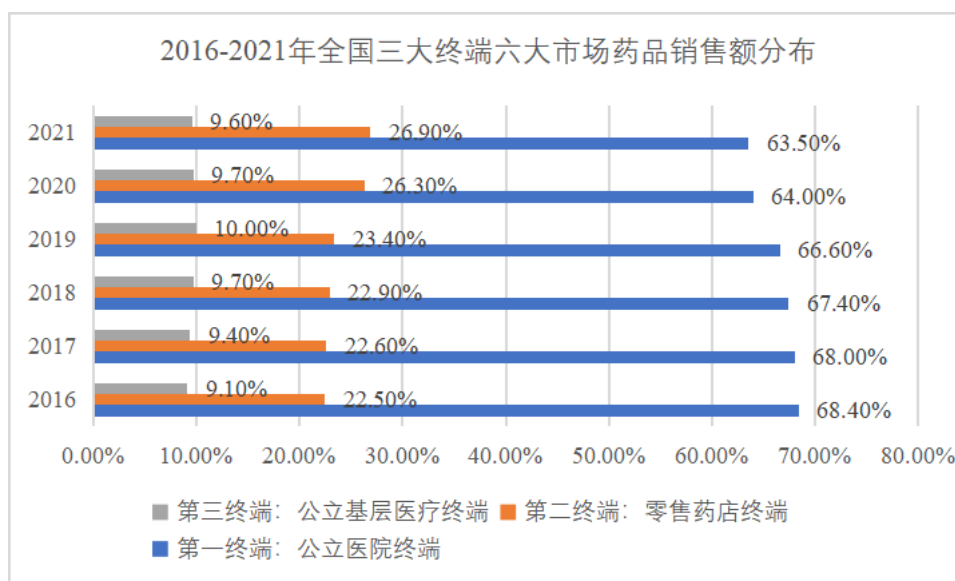
2021 年，国家医保局、国家卫生健康委发布《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》，明确临床价值高、患者急需、替代性不高的国家医保谈判药品可通过定点零售药店和定点医疗机构双渠道供应，患者可自行选择药物购买渠道。

上述政策为医药流通行业的有序、健康发展提供了坚实保障，亦为医药流通行业向专业化、多元化发展，扩大行业规模提供了政策导向。在国家政策的支持下，英特药业等已具有一定规模的医药流通企业未来的发展格局及盈利规模具备进一步提升的空间。

除此之外，由于医药流通行业属于严格监管的行业，受国家以及地方有关政策的影响较为显著，特别是医疗卫生、医疗保障、医药流通体制改革等。行业主管部门先后制定和颁布了包括药品经营资质和质量管理规范、两票制、带量采购、一票制、分级诊疗、医保控费等方面的政策和法规。这些政策和法规的实施是对我国医药流通行业健康、有序发展的有力支持，亦对行业内的竞争格局产生了影响，规模化、规范化运营的大型医药流通企业如英特药业将获得更具优势的发展机遇。

2.市场需求量持续增长

（1）由于医疗卫生服务和医保体系的不断健全、人口增长，老龄化进程加快，以及居民支付能力的增强，市场对健康日益提升的需求正在逐步得到释放，我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。国家统计局的数据显示，2021 年我国居民人均医疗保健消费支出达 2,115 元，较 2015 年增长 81%。医疗保健支出占居民人均消费支出的比重提升至 8.8%。根据国家药品监督管理局南方医药经济研究所统计公布数据（米内网），2021 年我国三大终端六大市场（不含民营医院、私人诊所、村卫生室）药品销售额达 17,747 亿元，同比增长 8.0%。



就目前情况来看，在政府加大医药卫生投入和居民健康消费需求升级的背景下，受益于“全民医保”、人口老龄化进程加快、疾病谱变化、慢性病需求增大、人均用药水平提高以及大众消费升级等利好因素，我国药品流通市场规模将持续扩大。同时，以“医药分开”为导向的医改政策给零售业务带来巨大的增量市场，第二、第三终端市场份额呈现增长趋势。

（2）近年来，国家在医药方向的财政投入持续增加。根据国家统计局数据显示，2013 至 2021 年，我国财政医疗卫生支出已从 8,279.90 亿元增长至 20,718.50 亿元，占国家财政支出的比例由 5.91%提高到 8.41%。

此外，随着医疗卫生体制改革的逐步深入，基本医疗保险覆盖面的扩大，近年来我国城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险及新农合医疗保险参保人数得到明显提升。根据国家医疗保障局数据显示，截至 2021 年底，全国参加医疗保险的人数为 13.63 亿人，参保覆盖面稳定在 95%以上。参保人数的扩大为消费者购药提供了有力保障，从而带动医药流通行业需求的增长。

3.行业无明显周期性、季节性影响

（1）周期性

医药流通行业是国家医药卫生事业和健康产业的重要组成部分，医药行业和医药流通行业的需求具有刚性特征，受宏观经济波动的影响较小，没有明显的周期性。

（2）季节性

除了每年一季度受到春节长假因素的影响，销售一般会略低于其他季度外，

医药流通行业需求无明显季节性，因此总体来看，产品销售无明显季节性特征。

4.在行业运行中承担重要职责

英特药业作为区域医药流通领域龙头企业之一，在区域医药流通市场中具备重要地位。从医药流通市场的结构来看，上游主要系制药厂商，由于药品的生产具有技术要求高、成本投入大、研发周期长、成功概率低等特点，因此制药厂商通常选择在其具备一定研究基础的重点领域进行药物的研发及生产，单一制药厂商实现商业化的药品数量较为有限。

相较于制药厂商由于自产药品数量受限而在配送端无法形成规模化运作的情形而言，如英特药业等大型医药流通企业依托规模化的配送物流体系合理调配资源，实现了医药产品流通成本的有效管控。近年来，随着国家“带量采购”等政策的不断深化，中标集采的药品品规不断丰富但销售利润收窄，且“带量采购”政策对药品供应数量在招标阶段即提出了明确要求，通过选择专业的医药流通企业进行配送能够充分发挥该等企业的规模化运作优势，降低制药厂商的运营成本。因此，选择医药流通企业进行药品的配送对于制药企业而言，是高效实现产品销售的有效途径。

对于医药流通行业下游而言，在“两票制”全面实施后，涉及的主体以公立医疗机构为主，根据浙江省卫生健康委员会发布的《全省各地区卫生机构明细表》，2021年浙江省共有卫生机构35,120家，其中医院1,485家，基层医疗机构33,021家，数量庞大的医疗卫生机构对医药流通企业的运营能力有着较为严苛的考验，亦使得普通制药厂商及中小型医药流通企业难以通过自主配送充分满足市场需求。从医疗机构对于药品流通的需求来看，药品配送的供货能力和品规覆盖是医药流通企业极为重要的核心竞争力。

英特药业作为浙江省医药流通行业龙头企业之一，已经实现了省内11个地市的全覆盖，经营品规20,000余个，并与世界制药行业50强及中国制药行业100强中绝大部分都建立了长期稳定的合作关系，在区域医药流通市场，已经能够实现上下游资源的集成整合，为制药厂商提供覆盖面广阔的终端市场通达能力，为医疗卫生机构提供兼具时效和品类的配送服务。此外，在医药流通领域，配送商不仅承担着配送药品的功能，同时亦通过较强的资源整合能力、资金规划能力、专业仓储及物流设施，实现医药产品的高质量流通，保障人民健康需求，

在医药流通过程中所扮演的角色具有重要地位。

二) 企业自身发展因素分析

1. 产品渠道不断拓宽，订单获取方式趋于多样化

英特药业主营业务系医药产品批发及零售业务，涵盖药品、医疗器械两大类产品，其中以批发业务为主。

(1) 医药批发模式

英特药业批发业务主要覆盖浙江省内的医疗机构、零售药店和其他医药流通企业等，经营产品涵盖药品和医疗器械。

根据客户是否纳入集中采购体系，批发业务分为招标市场和非招标市场两种销售模式。

1) 招标市场销售模式

根据浙江省人民政府发布的《关于加强药品集中采购工作的实施意见》，全省实施基本药物制度的基层医疗卫生机构、县及县以上政府或国有企业（含控股企业）等所属的非营利性医疗机构，必须全部参加全省药品集中采购，即通过浙江省药械采购平台集中采购，鼓励其他医疗机构参加全省药品集中采购。

在浙江省招标市场进行医药产品配送的企业必须获取招标市场配送资格。配送资格需由医药流通企业申报并经过浙江省药械采购中心审核通过。浙江省药械采购中心定期对配送企业承诺区域的总体医疗机构药品金额配送率和订单配送率等指标进行考核，考核不通过的配送企业将被终止配送资格。

