

天津中联资产评估有限责任公司

关于

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》

[181910号]

之

反馈意见回复

中国证券监督管理委员会：

根据贵会于 2018 年 12 月 19 日下发的《行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（第 181910 号）有关意见和要求，天津中联资产评估有限责任公司组织评估项目组对贵会的反馈意见进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本回复，现将具体情况汇报如下：

问题 1、申请文件显示，浙江贝得药业有限公司（以下简称标的资产或贝得药业）报告期内盈利水平呈下降趋势，分别实现净利润 2,792.76 万元、2,533.55 万元和 1,507.86 万元，扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为 2,406.10 万元、1,588.00 万元和 1,082.74 万元。预测期内，绍兴向日葵投资有限公司（以下简称向日葵投资）承诺贝得药业 2018 年、2019 年、2020 年、2021 年、2022 年实现的经审计的净利润（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）分别不低于 2,600 万元、4,650 万元、6,450 万元、8,600 万元和 10,650 万元。请你公司：1）补充披露贝得药业报告期内经营业绩下滑的原因。2）补充披露标的资产截至目前的营业收入及经营业绩实现情况。3）结合贝得药业报告期内盈利水平变动情况、未来业务发展预期、主营产品市场拓展及渗透计划、核心竞争优势保持、可比产品市场竞争程度、一致性评价未获通过风险等，补充披露本次交易业绩承诺的可实现性。请独立财务顾问、评估师和律师核查并发表明确意见。

**【回复】**

**（一）标的资产截至目前的营业收入及经营业绩实现情况**

2018 年度，贝得药业未经审计的经营业绩情况如下：

单位：万元

项目	金额
营业收入	24,284.94
营业成本	17,271.61
营业利润	3,841.07
利润总额	4,092.58
净利润	3,596.74
扣除非经常损益后归属于股东净利润	2,974.59

向日葵投资承诺贝得药业 2018 年实现的经审计的净利润（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）不低于 2,600 万元，根据贝得药业 2018 年度未经审计的盈利情况，预计其 2018 年度实现的经审计的净利润将超过承诺金额。

**（二）贝得药业报告期内经营业绩波动的原因**

2016 年度至 2018 年度，贝得药业经营业绩情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度 (未经审计)	2017 年度	2016 年度
营业收入	24,284.94	18,868.09	20,642.09
营业成本	17,271.61	13,192.44	14,730.54
营业利润	3,841.07	2,252.41	2,769.77
利润总额	4,092.58	2,695.77	2,797.78
净利润	3,596.74	2,533.55	2,792.76
扣除非经常损益后归属于股东 净利润	2,974.59	1,588.00	2,406.10

其中，营业收入的构成情况如下表所示：

单位：万元

项目	2018 年度 (未经审计)		2017 年度		2016 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
原料药	17,887.02	73.65%	14,948.50	79.23%	17,837.29	86.41%
制剂	6,233.02	25.67%	3,810.26	20.19%	2,684.86	13.01%
其他业务收入	164.90	0.68%	109.33	0.58%	119.95	0.58%
合计	<b>24,284.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>18,868.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>20,642.09</b>	<b>100.00%</b>

贝得药业 2017 年度经营业绩较 2016 年度有所下滑，主要是克拉霉素原料药的收入及毛利率出现暂时性波动所致。2018 年度，贝得药业未经审计的营业收入为 24,284.94 万元，较 2017 年度有较大幅度的上升，经营业绩良好。

贝得药业 2017 年度营业收入较 2016 年度有所下滑，一方面系部分外销国家受短期因素影响销量有所下降。其中，贝得药业原持有的印度克拉霉素原料药注册证书于 2017 年年初到期，贝得药业已按规定通过代理机构递交了续期申请资料，但印度有关部门迟至 2017 年一季度末才向贝得药业颁发了再注册证书。由于再注册证书延期，导致 2017 年度出口至印度市场的克拉霉素原料药数量有所下降；韩国市场因竞争加剧，贝得药业 2017 年度通过贸易公司出口至韩国市场的克拉霉素的销量有所下降。目前贝得药业已取得更新后的印度克拉霉素原料药注册证书，有效期至 2020 年 3 月 27 日，对印度市场的销售开展正常，韩国市场 2018 年度的销量已有所回升，同时贝得药业积极拓展其他海外市场客户，2018 年度克拉霉素原料药的整体销售收入已大幅上升。

另一方面,2017年度克拉霉素原料药的主要原材料硫氰酸红霉素持续涨价,导致贝得药业营业成本增加,但从原材料到公司产品的价格传导存在滞后性,克拉霉素原料药的销售价格未能及时同步上升,导致贝得药业原料药的毛利率从2016年度的28.83%下降至24.48%,从而影响了当年的毛利金额。

2018年以来,贝得药业对印度、韩国等市场的销售正常开展,克拉霉素原料药的价格逐渐上涨,毛利率已逐渐恢复。2018年度,贝得药业实现营业收入24,284.94万元、扣除非经常性损益后归属于股东净利润2,974.59万元,均超过2016年及2017年水平,贝得药业已克服市场短期波动的不利影响,经营业绩良好,盈利能力进一步增强。

### **(三) 本次交易业绩承诺具有较强的可实现性**

本次交易业绩承诺系交易双方参考天津中联收益法评估结果协商确定。结合标的公司历史经营业绩和增长趋势、主要产品的未来发展规划、标的公司的核心竞争优势及市场竞争情况等因素,本次交易的业绩承诺具有较强的可实现性,具体如下:

#### **1、标的公司盈利能力逐步增强,2018年度完成情况超过业绩承诺**

报告期内,标的公司经营业绩有所波动,其中2017年度由于印度、韩国等市场因客观原因导致销量下降及克拉霉素原料药产品价格上升滞后于原材料价格上升等短期因素影响,导致该年度主营业务收入及净利润均较2016年度有所下降。但自2018年度以来,标的公司已克服各项短期因素的不利影响,各类产品销售情况良好,盈利能力逐步增强。2018年度,标的公司实现营业收入24,284.94万元、扣除非经常性损益后归属于股东净利润2,974.59万元(未经审计),经营业绩较2017年度大幅增长,并已超过2018年度承诺的利润水平。

#### **2、标的公司主要产品未来发展预期良好**

报告期内,标的公司营业收入由原料药和制剂构成,其中克拉霉素原料药占主要构成部分。随着标的公司拉西地平分散片等产品逐步打开市场,制剂销售占比逐步提升,2016年度、2017年度及2018年度分别为13.01%、20.19%、25.67%。未来标的公司将形成以克拉霉素原料药和拉西地平分散片为主,其他产品作为补充的业务格局,并在此基础上持续开发新品种,丰富产品结构。

本次交易收益法评估中,标的公司预测期主营业务收入和净利润主要来源

于克拉霉素原料药和拉西地平分散片的销售，与标的公司业务发展趋势一致。

其中，克拉霉素原料药以评估报告出具日的合同单价为基础，在标的公司保持现有市场占有率及产能释放的情况下，该产品在预测期的营业收入及毛利率水平基本保持稳定。目前克拉霉素市场规模仍处于增长阶段，贝得药业从事克拉霉素原料药生产经营多年，拥有较为稳定的客户关系及销售渠道。此外，贝得药业已陆续通过欧盟、美国、日本的药品资质认证，未来通过对欧美等发达国家市场的拓展，在稳定销量的基础上其收入规模仍有望取得进一步增长。

拉西地平分散片作为标的公司预测期营业收入及净利润持续增长的重要驱动产品，市场前景广阔，报告期内销售增长趋势未来将得以继续维持，具体如下：

### **(1) 抗高血压药物及拉西地平未来发展预期良好**

随着全球肥胖和老龄化的趋势，估计全球高血压患病人口将达到 15 亿。目前每年全球范围内高血压导致死亡的人口数达到 750 万，占到每年总死亡人口数的 12.8%。我国是高血压发病大国，高血压患病率一直维持在较高水平。目前，我国高血压患者人数已突破 2.7 亿（《中国心血管病报告（2017）》）。

随着我国经济水平的提高及人民健康养生意识的提高，高血压的知晓率、治疗率也逐渐提高，我国高血压的治疗率从 2002 年的 24.7% 上升至 2012 年的 41.1%，还有较大的提升空间。

因此，受高血压患者人数及治疗率同时上升的影响，抗高血压药物未来发展预期良好。根据米内网统计，2016 年全国医院市场中高血压药物市场规模达到 516 亿元，年同比增长 10.92%。

钙离子通道拮抗剂是最主要的抗高血压药物之一，占高血压药物市场份额 30.38%。拉西地平作为第三代钙离子通道拮抗剂中具有独特优势的品种，能够保持 24 小时高质量平稳降压，有效控制清晨血压，有效降低“晨峰现象”，并且对心率影响不大，最终降低心脑血管事件的发生率，对于年龄较大的高血压患者具有更好的适用性。随着药品的更新换代和拉西地平的优势逐步被认识和接受，拉西地平的市场份额将逐步增大。

**(2) 标的公司报告期内拉西地平分散片的盈利水平快速提升，未来将继续保持增长趋势**

报告期内，标的公司拉西地平分散片的盈利水平变动情况如下：

单位：万元

年度	2018年	2017年	2016年
收入（万元）	4,073.55	1,637.81	272.02
成本（万元）	381.02	217.92	99.42
毛利率	90.65%	86.69%	63.45%

标的公司于 2014 年取得拉西地平分散片药品注册证书，2015 年底开始主要通过代理模式投放市场，陆续获得市场认可。2017 年以来，随着医药销售流通体制改革和“两票制”的逐步推行，标的公司聚焦于“两票制”执行较好的地区，采用投标模式开展产品销售，产品单价及毛利率均有提升。报告期内，标的公司拉西地平分散片销售取得了良好成绩，中标省份及开展销售的医院数量持续增加，销量快速增长。截至 2018 年 12 月，贝得药业拉西地平分散片在 27 个省份中标，在售的有 18 个省份，根据集中采购平台的查询情况，除福建省及北京市以外覆盖的医院数量达 895 家。

2016 年度、2017 年度及 2018 年度拉西地平分散片分别实现销售收入 272.02 万元、1,637.81 万元及 4,073.55 万元（未经审计），产品盈利能力快速提升。未来随着标的公司市场推广计划的实施及产品品质取得更加广泛的认可，贝得药业拉西地平分散片产品销售将继续保持增长趋势，成为标的公司重要的利润增长点。

综上所述，标的公司主要产品未来发展预期良好，为实现本次交易业绩承诺提供了保障。

### 3、标的公司针对主要产品制定了相应的市场拓展及渗透计划

为了促进拉西地平分散片的销售收入实现持续增长，贝得药业一方面及时把握“两票制”带来的市场机会，通过投标模式已取得了一定的成效；另一方面制定了具体的推广计划，未来将根据相关计划稳步实施，以促进拉西地平分散片销售的进一步增长。

贝得药业未来将继续采用投标模式和代理模式相结合的方式，将销售区域划分为三个营销大区，各区配备区域经理、商务代表、学术代表、市场专员等专职销售人员，定期对市场营销环境、目标、计划、业务活动进行核查分析。在此基础上，标的公司将借助配送商的网络，利用配送商与医院的联系进入医院的采购目录；再以当地市场对拉西地平分散片的熟悉程度选择推广商，视情

况组织宣传、教育、学术推广等相应的推广活动。与此同时，构建全国商业网络，实现已开发二级以上医院附近的药店重点布局，百强连锁、省级有影响力的连锁、区域性强势单体药店铺货。此外，打造样板诊所，开展VIP特色活动，通过产品疗效印证、产品价值宣讲与品牌传播，逐步形成口碑，逐步打造终端高血压用药知名品牌和黄金单品。

贝得药业将逐步加强推广力度，充分利用患者对慢性病药物存在的长期依赖性特点，以保障拉西地平分散片销售收入的持续增长。

#### **4、标的公司核心竞争优势突出，能够保障产品销售的持续增长**

标的公司拥有完整的产业链体系，形成了医药中间体-克拉霉素原料药-克拉霉素制剂、医药中间体-拉西地平原料药-拉西地平制剂一体化的业务模式，目前已拥有较为完整的抗感染、抗高血压药物产业链，能够同时从事相关原料药和制剂研发、生产和销售。产业链集成提高了标的公司的资源配置效率，发挥了产能协同效应，有利于增强企业盈利能力，提高标的公司产品的整体竞争力。

自成立以来，贝得药业一直注重技术工艺创新，提升产品差异化竞争优势和生产效率，不断增强新产品开发力度，积极跟踪药品的生命周期，拓展产品研发与生产的范围并延伸产品生产价值链。贝得药业主要核心技术人员具有近20年的医药行业从业经验，在医药的研发、生产和质量控制等领域具有较深厚的积淀。截至报告期末，贝得药业取得药品生产批件20个，已获得授权的专利16项。

标的公司具有产业链集成优势、工艺技术优势和人才优势，有利于提升相关产品在行业中的竞争地位，促进产品销售收入持续增长。

#### **5、可比产品市场竞争缓和，为标的公司业绩增长创造良好环境**

克拉霉素原料药作为成熟产品，其市场竞争格局较为稳定，标的公司未来将继续保持现有市场份额，提高产品利润贡献水平。

拉西地平分散片作为标的公司未来重要的业绩增长点，目前国内具有拉西地平生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司的产品为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及贝得药业为分散片剂；另外葛兰素史克集团公司也在国内市场销售普通片剂，但其产品价

格较高，定位于高端市场。2017年以来，随着全国“两票制”的陆续落地，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在27个省份成功中标，并已在18个省份实现销售，相关产品销售收入大幅提高。

总体来看，拉西地平产品市场竞争对手较少，且该产品在竞争对手的业务中比重较低，因此行业竞争程度较为缓和，标的公司抓住市场机遇，相关产品的销售收入增长迅速，并为未来持续增长奠定了良好基础。

## **6、主要产品无须开展一致性评价，相关风险不会对标的公司未来实现业绩承诺造成重大不利影响**

根据《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发[2016]8号）和《关于落实〈国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见〉有关事项的公告》（2016年第106号），开展一致性评价的药品范围为“化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药”。拉西地平分散片作为化学药品新注册分类实施前批准上市的新药，无须开展一致性评价；除拉西地平分散片外，贝得药业的其他制剂产品属于化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，须开展一致性评价。

由于贝得药业预测期主营业务收入和净利润主要来源于克拉霉素原料药和拉西地平分散片的销售，此两种产品均不属于须开展一致性评价的药品，药品一致性评价的相关风险对标的公司未来实现业绩承诺的影响较小。

此外，尽管除拉西地平分散片外的其他制剂产品销售占比较小，贝得药业在相关规定发布后仍制定了一致性评价的工作计划，积极开展相关工作，将一致性评价的影响降到最低。目前，贝得药业有克拉霉素片、辛伐他汀片2种制剂正在开展一致性评价。截至本回复出具之日，克拉霉素片已完成BE试验，处于申报阶段，辛伐他汀片已完成工艺验证阶段。从上述产品销售占比来看，即使未来未能通过一致性评价，也不会对本次交易业绩承诺实现情况造成重大不利影响。

综上所述，本次交易业绩承诺具有较强的可实现性。

### **【评估师核查意见】**

经核查，评估师认为，贝得药业报告期内经营业绩下滑主要系克拉霉素原



料药的收入及毛利率出现暂时性波动所致；2018年度，贝得药业未经审计的扣除非经常性损益后净利润已超过2018年度业绩承诺数；本次交易业绩承诺具有较强的可实现性。

**问题 2、**申请文件显示，本次交易以收益法评估结果为定价依据，截至评估基准日2018年6月30日，贝得药业100%股权评估值为75,100万元，增值率为161.38%，交易价格75,000万元。按照交易价格测算，贝得药业2017年市盈率为31.64倍，2018年预测市盈率为28.85倍。请你公司结合收益法评估结果、标的资产报告期及以前年度盈利水平、未来年度预测盈利水平的可实现性、可比交易案例情况等，补充披露本次交易定价的合理性，交易作价是否充分保护中小股东和上市公司利益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

## **【回复】**

### **（一）本次交易定价合理**

#### **1、收益法评估情况**

本次根据标的公司基本情况、价值类型、资料收集情况等相关条件，分别采用资产基础法和收益法进行评估，最终采用收益法的评估结果作为本次标的公司的最终评估结论。根据天津中联出具的《资产评估报告》，在评估基准日2018年6月30日，贝得药业收益法评估后的股东全部权益价值为75,100.00万元。经交易双方协商，本次交易作价75,000.00万元。

#### **2、贝得药业以前年度的持续投入为未来增长打下了基础**

医药的研发同时具有资金密集型与技术密集型特征，研发时间长，投入大，风险高，但一旦研发成功，则可能取得丰厚的投资回报。

贝得药业研发拉西地平原料药和制剂的周期超过十年，在2004年贝得药业设立之初即开始准备。贝得药业通过多年的自主研发，做了大量的工艺改进：

①根据产品的分散性、有关物质、溶出度及溶出曲线与原研一致的要求，采用固体分散技术对产品质量进行了系统提高；②分析改善原辅料对产品质量的影响，优化产品的纯度；③分析改善生产过程对杂质的影响，优化产品的纯度。

2011年，在产品工艺改进、研发提升日趋成熟时，凭借自身在拉西地平产

品工艺的研发成果，贝得药业自主申请注册了发明专利，专利名称为“拉西地平分散片及其制备方法”。2012年，贝得药业筹划立项新的生产项目，并取得了环评批复，新的生产项目包括了1吨/拉西地平（原料药）。2014年，拉西地平原料药生产项目取得了浙江省食品药品监督管理局认证的药品生产 GMP 证书，拉西地平分散片取得浙江省食品药品监督管理局的药品注册批件。2015年12月，该生产项目通过浙江省环境保护厅的竣工验收。

贝得药业在研发拉西地平原料药和制剂的过程中，主要依赖股东不断进行投入，原股东累计投入的资本金达到 6,100 万美元，研发项目本身几乎无法产生收入和利润，因此在研发完成前一直处于亏损状态。自 2014 年起，贝得药业开始扭亏为盈，盈利能力逐步增强，并于 2017 年度弥补了累计亏损。报告期内，贝得药业在前期研发成果顺利转化的基础上处于业务快速发展的成长期，未来具有良好的发展空间，增长潜力较大，因此收益法评估时预测期的收入和利润均保持了较快增长。

### 3、未来年度预测盈利水平具有较强的可实现性

本次交易，向日葵投资承诺标的公司 2018 年度至 2022 年度的净利润（净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）分别不低于 2,600 万元、4,650 万元、6,450 万元、8,600 万元和 10,650 万元。结合贝得药业报告期内盈利水平变动情况、未来业务发展预期、市场拓展及渗透计划、核心竞争优势、产品市场竞争程度等方面综合考虑，贝得药业未来年度预测盈利水平可实现性较高，具体详见本回复之“问题 1”之“3、本次交易业绩承诺具有较强的可实现性”。

从标的公司实际经营情况来看，2018 年度贝得药业实现营业收入 24,284.94 万元、扣除非经常性损益后归属于股东净利润 2,974.59 万元（未经审计），已超过上述 2018 年度业绩承诺数。随着“两票制”推广和药品销售体制改革的深入实施、标的公司推广计划的稳步执行，贝得药业的业绩增长将得到有力保障。

### 4、与可比交易案例相比，本次交易估值处于合理水平

经查询，2016 年以来已披露或实施完毕的上市公司收购医药工业相关资产的部分交易方案统计如下所示：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	市净率	市盈率（交易作价/承诺期平均利润）
1	万邦德	万邦德制药 100% 股权	2018-04-30	5.91	13.42

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	市净率	市盈率（交易作价/ 承诺期平均利润）
2	南卫股份	万高药业 70% 股权	2018-03-31	8.46	13.01
3	司太立	海神制药 100% 的股权	2017-12-31	3.96	16.30
4	东阳光科	东阳光药 50.04% 股权	2017-06-30 [注]	2.44	10.06
5	东诚药业	安迪科 100% 股权	2017-06-30	5.42	14.71
6	金城医药	朗依制药 100% 股权	2016-09-30	5.11	11.77
7	*ST 建峰	重庆医药 96.59% 股权	2016-03-31	1.83	10.87
8	金石东方	亚洲制药 100% 股权	2016-03-31	3.55	7.40
9	赤天化	圣济堂 100% 股权	2015-12-31	9.68	9.51
10	冠昊生物	珠海祥乐 100% 股权	2015-10-31	2.00	11.28
11	福安药业	只楚药业 100% 股权	2015-09-30	4.32	15.00
12	振东制药	康远制药 100% 股权	2015-07-31	12.13	13.23
13	德展健康	嘉林药业 100% 股权	2015-4-30	6.58	13.01
<b>平均值</b>				5.49	12.28
<b>本次交易评估</b>			2018-06-30	2.61	11.38

注：东阳光药以 2017 年 6 月 30 日为基准日出具《补充评估报告》。

由上表可见，本次交易对应市净率为 2.61 倍，远低于市场同类交易的 5.49 倍；交易作价对应承诺期平均净利润的市盈率为 11.38 倍，低于市场同类交易的市盈率均值，作价公允。

考虑到：①标的资产处于业务发展的初期，报告期内净利润基数较小，而未来具有良好的发展空间，增长潜力较大；报告期内贝得药业拉西地平分散片已实现的销售收入分别为 272.02 万元、1,637.81 万元、1,812.50 万元，年复合增长率达 265.05%，另外贝得药业拉西地平分散片的毛利率高达 90% 以上，因此贝得药业较可比交易案例中标的资产具有良好的发展空间。②交易对方对标的资产 2018-2022 年经审计的净利润进行了承诺，承诺期较可比交易案例长，并对实际盈利数不足利润预测数时的补偿方式进行了明确可行的约定，承担了更多的义务，因此在与可比交易案例对比分析时，选择交易作价对应承诺期平均净利润的市盈率作为比较依据更加合理。本次交易作价对应承诺期平均净利润的市盈率为 11.38 倍，低于市场同类交易的市盈率均值 12.28 倍，因此本次交

易作价合理，保障了上市公司及中小投资者的利益。

## **(二) 本次交易方案充分保护中小股东和上市公司利益**

1、本次交易定价以具有从事证券期货业务资格的评估机构出具的资产评估报告为基础，资产评估报告综合考虑了标的公司的资产状况、技术研发投入、市场开拓计划、利润获取能力等因素，对标的公司未来盈利情况进行了合理预测，参数指标的选取较为谨慎，能够客观、全面的反映标的公司的股东全部权益价值。因此，本次交易定价合理、公允，未损害上市公司及中小股东的利益。

2、本次交易对价全部由上市公司以发行股份的方式支付，且交易对方通过本次交易获得的上市公司股份自该等新增股份上市之日起 60 个月内且完成业绩补偿（如有）及减值补偿（如有）前不得转让，锁定期及锁定金额已经覆盖整个业绩承诺期（本次交易对方业绩承诺期为 2018 年至 2022 年，长达 5 年）及收益法评估预测期的时间及净利润。本次交易的对价支付方式、新增股份锁定期限及业绩补偿安排能够切实可行地保障交易对方按时、足额履行业绩补偿义务，充分保护中小股东和上市公司利益。

3、在承诺年度期限届满时，上市公司将聘请具有从事证券期货业务资格的会计师事务所对标的资产进行减值测试，如果标的资产期末减值额大于承诺年度期限内已补金额，交易对方将对上市公司另行补偿。

4、在本次交易决策过程中，公司严格按照《上市规则》、《规范运作指引》等法规及公司《关联交易管理制度》的要求履行关联交易决策程序。公司董事会审议本次交易相关事项时，关联董事回避表决，也未代理其他董事行使表决权，董事会会议所做决议经全体非关联董事通过；公司股东大会审议本次交易相关事项时，采用现场投票、网络投票相结合的表决方式，充分保护中小股东行使投票权的权益，其中关联股东回避表决，也未代理其他股东行使表决权，股东大会会议所做决议经出席会议的非关联股东 2/3 以上通过，并对中小股东投票结果进行了单独统计。

5、在本次交易达成过程中，上市公司按照《上市公司信息披露管理办法》、《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》、《创业板信息披露业务备忘录第 13 号：重大资产重组相关事项》的要求充分履行了信息披露义务。

综上所述，综合考虑本次交易定价依据、交易方案设计、交易决策程序及

相关信息披露，本次交易方案充分保护了中小股东和上市公司的利益。

综上，贝得药业以前年度的持续投入为未来增长打下了基础，未来年度预测盈利水平具有较强的可实现性，本次交易承诺期口径的估值低于可比交易案例，交易作价合理，充分保护了中小股东和上市公司利益。

### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，本次交易定价合理，充分保护了中小股东和上市公司利益。

问题 3、请你公司：1) 对“交易标的定价的合理性分析”部分选取的可比公司、市盈率计算的合理性和适当性进行核查，并结合标的资产报告期业绩水平、业绩对赌期限、对赌期内业绩的可实现性等因素，补充披露市盈率指标计算的合理性，是否足以支持本次交易定价公允合理的结论。2) 对“本次交易对上市公司财务指标的影响”章节中的净利润、归属于母公司所有者的净利润等财务指标计算的准确性进行核查。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

#### (一) 选取的可比公司、市盈率计算的合理性和适当性分析

报告期内，贝得药业主要从事克拉霉素等原料药及拉西地平分散片等药品制剂的研发、生产、销售，其中原料药的占比逐期下降，报告期内各期销售收入占比分别为 86.92%、79.69%、75.74%，毛利占比分别为 88.61%、65.60%、39.42%；制剂的占比逐期上升。因此，公司结合可比上市公司的市盈率、市净率水平分析本次贝得药业定价的合理性时，既选取了从事抗感染类原料药生产的上市公司，也选取了从事心血管制剂产品生产的上市公司。截至本次交易的评估基准日 2018 年 6 月 30 日，可比上市公司估值情况如下：

证券代码	证券简称	扣除非经常性损益后的动态市盈率 (PE)	市净率 (PB)
002099.SZ	海翔药业	24.76	1.60
300194.SZ	福安药业	23.12	1.31
600789.SH	鲁抗医药	44.14	2.33
000705.SZ	浙江震元	52.08	1.52

证券代码	证券简称	扣除非经常性损益后的动态市盈率 (PE)	市净率 (PB)
000739.SZ	普洛药业	34.06	2.71
300485.SZ	赛升药业	23.66	2.90
600276.SH	恒瑞医药	83.08	17.02
603998.SH	方盛制药	77.02	3.66
600420.SH	现代制药	25.04	1.82
002437.SZ	誉衡药业	55.39	3.20
600422.SH	昆药集团	28.65	1.62
002603.SZ	以岭药业	28.18	2.27
平均值		41.60	3.50
贝得药业		28.85	2.61

数据来源：同花顺 iFinD

本次交易贝得药业以承诺的 2018 年度净利润计算的市盈率约为 28.85 倍，可比上市公司扣除非经常性损益后的动态市盈率平均值为 41.60 倍，本次交易价格对应的市盈率低于同行业上市公司平均水平。在计算可比公司市盈率时，按照贝得药业评估基准日可比公司的收盘价格计算得出的扣除非经常性损益后的动态市盈率，计算的市盈率合理、适当。

同行业上市公司市净率的平均值为 3.50 倍，本次贝得药业交易价格对应的市净率为 2.61 倍，本次交易价格对应的市净率低于同行业上市公司平均水平。

## (二) 市盈率指标计算合理，能够支持本次交易定价公允合理的结论

### 1、贝得药业处于业务快速发展的成长期

贝得药业研发拉西地平原料药和制剂的周期超过十年，在 2004 年贝得药业设立之初即开始准备。在这一过程中，主要依赖股东不断进行投入，研发项目本身几乎无法产生收入和利润，因此在研发完成前一直处于亏损状态。

自 2014 年起，贝得药业开始扭亏为盈，盈利能力逐步增强，并于 2017 年度弥补了累计亏损。报告期初至今，贝得药业在前期研发成果顺利转化的基础上处于业务快速发展的成长期，尽管报告期内净利润基数较小，但未来具有良好的发展空间，增长潜力较大，预测期的收入和利润均将保持较快增长。

与标的公司相比，可比上市公司业务发展较为成熟，利润规模相对较大。考虑到标的公司与可比上市公司处于不同的成长阶段，本次交易市盈率指标计算合理，足以支持定价公允合理的结论。

## 2、本次交易利润承诺期限长，交易方案的设计能够切实可行地保障交易对方按时、足额履行业绩补偿义务

交易对方对标的资产 2018-2022 年经审计的净利润进行了承诺，承诺期较可比交易长，并对实际盈利数不足利润预测数时的补偿方式进行了明确可行的约定。本次交易对价全部由上市公司以发行股份的方式支付，且交易对方通过本次交易获得的上市公司股份自该等新增股份上市之日起 60 个月内且完成业绩补偿（如有）及减值补偿（如有）前不得转让，锁定期及锁定金额已经覆盖整个业绩承诺期及收益法评估预测期的时间及净利润。

因此，本次交易利润承诺期限长，交易方案的设计可以切实可行地保障交易对方按时、足额履行业绩补偿义务，充分保护了中小股东和上市公司利益。

## 3、预测期内业绩承诺具有较强的可实现性

结合贝得药业报告期内盈利水平变动情况、未来业务发展预期、市场拓展及渗透计划、核心竞争优势、产品市场竞争程度等方面综合考虑，贝得药业未来年度预测盈利水平具有较强的可实现性。2018 年度，贝得药业实现营业收入 24,284.94 万元，扣除非经常性损益后归属于股东净利润 2,974.59 万元（未经审计），已超过业绩承诺数。随着“两票制”的深入实施、推广计划的稳步执行，贝得药业的业绩增长将得到有力保障。

综上所述，本次交易的市盈率指标充分考虑了标的公司未来经营业绩快速增长的预期，计算结果合理，能够支持本次交易定价公允合理的结论。

### （三）对“本次交易对上市公司财务指标的影响”章节中的净利润、归属于母公司所有者的净利润等财务指标计算的准确性进行核查

“本次交易对上市公司财务指标的影响”中的净利润、归属于母公司所有者的净利润情况如下：

主要财务指标	2018 年 6 月 30 日/2018 年 1-6 月			2017 年 12 月 31 日/2017 年度		
	实际值	备考值	增幅	实际值	备考值	增幅
净利润	-19,500.28	-17,992.42	7.73%	2,162.49	4,696.04	117.16%
归属于母公司所有者的净利润	-19,363.54	-17,855.68	7.79%	2,370.20	4,903.75	106.89%

公司将净利率、归属于母公司所有者的净利润实际值数据与披露的 2017 年年报、2018 年半年报中对应数据核对，金额一致；将备考值与立信所出具的

《审阅报告》（信会师报字[2018]第 ZF10667 号）中的对应数据核对，金额一致。

### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，公司市盈率指标计算合理，足以支持本次交易定价公允合理的结论；“本次交易对上市公司财务指标的影响”章节中的净利润、归属于母公司所有者的净利润等财务指标计算准确。

问题 15、申请文件显示，报告期内，标的资产克拉霉素原料药产能为 200 吨 / 年，报告期内，产能利用率分别为 90.75%、82.15%和 107.80%，产销率分别为 99.82%、95.79%和 84.71%，预测期各期内，标的资产克拉霉素原料药的产能基本达到满产满销水平。请你公司结合克拉霉素原料药所处的生命周期、可替代性、报告期内产能水平利用率和产销率情况、所处行业市场容量、标的资产行业地位、主要客户未来需求预期等因素，补充披露预测期内克拉霉素原料药销售量的预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