公立医疗机构通过政府药品集中采购平台制作订单并指定公司配送，订单信息会同步到公司信息系统，公司业务人员根据系统上的订单信息组织配送。

招标市场系英特药业主要的目标市场，目前，英特药业的招标市场销售业务主要集中在浙江省内，已实现对全省县级以上公立医疗机构的全面覆盖。

2) 非招标市场销售模式

民营医疗机构（民营医院、诊所、厂矿医务室）、零售药店以及医药流通企业之间的采购未纳入政府药品集中采购体系，英特药业通过销售人员与该等客户建立业务沟通，根据客户采购订单实施配送。

近年来，英特药业对民营医疗机构覆盖率稳步提升，并覆盖了省内大部分连锁药店。针对非招标市场客户，除了扩大覆盖范围，借助上市公司集团化优势力

量以及“英特药谷”B2B电子商务平台的网上销售业务大力推广，依托“互联网+医药流通”平台资源，拓展非招标市场创新业务模式。

“两票制”在浙江省正式实施后，由于医药流通企业之间发生商业调拨交易后再销售至公立医疗机构不符合“两票制”规定，因此英特药业在经营过程中减少了与其他医药流通企业间的调拨业务，客户和供应商结构有所调整，与医药制造企业和医疗机构直接交易的比例提高，纯销比例快速提升。

（2）医药零售模式

医药零售业务即通过自有零售药店为终端消费者提供医药产品。目前，英特药业的医药零售业务主要通过英特怡年、英特一洲、临安康锐等多个子品牌经营。

根据消费者群体的不同，零售药店又可分为：普通药店，主要为在社区、商圈开设门店，满足普通消费者日常用药的需求；DTP 药店，主要为有特殊用药需求的特定消费者直接提供专业的药事服务，销售药品多为医生开具的大病症用处方药，包括肿瘤用药、精神用药、免疫用药、肝病用药等，其主要特点为顾客群集中、范围小，用药时间长、价值较高。近年来，英特药业积极贯彻医药批零一体化战略。截至 2022 年 7 月末，零售板块共拥有各类型门店 190 余家，覆盖浙江省全部十一个地市。英特药业聚焦 DTP 业务发展，大力拓展专业化 DTP 药房，DTP 门店率先实现了省域各地市全覆盖，拥有 300 余个 DTP 品种经营资质。连锁药店依据总部和门店长远规划和整体战略，能够有效形成规模优势，在规范化管理、打造品牌忠诚度和可持续发展能力等方面相对单体药店有一定的优势。

2.公司具备业务发展所需的资金实力

医药流通业务对企业的资金实力要求较高：1）医药流通企业需要建设仓储、物流设施以及购置运输设备，才能完成日常的经营活动；2）在我国目前的医疗卫生体制之下，医疗机构是医药销售的重要终端，在产业链中一直处于强势地位。医疗机构通常要求医药流通企业给予一定的账期，业务规模的扩大会加大医药流通企业的流动资金压力；3）医疗机构、零售药房等终端需求的药品规格繁多，对药品配送的及时性要求较高，因此医药流通企业需储备足够的安全库存。因此，公司必须要有相当的资金实力，才能顺利从事经营活动。

基于英特药业的经营模式和资金需求情况，公司经营所需的资金除自有资金外，主要来源于金融机构借款（主要为短期借款），近年的有息负债情况如下：

金额单位：万元

项目	2022 年 7 月 31 日		2021 年 12 月 31 日		2020 年 12 月 31 日	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
短期借款	282,778.32	99.82%	181,079.88	99.72%	205,103.87	100.00%
长期借款	502.36	0.18%	500.00	0.28%		
负债合计	283,280.68	100.00%	181,579.88	100.00%	205,103.87	100.00%

另外，英特药业还可以借助母公司英特集团的融资渠道，基于资金集中管理的基础上，集中调度成员公司资金及外部融资，解决临时性的流动性需求。截至 2022 年 7 月末，英特集团未使用银行授信额度人民币 48.42 亿元，为英特药业短期资金调度提供了充足保障。

3. 标的公司在行业内的竞争地位逐年提升

英特药业是医药流通行业区域性龙头企业之一，主要有以下竞争对手：

（1）华东医药

华东医药为深圳证券交易所上市公司（000963.SZ），前身为杭州医药站股份有限公司，于 1995 年与杭州华东医药集团重组，目前其控股股东为中国远大集团有限责任公司。华东医药主要从事医药产品的生产和经营。其中，医药工业为该公司利润的最主要来源。华东医药的医药商业业务范围主要在华东地区，特别集中在浙江地区，是区域性的医药商业流通企业龙头。根据华东医药 2021 年年报，该公司全年实现营业收入 345.63 亿元，其中医药流通业务对应的营业收入为 242.04 亿元。

（2）国药控股

国药控股为香港联交所上市公司（01099.HK），控股股东为中国医药集团总公司。国药控股主要从事向医院、其他分销商及零售药店、诊所等客户分销药物、医疗器械及医药制品；经营医药连锁店；分销实验室用品、制造及分销化学试剂、生产及销售医药制品，拥有特许麻醉药品经营权。国药控股形成了药品分销、物流配送、零售连锁、药品制造、化学试剂、医疗器械、医疗健康产业等相关业态协同发展的一体化产业链。国药控股拥有全国性的药品分销及配送网络，同时拥有超过 2000 家的零售连锁药店，是全国性的医药商业流通企业。根据国药控股 2021 年年报，该公司全年实现销售收入 5,210.51 亿元，同比增长 14.15%。国药控股在浙江省内的业务主要通过其一级子公司国药控股浙江有限公司、国药控股温州有限公司开展。

（3）上海医药

上海医药集团股份有限公司（02607.HK；601607.SZ）是一家总部位于中国上海的全国性国有控股医药产业集团。公司主营业务覆盖医药研发与制造、分销与零售全产业链。根据上海医药年报，2021 年公司实现营业收入 2,158.24 亿元，同比增长 12.46%。

在区域医药流通市场中，英特药业具有较强的竞争优势，DTP 零售和物流规模省内第一，系浙江省电子商务百强企业。根据中国医药商业协会公布的排名，英特集团于 2017 年、2020 年和 2021 年分别位列中国医药流通百强第 13 名、第 12 名和第 10 位（基本等同于英特药业的排名），英特怡年于 2017 年、2020 年和 2021 年分别位列药品零售企业百强第 94 名、第 41 名和第 35 位，均呈逐年稳步提升趋势。

4. 标的公司报告期内采销量同步快速增长

英特药业与主要供应商签订年度采购协议，协议中约定付款时间、付款期限、付款方式等，部分供应商同时约定库存要求或发货次数，在实际采购时以书面或电话订单确定单次采购量。单次采购量一般按照当前库存量、预计销售量及最低库存要求确定，一般药品的库存周转天数保持在 35-45 天左右。

在采购管理方面，英特药业按照 GSP 要求，通过资料审核、验收及售后跟踪进行质量控制，并根据质量跟踪情况对采购的产品进行再评价。

在采购渠道方面，英特药业依托上市公司集团化发展的优势背景，已经与世界制药行业 50 强及中国制药行业 100 强中绝大部分都建立了长期稳定的合作关系。浙江省“两票制”政策实施后，英特药业在浙江省招标市场的药品保障供应满足率名列前茅。

报告期内，英特药业药品和器械的采销率情况如下：

金额单位：万元

项目	2022 年 1-7 月	2021 年	2020 年
英特药业合并销售成本金额 A ^注	1,575,244.05	2,491,968.27	2,339,665.92
英特药业合并存货采购金额 B	1,595,514.37	2,522,246.75	2,337,014.17
采销率 C=A÷B	98.73%	98.80%	100.11%

注：英特药业合并销售成本金额，为药品和器械营业成本合计。

由此可见，英特药业的采销率较为平稳，其采购量和销售量同步增长。

综上，“两票制”等行业相关政策为标的公司提供了良好的发展机遇，其所服务市场需求量持续增长；标的公司产品渠道不断拓宽、订单获取方式趋于多样化，在行业内的竞争地位逐年提升，且具备业务发展所需的资金实力，报告期内采销量同步快速增长，经营业绩稳步提升，从上述外部环境及企业自身情况看，标的公司凭借其市场地位和经营优势能够随着行业的发展保持同步增长，这些因素构成了预测期收入和净利润增长的主要原因。

（三）预测期收入和净利润增长的合理性

1. 标的公司报告期及预测期营业收入增长情况

标的公司报告期及预测期营业收入增长情况如下：

单位：万元

科目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-7 月	2022 年全年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	2,500,670	2,672,835	1,691,101	3,003,011	3,245,735	3,441,624	3,580,672	3,687,898
收入增长率	1.66%	6.88%		12.35%	8.08%	6.04%	4.04%	2.99%