#### （一）克拉霉素原料药仍具备成长空间，具有不可替代性

##### 1、产品生命周期

克拉霉素属于大环内脂类抗生素，通常所说的大环内酯类抗生素是指链霉菌产生的广谱抗生素，具有基本的内酯环结构，对革兰阳性菌和革兰阴性菌均有效，尤其对支原体、衣原体、军团菌、螺旋体和立克次体有较强的作用。截至目前大环内脂类抗生素已经发展到了第三代，其中第一代大环内酯类抗生素，是指红霉素及其酯类衍生物，产品包括红霉素、琥乙红霉素、硬脂酸红霉素、红霉素碳酸乙酯、醋硬脂红霉素、乳糖酸红霉素、依托红霉素等；第二代大环内酯类抗生素品种则包括阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素、地红霉素和氟红霉素等；而第三代大环内酯类抗生素上市品种目前仅有泰利霉素。2010 年至 2015 年，我国大环内酯类药物的市场销售额从 59.63 亿元增加至 73.04 亿元，年复合增长率为 4.14%，呈现稳定增长状态。

克拉霉素是第二代大环内脂类衍生物，1982 年日本大正公司从改造 6-羟基



入手，成功合成了克拉霉素，其后将技术转让给美国雅培公司，1991年10月31日雅培公司生产的克拉霉素获FDA批准上市。克拉霉素因其优越的抗菌性及安全性，加之雅培公司良好的促销，销量节节攀升，成为大环内酯类抗生素的“重磅产品”。

克拉霉素制剂具有抗菌谱广、杀菌力强、血浆半衰期长、毒副作用较小等特点，在临床使用中显示了良好的效果，在抗感染药物治疗中具有不可替代的地位；克拉霉素可与其他一些药物联用，无明显不良的相互作用，因此适用于治疗疗程较长的感染性疾病。2010年至2015年，我国克拉霉素制剂市场销售额由10.52亿元增长到16.18亿元，年复合增长率为8.99%。

经过近30年的发展，克拉霉素的市场用量稳步增长，目前在发展中国家仍具备较大的增长空间。该产品已成功收录我国《国家基本药物目录》和《全国医保目录》。

## 2、克拉霉素具备不可替代性

克拉霉素具有高效、口服易于吸收，对酸稳定性好的特点，该药对革兰阳性菌的活性强，对酶稳定，在血清和肺组织中浓度高。临床证明体内活性是红霉素的6-10倍，是交沙霉素的14-35倍。并以改善生物利用度为特征，组织和细胞内分布极好、半衰期长，其不良反应发生率仅为3%，适用于治疗上呼吸道及下呼吸道和皮肤、软组织感染，已成为取代红霉素的大环内酯类抗生素品种。此外，美国FDA已批准将克拉霉素与洛赛克合用，作为幽门螺旋杆菌引起的胃及十二指肠溃疡的治疗方案；该药也是治疗艾滋病患者感染的首选药物；因此，该药已经是较为畅销的抗菌药物之一。

克拉霉素已成功收录我国《国家基本药物目录》和《全国医保目录》，属于已拥有成熟市场地位的大环内酯类药物，另外药物适应症和疗效亦具有一定的独特性和优势，该药品目前在其应用的领域具备不可替代性。

### （二）报告期内产能利用率和产销率处于较高水平

最近两年一期，贝得药业克拉霉素原料药的产能、产量及销售情况如下：

克拉霉素原料药（单位：吨）			
项目	2018年1-6月	2017年度	2016年度
产能	100.00	200.00	200.00
产量	107.80	164.30	181.50

产能利用率	107.80%	82.15%	90.75%
销量	91.31	157.37	181.17
产销率	84.71%	95.79%	99.82%

目前克拉霉素市场规模仍处于增长阶段，贝得药业从事克拉霉素原料生产经营多年，拥有较为稳定的客户关系及销售渠道。报告期内，贝得药业克拉霉素原料药的产能利用率和产销率处于较高水平，随着新增市场的拓展，预计未来产销量均有进一步增长的空间，因此本次评估预测年销量 200 吨具有合理性。

### （三）新增市场开拓取得良好成效

报告期内，贝得药业克拉霉素原料药对外销售主要销往印度、巴基斯坦等地。此外，标的公司积极拓展欧美日等发达地区的销售市场，该等市场对于同等产品来说具有更高的产品附加值，同时对于产品的资质认证要求也制定了更严格的标准。

针对美国市场，贝得药业于 2007 年 4 月 30 日向美国 FDA 递交了克拉霉素的 DMF（药品主文件）。2018 年，贝得药业向 FDA 递交了克拉霉素 DMF 文件完整性评估的申请，并于 2018 年 11 月 29 日正式进入 FDA 完整性评估的目录，意味着贝得药业的克拉霉素可以被任何一家进入美国市场的制剂厂商直接参引。

针对欧美市场，贝得药业克拉霉素的欧盟注册文件于 2008 年完成递交，于 2010 年 7 月 23 日首次获得 COS（欧洲药典适用性认证）证书，有效期为 5 年。2015 年 7 月 23 日顺利完成该证书更新，该证书长期有效。2018 年 8 月 30 日正式获得 EDQM（欧盟药品质量指导委员会）关于贝得药业克拉霉素工艺调整变更申请的批准。

针对日本市场，贝得药业于 2014 年 1 月 22 日向日本 PMDA（医药品医疗器械综合机构）递交医药品外国制造业者认定申请，并获得 AFM（医药品外国制造业者认定）证书，证书有效期为 5 年。2018 年 12 月 14 日顺利完成 AFM 证书的更新工作，有效期至 2024 年 1 月 21 日。2016 年 2 月 9 日，日本 PMDA 正式受理克拉霉素的产品注册文件，该受理证书长期有效。

在完成欧美日等发达地区的资质认证的基础上，贝得药业积极开拓该等市场的销售业务，目前已在塞浦路斯、日本、美国等国家实现了最终销售。

塞浦路斯终端客户 MEDOCHEMIE（麦道甘美）成立于 1976 年，该公司 2019 年 1 月向标的公司采购了 350KG 原料药产品，目前已发货。

日本终端客户 SAWAI 系日本最大的仿制药厂商之一，该公司于 2016 年 12 月 22 日对贝得药业进行现场考察，并采购了中试量，在 2019 年将启动 MF（Master File，原料药等注册原簿）激活，开展进一步的合作。

日本富山化学于 2017 年 3 月 30 日完成对贝得药业的现场考察工作，目前该公司新药已完成三期临床，预计未来对克拉霉素原料药的需求量在 20 吨/年左右。

通过印度第三大制药企业 AUROBINDO（阿拉宾度）进入美国市场，该公司 2017 年以来 3 次采购贝得药业的克拉霉素原料药用于放大试验，并于 2018 年 11 月 9 日向美国 FDA 递交了 ANDA（简略新药申请）申请，预计未来对克拉霉素原料药的需求量在 18 吨/年左右。

因此，贝得药业现有客户及上述新增客户的预计需求量合计可以使其克拉霉素原料药的产销量达到 200 吨。此外，日本长生堂、TEVA 等客户正在接触过程中。

综上所述，未来标的公司将和现有客户进行深度合作，扩大销售规模，并继续拓展欧美日等市场的终端客户，为标的公司实现克拉霉素原料药销量增长创造了空间。

#### （四）标的公司具有较强的市场地位

根据相关统计数据，2016 年克拉霉素制剂国内销售金额同比增速 12.61%，2009-2016 年期间年均复合增速 7.92%，国内销售额整体呈逐年增长的趋势，全球销售额 2015 年度达 10.80 亿美元。

截至本回复出具之日，通过查询公开信息，已取得克拉霉素原料药注册批件的药品生产企业共 22 家，其中目前生产规模较大、产品较为成熟的企业主要有浙江国邦药业有限公司、宜昌东阳光长江药业股份有限公司、浙江耐司康药业有限公司、宁夏启元国药有限公司、山东方明药业集团股份有限公司、黄石世星药业有限责任公司等。以上企业为贝得药业在克拉霉素原料药市场的竞争对手，简要情况如下：

序号	公司名称	注册资本	公司简介	主导产品
1	浙江国邦药业有限	13,880 万元	以医药化工技术为核心，	喹诺酮类抗菌药、大环

	公司		主要从事医药原料药和兽药原料药的研发、生产和经营，是国内化学合成医药原料、兽药原料的著名生产商	内酯类抗菌药、头孢类抗菌药，其中盐酸环丙沙星、恩诺沙星、阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、头孢替唑钠、马波沙星等
2	宜昌东阳光长江药业股份有限公司	45,202.285 万元	抗病毒产品、治疗内分泌及代谢性疾病产品、治疗心血管疾病的产品及其他产品	磷酸奥司他韦（可威）、替米沙坦（欧美宁）、苯磺酸氨氯地平（欣海宁）、苯溴马隆（尔同舒）及盐酸西替利嗪（喜宁）
3	浙江耐司康药业有限公司	31,443.8094 万元	是一家主要集科研与开发、生产和销售原料药的现代化企业	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸苯丝肼、非诺贝特等原料药
4	宁夏启元国药有限公司	6,200 万元	是宁夏启元药业有限公司的全资子公司，集研发、生产、销售为一体，具备原料药和各类中西药制剂生产能力	红霉素、盐酸四环素系列原料药
5	山东方明药业集团股份有限公司	21,000 万元	是一家集科、工、贸于一体的综合性药品生产企业，目前主要生产小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、软膏剂、原料药等 5 大剂型，拥有国药准字药品文号 128 个	各种小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、软膏剂、原料药
6	黄石世星药业有限责任公司	25,000 万元	是一家以原料药生产为主的企业，于 2005 年元月底通过 GMP 认证，产品技术成熟	主要生产的品种有琥乙红霉素、依托红霉素、阿奇霉素、盐酸羟苄唑、右旋酮洛芬等

贝得药业克拉霉素原料药于 2006 年完成首次注册，经过长时间的技术积累，贝得药业拥有了完整的产业链体系，已形成医药中间体-克拉霉素原料药-克拉霉素制剂一体化的业务模式，成为了能够同时从事相关原料药和制剂研发、生产和销售的企业。原料药生产制造行业属于技术密集型产业，只有经过长时间的技术积累才能实现产品质量的稳定性。标的公司在克拉霉素原料药领域经过 10 余年的生产经营，具有工艺技术优势、产业链优势、产品及品牌优势，和竞争对手相比具有一定的竞争力，产品质量得到下游制剂生产企业的高度认可，并保持长期稳定的合作关系。

贝得药业克拉霉素原料药的主要国内客户系优质上市公司客户，基本情况

如下：

序号	客户名称	注册资本	公司简介	主导产品
1	江苏恒瑞医药股份有限公司	368,244.2449 万元	是一家从事医药创新和高品质药品研发、生产及推广的医药健康企业，创建于 1970 年，2000 年在上海证券交易所上市，股票代码 600276。截至 2016 年底，全球共有有员工 12000 多人，市值超千亿元	主要包括抗肿瘤药、手术用药和造影剂
2	丽珠集团丽珠制药厂	45,000 万元	系丽珠医药集团股份有限公司（000513.SZ）的控股子公司，是丽珠集团的主要生产、加工基地	产品涉及抗生素、抗病毒、消化系统、心脑血管、生物制剂、中药制剂等领域
3	浙江震元制药有限公司	30,000 万元	系浙江震元股份有限公司（000705.SZ）的全资子公司，创建于 1958 年 9 月 1 日，为浙江省抗感染类药物生产基地，有着三十多年的抗生素、半合成抗生素生产历史	产品包括大环内酯类、氨基糖苷类、头孢菌素类、多烯类抗真菌抗生素原料及相应制剂

下游克拉霉素片剂的市场较集中，长期以来被两家公司占据主要份额，2016 年，雅培市场份额达 47.48%，恒瑞医药紧随其后，市场份额达 32.66%，其余公司均在 10% 以下。报告期内各期，恒瑞医药均系贝得药业的重要客户，能够进入该等客户的供应链，表明其对贝得药业产品质量和市场地位的认可。

总体来看，国内市场上具备克拉霉素原料药生产资质的企业数量较多，但实现规模化生产的企业较少。贝得药业在克拉霉素原料药生产领域具有较强的市场竞争力，品牌知名度较高，报告期内主要客户保持相对稳定。

#### （五）克拉霉素原料药销售量预测的依据及合理性

本次评估预测克拉霉素原料药的年销量以 200 吨为限，主要基于以下考虑：

1、克拉霉素已成功我国收录《国家基本药物目录》和《全国医保目录》，属于已拥有成熟市场地位的大环内酯类药物。其在药物适应症和疗效方面具有一定的独特性和优势，其应用的领域具备不可替代性。

2、目前克拉霉素市场规模仍处于增长阶段，标的公司从事克拉霉素生产经营多年，拥有较为稳定的客户关系及销售渠道。此外，标的公司已通过欧盟、美国、日本的药品资质认证，未来通过对欧美市场的拓展，销量及收入规模仍

有望取得进一步增长。结合标的公司产能利用率和产销率的水平，本次预测年销量 200 吨具有合理性。

3、国内市场上实现克拉霉素原料药规模化生产的企业较少。贝得药业在克拉霉素原料药生产领域具有较强的市场竞争力，品牌知名度较高，报告期内主要客户保持相对稳定。

综上，本次评估预测克拉霉素原料药年销量 200 吨具有合理性。

#### **【评估师核查意见】**

经核查，评估师认为，预测期内克拉霉素原料药销售量预测具有合理性。

**问题 16、**申请文件显示，报告期内拉西地平分散片、辛伐他汀片、克拉霉素片、阿奇霉素分散片产能及销量水平均以万片为单位列示，头孢克洛胶囊、罗红霉素胶囊产能及销量水平均以万粒为单位列示，注射用阿奇霉素、注射用奥美拉唑钠产能及销量水平均为万瓶为单位列示。预测期内，标的资产上述主要产品预测销售数量分别以万片、盒列示。请你公司：**1）**将上述主要产品报告期及预测期内产能水平、生产数量、销售数量等数据以统一可比单位列示。**2）**结合拉西地平分散片、辛伐他汀片、克拉霉素片等制剂类产品的取得上市许可的时间、实际推广及销售情况、市场占有率和认可度、并对比可比公司可比药品推广周期及销售情况等，补充披露报告期内拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品报告期内产能利用率较低的原因。**3）**结合报告期内拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品报告期内的实际产销率情况、市场开拓情况、已进入市场的市场容量、标的资产的市场占有率、市场渗透率、新市场进入难度、未来市场渗透计划及可实现性、所处市场的竞争程度、标的资产各产品所处的市场地位、产品生命周期情况、更新换代风险等因素，补充披露预测期内，拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品在不同地区预测销售数量的预测依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

#### **【回复】**

**（一）**将上述主要产品报告期及预测期内产能水平、生产数量、销售数量等数据以统一可比单位列示。

公司在《重组报告书》“第五章 标的公司评估情况/四、贝得药业的评估情况/（二）收益法评估情况/2、收入及成本预测”中涉及销量、产量、单价的

单位已按照下列标准换算并统一列示：

- 1、克拉霉素 1,000Kg=1 吨
- 2、甲基化物 1,000Kg=1 吨
- 3、“辛伐他汀片”标准盒=0.01g\*10 片/板\*2/盒
- 4、“克拉霉素片”标准盒=0.25g\*6 片/板/盒
- 5、“注射用阿奇霉素”标准盒=0.25g\*1 瓶/盒

(二) 结合拉西地平分散片、辛伐他汀片、克拉霉素片等制剂类产品的取得上市许可的时间、实际推广及销售情况、市场占有率和认可度、并对比可比公司可比药品推广周期及销售情况等，补充披露报告期内拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品报告期内产能利用率较低的原因。