标的公司随着经营渠道的拓展，近年的收入持续稳定增长，截至 2022 年 11 月底，其实际收入实现情况与预期相符，与 2021 年同期相比达到 12.35% 的增长率。

根据《2021 医药流通行业运行统计分析报告》，2021 年全国七大类医药商品销售总额 26,064 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.5%，增速同比加快 6.1 个百分点。其中，药品零售市场销售额为 5,449 亿元，扣除不可比因素同比增长 7.4%。药品批发市场销售额为 20,615 亿元，扣除不可比因素同比增长 8.65%。

医药流通行业近年来一直保持了较好的发展趋势，最近 5 年的销售总额变动趋势如下表：



由上表可知，2017-2021 年，医药流通行业销售总额的增长率分别为 8.4%、7.7%、8.6%、2.4%和 8.5%，除 2020 年受新冠疫情影响外，药品流通行业的年增长率均为 8%左右，总体需求持续保持增长。2022 年上半年，标的公司于浙江省内招标市场占有率 26.4%，排名第一，在全国范围内来看，英特药业常年排名中国医药流通百强十名左右，具备一定领先优势，随着“两票制”、“集中采购”等医改政策的深化，医药流通行业招标市场的规模有望进一步扩大，在此情形下，英特药业的收入具备持续增长的条件。同时，在医改政策的持续深化下，标的公司作为区域医药流通行业龙头企业，在资源整合和规模化运营的优势将进一步显现，市场占有率有望进一步提升。本次评估预测中，2023 至 2026 年预计收入增长率分别为 8.08%、6.04%、4.04%和 2.99%，在行业增长率水平内保持增长趋势但逐步放缓，营业收入预测较为谨慎，具备合理性。

2.标的公司报告期及预测期毛利率情况

标的公司报告期及预测期毛利率情况如下：

单位：万元

科目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-7 月	2022 年全年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	2,500,670	2,672,835	1,691,101	3,003,011	3,245,735	3,441,624	3,580,672	3,687,898
营业成本	2,345,191	2,498,502	1,579,143	2,807,480	3,036,553	3,221,514	3,353,004	3,454,247
毛利率	6.22%	6.52%	6.62%	6.51%	6.44%	6.40%	6.36%	6.34%

从上表可知，报告期随着营业收入的增长，毛利率稳中有升，2022 年全年预计毛利率为 6.51%，与 2021 年基本持平。未来考虑到医药流通业务特点固有的稳定性有助于保有其目前的利润空间，毛利率维持相对稳定，同时，随着近年国家对药品价格管制的加强和市场竞争加剧，我国医疗改革的不断深入，国家对医疗费用的总体控制不断加强，诸如“两票制”、“带量采购”等政策的扩大实施，预计未来药品价格将进一步下探，对公司整体毛利率水平可能有一定的负面影响，故本次对于毛利率的预测考虑了逐年小幅下降，评估预测中 2023 年-2026 年毛利率分别为 6.44%、6.40%、6.36%和 6.34%，低于 2022 年预测毛利率水平，具备谨慎性和合理性。

3.标的公司报告期及预测期销售费率及管理费率情况

标的公司报告期及预测期销售费率及管理费率情况如下：

单位：万元

科目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-7 月	2022 年全年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
----	---------	---------	--------------	----------	--------	--------	--------	--------

科目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-7 月	2022 年全年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	2,500,670	2,672,835	1,691,101	3,003,011	3,245,735	3,441,624	3,580,672	3,687,898
销售费用	59,225	63,509	41,668	71,347	76,670	81,077	84,139	86,581
销售费用率	2.37%	2.38%	2.46%	2.38%	2.36%	2.36%	2.35%	2.35%
管理费用	35,616	38,590	20,565	41,984	43,185	44,613	45,363	46,252
管理费用率	1.42%	1.44%	1.22%	1.40%	1.33%	1.30%	1.27%	1.25%

由上表可知，报告期内，英特药业营业收入快速增长的同时期间费用率保持相对稳定。2022 年全年预计营业费用率与上年保持一致，管理费用率为 1.40%，系考虑随着收入规模的增加，固定费用有所摊薄导致费用率略有下降。预测期随着营业收入进一步增长，销售规模扩大的规模效应使得销售费用率和管理费用率均呈现稳中有降，然后趋于稳定。故销售费用及管理费用预测具备合理性。

4. 标的公司报告期及预测期净利润及净利率情况

标的公司报告期及预测期净利润及净利率情况如下：

单位：万元

科目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-7 月	2022 年全年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	2,500,670	2,672,835	1,691,101	3,003,011	3,245,735	3,441,624	3,580,672	3,687,898
净利润	32,464	40,554	26,919	43,117	47,191	51,338	53,426	55,220
净利率	1.30%	1.52%	1.59%	1.44%	1.45%	1.49%	1.49%	1.50%

从上表可知，英特药业 2020 至 2021 年的净利率分别为 1.30%和 1.52%，稳中有升。在考虑 2022 年全年的成本、费用结算情况后，预计 2022 年全年净利率为 1.44%，随着经营逐步趋于稳定，预测期净利率分别为 1.45%、1.49%、1.49%和 1.50%，与 2022 年全年预测水平差异不大，净利润预测具备合理性。

综上，标的公司作为浙江省医药流通区域龙头企业，具备较好的自身发展优势，将有较大概率保持与行业平均水平相当的收入增速；另外，随着标的公司不断优化业务及管理结构，提升运营及管理效率，其毛利率、费用率水平稳定可控，因此净利润也将随着收入同步增长。截至 2022 年 11 月底，英特药业实际业绩实现情况与预测情况不存在较大差异，对于 2023 年及以后年度预测期的收入增速为 8.08%至 2.99%，利润增速为 7.65%至 3.35%，其增速水平处于行业增速范围内，随着业务规模的增加，后续年度增速考虑逐年放缓，其变动趋势与行业发展情况相符，在“两票制”、“带量采购”等医改政策全面实施和进一步落实的背景下，药品销售价格呈现下降趋势，亦导致医药流通行业的毛利率进一步承压。但同时，由于上述医改政策的实施，被纳入药品集中采购的药品品类不断提升，

市场规模呈现上升趋势。在愈发激烈的市场竞争中，不规范运营、不重视产品质量管理、服务网络较小和服务能力较弱的企业将逐步被淘汰或整合，而龙头企业能够进一步发挥规模化运营优势，整合行业上下游资源，扩大市场份额，通过市场占有率的提升增强收入实现能力。

结合上述关于收入、毛利率、费用率和净利润的分析，本次收益法评估中，英特药业 2023 年至 2026 年间的预测营业收入保持增长，增长率由 8.08%至 2.99%，与市场规模的发展趋势相适应。预测期内，英特药业的毛利率水平由 2023 年的 6.44%小幅下滑至 6.34%，充分考虑了“两票制”、“带量采购”等医改政策对于医药流通企业毛利率的影响。此外，英特药业具备成熟完善的运营体系，预测期内销售费用的增长保持稳定，与收入规模的增长呈正相关，在营业收入扩大的同时，费用率呈现稳中有降的合理趋势。基于预测期内标的公司费用保持稳定，尽管毛利率承压但受益于市场整体规模的扩张及自身较为突出的市场竞争力，预测期内，标的公司净利率由 2023 年的 1.45%增长至 2026 年的 1.50%。因此，评估预测收入和净利润的增长具有谨慎性和合理性。

（四）评估机构核查意见

经核查，评估师认为：从上述外部环境及企业自身情况看，标的公司凭借其市场地位和经营优势能够随着行业的发展保持同步增长；经查阅标的公司 2022 年 1-11 月实际完成的经营业绩情况，与预测情况基本相符，较 2021 年度的经营业绩实现较大幅度的增长，之后预测年度的增速水平处于医药流通行业近年的实际增速范围内，并且考虑了客观经济发展规律的影响。因此，英特药业预测期收入和净利润增长具有合理性。

二、补充披露预测期各期营运资金预测的具体过程及依据(尤其是最近一期对评估值影响较大)，相关预测结果的合理性。

回复：

（一）营运资金预测的具体过程及依据

营运资金主要为经营性流动资产减去不含有息负债的经营性流动负债。

随着公司经营规模的变化，公司的营运资金也会相应的发生变化，具体表现在货币资金、应收款项（包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预收账款、

合同负债和其他流动负债）、其他流动资产中的进项税、预付房租、应付款项（包括应付票据、应付账款和预付款项）、存货、应付职工薪酬、应交税费、其他应收款及其他应付款中的经营性款项等项目的变动上。

评估专业人员主要通过测算预测期上述营运资金各项目的金额，然后与各项目上一期的金额相减后确定营运资金的变化。预测期各项目的测算方式如下：

对于预付房租，主要系英特药业及下属各子公司租赁经营场地提前支付的房租相关费用，该金额基本为滚动发生，且与总体租金水平同步变动，故本次在评估基准日预付房租的基础上考虑一定的租金增长率得到预测期各年的预付房租金额。

对于其他款项，评估专业人员分析了公司历史数据的基础上，结合管理层营运资金策略，分别按照各项目占营业收入、营业成本的一定比例计算。

历史年度各项目占比情况如下：

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
货币资金/营业收入	6.65%	6.19%	4.46%
应收项目/营业收入	19.54%	19.47%	20.90%
存货/营业成本	11.14%	11.00%	10.64%
待抵扣进项税/营业成本	0.51%	0.40%	0.29%
应付项目/营业成本	17.90%	16.96%	16.43%
应付职工薪酬/营业成本	0.68%	0.67%	0.69%
应交税费/营业收入	0.47%	0.55%	0.50%
其他应收款中的经营款项/营业收入	0.41%	0.45%	0.60%
其他应付款中的经营款项/营业收入	1.87%	1.83%	1.50%
整体营运资金/营业收入	17.80%	18.00%	18.27%

上表中，各项目的当期金额均系按照资产负债表期初期末余额的平均值确定；2022 年 1-3 月的指标中用于计算的营业收入、成本系按照 2022 年度的全年预测数确定。

根据上表可以看到，公司营运资金的整体占用比例相对较为稳定，呈现稳中略有上升的情形，主要原因系公司大部分客户为医院，受疫情及经济形势下滑原因的影响，客户的资金压力增加，回款周期有所放缓。

基于上述历史数据，确定预测期间各项目的比例如下表：

项目	2022 年-2026 年	确定依据
货币资金/营业收入	6.19%	按照 2021 年度该项目占比确定

项目	2022 年-2026 年	确定依据
应收项目/营业收入	19.47%	按照 2021 年度该项目占比确定
存货/营业成本	11.00%	按照 2021 年度该项目占比确定
待抵扣进项税/营业成本	0.40%	按照 2021 年度该项目占比确定
应付项目/营业成本	16.96%	按照 2021 年度该项目占比确定
应付职工薪酬/营业成本	0.67%	按照 2021 年度该项目占比确定
应交税费/营业收入	0.55%	按照 2021 年度该项目占比确定
其他应收款中的经营款项/营业收入	0.53%	按照 2021 年度、2022 年 1-3 月该项目平均占比确定
其他应付款中的经营款项/营业收入	1.67%	按照 2021 年度、2022 年 1-3 月该项目平均占比确定

以上述预测方法或按相应比例乘以各年的营业收入（或营业成本）后得到各项目占用的当期营运资金额，对于 2022 年及期后各年营运资金变动数，以上述各项目全年平均数减去上期数即为变动数，2026 年以后由于收入、成本不再变动，故相应的营运资金变动为零。

具体如下：

金额单位：元

项目	基准日时点数据	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入		30,030,110,664	32,457,345,200	34,416,244,100	35,806,720,800	36,878,980,100
营业成本		28,074,800,627	30,365,525,200	32,215,138,200	33,530,036,400	34,542,474,600
货币资金	1,152,122,177	1,858,863,850	2,009,109,668	2,130,365,510	2,216,436,018	2,282,808,868
应收项目	7,148,248,418	5,846,862,546	6,319,445,110	6,700,842,726	6,971,568,540	7,180,337,425
存货	3,055,731,753	3,088,228,069	3,340,207,772	3,543,665,202	3,688,304,004	3,799,672,206
待抵扣进项税	68,919,382	112,299,203	121,462,101	128,860,553	134,120,146	138,169,898
预付房租	29,433,050	29,433,050	30,860,553	31,980,791	32,757,924	33,347,567
应付项目	4,912,542,146	4,761,486,186	5,149,993,074	5,463,687,439	5,686,694,173	5,858,403,692
应付职工薪酬	215,841,198	188,101,164	203,449,019	215,841,426	224,651,244	231,434,580
应交税费	134,893,007	165,165,609	178,515,399	189,289,343	196,936,964	202,834,391
其他应收款中的经营款项	244,273,321	159,159,587	172,023,930	182,406,094	189,775,620	195,458,595
其他应付款中的经营款项	414,502,610	501,502,848	542,037,665	574,751,276	597,972,237	615,878,968
营运资金	6,020,949,140	5,478,590,498	5,919,113,977	6,274,551,392	6,526,707,634	6,721,242,928
营运资金占收入比例	20.05%	18.24%	18.24%	18.23%	18.23%	18.23%
营运资金增加额		-542,358,600	440,523,500	355,437,400	252,156,200	194,535,300

（二）营运资金预测结果的合理性

1.从营运资金整体金额占收入的比例来看，2020 年和 2021 年的实际比例分别为 17.80%和 18.00%，2022 年-2026 年预测期的比例为 18.23%至 18.24%，该比例与历史年度的变动趋势相吻合，与 2022 年的经济形势及业务开展情况相一

致，因而从整体上看，预测结果具有合理性。

2、2022 年剩余预测期的营运资金有较大金额的收回，主要原因系应收项目的占用余额较评估基准日时有较大金额的减少所致。该情形与企业的业务模式和客户构成相关。英特药业的客户主要为公立医院，普遍为事业单位，且存在半年度和年末款项集中结算的情形，因此年末存在较大金额的回款，使得应收款余额较小，然后随着新一年业务的逐渐开展，营运资金垫支逐渐增加，应收款占款增加，公司通常在年内逐步通过增加短期融资来应对这一营运资金垫支增加的需求，然后在集中结算回款后偿还借款，如此周而复始。该现象反映到财务数据上，就出现了 2022 年应收款项平均余额较评估基准日时点数据有较大幅度的减少，若评估基准日时点在接近年末，则营运资金的变动数额会减少，相应的，收益法评估中扣除的有息债务金额亦会有所减少，标的公司整体的资金平衡即通过该机制予以反映。

我们选取了英特药业近三年一季度和年末应收账款的账面价值情况进行比较：

单位：万元

项目/内容	2019 年	2020 年	2021 年
	应收账款	应收账款	应收账款
一季度	538,017.77	558,051.65	615,381.30
年度	483,348.94	501,804.31	536,910.58

由上表可以明显看到，英特药业历史年度普遍存在一季度的应收款项占用较多，年末占用显著减少的情形。

经上述分析，2022 年营运资金有较大金额的收回这一测算结果是符合公司实际情况的。

（三）评估机构核查意见

经核查，评估师认为：预测期各期营运资金预测的结果具有合理性。

三、补充披露本次评估如何考虑产权瑕疵、对外担保、抵押以及为解决同业竞争处置浙江英特中药饮片有限公司、浙江钱王中药有限公司等事项，并说明相关事项对评估结果的影响。

回复：

（一）评估中对于产权瑕疵事项的考虑及该事项对评估结果的影响

产权瑕疵事项主要涉及以下资产：

1. “钱王”系列商标

列入评估范围的 12 项“钱王”系列商标已无偿转让给英特药业，截至评估基准日的注册人为孙公司钱王中药，尚未完成更名手续。

根据取得的《商标转让证明》，截止本回复出具日，12 项“钱王”系列商标已在国家知识产权局完成商标转让注册。

本次评估已在评估报告特别事项说明中披露上述事项，由于评估中对于英特药业及其子公司按合并口径整体考虑，钱王中药为英特药业的全资孙公司，该商标未更名的情形不会对其的归属、稳定性及实际使用情况产生实质性影响，因而对评估结果不存在实质性影响。

2.未取得产权证的 10 处面积合计 7,173.40 平方米的房屋建筑物

列入评估范围的 10 处面积合计 7,173.40 平方米的房屋建筑物未取得房屋所有权证或不动产权证；

评估中对于上述资产的处理方法及相关影响事项详见本反馈回复之“问题 5”之“二、结合历史取得及使用情况……”之“（二）本次评估对于前述权属瑕疵资产的评估情况”相关内容。

3.大关南四苑房产

列入英特药业评估范围的 1 项房屋建筑物（大关南四苑 10 幢 2 单元 301 室，建筑面积 67.74 平方米）的《房屋所有权证》证载权利人为浙江省医药药材公司，截至评估基准日权证尚未变更。

2022 年 9 月 27 日，英特药业对该处房产完成了权利人变更，并领取了编号为浙（2022）杭州市不动产权第 00252109 号《不动产权证书》。根据证书记载，该房产的权利性质为划拨/存量房，用途为住宅，附记中注明“改制资产，仅用于房改用房。”