最近两年及一期，贝得药业制剂产品的产能、产量情况如下：

拉西地平分散片、辛伐他汀片、克拉霉素片、阿奇霉素分散片（单位：万片）			
项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
产能	25,000.00	50,000.00	50,000.00
产量	7,025.45	11,293.97	11,240.08
产能利用率	28.10%	22.59%	22.48%
头孢克洛胶囊、罗红霉素胶囊（单位：万粒）			
项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
产能	25,000.00	50,000.00	50,000.00
产量	975.05	1,167.16	1,310.99
产能利用率	3.90%	2.33%	2.62%
注射用阿奇霉素、注射用奥美拉唑钠（单位：万瓶）			
项目	2018 年 1-6 月	2017 年度	2016 年度
产能	2,000.00	4,000.00	4,000.00
产量	345.61	473.58	472.68
产能利用率	17.28%	11.84%	11.82%

报告期内，贝得药业制剂类产品的产能利用率较低，主要系由制剂产品的销售推广情况、产品市场地位及制剂产品产能建设特点等因素所形成，具体如下：

- 1、贝得药业各类制剂产品的上市时间、推广和销售情况导致目前产销规模较小

贝得药业各类制剂产品取得注册批件的日期情况如下：

序号	药品名称	剂型	药品批准文号	批准日期	发证部门
1	头孢克洛胶囊	胶囊剂	国药准字 H20083278	2008/5/4	浙江省食品药品监督管理局
2	罗红霉素胶囊	胶囊剂	国药准字 H20083279	2008/5/4	浙江省食品药品监督管理局
3	阿奇霉素分散片	片剂	国药准字 H20083280	2008/5/4	浙江省食品药品监督管理局
4	克拉霉素片	片剂	国药准字 H20083281	2008/5/4	浙江省食品药品监督管理局
5	辛伐他汀片	片剂	国药准字 H20103498	2010/8/31	浙江省食品药品监督管理局
6	拉西地平分散片	片剂	国药准字 H20100129	2014/2/19	浙江省食品药品监督管理局
7	注射用阿奇霉素 0.25g	注射剂	国药准字 H20065690	2006/6/18	浙江省食品药品监督管理局
8	注射用奥美拉唑 钠	注射剂	国药准字 H20084263	2008/9/22	浙江省食品药品监督管理局

贝得药业制剂产品的销售模式包括投标模式和代理模式，其中拉西地平分散片主要采用投标模式，克拉霉素片、阿奇霉素分散片、注射用阿奇霉素、头孢克洛胶囊、罗红霉素胶囊、辛伐他汀片、注射用奥美拉唑钠等其他制剂则采取经销商代理模式。

拉西地平分散片于 2014 年批准上市，该产品目前尚处于市场开拓阶段，产能尚未充分释放，目前的产能利用率较低，但产销量增长迅速，2016 年度、2017 年度及 2018 年度销量分别为 873.96 万片、2,062.16 万片及 3,706.45 万片。随着该产品销量的扩大，其产能利用率逐步提高。

除拉西地平分散片以外，贝得药业其他制剂产品取得上市许可时间较早，但该等产品均属于在临床上已经广泛使用或使用多年的常规药品，生产厂家较多，竞争较为激烈，标的公司凭借自身的品牌知名度和推广能力，很难通过投标模式进入公立医院市场，因此通过代理模式进行销售，终端客户为非营利性医疗机构以外的其他医疗机构，主要有药店和私人诊所等，该类产品的市场地位不高，生产销售规模有限。

报告期内，贝得药业因上述产品市场开拓阶段及所处细分市场特点等原因，尚未就上述制剂产品进行大量商业推广，客观上导致目前产销规模较小，产能



利用率较低。

## **2、拉西地平分散片市场占有率和认可度尚在提升，其他产品市场地位相对不高**

拉西地平分散片属于新药，该产品生产厂家较少，包括贝得药业在内的国内同剂型生产厂家只有两家，在现有的药品集中采购政策下，主要通过投标模式顺利进入医院市场。贝得药业的拉西地平分散片产品目前尚处于市场开拓阶段，根据米内网统计数据，拉西地平制剂最近三年样本公立医院终端的年平均销售总额为 40,922 万元，由此测算的贝得药业相应产品的市场占有率较低，但报告期内处于快速增长阶段。2016 年度、2017 年度及 2018 年度，贝得药业实现的拉西地平分散片销售收入分别为 272.02 万元、1,637.81 万元、4,073.55 万元，年复合增长率达 286.98%，该产品是标的公司未来的业绩增长点，随着市场开拓的进展，其市场占有率和认可度将持续提升。

除拉西地平分散片以外的其他制剂产品均属于在临床上已经广泛使用或使用多年的常规药品，标的公司受限于自身资本实力、品牌知名度等因素影响，在细分领域中的市场地位不高，报告期内产销规模有限，也不是标的公司收入和利润的主要来源。

## **3、可比药品市场竞争环境为标的公司未来扩大生产销售、提高产能利用率创造了空间**

目前国内具有拉西地平生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司的产品为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及贝得药业同为分散片剂；另外葛兰素史克集团公司也在国内市场销售普通片剂，但其产品价格较高，定位于高端市场。总体来看，拉西地平市场竞争较为缓和。2017 年以来，随着全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在 27 个省份成功中标，并在 18 个省份实现销售，报告期内相关产品销售收入大幅提高，未来拉西地平扩大生产销售、提高产能利用率将有较大空间。

除拉西地平分散片外的其他制剂产品均为成熟产品，竞争较为激烈，大规模企业具有较为明显的竞争优势，标的公司未来将在保持该等产品现有市场份

额的基础上努力争取生产销售规模的扩大。

综合上述情况，标的公司未来将积极利用拉西地平竞争格局，扩大产品的生产销售规模，同时努力争取其他产品的生产销售规模的扩大，从而提升整体产能利用率。

#### 4、制剂产能建设通常具有冗余的特点

和原料药生产不同，制剂生产以物理加工、包装为主，多种产品共线生产。和新建原料药车间相比，制剂车间在一定范围内的不同产能规模所需的资金投入规模差异较小，基于该方面的考虑，生产企业在筹建生产线时通常会保留一定的产能冗余。标的公司在现有生产线建设时设计了较大的产能规模，在现阶段生产所需之外，为未来的制剂生产留足了产能，因此也导致了目前总体产能利用率较低。

综上所述，由于制剂产品的销售推广情况、产品市场地位及制剂产品产能建设特点等因素，标的公司报告期内制剂产品产能利用率较低，但随着拉西地平产品市场占有率的提高和产销规模的持续扩大，未来标的公司总体的产能利用率将持续提升。

（三）结合报告期内拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品报告期内的实际产销率情况、市场开拓情况、已进入市场的市场容量、标的资产的市场占有率、市场渗透率、新市场进入难度、未来市场渗透计划及可实现性、所处市场的竞争程度、标的资产各产品所处的市场地位、产品生命周期情况、更新换代风险等因素，补充披露预测期内，拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品在不同地区预测销售数量的预测依据及可实现性。

标的公司制剂产品的销量和营业收入评估预测情况如下：

单位：万元

产品名称/年度		2018年 7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
拉西地平分散片	销量（万片）	1,255.11	3,804.75	6,134.75	8,475.81	10,888.95
	收入（万元）	2,051.29	5,100.00	8,319.83	11,606.03	14,903.45
辛伐他汀片	销量（万片）	5,667.46	10,626.31	11,476.41	12,165.00	12,773.25
	收入（万元）	524.24	982.93	1,061.57	1,125.26	1,181.53
克拉霉素片	销量（万片）	891.12	1,468.28	1,512.32	1,557.69	1,604.42
	收入（万元）	365.36	601.99	620.05	638.65	657.81

产品名称/年度		2018年 7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
注射用阿奇霉素	销量（万瓶）	133.89	429.98	455.78	474.01	488.23
	收入（万元）	117.82	378.38	401.08	417.13	429.64

由上表所示，预测期制剂产品的销量和营业收入主要来源于拉西地平分散片的销售。

预测期内，辛伐他汀片等其他制剂产品收入占比较小，销售增长率较低。由于辛伐他汀片等其他制剂通过代理模式进行销售，终端客户为非营利性医疗机构以外的其他医疗机构，主要有药店和私人诊所等，该类市场在各大医药数据库无公开统计数据，难以获取该类产品在相关市场的情况。其销量和营业收入的预测，主要根据历史数据进行考虑，预测期各类药品的销量及单价变动不大，本次评估预测系按照历史期水平并考虑一定的增长率进行预测。

因此，对于预测期的销售预测主要围绕拉西地平分散片的市场开拓情况、市场占有率以及未来市场渗透计划等进行具体分析。

### 1、报告期内制剂产品实际产销情况良好

报告期内，标的公司主要制剂产品的产销率情况如下：

产品名称/年度	2016年	2017年	2018年1-6月
拉西地平分散片	66.42%	147.21%	92.22%
辛伐他汀片	97.78%	109.93%	93.88%
克拉霉素片	80.44%	104.26%	93.15%
注射用阿奇霉素	116.36%	103.25%	95.87%

由上表所示，报告期内，标的公司主要制剂产品产销率较高，各类产品的产销量均持续上升。

### 2、拉西地平分散片作为第三代钙拮抗剂产品，具有较大的市场成长空间

我国人口基数大，高血压患者多，随着我国步入老龄化社会，高血压患者还将持续增长。根据米内网的统计，抗高血压药物在中国医院用药市场的销售规模自2003年以来一直稳步增长，2011年受到针对162种抗高血压药物降价的政策影响，增幅有所放缓，但随后增长速度持续恢复。2016年全国医院市场中高血压药物市场规模达到516亿元，年同比增长10.92%。钙拮抗剂是最主要的抗高血压药物之一，市场份额占30.38%，约为156亿元。

钙离子通道拮抗剂研发至今的50年中，已经从硝苯地平药品为代表的第

代、非洛地平为代表的第二代，进入拉西地平、氨氯地平为代表的第三代。其中主要品种的性能比较情况如下：

药物名称	代别	药品特点	与拉西地平分散片相比的优势	与拉西地平分散片相比的劣势
硝苯地平	一代	作用时间短，但起效快，不良反应多。	起效快，可做为速释制剂，用于危重病人的急救；适应症更多，除高血压外，可用于冠以病的治疗。	作用时间短，一天多次给药，不良事件较常见。
硝苯地平(缓释)	二代	利用药物制剂技术控制药物的释放来达到更好的治疗效果。	适应症更多，可用于冠心病的治疗。	不良反应更多，药物禁忌更多，安全性更低，耐受性更差。
尼卡地平	一代	传统的短效制剂，一天多次给药，不良事件较常见。	起效快，可做为速释制剂，用于危重病人的急救；适应症更多，除高血压外，可用于冠以病的治疗。	作用时间短，一天多次给药，不良事件较常见。
尼卡地平(缓释)	二代	利用药物制剂技术控制药物的释放来达到更好的治疗效果。	适应症更多，可用于冠心病的治疗。	不良反应更多，药物禁忌更多，安全性更低，耐受性更差。
地尔硫卓	一代	传统的短效制剂，一天多次给药，不良事件较常见。	适应症更多，可用于冠心病和肥源性心肌病的治疗。	作用时间短，一天多次给药，不良事件较常见。
地尔硫卓(缓释)	二代	利用药物制剂技术控制药物的释放来达到更好的治疗效果。	适应症更多，可用于冠心病和肥源性心肌病的治疗。	不良反应更多，药物禁忌更多，安全性更低，耐受性更差。
非洛地平缓释片	二代	长效，不良反应低，降压效果好，患者依从性好。	起效相对较快。	降压效果略差，不良反应发生率略高。
尼莫地平	二代	可用于脑部的治疗。	治疗脑功能损伤、偏头疼等药物。	适应症不一致，不适用于全身血压的降低。
贝尼地平	二代	可有效控制原发性高血压，尤其可良好控制清晨高血压，不良反应小、耐受性好的降压药物，在治疗高血压的同时可有效降低左心室重量指数(LVMI)，并防治相关的伴发疾病。	适应症更多，可治疗心绞痛；降压有效率高。	不良反应略高；需多次服用。
氨氯地平	三代	普通制剂，长血浆半衰期，延长药物在血浆中存在的时间，在细胞膜上与受体结合的时间仍较短。	适应症更多，可用于冠心病的治疗	不良反应更多，药品安全相对较低。

药物名称	代别	药品特点	与拉西地平分散片相比的优势	与拉西地平分散片相比的劣势
左氨氯地平	三代	普通制剂，降压效果与氨氯地平相当，但氨氯地平有保护血管内皮。	适应症更多，可用于冠心病的治疗。	不良反应相对氨氯地平为低。
乐卡地平	三代	长效，不良反应低，降压效果好，患者依从性好。	血管选择性略强。	不良反应发生率略高，血管保护作用略差，耐受性与拉西地平相当。
拉西地平	三代	拉西地平是高脂溶性物质，部分药物渗入脂质中缓慢释放，故该药维持时间较长，每日只需口服1次，降压作用强而持久；它的显著特点是剂量小，起效缓慢，比标准的双氢吡啶衍生物有更强的选择性。	-	-

从上表的分析比对可见，第一代、第二代钙拮抗剂药普遍存在不良反应多、安全性低，耐受性差的问题，使高血压患者心脏病发作的危险性增高；还可能引起反射性交感神经兴奋，心肌耗氧增加和强化心律失常，并不能有效降低发病率和死亡率；在改善病人生活质量方面也不令人满意。美国 FDA 已对短效硝苯地平等第一代药物的使用作出了限制。专家认为，第三代钙拮抗剂与钙通道复合物具有特异的高亲和性结合位点，用药次数少，血药浓度较为平稳，是目前较为安全、有效的高血压药物。从药品的性能比较和更新换代的需求看，第三代钙拮抗剂有替代第一代、第二代的趋势，拉西地平作为第三代产品中具有独特优势的品种，目前市场销量尚未充分释放，其市场份额的增长潜力很大。

根据米内网的统计，最近三年拉西地平在样本公立医院终端的年平均销售总额为 40,922 万元，具有较大的增长空间。其中根据各省份人口及高血压发病率（上海预防医学期刊《2000-2010 年我国高血压患病率系统综述》）以及各省份人口对各个省份的医院市场容量测算的具体情况如下：

省份	拉西地平销售情况（万元）	钙拮抗剂市场容量（万元）
江西	1,241.05	47,540.76
浙江	1,945.22	74,515.93
江苏	2,758.45	105,668.37
广东	2,205.66	84,492.98
福建	1,265.31	48,470.74

省份	拉西地平销售情况（万元）	钙拮抗剂市场容量（万元）
安徽	2,042.45	78,240.96
山西	1,286.82	49,294.75
河南	2,590.39	99,230.46
山东	3,302.54	126,511.09
河北	2,514.98	96,341.90
北京	799.60	30,630.49
黑龙江	1,425.09	54,591.29
四川	2,151.97	82,435.80
湖南	1,914.46	73,337.72
辽宁	1,631.62	62,502.66
新疆	620.93	23,786.25
云南	1,189.93	45,582.75
广西	916.40	35,104.72
重庆	798.73	30,597.05
贵州	856.41	32,806.68
湖北	1,706.43	65,368.55
内蒙古	907.34	34,757.89
吉林	995.57	38,137.79
天津	574.70	22,015.26
海南	177.25	6,789.84
宁夏	182.39	6,986.49
青海	159.12	6,095.04
上海	873.77	33,472.01
西藏	77.91	2,984.33
陕西	1,085.22	41,571.53
甘肃	724.30	27,745.90
<b>合计</b>	<b>40,922.00</b>	<b>1,567,607.98</b>

由上表可见，拉西地平产品在各省份均有较大的成长空间。

### 3、标的公司拉西地平分散片市场开拓取得了良好成效

#### (1) 拉西地平市场竞争较为缓和，标的公司的市场占有率逐步提高

拉西地平分散片属于新药，该产品生产厂家较少，包括贝得药业在内的国内分散片剂同剂型生产厂家只有两家，市场竞争比较缓和。在现有的药品集中

采购政策下，标的公司通过投标模式顺利进入医院市场，实现产品销售的增长。2016年-2018年度，标的公司已实现拉西地平分散片的销售收入分别为272.02万元、1,637.81万元、4,073.55万元，年复合增长率达286.98%，随着市场开拓的进展，其市场占有率和认可度将持续提升。