本次评估已在评估报告特别事项说明中披露上述事项，对于该房产，由于涉及国家职工住房及房改政策，目前尚未有明确的处理办法，无法确定上述房产的市场价值，评估中按上述房产的账面价值（4,714.84 元）予以保留。

由于该房产为非生产经营用的主要房产，且面积和涉及金额均较小，故该事项对评估结果不存在实质性影响。

4.浙江健业资产管理有限公司的 5 项投资性房地产

列入子公司浙江健业资产管理有限公司评估范围的 1、3、4、5、6 幢等 5 项投资性房地产（合计建筑面积为 8,956.99 平方米），证载权利人为英特药材，权证尚未变更。

本次评估已在评估报告特别事项说明中披露上述事项，由于评估中对于英特药业及其子公司按合并口径整体考虑，浙江健业资产管理有限公司为英特药业的全资子公司，因而该权证未变更情况不会对其的归属、稳定性及实际使用情况产生实质性影响，因而对评估结果不存在实质性影响。

综上，对于产权瑕疵事项涉及的“钱王”系列商标、花园岗新村宿舍等 10 处房屋建筑物、大关南四苑房产、浙江健业资产管理有限公司的 5 项投资性房地产，本次评估已在评估报告特别事项说明中披露上述事项，并根据各事项的实际情况对评估处理方式进行了说明。经分析，上述事项对评估结果无实质影响。

（二）评估中对于对外担保、抵押事项的考虑及该事项对评估结果的影响

1.截止评估基准日英特药业及下属子公司的对外担保事项

单位：人民币元

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	备注
英特药业	浙江英特集团股份有限公司	300,000,000.00	2020/6/30	2023/6/29	担保期限内
	英特一洲（温州）医药连锁有限公司	8,831,177.23	2021/10/22	2022/6/20	已到期解除
	浙江省医疗器械有限公司	20,000,000.00	2021/12/8	2022/12/8	已续展至 23 年 10 月 20 日
	浙江省医疗器械有限公司	15,000,000.00	2021/3/8	2023/3/17	已续展至 23 年 10 月 21 日
	淳安英特药业有限公司	6,700,000.00	2021/4/22	2022/11/30	已续展至 23 年 3 月 15 日
	宁波英特药业有限公司	10,000,000.00	2021/8/10	2022/8/9	已续展至 23 年 7 月 21 日
	宁波英特药业有限公司	20,000,000.00	2021/6/3	2022/6/3	已续展至 23 年 6 月 1 日
	宁波英特药业有限公司	40,000,000.00	2021/12/9	2022/12/9	已续展至 23 年 8 月 18 日
	宁波英特药业有限公司	19,600,000.00	2021/6/24	2022/6/23	已到期解除

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日	备注
	宁波英特药业有限公司	15,000,000.00	2021/8/25	2022/8/24	已续展至 23 年 3 月 29 日
	温州市英特药业有限公司	147,150,000.00	2021/7/16	2022/7/15	已续展至 23 年 7 月 15 日
	温州市英特药业有限公司	47,800,000.00	2021/12/17	2023/2/24	已续展至 23 年 11 月 1 日
	浙江英特生物制品营销有限公司	14,604,851.38	2021/8/25	2022/8/25	已续展至 23 年 10 月 20 日
	浙江英特生物制品营销有限公司	4,048,270.10	2021/6/18	2022/6/17	已续展至 23 年 6 月 17 日
	绍兴英特大通医药有限公司	10,000,000.00	2021/6/29	2022/6/7	已续展至 23 年 6 月 6 日
	浙江英特海斯医药有限公司	9,600,000.00	2022/3/31	2022/9/23	已续展至 23 年 6 月 17 日
	浙江湖州英特药业有限公司	2,366,000.00	2021/6/28	2022/4/15	已续展至 23 年 4 月 15 日
	福建英特盛健药业有限公司	20,000,000.00	2021/7/5	2022/8/10	已续展至 23 年 5 月 5 日
	浙江嘉信医药股份有限公司	70,000,000.00	2021/3/11	2022/10/21	已续展至 23 年 5 月 18 日
	舟山英特卫盛药业有限公司	9,500,000.00	2021/4/23	2022/4/14	已续展至 23 年 3 月 15 日

2.截止评估基准日英特药业及下属子公司的抵押事项

(1)2015 年 3 月 1 日,浙江嘉信元达物流有限公司将位于嘉兴市周安路 1059 号 4、5、6 幢的土地使用权和房屋建筑物抵押予中国工商银行股份有限公司嘉兴分行,并与之签订《最高额抵押合同》(2015 年营业[抵]字 0188 号)。根据双方于 2021 年 8 月 16 日签订的《抵押变更协议》,前述合同为浙江嘉信医药股份有限公司自 2015 年 3 月 31 日至 2026 年 8 月 16 日期间办理约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日,该合同项下借款余额为 3,538 万元。

(2) 2015 年 4 月 24 日,浙江嘉信元达物流有限公司将位于嘉兴市周安路 1059 号 11 幢的土地使用权和房屋建筑物抵押予中国工商银行股份有限公司嘉兴分行,并与之签订《最高额抵押合同》(2015 年营业[抵]字 0374 号)。根据双方于 2018 年 4 月 1 日签订的《抵押变更协议》,前述合同为浙江嘉信医药股份有限公司自 2015 年 4 月 24 日至 2026 年 4 月 23 日期间办理约定的各项业务所实

际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下借款余额为 3,905 万元。

(3) 2019 年 1 月 16 日，浙江嘉信元达物流有限公司将位于嘉兴市周安路 1059 号 7、8 幢的土地使用权和房屋建筑物抵押予中国工商银行股份有限公司嘉兴分行，并与之签订《最高额抵押合同》（2019 年营业[抵]字 0004 号）。双方于 2022 年 4 月 14 日补充签署《最高额抵押合同》（2022 年营业[抵]字 0086 号），前述合同为浙江嘉信医药股份有限公司自 2019 年 1 月 16 日至 2027 年 4 月 13 日期间办理约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下借款余额为 1,150 万元。

(4) 2019 年 12 月 5 日，浙江嘉信医药股份有限公司将位于嘉兴市乐安路 110-120 号、嘉兴市斜西街 132-134 号 5 幢和嘉兴市斜西街 497 号的土地使用权和房屋建筑物抵押予交通银行股份有限公司嘉兴分行，并与之签订《抵押合同》（604D190044），该合同为浙江嘉信医药股份有限公司自 2019 年 12 月 5 日至 2022 年 12 月 5 日期间办理约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下借款余额为 1,990 万元。

(5) 2019 年 4 月 24 日，嘉信元达物流将位于嘉兴市周安路 1059 号 1、2、3 幢的土地使用权和房屋建筑物作抵押予中国工商银行股份有限公司嘉兴市分行营业部，并与之签订《最高额抵押合同》（2019 年营业（抵）字 0066 号）。双方于 2022 年 4 月 14 日签订《抵押变更协议》，前述合同为嘉信医药自 2019 年 4 月 24 日至 2027 年 4 月 23 日期间约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。

(6) 2016 年 3 月 4 日，宁波英特物流有限公司将位于附海镇新塘路 588 号的房屋建筑物和土地抵押予宁波银行城东支行，并与之签订《最高额抵押合同》（06203DY20168017）。根据双方于 2022 年 2 月 22 日补充签署的《最高授信合同》（06203GS20170384），前述合同为宁波英特药业有限公司自 2016 年 3 月 4 日至 2024 年 7 月 16 日期间办理约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下借款余额为 1,000 万元。

(7) 2021 年 4 月 12 日，绍兴英特大通医药有限公司将位于百官街道解放街 125 号的土地使用权和房屋建筑物抵押予中国工商银行股份有限公司上虞支

行，并与之签订《最高额抵押合同》（2021 年上虞[抵]字 0120 号），该合同为绍兴英特大通医药有限公司自 2021 年 4 月 12 日至 2026 年 4 月 12 日期间办理约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下借款余额为 500 万元。

（8）2021 年 4 月 30 日，绍兴英特大通医药有限公司将位于崧厦镇东街的土地使用权和房屋建筑物抵押予中国工商银行股份有限公司上虞支行，并与之签订《最高额抵押合同》（2021 年上虞[抵]字 0139 号），该合同为绍兴英特大通医药有限公司自 2021 年 4 月 30 日至 2026 年 4 月 30 日期间办理约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下借款余额为 500 万元。