## (2) 标的公司拉西地平分散片市场渗透率逐步提高

报告期内，标的公司抓住“两票制”改革的市场机遇，拉西地平分散片的销售省份覆盖数量和销售医院覆盖数量均持续增长，市场渗透持续提升。

目前贝得药业拉西地平分散片在27个省份中标，在售的有18个省份。除了福建省及北京市外，其他省份终端医院销售情况均可以在省级药品集中采购平台上查询。根据集中采购平台的查询情况，2016年度、2017年度、2018年度除福建省及北京市以外的各省份医院数量情况如下：

序号	省份	医院数量		
		2018年度	2017年度	2016年度
1	江西	172	61	
2	浙江	226	83	3
3	山西	98	57	
4	四川	183	135	59
5	广东	85	37	19
6	安徽	17	16	7
7	湖南	62	34	19
8	河北	13	1	
9	湖北	7	7	6
10	辽宁	8	12	
11	吉林	1		
12	内蒙古	6	3	
13	河南	1	2	1
14	广西	12		
15	重庆	1	4	1
16	新疆	3		
合计		895	452	115

注：该数据通过药品集中采购平台查询，包括投标模式和代理模式两种销售模式下标的公司拉西地平分散片进入终端医院的数量情况。

由上表可知，2017年全国实施两票制以来，标的公司拉西地平分散片的销售金额迅速增长，销售省份和覆盖的公立医院数量显著增加。

## 4、标的公司为拉西地平分散片未来市场推广制定了切实可行的市场拓展及渗透计划

为了促进拉西地平分散片的销售收入实现持续增长，贝得药业一方面及时把握“两票制”带来的市场机会，通过投标模式已取得了一定的成效；另一方面制定了具体的推广计划，未来将根据相关计划稳步实施。

贝得药业未来将继续采用投标模式和代理模式相结合的方式，将销售区域划分为三个营销大区，各区配备区域经理、商务代表、学术代表、市场专员等专职销售人员，定期对市场营销环境、目标、计划、业务活动进行核查分析。在此基础上，标的公司将借助配送商的网络，利用配送商与医院的联系进入医院的采购目录；再以当地市场对拉西地平分散片的熟悉程度选择推广商，视情况组织宣传、教育、学术推广等相应的推广活动。与此同时，构建全国商业网络，实现已开发二级以上医院附近的药店重点布局，百强连锁、省级有影响力的连锁、区域性强势单体药店铺货。此外，打造样板诊所，开展VIP特色活动，通过产品疗效印证、产品价值宣讲与品牌传播，逐步形成口碑，逐步打造终端高血压用药知名品牌和黄金单品。

贝得药业制定了具体的产品推广计划，逐步加强推广力度，充分利用患者对慢性病药物存在的长期依赖性特点，以保障拉西地平分散片销售收入的持续增长。

## 5、本次评估对未来销售的预测谨慎合理，可实现性较高

### (1) 销售数量的预测依据

拉西地平分散片的销售数量系根据各个省份市场占有率的预测进行确定，报告期内，标的公司在江西、浙江、福建、山西等地有较高的市场占有率，标的公司在这几个省份的销售已逐渐趋于成熟。根据以上省份市场占有率的历史完成情况，并结合标的公司销售及推广方案，标的公司将已中标省份主要划分为三大区域，针对三大区域采取不同的销售策略和发展目标，制定不同的推广方案，预测的市场占有率亦有明显的不同。

在此基础上，未来期间的市场占有率情况如下：

省份	钙拮抗剂市场容量 量（万元）	预测期市场占有率				
		2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
江西	47,540.76	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%
浙江	74,515.93	0.81%	1.21%	1.61%	2.01%	2.28%
江苏	105,668.37	0.13%	0.28%	0.57%	0.85%	1.14%



广东	84,492.98	0.59%	0.83%	1.18%	1.78%	2.25%
福建	48,470.74	1.44%	1.75%	1.96%	2.27%	2.27%
安徽	78,240.96	0.13%	0.26%	0.45%	0.64%	1.09%
山西	49,294.75	1.14%	1.39%	1.39%	1.39%	1.39%
河南	99,230.46	0.28%	0.42%	0.81%	1.21%	1.41%
山东	126,511.09	0.07%	0.24%	0.40%	0.87%	1.34%
河北	96,341.90	0.06%	0.31%	0.62%	0.93%	1.35%
北京	30,630.49	0.18%	0.27%	0.46%	0.91%	1.37%
黑龙江	54,591.29	0.05%	0.27%	0.55%	0.73%	1.04%
四川	82,435.80	0.51%	0.61%	0.68%	0.85%	1.04%
湖南	73,337.72	0.08%	0.20%	0.48%	0.75%	1.04%
辽宁	62,502.66	0.04%	0.19%	0.48%	0.77%	1.04%
新疆	23,786.25	0.00%	0.12%	0.24%	0.63%	1.05%
云南	45,582.75	0.00%	0.06%	0.33%	0.66%	1.04%
广西	35,104.72	0.16%	0.24%	0.32%	0.57%	1.03%
重庆	30,597.05	0.05%	0.10%	0.26%	0.52%	1.05%
贵州	32,806.68	0.00%	0.04%	0.09%	0.49%	1.07%
湖北	65,368.55	0.02%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
内蒙古	34,757.89	0.16%	0.24%	0.32%	0.58%	1.04%
吉林	38,137.79	0.07%	0.11%	0.26%	0.79%	1.05%
天津	22,015.26	-	-	-	-	-
海南	6,789.84	-	-	-	-	-
宁夏	6,986.49	-	-	-	-	-
青海	6,095.04	-	-	-	-	-
上海	33,472.01	-	-	-	-	-
西藏	2,984.33	-	-	-	-	-
陕西	41,571.53	-	-	-	-	-
甘肃	27,745.90	-	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>1,567,607.98</b>	<b>0.31%</b>	<b>0.45%</b>	<b>0.64%</b>	<b>0.92%</b>	<b>1.20%</b>

除克拉霉素原料药及拉西地平分散片外，标的公司主营业务收入还包括辛伐他汀片、克拉霉素片等产品的销售收入，结合历史数据来看，这类药品销量及单价变动不大，本次评估预测按照历史期水平并考虑一定的增长率进行预测。

## (2) 销售数量的可实现性

①2018 年度实际销售数量已超出评估预测数量

根据贝得药业的销售收入明细账，2018 年 7-12 月，标的公司拉西地平分散片已实现销售数量 2,028.49 万片，目标销售数量为 1,255.11 万片，完成率 161.62%。2018 年度实际销售数量已超出评估报告的预测数量。

②在手订单能够保障 2019 年预测销售金额的实现

截至 2018 年 12 月 31 日，标的公司拉西地平分散片在手订单金额为 7,415.65 万元，超过 2019 年度预测的 5,100.00 万元拉西地平销售额，能够保障 2019 年预测销售金额的实现。

综上，预测的销售量具有较强的可实现性。

**【评估师核查意见】**

经核查，评估师认为，报告期内拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品报告期内产能利用率较低具有合理原因，同时，随着拉西地平分散片销量的扩大，制剂生产线的产能利用率将逐步提高；预测期内，拉西地平分散片、辛伐他汀片等产品在不同地区预测的销售量具有可实现性。

问题 17、申请文件显示：1) 报告期内，标的资产克拉霉素销售单价呈下降趋势，分别为 976.12 元/公斤、936.30 元/公斤和 952.01 元/公斤，预测期内销售价格分别为 1,043.83 元/公斤、1,120.69 元/公斤、1,120.69 元/公斤、1,120.69 元/公斤、1,120.69 元/公斤。2) 报告期内，拉西地平分散片销售价格大幅攀升，分别为 0.31 元/片、0.79 元/片和 1.08 元/片。预测期内，拉西地平分散片销售价格分别为 1.63 元/片、1.34 元/片、1.36 元/片、1.37 元/片和 1.37 元/片。请你公司：1) 结合克拉霉素报告期内销售单价的变动趋势、可比产品售价水平、未来年度克拉霉素所处市场的竞争程度和可替代性、下游产品价格变动预期对克拉霉素销售价格的影响等因素，补充披露预测期内克拉霉素原料药销售价格的预测依据及可实现性。2) 结合拉西地平分散片报告期内销售单价、可比公司可比产品销售价格水平、可替代性、所处市场的产品竞争程度、并结合近年来我国药品采购政策变动及药品流通体制改革情况等因素，补充披露预测期内拉西地平分散片销售单价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

## 【回复】

(一) 结合克拉霉素报告期内销售单价的变动趋势、可比产品售价水平、未来年度克拉霉素所处市场的竞争程度和可替代性、下游产品价格变动预期对克拉霉素销售价格的影响等因素，补充披露预测期内克拉霉素原料药销售价格的预测依据及可实现性。

### 1、报告期内克拉霉素价格传导滞后，期后价格已上升至评估预测水平

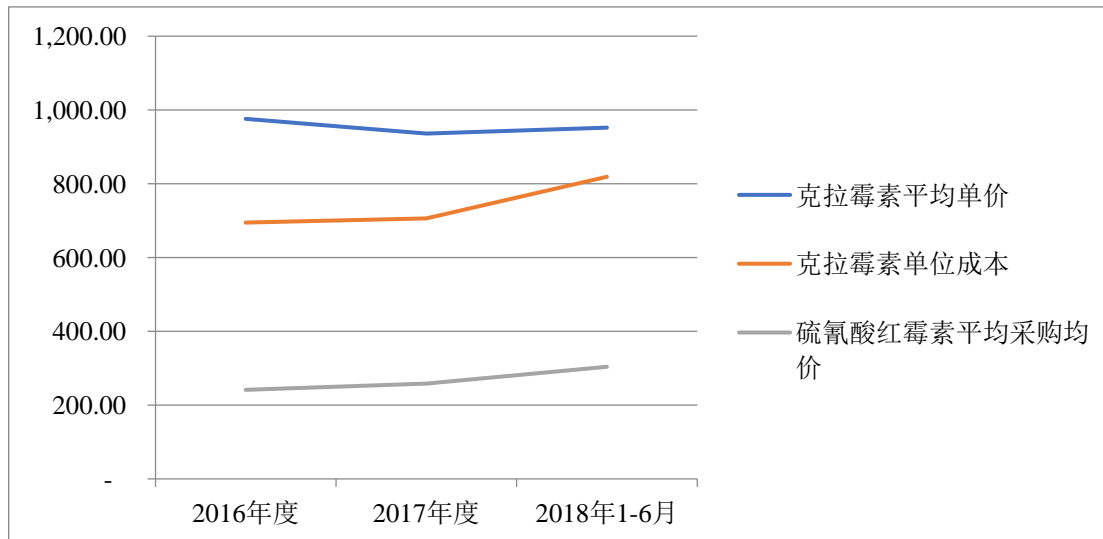
报告期内，贝得药业的主要产品克拉霉素原料药（不含税均价）变动情况如下表所示：

单位：元

名称	计量	2018年1-6月		2017年		2016年
		单价	变动率	单价	变动率	单价
克拉霉素原料药	Kg	952.01	1.68%	936.30	-4.08%	976.12

报告期内，贝得药业克拉霉素原料药的平均销售单价及单位成本与主要原材料硫氰酸红霉素的采购单价变动趋势如下：

单位：元

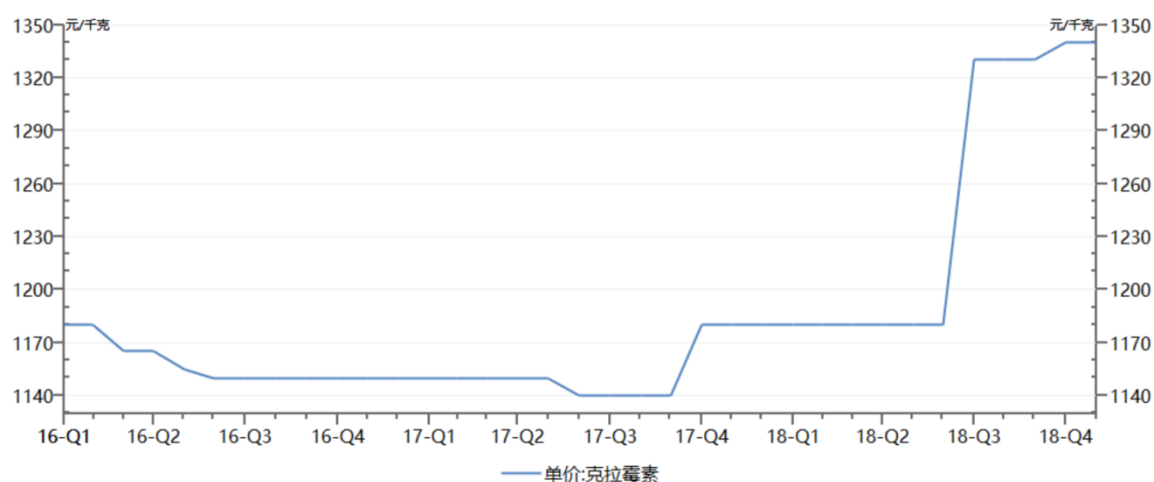


报告期内，受供给趋紧影响，贝得药业生产克拉霉素原料药的主要原材料硫氰酸红霉素涨价，使得克拉霉素原料药的单位成本随着硫氰酸红霉素价格上涨而大幅上涨，但由于从原材料价格到产品价格的传导存在一定滞后性，报告期内贝得药业克拉霉素原料药的价格未能随硫氰酸红霉素的价格上涨而立即上涨。

截至 2018 年 12 月 31 日，根据标的公司近期签订的克拉霉素原料药销售合同统计，克拉霉素原料药销售均价在 1,100 元/公斤（不含税）以上，7-12 月的销售价格上升，与评估预测的 2018 年下半年克拉霉素单价水平基本一致。

## 2、可比产品销售单价变动趋势和标的公司一致

根据 wind 行业数据统计，最近两年国内克拉霉素原料药价格如下图所示：



数据来源：Wind

注：以上单价为含税价格，折算成不含税单价后基本与标的公司的单价水平一致。

2016 年以来，wind 行业数据统计的国内克拉霉素原料药单价变动趋势与标的公司克拉霉素原料药单价变动趋势一致，与评估预测期内销售价格水平一致。

## 3、克拉霉素竞争格局较为稳定，具有不可替代性

### (1) 标的公司具有较强的市场竞争地位

截至本回复出具之日，通过查询公开信息，已取得克拉霉素原料药注册批件的药品生产企业共 22 家，其中目前生产规模较大、产品较为成熟的企业主要有浙江国邦药业有限公司、宜昌东阳光长江药业股份有限公司、浙江耐司康药业有限公司、宁夏启元国药有限公司、山东方明药业集团股份有限公司、黄石世星药业有限责任公司等。以上企业为贝得药业在克拉霉素原料药市场的竞争对手，简要情况如下：

序号	公司名称	注册资本	公司简介	主导产品
1	浙江国邦药业有限公司	13,880 万元	以医药化工技术为核心，主要从事医药原料药和兽药原料药的研发、生产和经营，是国内化学合成医药原料、兽药原料的著名生产商	喹诺酮类抗菌药、大环内酯类抗菌药、头孢类抗菌药，其中盐酸环丙沙星、恩诺沙星、阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、头孢替唑钠、马