（9）2021 年 1 月 25 日，台州英特将位于台州市新东方商厦 3002 号、4012 号、4013 号、4014 号、4015 号、4025 号、4026 号、4027 号、4028 号、4029 号及地下车库 141-143 号、144 号的土地使用权和房屋建筑物抵押予浙江台州椒江农村商业银行股份有限公司，并与之签订《最高额抵押合同》（9611320210000091）。根据双方于 2022 年 7 月 7 日签订的《最高额抵押合同》（7611320220001563），该合同为台州英特自 2022 年 7 月 7 日至 2027 年 7 月 6 日期间办理约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下的借款余额为 500 万元。

（10）2019 年 4 月 26 日，嘉兴英特将位于嘉善县魏塘街道车站北路 81 号的房屋建筑物和土地抵押予交通银行股份有限公司嘉兴嘉善分行，并与之签订《最高额抵押合同》（709D190112）。双方于 2022 年 3 月 30 日签署《抵押合同》（709D220067），前述合同为嘉兴英特自 2022 年 3 月 30 日至 2032 年 3 月 30 日期间约定的各项业务所实际形成的债权提供最高额抵押担保。截至评估基准日，该合同项下的应付票据承兑净额为 1,994.00 万元。

上述对外担保共 20 项，合计担保金额 79,020.03 万元；资产抵押事项共 10 项，合计对应合同项下借款余额 15,077.00 万元，均为英特药业为母公司或子公司借款提供的担保，系为满足日常经营所需资金，采取将土地、房屋建筑物等资产担保的方式进行的融资。本次评估已在评估报告特别事项说明中披露上述事项，考虑到各被担保企业的财务状况良好，具备按期偿还债务、解除上述资产抵

押、担保的能力，预计能正常归还上述债务，发生违约风险的可能性较低，本次评估未考虑上述对外担保、抵押事项对评估结论的影响。

截止目前，上述债务中，部分已在到期后进行续展或解除；剩余部分尚在正常履约中，未发生债务到期后无法履约的情况。上述对外担保和资产抵押事项在目前的情形下预计不会对英特药业的经营产生影响，因此对评估结果不存在实质性影响。

（三）评估中对于解决同业竞争处置浙江英特中药饮片有限公司、浙江钱王中药有限公司事项的考虑及该事项对评估结果的影响

1.解决同业竞争处置浙江英特中药饮片有限公司、浙江钱王中药有限公司事项

英特药业的子公司浙江英特中药饮片有限公司（以下简称“英特中药饮片”）和孙公司浙江钱王中药有限公司（以下简称“钱王中药”）涉及同业竞争问题，英特集团承诺于 2022 年 11 月 17 日前通过转让、停业或其他监管部门认可的方式消除该影响。

2.两家公司的期后处置情况

2022 年 8 月 1 日至 2022 年 8 月 26 日，英特集团将英特中药饮片 100%股权和钱王中药 100%股权在产权交易所进行公开挂牌转让。两家公司的期后处置情况如下：

（1）英特中药饮片

2022 年 8 月 26 日，英特中药饮片由非关联第三方摘牌，并向浙江产权交易所有限公司支付履约保证金 500 万元。2022 年 9 月 2 日，英特集团控股子公司英特药业与受让方签署《浙江英特中药饮片有限公司 100%股权交易合同》。2022 年 9 月 21 日，英特药业收到全部交易对价 2,878.94 万元（扣除交易手续费）。2022 年 10 月 26 日，英特中药饮片完成股东及法定代表工商信息变更。至此，英特中药饮片已完成股权转让相关事宜。

（2）钱王中药

截至挂牌期满，钱王中药在挂牌期间无摘牌方。2022 年 10 月 14 日，钱王中药股东会决定，停止中药饮片生产业务，注销相关证件，修改经营范围及公司章程。截至本回复出具日，钱王中药已取得浙江省药品监督管理局出具的《准予

注销决定书》（浙药监销予字 2022007 号），同意注销其所持有的药品生产许可证，并完成经营范围的工商变更，即不再涉及药品生产相关业务。

3.两家公司的相关处置损益

（1）资产处置损益

1）英特中药饮片

英特中药饮片挂牌评估基准日 2022 年 2 月 28 日账面净资产价值 2,488.79 万元，收到交易对方的全部转让对价 2,878.94 万元。2022 年 10 月 26 日，英特中药饮片完成股东及法定代表人工商信息变更。经核算，考虑相关的交易税费及清理成本后，转让收益金额为 257.76 万元，已计入英特药业 2022 年 10 月财务报表。

2）钱王中药

英特集团将结合行业发展前景、未来发展布局和公司发展需要，积极实施钱王中药的业务转型，并对钱王中药现有资产进行梳理。钱王中药因停止中药饮片生产业务涉及需要处置的非流动资产包括固定资产和长期待摊费用，截至 2022 年 10 月 31 日其账面价值合计约为 627 万元。截止该回复意见出具日，资产处置工作已基本完成，经核算，资产处置损失金额为 276.27 万元，已计入英特药业 2022 年 12 月财务报表。

（2）人员安置费用

在同业竞争问题解决过程中，针对相关职工安置问题，公司制定了相关安置方案，主要包括：1、协助相关人员与新公司签订劳动合同；2、安排相关人员英特集团内就业安置；3、对解除劳动合同给予相应经济补偿。当前人员安置工作已基本完成。经核算，相关人员补偿为 607.79 万元，已计入英特药业 2022 年 12 月财务报表。

4.本次评估中对于处置浙江英特中药饮片和钱王中药事项的考虑

本次采用收益法评估时，因英特中药饮片和钱王中药涉及同业竞争问题拟进行处置，对该两家公司的未来收益未予以考虑，对其长期股权投资作为非经营性资产加回，考虑到该两项股权期后的实际处置方式难以合理判断，处置损益具有较大不确定性，且浙江省国际贸易集团有限公司和浙江华辰投资发展有限公司拟就本次交易对该事项进行相关约定，本次收益法评估中以两家公司截至评估基准

日业经审计的会计报表反映的股东权益账面价值结合被评估单位所占份额作为非经营性资产的评估值（英特中药饮片和钱王中药分别按照截止 2022 年 3 月 31 日的账面净资产金额 25,036,657.78 元和 27,598,775.62 元作为评估值），期后实际处置产生的损益由交易各方根据约定进行调整。即根据英特集团与国贸集团、华辰投资签署《关于浙江英特药业有限责任公司之发行股份及支付现金购买资产协议之补充协议》，关于同业竞争处置具体约定如下：

若在本次交易过渡期内，英特药业完成英特中药饮片和钱王中药中的一家或全部股权转让（以英特中药饮片和钱王中药完成股权变更登记为准），已完成的股权转让产生的处置损益由本次交易各方国贸集团、华辰投资及英特集团，按照各自持有的英特药业的股权比例共享，其中国贸集团、华辰投资享有损益部分由其按照各自持有的英特药业的股权比例以调整英特集团向国贸集团和华辰投资现金支付对价金额的方式实现。

若本次交易完成之日，英特药业仍未能处置英特中药饮片或钱王中药股权的，未完成股权转让的子公司将停止生产经营业务以消除同业竞争情形；因此产生资产减值及员工补偿等损失的，由交易各方按照各自持有的英特药业的股权比例共担，其中国贸集团、华辰投资承担的资产减值和员工补偿部分由其按照各自持有的英特药业的股权比例以扣减英特集团向国贸集团和华辰投资现金支付对价金额的方式向英特集团补偿。

5.英特中药饮片和钱王中药期后处置事项对评估结果的影响

截至本反馈回复出具日，英特中药饮片已通过挂牌形式完成股权对外转让，钱王中药已停止中药饮片生产业务，即两家公司的同业竞争事项已处置完成，解决两家公司同业竞争事项共损失 626.30 万元，其影响均已在损益结算中体现完毕，并由交易各方按约定在标的公司交割时承担。

本次评估中，对该两家公司的未来收益未予以考虑，对其长期股权投资作为非经营性资产考虑，因此两家公司的后续经营收入减少情况对评估价值没有影响，其价值系按照各公司截至评估基准日业经审计的会计报表反映的股东权益账面价值确定，在交易时各方将以此为基础对上述损益结算进行调整后按协议约定进行调整。因此，该事项对评估结果的影响将在后续交易交割时进行调整，对交易没有实质影响。

（四）评估机构核查意见

经核查，评估师认为：本次评估已在评估报告特别事项说明中披露产权瑕疵、对外担保、抵押以及为解决同业竞争处置浙江英特中药饮片有限公司、浙江钱王中药有限公司等事项，并根据各事项的实际情况对评估处理方式进行了说明。经分析，上述事项对评估结果无实质影响。

四、结合上述情况，补充披露收益法评估增值合理性及业绩承诺可实现性。

（一）英特药业收益法评估增值的原因及合理性

1.收益法评估增值的原因

本次收益法评估系基于盈利预测数据，采用企业自由现金流折现模型确定公司的股东全部权益价值，英特药业预测期收入和净利润增长均有较大幅度的上涨，为收益法评估值的实现提供了合理的保障。

截止评估基准日，英特药业收益法评估值为 3,390,000,000.00 元，与母公司财务报表中股东权益 2,157,808,818.58 元相比，评估增值 1,232,191,181.42 元，增值率为 57.10%；与合并财务报表中归属于母公司所有者权益合计的账面价值 2,626,278,670.36 元相比，评估增值 763,721,329.64 元，增值率为 29.08%。增值的主要原因归纳如下：

英特药业具备专业医药物综合流服务能力，在杭州、宁波、金华、温州、嘉兴拥有五个搭载现代化物流信息系统的物流中心，形成覆盖全省“东西南北中”的医药供应保障网络格局，更好地满足了浙江省内及周边地区的客户服务需求；英特药业构建了立体化区域药品供应体系，具有“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端高覆盖的竞争优势；英特药业坚持“以基本药物为基础、以名特新优为特色”，拥有丰富的厂家合作资源，具备化学药品、生物制品、血液制品、中成药、诊断试剂、高值耗材、大型设备、抗体药物等诸多产品的经营资质，覆盖品类齐全，医疗机构货品满足率全省前列；英特药业聚焦“互联网+”创新，基于“一路向 C（终端）”的战略目标，持续提升医药流通企业价值；英特药业是浙江省省市两级医药储备、现代物流、药品第三方物流的重点核心企业，是浙江省健康服务促进会副会长单位、浙江省药学会副会长单位、浙江省医院协会副会长单位和浙江省医学会副会长单位，在浙江省内具有领先的品牌影响

力与市场地位。

基于上述优势和竞争力，英特药业除了账面已经列示的有形资产和无形资产的价值之外，还包含了生产经营资质、行业竞争力、人力资源、客户资源、商誉等账面未能记录的无形资产的价值。本次采用收益法评估，是从企业整体的盈利能力出发，不但考虑了企业目前现有的资产价值，也综合考虑了市场、将来收益所能带给企业的价值，包含了以上无法量化的无形资产的价值，因此使得英特药业本次收益法评估存在一定增值。

2.收益法评估增值合理性

(1) 收益法评估值与可比同行业上市公司估值水平相比具备合理性

英特药业属于医药流通行业，截至本次评估基准日 2022 年 3 月 31 日，同行业可比上市公司的市盈率和市净率比较情况如下表所示：

序号	股票代码	股票简称	市盈率	市净率
1	600713. SH	南京医药	14. 87	1. 32
2	600829. SH	人民同泰	15. 77	1. 95
3	600998. SH	九州通	10. 16	1. 04
4	603368. SH	柳药集团	11. 38	1. 13
5	000028. SZ	国药一致	10. 05	0. 89
6	000950. SZ	重药控股	10. 39	1. 05
7	002462. SZ	嘉事堂	12. 85	1. 15
8	002788. SZ	鹭燕医药	11. 56	1. 38
平均值			12. 13	1. 24
英特药业			9. 44	1. 29

数据来源：Wind

注：上市公司市盈率=2022 年 3 月 31 日上市公司市值/2021 年度归母净利润

上市公司市净率=2022 年 3 月 31 日上市公司市值/2022 年一季度归属母公司股东的权益

如上表所示，可比同行业上市公司 2022 年 3 月 31 日市盈率和市净率的平均数分别为 12.13 倍和 1.24 倍，英特药业本次评估值对应的市盈率和市净率分别为 9.44 倍和 1.29 倍，其中市盈率低于可比上市公司，市净率基本接近。

(2) 收益法评估值与市场可比交易对比分析具备合理性

近期市场其他上市公司可比交易对应的市盈率、市净率和评估增值情况与本次交易的对比如下：

序号	收购方	交易标的	评估基准日或定价基准日	市盈率	市净率	单体报表增值率	合并报表增值率
1	白云山	收购广州医药	2021 年 12 月	10. 12	1. 02	23. 36%	2. 06%

		18.1847%股权					
2	新工集团	向南京医药增资 13.23%股权	2021年9月	11.19	0.97	17.84%	-2.54%
3	云南白药	向上海医药增资 18.02%股权	2021年5月	10.66	1.01	82.66%	1.09%
4	中国光大集团	向嘉事堂增资 14.12%股权	2019年9月	11.05	1.36	73.04%	35.53%
5	建峰化工	收购重庆医药 96.59%股权	2016年12月	8.94	1.44	58.90%	44.15%
6	嘉事堂	收购嘉事明伦24% 股权	2016年9月	12.20	1.89	91.53%	89.37%
7	国药股份	收购国控北京 100%股权	2015年12月	12.01	2.61	161.39%	161.39%
8	国药一致	收购佛山南海 100%股权	2015年9月	13.63	1.99	536.72%	98.83%
9	国药一致	收购广东新特药 100%股权	2015年9月	12.48	1.65	64.79%	64.79%
10	健之佳	收购唐人医药 100%股权	2021年12月	24.25	4.04	446.06%	303.67%
11	益丰药房	收购新兴药房 86.31%股权	2018年3月	36.44	3.76	268.24%	275.81%
平均值				14.82	1.98	165.87%	97.65%
英特药业			2022年3月	9.44	1.29	57.10%	29.08%

数据来源：Wind

注：市盈率=100%股权估值交易价格/评估基准日前一年度归母净利润（或近一年净利润）

市净率=100%股权估值交易价格/最近一期归属母公司股东的权益

如上表所示，可比交易案例中市盈率和市净率的均值分别为 14.82 倍和 1.98 倍。英特药业本次评估值对应市盈率和市净率分别为 9.44 倍和 1.29 倍，低于可比交易估值水平。从评估增值情况看，英特药业的评估增值率亦低于可比交易的增值水平。

因此，从可比上市公司和可比交易案例来看，本次评估值符合行业定价规律，具有合理性。

综上，经分析，结合标的公司所处行业发展前景和自身竞争力情况，其未来收益具备可实现性，收益法评估值据此计算得到，反映了标的公司的实际经营情况；同时结合上市公司及可比交易案例说明了标的资产评估值和评估增值的合理性，以上分析内容具备合理性。

（二）英特药业的业绩承诺的可实现性

1. 业绩承诺与收益法评估盈利预测相匹配

(1) 业绩承诺情况

2022 年 10 月 25 日，英特集团与国贸集团、华辰投资签订了《重大资产重组之盈利预测补偿协议》，各方同意，如本次交易在 2022 年度内完成，标的公司在 2022 年、2023 年、2024 年预计实现的净利润数分别不低于 39,200.00 万元、42,200.00 万元、46,000.00 万元，三年累计承诺的净利润数不低于 127,400.00 万元。如本次交易在 2023 年度内完成，标的公司在 2023 年、2024 年、2025 年预计实现的净利润数分别不低于 42,200.00 万元、46,000.00 万元、47,800.00 万元，三年累计承诺的净利润数不低于 136,000.00 万元。若本次交易不能在 2023 年内实施完成，则各方应就英特药业 2026 年度利润承诺及补偿进行友好协商并签订补充协议予以约定。

(2) 收益法评估盈利预测情况

与本次收益法评估中的盈利预测相配比的不考虑非经常性损益的归属于母公司股东的净利润预测结果如下：

金额单位：人民币万元

项目/年度	2022 年 ^注	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
归属于母公司所有者的净利润	39,200.00	42,200.00	46,000.00	47,800.00	49,400.00

注：2022 年全年预测数据系根据 2022 年 4-12 月预测数据加上 2022 年 1-3 月实际财务数据计算并取整后得到。

经比较，业绩承诺金额与收益法评估盈利预测数据口径一致。

2. 英特药业预测期净利润增长具有合理性，业绩承诺的可实现性同时具有保障

如该问题“一”中的回复所述，截至 2022 年 11 月底，英特药业实际业绩实现情况达到预期，预计能够在全年顺利完成盈利预测金额，即 2022 年业绩承诺金额能够完成。

对于 2023 年及以后年度预测期，“两票制”等行业相关政策为标的公司提供了良好的发展机遇，其所服务市场需求量持续增长；标的公司产品渠道不断拓宽、订单获取方式趋于多样化，在行业内的竞争地位逐年提升，且具备业务发展所需的资金实力，报告期内采销量同步快速增长，经营业绩稳步提升，从上述外部环境及企业自身情况看，标的公司凭借其市场地位和经营优势能够随着行业的发展保持同步增长；另外，随着英特药业不断优化业务及管理结构，提升运营及