				波沙星等
2	宜昌东阳光长江药业股份有限公司	45,202.285万元	抗病毒产品、治疗内分泌及代谢性疾病产品、治疗心血管疾病的产品及其他产品	磷酸奥司他韦(可威)、替米沙坦(欧美宁)、苯磺酸氨氯地平(欣海宁)、苯溴马隆(尔同舒)及盐酸西替利嗪(喜宁)
3	浙江耐司康药业有限公司	31,443.8094万元	是一家主要集科研与开发、生产和销售原料药的现代化企业	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、盐酸苯丝肼、非诺贝特等原料药
4	宁夏启元国药有限公司	6,200万元	是宁夏启元药业有限公司的全资子公司,集研发、生产、销售为一体,具备原料药和各类中西药制剂生产能力	红霉素、盐酸四环素系列原料药
5	山东方明药业集团股份有限公司	21,000万元	是一家集科、工、贸于一体的综合性药品生产企业,目前主要生产小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、软膏剂、原料药等5大剂型,拥有国药准字药品文号128个	各种小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂、软膏剂、原料药
6	黄石世星药业有限责任公司	25,000万元	是一家以原料药生产为主的企业,于2005年元月底通过GMP认证,产品技术成熟	主要生产的品种有琥乙红霉素、依托红霉素、阿奇霉素、盐酸羟苄唑、右旋酮洛芬等

贝得药业克拉霉素原料药于2006年完成首次注册,经过长时间的技术积累,贝得药业拥有了完整的产业链体系,已形成医药中间体-克拉霉素原料药-克拉霉素制剂一体化的业务模式,成为了能够同时从事相关原料药和制剂研发、生产和销售的企业。原料药生产制造行业属于技术密集型产业,只有经过长时间的技术积累才能实现产品质量的稳定性。标的公司在克拉霉素原料药领域经过10余年的生产经营,具有工艺技术优势、产业链优势、产品及品牌优势,和竞争对手相比具有一定的竞争力,产品质量得到下游制剂生产企业的高度认可,并保持长期稳定的合作关系。

贝得药业克拉霉素原料药的主要国内客户系优质上市公司客户,基本情况如下:

序号	客户名称	注册资本	公司简介	主导产品
1	江苏恒瑞医药股份有限公司	368,244.2449万元	是一家从事医药创新和高品质药品研发、生产及推	主要包括抗肿瘤药、手术用药和造影剂

			广的医药健康企业，创建于1970年，2000年在上海证券交易所上市，股票代码600276。截至2016年底，全球共有有员工12000多人，市值超千亿元	
2	丽珠集团丽珠制药厂	45,000 万元	系丽珠医药集团股份有限公司（000513.SZ）的控股子公司，是丽珠集团的主要生产、加工基地	产品涉及抗生素、抗病毒、消化系统、心脑血管、生物制剂、中药制剂等领域
3	浙江震元制药有限公司	30,000 万元	系浙江震元股份有限公司（000705.SZ）的全资子公司，创建于1958年9月1日，为浙江省抗感染类药物生产基地，有着三十多年的抗生素、半合成抗生素生产历史	产品包括大环内酯类、氨基糖苷类、头孢菌素类、多烯类抗真菌抗生素原料及相应制剂

下游克拉霉素片剂的市场较集中，长期以来被两家公司占据主要份额，2016年，雅培市场份额达47.48%，恒瑞医药紧随其后，市场份额达32.66%，其余公司均在10%以下。报告期内各期，恒瑞医药均系贝得药业的重要客户，能够进入该等客户的供应链，表明其对贝得药业产品质量和市场地位的认可。

总体来看，国内市场上具备克拉霉素原料药生产资质的企业数量较多，但实现规模化生产的企业较少，竞争格局较为稳定。贝得药业在克拉霉素原料药生产领域具有较强的市场竞争力，品牌知名度较高，报告期内主要客户保持相对稳定。

## （2）克拉霉素具有不可替代性

克拉霉素具有高效、口服易于吸收，对酸稳定性好的特点，该药对革兰阳性菌的活性强，对酶稳定，在血清和肺组织中浓度高。临床证明体内活性是红霉素的6-10倍，是交沙霉素的14-35倍。并以改善生物利用度为特征，组织和细胞内分布极好、半衰期长，其不良反应发生率仅为3%，适用于治疗上呼吸道及下呼吸道和皮肤、软组织感染，已成为取代红霉素的大环内酯类抗生素品种。此外，美国FDA已批准将克拉霉素与洛赛克合用，作为幽门螺旋杆菌引起的胃及十二指肠溃疡的治疗方案；该药也是治疗艾滋病患者感染的首选药物；因此，该药已经是较为畅销的抗菌药物之一。

克拉霉素已成功收录我国《国家基本药物目录》和《全国医保目录》，属

于已拥有成熟市场地位的大环内酯类药物，其药物适应症和疗效具有独特性和优势，该药品在其应用的领域具有不可替代性。

#### 4、下游产品价格变动对克拉霉素原料药销售价格的影响较小

克拉霉素原料药的下流为克拉霉素制剂生产商，截至 2017 年 8 月，国内共有 130 家药企拥有克拉霉素的制剂批准文号（共计 190 个文号）并上市销售。从市场份额来看，以片剂为例，长期以来，克拉霉素被两家公司占据主要份额，雅培 2016 年市场份额达 47.48%，江苏恒瑞医药股份有限公司紧随其后，市场份额达 32.66%。

由于制剂产品经营模式的特点，材料成本占销售价格的比重相对较低，因此制剂销售价格的波动受上游原料药的价格变动的影响较小。同时，由于下游生产企业较多，经过多年的充分竞争，产品价格较为稳定，对克拉霉素原料药的价格的影响较小。

综上，预测期内克拉霉素原料药销售价格的预测合理，具有可实现性。

（二）结合拉西地平分散片报告期内销售单价、可比公司可比产品销售价格水平、可替代性、所处市场的产品竞争程度、并结合近年来我国药品采购政策变动及药品流通体制改革情况等因素，补充披露预测期内拉西地平分散片销售单价的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

#### 1、报告期内拉西地平分散片单价涨幅较大

报告期内，贝得药业的拉西地平分散片销售价格（不含税均价）变动情况如下表所示：

单位：元

名称	计量	2018 年 1-6 月		2017 年		2016 年
		单价	变动率	单价	变动率	单价
拉西地平分散片	片	1.08	36.71%	0.79	154.84%	0.31

贝得药业拉西地平分散片 2017 年平均价格较 2016 年涨幅较大，主要原因是 2016 年大部分省份尚未执行“两票制”，标的公司在该年度主要通过代理模式让利给代理商进行销售。而随着 2017 年以来全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，转向采用投标模式为主销售拉西地平分散片，产品在 27 个省份成功中标，并在 18 个省份实现销售。由于投标模式下无需向代理商让利，因此销售价格得到了

较大幅度的提升。

## **2、产品所处市场的竞争格局较为缓和，增长潜力较大**

### **(1) 产品所处市场竞争缓和，为标的公司业绩增长创造良好环境**

拉西地平分散片作为标的公司未来重要的业绩增长点，目前国内具有拉西地平生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司的产品为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及贝得药业为分散片剂；另外葛兰素史克集团公司也在国内市场销售普通片剂，但其产品价格较高，定位于高端市场。2017年以来，随着全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在27个省份成功中标，并在18个省份实现销售，相关产品销售收入大幅提高。

总体来看，拉西地平产品市场竞争对手较少，行业竞争程度较为缓和，标的公司抓住市场机遇，相关产品的销售收入增长迅速，并为未来持续增长奠定了良好基础。

### **(2) 拉西地平分散片属于第三代钙拮抗剂，增长潜力较大**

拉西地平分散片属于第三代钙拮抗剂，相对于第一、二代产品及其他第三代产品的优势分析，详见本回复之“问题16(3)”之“五、拉西地平分散片属于第三代钙拮抗剂，具有市场成长空间”。第三代钙拮抗剂药品占2016年医院市场销售量的51.50%，从药品的性能比较和更新换代的需求看，第三代钙拮抗剂有替代第一代、第二代的趋势，拉西地平作为第三代产品中具有独特优势的品种，其市场份额的增长潜力较大。

## **3、药品采购政策变动及药品流通体制改革对产品销售的影响**

### **(1) 药品采购政策变动对拉西地平产品销售的影响有限**

#### **①我国药品采购政策的演变**

我国药品集中采购的政策演变以几个重要的文件为标志。2001年《关于印发〈医疗机构药品集中招标采购工作规范（试行）〉》（卫规财发〔2001〕308号）的文件标志着我国开始进入集中采购阶段，到2009年新医改推出了“以政府主导、省为单位、网上采取集中采购”的新阶段；2015年《国务院办公厅关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》（国办发〔2015〕7号）提出



“坚持以省（区、市）为单位的网上药品集中采购方向，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购”，由此进入了分类采购的阶段。2017年，《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》（国办发〔2017〕13号）对药品生产流通全环节进行了顶层设计，并进一步落实了药品分类采购方式。

### **②4+7 带量采购的进展情况**

带量采购是在集中采购的基础上提出的，指的是在药品集中采购过程中开展招投标或谈判议价时，要明确采购数量，让企业针对具体的药品数量报价。这种明确采购量的采购方法被称为带量采购，也是我国多年来药品采购一直争取达到的目标。带量采购是以降低采购价格及保障供应为目的，由买方通过确定商品采购数量和采购期限，采用集中采购的方式，确定相应商品采购价格的商务活动。

根据采购文件，北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 11 个城市（即 4+7 个城市）将进行国家组织药品集中采购试点。试点地区委派代表组成联合采购办公室作为工作机构，代表试点地区公立医疗机构实施集中采购。

根据《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》（国办发〔2017〕13号）的规定，允许公立医院在省级药品集中采购平台（省级公共资源交易平台）上联合带量、带预算采购。完善国家药品价格谈判机制，逐步扩大谈判品种范围，做好与医保等政策衔接。

2018年11月14日，中央全面深化改革委员会第五次会议审议通过《国家组织药品集中采购试点方案》。2018年11月15日，联合采购办公室发布《4+7城市药品集中采购文件》。2018年12月17日，联合采购办公室公布中选结果和供应品种清单，多省市联合带量采购进入了全面执行的阶段。

### **③4+7 带量采购对贝得药业拉西地平分散片的影响有限**

#### **A、拉西地平制剂不在 4+7 带量采购药品品种目录之中**

根据联合采购办公室发布《4+7城市药品集中采购文件》，第一批带量采购目录共 31 个品种，不涉及拉西地平制剂产品，在 4+7 城市该批次药品的采购周期内，对贝得药业拉西地平分散片的价格影响有限。

## **B、根据现行政策，拉西地平不属于带量采购调整的方向**

根据联合采购办公室发布《4+7 城市药品集中采购文件》，此次带量采购药品品种基于已批准通过国家药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价目录和按《国家食品药品监督管理总局关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告》（2016 年第 51 号）化学药品新注册分类批准的仿制药品目录，经联采办会议通过以及咨询专家确定。

据此，目前纳入带量采购的品种备选范围仅包括通过一致性评价或化学药品新注册分类实施后批准上市的仿制药。根据《药品注册管理办法》（2007）关于化学药品注册分类的相关规定，拉西地平分散片属于化学药品新注册分类实施前批准上市的新药，不属于带量采购调整的方向。

综上所述，4+7 带量采购对贝得药业拉西地平分散片的影响有限。

### **（2）药品流通体制改革促进了标的公司拉西地平分散片的销售**

2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发的一份通知明确，综合医改试点省（区、市）和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期进一步降低药品虚高价格，减轻群众用药负担。“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个。

拉西地平分散片作为标的公司未来重要的业绩增长点，目前国内具有拉西地平生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司占有主要市场份额，其剂型为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及贝得药业分列市场二、三位，其剂型为分散片剂。2017 年以来，随着全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在 27 个省份成功中标，并在 18 个省份实现销售，相关产品销售收入大幅提高。

拉西地平产品市场竞争对手较少，行业竞争程度较为缓和，在两票制改革使得行业销售模式发生变化的背景下，标的公司抓住市场机遇，相关产品的销售收入增长迅速，药品流通体制改革促进了标的公司拉西地平分散片的销售。

#### 4、预测期内拉西地平分散片销售单价的合理性

预测期内，拉西地平分散片销售均价分别为 1.63 元/片、1.34 元/片、1.36 元/片、1.37 元/片和 1.37 元/片。贝得药业在投标模式下销售拉西地平分散片，系通过各省级药品集中采购平台进行投标，在省级药品集中采购平台中标价基础之上，部分医院会进行第二次议价，因此贝得药业销售拉西地平分散片在各个中标省市的中标价和成交均价有所差异。拉西地平分散片的销售均价系根据各个省份预测销量和历史成交价加权平均计算，在实现同等销售收入的情况下，各省市区域之间销量的增减变动将导致拉西地平分散片平均单价的波动。

因此，预测期内拉西地平分散片销售单价的预测具有合理性。

#### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，预测期内克拉霉素原料药销售价格的预测具有可实现性；预测期内拉西地平分散片销售单价的预测具有合理性。

**问题 18、请你公司：1）补充披露标的资产甲基化物报告期内产能及产能利用率、产销率情况。2）结合甲基化物现有产能设置、实际利用率、新客户取得及现有客户未来需求变动、市场竞争程度，并对比可比公司水平等因素，补充披露预测期内甲基化物销售单价及销售数量的预测依据及可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

#### 【回复】

**（一）补充披露标的资产甲基化物报告期内产能及产能利用率、产销率情况**

甲基化物为医药中间体，系化学合成克拉霉素原料药前一步反应的产物，属于克拉霉素原料药的半成品，贝得药业应部分境外客户的产品定制化要求，销售该产品给客户，客户再根据自身的工艺标准生产克拉霉素。报告期内，甲基化物的销售收入分别为 106.62 万元、210.31 万元、471.75 万元。

因此，理论上甲基化物的产能和克拉霉素具有固定的投入产出比例，不适用于产能利用率和产销率分析。

**（二）结合甲基化物现有产能设置、实际利用率、新客户取得及现有客户未来需求变动、市场竞争程度，并对比可比公司水平等因素，补充披露预测期**

## 内甲基化物销售单价及销售数量的预测依据及可实现性

### 1、甲基化物销售收入的预测依据

除克拉霉素原料药及拉西地平分散片外，标的公司预测甲基化物等其他产品的销售收入，主要系结合历史数据分析，这类药品销量及单价变动不大，本次预测按照历史期水平并考虑一定的增长率进行预测。

报告期内，甲基化物的销售收入、成本及毛利率情况如下：

单位：万元

项目/年度	年度	2016年	2017年	2018年1-6月
甲基化物	收入	106.62	210.31	471.75
	成本	76.08	170.92	446.71
	毛利率	28.64%	18.73%	5.31%

甲基化物的销售收入预测如下：

产品名称/年度	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	
甲基化物	销量（公斤）	6,250.50	13,126.05	13,651.09	14,060.62	14,341.83
	单价（元/公斤）	754.74	754.74	754.74	754.74	754.74
	收入（万元）	<b>471.75</b>	<b>990.68</b>	<b>1,030.30</b>	<b>1,061.21</b>	<b>1,082.44</b>

### 2、甲基化物销售具有长期稳定性

报告期内，甲基化物的主要终端客户系西班牙的药品生产企业，根据报告期的业务合作情况以及终端客户的合作意向，该产品销售具有长期稳定性。

### 3、预测期甲基化物的毛利贡献占比较低，对业绩承诺的影响较小

本次评估预测甲基化物营业收入、成本及毛利率情况如下：

单位：万元

项目/年度	年度	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
甲基化物	收入	471.75	990.68	1,030.30	1,061.21	1,082.44
	成本	446.71	937.56	974.67	1,003.65	1,023.59
	毛利率	5.31%	5.36%	5.40%	5.42%	5.44%

由上表可知，预测期甲基化物的毛利分别为 25.04 万元、53.12 万元、55.63 万元、57.56 万元、58.85 万元，占预测期毛利总额的比重分别为 0.61%、0.48%、0.40%、0.34%、0.29%。根据报告期的业务合作情况，预测期内甲基化物的收入预测具有可实现性。

另一方面，如果甲基化物客户的需求发生变动，贝得药业可以直接生产克拉霉素原料药，不再对外销售甲基化物，不会影响业绩承诺的实现。

因此，甲基化物对标的公司的毛利贡献占比较低，收入实现与否对标的公司整体业绩的影响较小。

### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，预测期内甲基化物的收入预测具有可实现性。此外，由于预测期甲基化物的毛利贡献占比较低，该产品销售收入的实现情况对标的公司整体业绩的影响较小。

**问题 19、申请文件显示：1）**根据《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》（国发〔2015〕44号），以及《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发〔2016〕8号），化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价，在规定期限内未通过质量一致性评价的仿制药，不予再注册。**2）**克拉霉素片、辛伐他汀片等制剂产品需要开展一致性评价，如其生产的产品未通过一致性评价或逾期未完成一致性评价，则该产品不再准予注册。请你公司以列表形式补充披露标的资产需开展一致性评价的主要产品名称、报告期内各期及预测期各期的收入及占比情况、目前一致性评价进展情况、预计办毕风险，是否存在不能通过一致性评价的风险，如存在，请量化分析不能通过一致性评价对标的资产预测期各期经营业绩、业绩承诺及本次交易评估作价的影响。请独立财务顾问、律师和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

（一）请你公司以列表形式补充披露标的资产需开展一致性评价的主要产品名称、报告期内各期及预测期各期的收入及占比情况、目前一致性评价进展情况、预计办毕风险，是否存在不能通过一致性评价的风险

#### 1、需开展一致性评价的产品情况和收入占比

报告期及预测期内，贝得药业销售的制剂产品有拉西地平分散片、克拉霉素片、阿奇霉素分散片、注射用阿奇霉素、头孢克洛胶囊、罗红霉素胶囊、辛伐他汀片、以及注射用奥美拉唑钠。其中，拉西地平分散片是预测期内制剂产品的主要收入来源。

根据2016年3月5日发布的《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一

致性评价的意见》（国办发[2016]8号）和2016年5月26日发布的食药监总局《关于落实〈国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见〉有关事项的公告》（2016年第106号），仿制药一致性评价对象和实施阶段的规定如下：（1）化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，包括国产仿制药、进口仿制药和原研药品地产化品种，均须开展一致性评价。（2）凡2007年10月1日前批准上市的列入国家基本药物目录（2012年版）中的化学药品仿制药口服固体制剂，原则上应在2018年底前完成一致性评价；（3）上述第2款以外的化学药品仿制药口服固体制剂，企业可以自行组织一致性评价；自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请。

对照上述意见的要求，并结合《药品注册管理办法》（2007）关于化学药品注册分类的相关规定，“拉西地平分散片”因属于新药，无须开展一致性评价，贝得药业其他制剂产品均属于化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，须开展一致性评价。相关仿制药均无需在2018年底前完成一致性评价，但受到“（3）上述第2款以外的化学药品仿制药口服固体制剂，企业可以自行组织一致性评价；自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请”的要求约束。

报告期内，标的公司需开展一致性评价的产品收入及占比情况如下：

单位：万元

产品细类	2018年1-6月		2017年度		2016年度	
	销售金额	收入占比	销售金额	收入占比	销售金额	收入占比
辛伐他汀片	368.44	3.02%	792.73	4.20%	691.96	3.35%
克拉霉素片	219.09	1.80%	567.36	3.01%	588.05	2.85%
注射用阿奇霉素	232.85	1.91%	303.81	1.61%	325.17	1.58%
其他产品[注]	303.36	2.49%	508.55	2.70%	807.65	3.91%
<b>合计</b>	<b>1,123.75</b>	<b>9.21%</b>	<b>2,172.44</b>	<b>11.51%</b>	<b>2,412.84</b>	<b>11.69%</b>

注：其他产品包括阿奇霉素分散片、头孢克洛胶囊、罗红霉素胶囊及注射用奥美拉唑钠。

预测期各期，标的公司需开展一致性评价的产品收入及占比情况如下：

产品名称/年度		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
辛伐他汀片	收入（万元）	524.24	982.93	1,061.57	1,125.26	1,181.53
	占比	3.96%	3.16%	3.06%	2.95%	2.84%

产品名称/年度		2018年 7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
克拉霉素片	收入(万元)	365.36	601.99	620.05	638.65	657.81
	占比	2.76%	1.93%	1.79%	1.68%	1.58%
注射用阿奇霉素	收入(万元)	117.82	378.38	401.08	417.13	429.64
	占比	0.89%	1.21%	1.16%	1.09%	1.03%
其他产品	收入(万元)	259.54	607.94	644.42	670.20	690.31
	占比	1.96%	1.95%	1.86%	1.76%	1.66%
合计	收入(万元)	<b>1,266.96</b>	<b>2,571.24</b>	<b>2,727.12</b>	<b>2,851.24</b>	<b>2,959.29</b>
	占比	<b>9.57%</b>	<b>8.25%</b>	<b>7.87%</b>	<b>7.48%</b>	<b>7.11%</b>

由上表所示，报告期及预测期各期，需开展一致性评价的主要产品的收入占比较低。

## 2、目前一致性评价进展情况

为了巩固竞争优势、抢占市场先机，贝得药业在意见发布后即对现有主要制剂品种制定了一致性评价的工作计划。目前，贝得药业克拉霉素片、辛伐他汀片 2 种制剂正在开展一致性评价。截至本回复出具之日，克拉霉素片已完成 BE 试验，处于申报阶段，辛伐他汀片已完成工艺验证阶段。

截至本回复出具之日，贝得药业需开展一致性评价的主要产品进展情况如下：

序号	药品通用名称	药品批准文号	目前进展情况	预计获批时间	已通过企业数量	已通过企业名称
1	克拉霉素片	国药准字 H20083281	已完成 BE 试验/申报	2019 年中	0	-
2	辛伐他汀片	国药准字 H20103498	生产工艺验证	2019 年末	0	-
3	头孢克洛胶囊	国药准字 H20083278	小试	2021 年	0	-
4	罗红霉素胶囊	国药准字 H20083279	调研立项	2022 年后	0	-
5	阿奇霉素分散片	国药准字 H20083280	调研立项	2022 年后	0	-
6	注射用阿奇霉素	国药准字 H20065690	调研立项	2022 年后	1	海南普利制药股份有限公司
7	注射用奥美拉唑钠	国药准字 H20084263	调研立项	2022 年后	0	-

如上表所示，贝得药业须开展一致性评价的 8 个制剂产品中，除了注射用阿奇霉素市场上已有 1 家企业通过一致性评价，其他产品均尚未有其他药品生

产企业通过一致性评价。按照相关规定，以上 8 个品种受到“自第一家品种通过一致性评价后，三年后不再受理其他药品生产企业相同品种的一致性评价申请”的要求约束。

另根据国家药监局 2018 年 12 月 28 日发布的《国家药品监督管理局关于仿制药质量和疗效一致性评价有关事项的公告（2018 年第 102 号）》的相关要求，“逾期未完成的，企业经评估认为属于临床必需、市场短缺品种的，可向所在地省级药品监管部门提出延期评价申请，经省级药品监管部门会同卫生行政部门组织研究认定后，可予适当延期。”

因此，结合最新的监管政策，一致性评价关于评价时限的要求有所降低，即使贝得药业须开展一致性评价的制剂产品出现自第一家品种通过一致性评价后三年内无法通过的情形，也可以经省级药品监管部门会同卫生行政部门组织研究认定后延期，延期后贝得药业仍可继续生产、销售该等产品。

同时贝得药业需开展一致性评价的产品市场上已实现首家通过的情况较少，此外，贝得药业为主要制剂品种制定了一致性评价的工作计划，积极开展相关工作。

### 3、不能通过一致性评价的风险

由于贝得药业预测期主营业务收入和净利润主要来源于克拉霉素原料药和拉西地平分散片的销售，根据一致性评价的相关规定，此两种产品均不属于须开展一致性评价的药品。另外，贝得药业在规定发布后即为主要制剂品种制定了一致性评价的工作计划，积极开展相关工作，使得一致性评价对标的公司的影响降到最低。

目前，须开展一致性评价的药品中，克拉霉素片、辛伐他汀片的一致性评价工作正在顺利推进，一致性评价未获通过风险较低。

### （二）量化分析不能通过一致性评价对标的资产预测期各期经营业绩、业绩承诺及本次交易评估作价的影响

1、若辛伐他汀片不能通过一致性评价，对标的公司营业收入、利润及评估值的影响如下：

单位：万元

序号	药品通用名称	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续期
1	营业收入	13,228.06	31,145.95	33,603.56	36,981.25	40,351.77	40,351.77



序号	药品通用名称	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
2	净利润	1,462.10	4,650.86	5,606.60	7,713.56	9,717.85	9,787.70
3	评估值	68,600.00					

2、若克拉霉素片不能通过一致性评价，对标的公司营业收入、利润及评估值的影响如下：

单位：万元

序号	药品通用名称	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
1	营业收入	13,228.06	30,844.96	34,045.08	37,467.86	40,875.49	40,875.49
2	净利润	1,462.10	4,416.81	5,949.89	8,091.94	10,125.08	10,194.93
3	评估值	71,200.00					

3、若注射用阿奇霉素不能通过一致性评价，对标的公司营业收入、利润及评估值的影响如下：

单位：万元

序号	药品通用名称	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
1	营业收入	13,228.06	31,145.95	34,665.13	38,106.51	41,533.30	41,103.66
2	净利润	1,462.10	4,650.86	6,432.04	8,588.54	10,636.58	10,348.35
3	评估值	73,200.00					

4、若其他制剂类不能通过一致性评价，对标的公司营业收入、利润及评估值的影响如下：

单位：万元

序号	药品通用名称	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
1	营业收入	13,228.06	31,145.97	34,665.15	37,951.83	41,373.98	40,856.93
2	净利润	1,462.10	4,650.87	6,432.04	8,585.02	10,632.97	10,662.20
3	评估值	74,900.00					

综上，若标的公司须完成一致性评价的相关产品未通过一致性评价，则对标的公司未来的经营业绩及本次交易评估作价将产生一定的影响，但由于相关制剂非标的公司主营利润来源，故对标的公司估值影响较小。具体情况见下表：

单位：万元

不能通过一致性评估的产品名称	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率(%)
辛伐他汀片	75,100.00	68,600.00	-6,500.00	-8.66%
克拉霉素片	75,100.00	71,200.00	-3,900.00	-5.19%
注射用阿奇霉素	75,100.00	73,200.00	-1,900.00	-2.53%
其他	75,100.00	74,900.00	-200.00	-0.27%

### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，公司已在《重组报告书》中补充披露标的资产需开展一致性评价的主要产品名称、报告期内各期及预测期各期的收入及占比情况、目前一致性评价进展情况；不能通过一致性评价的风险较低，对标的资产预测期各期经营业绩、业绩承诺及本次交易评估作价的影响较小。

问题 20、申请文件显示：1) 贝得药业的主要原材料为硫氰酸红霉素、2-乙氧基丙烯、盐酸羟胺、溴甲烷、烷化助剂等，报告期内，上述原材料的采购价格均呈现大幅上升趋势。2) 报告期内克拉霉素原料药毛利率水平呈大幅下滑趋势，分别为 28.83%、24.56%、13.96%；甲基化物毛利率水平也呈大幅下滑趋势，由 28.64%降至 5.31%。3) 预测期内，克拉霉素原料药毛利率将由 18.41% 上升至 24.17%，并稳定在 24% 左右；甲基化物毛利率水平将稳定在 5.40% 左右。请你公司：1) 结合贝得药业报告期内主要原材料采购价格变动情况、未来年度原材料采购价格变动预期、报告期内克拉霉素原料药销售价格变动情况、对主要客户的议价能力、可比公司毛利率水平、市场竞争程度等因素，补充披露克拉霉素原料药预测毛利率的合理性和可实现性。2) 结合克拉霉素和甲基化物主要生产构成、主要成本采购单价变动及预测变动情况，补充披露预测期内克拉霉素毛利率水平与甲基化物毛利率水平变动不一致的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

#### (一) 克拉霉素原料药预测毛利率的合理性和可实现性

报告期内，克拉霉素原材料采购价格主要受硫氰酸红霉素的影响，硫氰酸红霉素年采购平均单价 2016 年为 241.70 元/公斤，2017 年为 258.38 元/公斤，2018 年 1-6 月为 304.11 元/公斤，报告期内克拉霉素原料药销售价格 2016 年为 976.12 元/公斤，2017 年为 936.30 元/公斤，2018 年 1-6 月为 952.01 元/公斤，克拉霉素原料药的销售价格上涨滞后于硫氰酸红霉素价格的上涨。

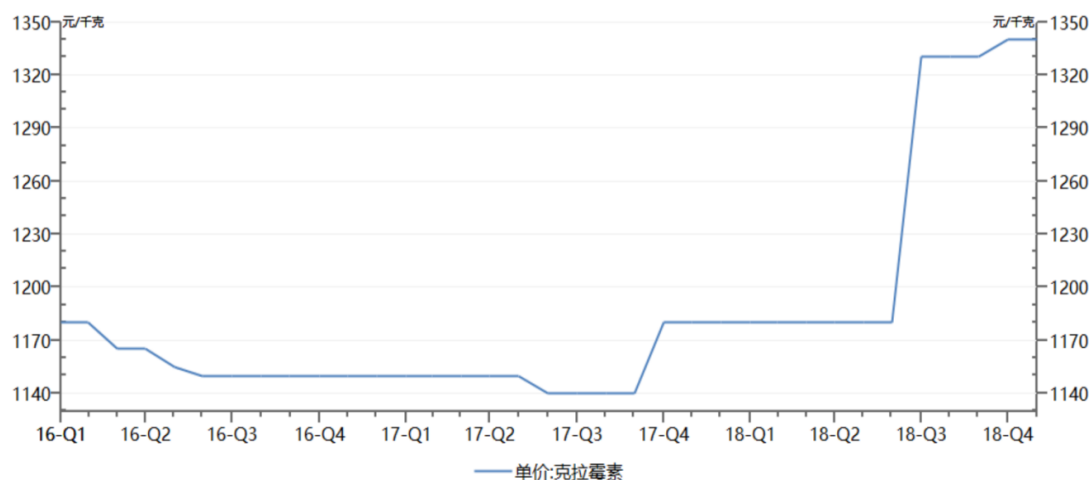
克拉霉素销售分为内销和外销，内销的主要客户为江苏恒瑞医药股份有限公司等，外销主要客户位于印度、巴基斯坦等地。市场上克拉霉素原料药的主要生产厂家有：浙江国邦药业有限公司、浙江耐司康药业有限公司、浙江贝得

药业有限公司、宜昌东阳光药业股份有限公司。由于同行业公司均未披露克拉霉素原料药产品的相关财务指标，故选择主要从事抗感染类原料药生产销售的上市公司的毛利率数据进行比较，具体如下：

年份	2016年	2017年	2018年1-6月
海翔药业	26.43%	34.71%	29.28%
福安药业	41.69%	39.65%	35.21%
鲁抗医药	29.24%	13.47%	-
浙江震元	19.51%	22.42%	3.36%
普洛药业	23.56%	25.62%	23.24%
可比公司平均	28.09%	27.17%	22.77%
贝得药业	28.83%	24.48%	13.52%

由于具体产品构成的不同，上述同行业上市公司的销售毛利率存在较大差异。报告期内，受供给趋紧影响，贝得药业主要原料药产品克拉霉素原料药的主要原材料硫氰酸红霉素涨价，由于贝得药业销售原料药售价调整存在一定滞后性，因此2018年1-6月克拉霉素原料药毛利率较2017年度有所下降。