管理效率，其毛利率、费用率水平稳定可控，因此净利润也将随着收入同步增长。因此，2023 年及以后预测期的收入和净利润的变动趋势与行业发展情况相符，其增长具有合理性。由于业绩承诺与英特药业预测期净利润口径一致，对应的业绩承诺预期可顺利完成，该等业绩承诺具有可实现性。

（三）评估机构核查意见

评估师认为：英特药业收益法评估值系基于预测期收入和净利润金额通过企业自由现金流折现模型测算得到，收入和净利润增长的合理性构成了收益法评估值合理的保障，其评估增值主要包含了企业在日常经营活动中形成的生产经营资质、行业竞争力、人力资源、客户资源、商誉等账面未能记录的无形资产的价值；同时，结合上市公司及可比交易案例的比较，标的公司收益评估增值具有合理性。经对行业外部因素及标的公司自身竞争优势情况分析，结合标的公司 2022 年 1-11 月的实际经营业绩情况，业绩承诺具备可实现性。

问题 5：

申请文件显示，英特药业共有 10 处面积合计 7,173.40 平方米的房屋建筑物未取得房屋所有权证或不动产权证，对应评估值 8,174,244.58 元。上述房屋未办妥权证的原因系政策、职工用房等历史因素。

请你公司：1) 补充披露无证房屋建筑物办证进展或权证尚未变更、无法办理权属证书的详细原因，并说明其权属是否清晰，后续是否可能因权属争议对本次交易造成影响。

2) 结合历史取得及使用情况，评估上述房屋建筑物对标的资产的重要性，本次评估作价如何考虑前述权属瑕疵的影响，作价是否公允。

请独立财务顾问、律师、会计师和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露无证房屋建筑物办证进展或权证尚未变更、无法办理权属证书的详细原因，并说明其权属是否清晰，后续是否可能因权属争议对本次交易造成影响

（一）无证房屋建筑物办证进展或权证尚未变更、无法办理权属证书的详细原因

英特药业现有 10 处面积合计 7,173.40 平方米的房屋建筑物未取得房屋所有

权证或不动产权证，对应评估值 8,174,244.58 元，该等建筑物权证尚未变更、无法办理权属证书的详细原因具体如下：

序号	建筑物名称	实际所有人	建筑面积(m ²)	评估值(元)	权证尚未变更、无法办理权属证书的原因
1	花园岗新村宿舍	英特药业	4,510.00	6,779,900.00	该处建筑物是 1993 年由浙江医药药材有限公司（后所有资产并入英特药业）和其他两家单位联建房，建设时报建手续不全，且构筑于集体土地之上，根据当前政策，无法办理权证。
2	假山新村 18-1-301	英特药业	60.00	67,979.37	该等建筑物系英特药业于 2002 年受英特集团控制前即持有的资产，由于取得时间久远，相关房产资料取得受限，无法办理权属证书。
3	21 幢宿舍	英特药业	112.00	852.98	
4	朝晖新村 1 区 10 幢宿舍	英特药业	47.00	141.00	
5	大学路职工宿舍	英特药业	56.00	1,107.80	
6	嘉兴西塘职工宿舍九套	嘉兴英特	413.58	21,563.43	该处建筑物构筑于原嘉善县医药总公司持有的划拨土地上，该处土地为住宅用途。在嘉善县医药总公司于 2003 年改制为有限责任公司后，该处土地转为嘉兴英特的资产。现由于划拨土地的权利变更受到政策限制，无法完成，该处房产不具备权证办理的条件。
7	门卫	嘉兴英特	57.75	25,500.00	该等附属建筑建成于 1990 年前后，建设初期未进行相关行政审批，由于年代久远，相关建设资料缺失，已无法办理权证。
8	宿舍	嘉兴英特	127.60	56,400.00	
9	江南巷 2 号附房	健业资管	989.47	744,800.00	
10	钢结构仓库	嘉信医药	800.00	476,000.00	该处房产系于 2011 年作为简易仓储用房搭建，由于临时建筑证明已到期，现已无法办理权证。
合计			7,173.40	8,174,244.58	

（二）后续不会因权属争议对本次交易造成重大不利

1、无证房屋权属说明

上述无证房屋中，花园岗新村宿舍（序号 1）、假山新村 18-1-301（序号 2）、

21 幢宿舍（序号 3）、朝晖新村 1 区 10 幢宿舍（序号 4）、大学路职工宿舍（序号 5）系浙江省医药药材有限公司、浙江省医药工业公司、浙江省医药器械有限公司和浙江省医药科技公司合并设立英特药业期间转入的资产。嘉兴西塘职工宿舍九套（序号 6）系由嘉善县医药总公司所持有的资产经改制后转入嘉兴英特。门卫（序号 7）、宿舍（序号 8）、江南巷 2 号附房（序号 9）、钢结构仓库（序号 10）系标的公司或其子公司在其自有土地使用权上建造的房屋建筑物，未侵犯他方利益或违反土地规划用途。上述无证房屋虽无法办理产权证明，但标的公司及子公司在使用过程中未曾产生纠纷。

2、对本次交易影响及保障措施

本次交易对方国贸集团和华辰投资已就上述资产瑕疵分别出具《关于英特药业资产瑕疵的承诺》，承诺积极配合英特药业及其子公司按照国家相关法规政策对上述瑕疵资产相关权属进行完善，英特药业在对资产瑕疵完善过程中发生任何相关费用（包括但不限于办理土地证和房产证时所支付的证照办理费用、缴纳土地出让金、支付土地补偿费和安置补助费等情形），由英特药业自行承担。至业绩承诺期届满时，上市公司可聘请具备证券从业资格的中介机构对前述瑕疵资产进行减值测试并出具专项审核报告，若专项审核报告中相关瑕疵资产的公允价值低于“2022 年 3 月 31 日该项瑕疵资产的评估净值－按照评估净值调整的业绩承诺期间该项瑕疵资产的折旧摊销金额＋英特药业为完善该项瑕疵资产权属所支付的相关费用金额”时，交易对方将按照在英特药业中的持股比例，以现金方式就相应差额向上市公司补偿。

综上，标的公司上述房屋虽无法办理权属证明，但对应面积及价值较低，不存在重大权属纠纷或潜在纠纷。本次交易对方已就上述瑕疵资产出具相关承诺，确保本次交易不会因上述无证房屋建筑物造成重大不利影响。

二、结合历史取得及使用情况，评估上述房屋建筑物对标的资产的重要性，本次评估作价如何考虑前述权属瑕疵的影响，作价是否公允

（一）无证房屋建筑物对标的资产的重要性

标的公司目前持有的 10 处无证房屋建筑主要是非生产经营用房，重要性较低，可替代性较强。在 10 处房屋建筑中，7 处（序号 1 至 6 和序号 8）作为员工宿舍供员工使用；1 处（序号 7）作为门卫室系配套用房；2 处仓库及附房（序号 9、10）主要用于仓储非经营性物资。因此，标的公司所持有的上述无证房屋

建筑物并非生产经营主要场所，涉及建筑面积 7,173.40 平方米，占标的公司所持房产面积比重较小，相关瑕疵房产不会对标的公司的正常生产经营造成重大不利影响。

此外，英特药业的上述无证房屋建筑物评估值为 8,174,244.58 元，占本次交易英特药业评估值的 0.24%，该等房屋建筑物对英特药业评估价值影响较小，亦不会对本次交易构成重大不利影响。

（二）本次评估对于前述权属瑕疵资产的评估情况

本次评估中，对于假山新村 18-1-301（序号 2）、21 幢宿舍（序号 3）、朝晖新村 1 区 10 幢宿舍（序号 4）、大学路职工宿舍（序号 5）、嘉兴西塘职工宿舍九套（序号 6）等房产，目前由员工居住，由于涉及国家职工住房及房改政策，暂未有明确的处理办法，评估师按核实后的账面价值确认为评估价值。

对于花园岗新村宿舍（序号 1）、门卫（序号 7）、宿舍（序号 8）、江南巷 2 号附房（序号 9）、钢结构仓库（序号 10）涉及联建房或为工业用地房产，故采用重置成本法进行评估，以体现其使用价值。

综上，本次评估已充分考虑前述无证房产的产权瑕疵事项，评估价格公允。

三、核查意见

经核查，评估师认为：

1、英特药业所持有的无证房屋建筑物虽无法办理权属证明，但使用过程中未曾产生产权纠纷。本次交易对方已就标的公司的瑕疵资产事项出具相关承诺，确保本次交易不会因上述无证房屋建筑物造成重大不利影响。

2、英特药业所持有的无证房屋建筑物主要是非生产经营用房，重要性较低，可替代性较强，该等房屋建筑物的产权瑕疵事项不会对标的公司的生产经营构成重大不利影响。

3、本次评估已充分考虑前述无证房屋建筑物的产权瑕疵事项，评估价格公允。