根据wind行业数据统计，2018年第三季度，国内克拉霉素原料药价格出现了较大幅度的上涨，产品毛利率也相应得到恢复：



数据来源: Wind

注：以上单价为含税价格，折算成不含税单价后基本与标的公司的单价水平一致。

贝得药业自身情况与行业情况一致。2018年7-12月，贝得药业克拉霉素原料药内销月平均单价由981.02元/KG上升至1,118.08元/KG，外销月平均单价由955.32元/KG上升至1,108.23元/KG，7-12月总体平均单价为1,051.08元/Kg，略高于下半年预测期的销售单价。根据近几个月的报表来看，毛利率出现明显的回升，基本可以达到预测期水平，克拉霉素预测期的毛利率相对比较合理，

基本可以实现。

## （二）甲基化物毛利率的预测情况

报告期内，甲基化物的收入占比分别为 0.52%、1.11%、3.87%，均低于 5%，收入占比较低，基于重要性原则，本次未对甲基化物的成本详细展开分析，也基于谨慎性原则，未来毛利率预测基本维持基准日的毛利率水平不变。若甲基化物考虑原材料价格上涨以及销售价格上涨，则甲基化物收入、成本、毛利率如下表：

项目/年份	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	永续期
收入	498.42	1,123.76	1,168.71	1,203.77	1,227.85	1,227.85
成本	466.78	979.70	1,018.49	1,048.79	1,069.64	1,069.64
毛利率	6.35%	12.82%	12.85%	12.87%	12.89%	12.89%

由此计算出的企业股东全部权益评估值为 75,700.00 万元，与原评估值 75,100.00 万元差异很小，因此甲基化物毛利率变动对总体评估值影响较小。

### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，贝得药业未来预测期克拉霉素原料药的毛利水平合理；预测期甲基化物毛利率预测基本维持基准日的毛利率水平不变，与克拉霉素毛利率的变动趋势不一致，主要是基于重要性和谨慎性原则考虑，未对甲基化物的成本详细展开分析。同时，若甲基化物考虑原材料价格上涨以及销售价格上涨，对评估值的影响较小。

问题 21、申请文件显示：1）报告期内，贝得药业拉西地平分散片毛利率分别为 63.45%、86.69%和 92.19%。毛利率大幅增长主要系报告期内贝得药业拉西地平分散片销售单价大幅上升所致。2）预测期内，贝得药业拉西地平分散片毛利率将稳定在 92.45%至 94.75%之间。请你公司结合贝得药业拉西地平分散片的生产成本构成、主要采购成本变动预期、我国药品采购政策变动及药品流通体制改革对其主要产品销售定价及市场竞争力的影响、同行业可比公司毛利水平等因素，补充披露拉西地平分散片预测毛利率水平的预测依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

#### （一）拉西地平分散片成本分析

报告期内拉西地平分散片的毛利率情况及成本结构如下：

产品名称	项目	2016年	2017年	2018年1-6月
拉西地平分散片	收入(万元)	272.02	1,637.81	1,812.50
	成本(万元)	99.42	217.92	141.59
	其中:材料费(万元)	58.46	125.65	105.71
	人工费(万元)	15.88	32.14	14.34
	制造费用(万元)	25.08	60.13	21.54
	其中:折旧(万元)	10.45	19.57	6.72
	毛利率	63.45%	86.69%	92.19%

从上表分析,报告期内,拉西地平分散片成本占收入的比例较低,毛利率变动主要是收入变动导致的。拉西地平分散片毛利率逐年提升,主要系2016年度贝得药业主要采用代理模式销售拉西地平分散片,因此单价较低,导致当年毛利率相对较低;2017年度开始,随着福建、江西、山西等省全面执行“两票制”,贝得药业将投标模式作为拉西地平分散片的主要销售模式,单价出现大幅上升,毛利率也随之大幅上升。另一方面,贝得药业主要制剂产品拉西地平分散片拥有上、下游的产品线,具备更加完整的产业结构,进一步提升了制剂产品的毛利率。

## (二) 药品采购政策及药品流通体制改制对标的公司竞争力的影响分析

### 1、4+7带量采购对贝得药业拉西地平分散片的影响有限

#### (1) 拉西地平制剂不在4+7带量采购药品品种目录之中

根据联合采购办公室发布《4+7城市药品集中采购文件》,第一批带量采购目录共31个品种,不涉及拉西地平制剂产品,在4+7城市该批次药品的采购周期内,对贝得药业拉西地平分散片的价格影响有限。

#### (2) 根据现行政策,拉西地平不属于带量采购调整的方向

根据联合采购办公室发布《4+7城市药品集中采购文件》,此次带量采购药品品种基于已批准通过国家药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价目录和按《国家食品药品监督管理总局关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告》(2016年第51号)化学药品新注册分类批准的仿制药品目录,经联采办会议通过以及咨询专家确定。

据此,目前纳入带量采购的品种备选范围仅包括通过一致性评价或化学药品新注册分类实施后批准上市的仿制药。根据《药品注册管理办法》(2007)关于化学药品注册分类的相关规定,拉西地平分散片属于化学药品新注册分类实施前批准上市的新药,不属于带量采购调整的方向。

综上所述，4+7 带量采购对贝得药业拉西地平分散片的影响有限。

## 2、药品流通体制改革促进了标的公司拉西地平分散片的销售

2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发的一份通知明确，综合医改试点省(区、市)和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期进一步降低药品虚高价格，减轻群众用药负担。“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个。

拉西地平分散片作为标的公司未来重要的业绩增长点，目前国内具有拉西地平生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司占有主要市场份额，其剂型为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及贝得药业分列市场二、三位，其剂型为分散片剂。2017 年以来，随着全国各省份两票制的陆续推出实施，原有的市场格局逐渐打破，标的公司及时把握行业变革带来的市场机遇，通过采用投标模式进行销售，产品在 27 个省份成功中标，并在 18 个省份实现销售，相关产品销售收入大幅提高。

拉西地平产品市场竞争对手较少，行业竞争程度较为缓和，在两票制改革使得行业销售模式发生变化的背景下，标的公司抓住市场机遇，相关产品的销售收入增长迅速，药品流通体制改革促进了标的公司拉西地平分散片的销售。

### (三) 同行业可比公司毛利水平分析

由于市场无法找到拉西地平分散片单一品种的毛利率数据，故本次选取制剂类上市公司的综合毛利率进行分析。

制剂类可比公司综合毛利率见下表：

年份	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
赛升药业	67.01%	76.54%	85.47%
恒瑞医药	87.07%	86.63%	86.47%
方盛制药	49.26%	59.97%	72.01%
可比公司平均	67.78%	74.38%	81.32%
贝得药业拉西地平分散片	63.45%	86.69%	92.19%

2016 年标的公司产品毛利率低于可比公司平均水平，主要系 2016 年主要通过代理模式销售，销售单价较低使得毛利率处于较低水平。2016 年后，随着

标的公司销售模式的调整，标的公司药品的销售的增长，规模效益逐步显现，从而导致了标的公司产品毛利水平的提高。从历史期看，可比公司的平均毛利率是呈上涨趋势，贝得药业制剂类毛利率预测符合行业可比公司变化趋势。可比公司的毛利率为总体毛利率，既生产原料药又生产制剂，原料药会拉低总体毛利率，从而造成了标的公司拉西地平分散片的毛利水平高于可比公司总体毛利水平。

#### （四）拉西地平毛利率的确定方法

本次评估通过预测拉西地平分散片营业收入的基础上，通过对产品报告期内的料工费使用情况逐项预测后，得出预测期的毛利率水平。具体分析如下：

报告期内，标的公司拉西地平分散片的营业收入、营业成本及毛利率如下：

项目/年度	年度	2016年	2017年	2018年1-6月
拉西地平分散片	收入（万元）	272.02	1,637.81	1,812.50
	成本（万元）	99.42	217.92	141.59
	毛利率	63.45%	86.69%	92.19%

拉西地平分散片毛利率逐年提升，2016年主要通过代理模式销售，销售单价较低使得毛利率处于较低水平。此外，随着拉西地平分散片销量的增长，规模效益逐渐体现，单位固定成本下降也是毛利率上升的一个原因。

随着产量的增加，拉西地平分散片单位成本逐步下降，未来年度对于单位材料成本和人工成本在历史年度的水平基础上，逐年考虑了材料涨价因素及人工成本上涨等因素后进行确定。

根据上述分析，标的公司拉西地平分散片营业收入、营业成本及毛利率预测如下：

项目/年度	年度	2018年 7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
拉西地平分散片	收入（万元）	2,390.95	5,401.72	8,707.76	12,235.34	15,679.31
	成本（万元）	124.93	357.39	584.92	855.11	1,151.24
	毛利率	94.77%	93.38%	93.28%	93.01%	92.66%

拉西地平分散片未来年度毛利率较基准日有所增长主要有两点原因：①随着产量的增长，固定成本不变，边际贡献率会增加，会形成一定的规模效益，故导致毛利率有所增长。②拉西地平分散片的销售均价系根据各个省份预测销量和历史成交价加权平均计算，由于报告期与预测期各期各省市成交价不同，

各省市销量占比的变动导致拉西地平分散片平均单价的波动，进而导致毛利率有所波动。

综上所述，拉西地平分散片的毛利率预测依据相对比较充分，具有一定的合理性。

### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，拉西地平分散片毛利率的预测依据充分和合理。

问题 22、请你公司结合未来年度主要产品销售收入变动预期、主要产品销售模式对销售费用影响情况、可比公司可比模式下销售费用构成及销售费用水平情况等，补充披露预测期内销售费用的合理性和充分性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

标的公司未来年度的收入预测情况如下：

单位：万元

产品名称/年度	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	13,228.06	31,145.95	34,665.13	38,106.51	41,533.30
克拉霉素	9,359.72	22,310.60	22,413.80	22,413.80	22,413.80
甲基化物	471.75	990.68	1,030.30	1,061.21	1,082.44
拉西地平分散片	2,051.29	5,100.00	8,319.83	11,606.03	14,903.45
辛伐他汀片	524.24	982.93	1,061.57	1,125.26	1,181.53
克拉霉素片	365.36	601.99	620.05	638.65	657.81
注射用阿奇霉素	117.82	378.38	401.08	417.13	429.64
其他产品	259.54	607.94	644.42	670.20	690.31
其他业务收入	78.34	173.43	174.08	174.23	174.32

从上表分析，未来年度的销售增长主要为拉西地平分散片的增长，因此未来销售费用的增长主要为拉西地平分散片的增长所致。以下主要通过拉西地平的銷售增长进行分析。

#### 1、拉西地平分散片的销售模式

目前拉西地平销售模式为投标模式，投标模式指贝得药业通过各省级药品集中采购平台进行投标的销售模式。该模式下，贝得药业对各省级药品集中采购平台投标，若产品顺利中标，则在该省级药品集中采购平台提供的合格配送商目录中寻找合作的配送商，医院可在省级药品集中采购平台下单采购药品，



配送商确认后向贝得药业下单，贝得药业根据订单发货给配送商，配送商再将药品销售给医疗机构。即标的公司目前的销售模式为在完成中标资格入围后，主要通过配送商的销售网络来完成拉西地平分散片的销售和推广。未来年度，标的公司为了提高利润增长点，更好地提高拉西地平分散片的销售收入，标的公司将在利用配送商销售网络推广的基础上，通过与药品推广服务商进行合作来进一步对药品进行推广，从而实现收入的增长。

## 2、拉西地平分散片的销售推广计划

为了促进拉西地平分散片的销售收入实现持续增长，贝得药业一方面及时把握“两票制”带来的市场机会，通过投标模式已取得了一定的成效；另一方面制定了具体的推广计划，未来将根据相关计划稳步实施，以促进拉西地平分散片销售的进一步增长。

贝得药业未来将继续采用投标模式和代理模式相结合的方式，将销售区域划分为三个营销大区，各区配备区域经理、商务代表、学术代表、市场专员等专职销售人员，定期对市场营销环境、目标、计划、业务活动进行核查分析。在此基础上，标的公司将借助配送商的网络，利用配送商与医院的联系进入医院的采购目录；再以当地市场对拉西地平分散片的熟悉程度选择推广商，视情况组织宣传、教育、学术推广等相应的推广活动。与此同时，构建全国商业网络，实现已开发二级以上医院附近的药店重点布局，百强连锁、省级有影响力的连锁、区域性强势单体药店铺货。此外，打造样板诊所，开展VIP特色活动，通过产品疗效印证、产品价值宣讲与品牌传播，逐步形成口碑，逐步打造终端高血压用药知名品牌和黄金单品。

推广费主要为标的公司为扩大市场份额，增加市场占有率而采取的一系列营销计划产生的费用，主要包括支付给推广商的市场开发及学术推广费、职工薪酬、业务招待费等。标的公司宣传活动主要放在以下2点上，一是患者教育活动，二是企业形象展示。患者教育活动主要有：a、社区高血压健康教育活动；b、高血压日公益活动；c、组织专家义诊咨询。拉西地平分散片系慢性病治疗药物，患者忠诚度对产品销售有重要作用，标的公司通过组织患者教育活动以提升患者忠诚度。企业形象展示主要有：标的公司在中国医药集团、CFDA南方医药研究所、中国医药行业协会等组织的全国性医药工业、商业、零售等大

型展览会议期间召开沟通会、答谢会，进行企业形象展示。

标的公司销售人员市场开发主要活动为：以医院为单位选择有实力的推广商，拉西地平分散片为高血压等常见疾病用药，且为《国家医保目录》乙类品种，并被增补进入多省市基本药物目录，目标客户规模较大；及时关注推广商目标医院的开发情况并提供相应的学术推广协助及建议；产品各省市招标，标的公司销售人员需要参与各省市定期的招标工作。

根据标的公司对市场的了解以及目前的竞争格局情况，借助于配送商的网络和专业推广商的宣传，标的公司能够达到预计的销售额。

### 3、可比公司可比模式下销售费用构成及销售费用水平情况

拉西地平目前国内具有生产资质并实现销售的生产企业仅有三家，其中哈药集团三精明水药业有限公司的产品为普通片剂，浙江金华康恩贝生物制药有限公司以及贝得药业为分散片剂。

哈药集团三精明水药业有限公司系上市公司哈药股份的子公司，浙江金华康恩贝生物制药有限公司系上市公司康恩贝的子公司。

2016年、2017年及2018年1-6月，哈药股份销售费用占营业收入的比例分别为5.39%、6.33%、5.33%，其中广告宣传推广费占销售费用的比重分别为30.80%、29.07%、7.50%。

2016年、2017年及2018年1-6月，康恩贝销售费用占营业收入的比例分别为25.53%、43.14%、49.92%，其中市场费占销售费用的比重分别为30.04%、43.05%、52.72%。

哈药股份、康恩贝的产品结构多元，拉西地平仅是其中之一。2017年度，心脑血管产品占哈药股份营业收入的比例仅4.32%，未单独披露拉西地平所占比例；康恩贝主要产品系中药（61.53%），化学药品占比合计23.48%，未单独披露心脑血管及拉西地平产品所占比例。

在结合标的公司的推广计划和相关措施的基础上，标的公司对未来的销售费用进行了预测，2019年销售费用占收入比例为12.18%，其中推广费占销售费用的比重为38.29%；未来年度，随着标的公司销售规模的增加，销售费用金额逐年增加，但占收入比例逐步下降，至永续期销售费用占收入比例为10.26%，其中推广费占销售费用的比重为56.85%。总体来看，标的公司预测的销售费用率介于哈药股份与康恩贝之间，推广费占销售费用比重与哈药股份及康恩贝接近，

基本可以满足标的公司的推广需要，销售费用的预测合理、充分。

**【评估师核查意见】**

经核查，评估师认为，预测期销售费用的预测合理和充分。

问题 23、申请文件显示，截至 2018 年 6 月 30 日，贝得药业固定资产成新率为 52.36%。预测期内，贝得药业资本性支出主要为新增资产支出和更新资产支出。请你公司结合贝得药业现有固定资产的成新率情况、现有生产设备利用程度、先进程度、未来更新或重置计划等，补充披露预测期内标的资产资本性支出预测的充分性，并量化分析其对本次评估作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

1、预测期内标的资产的资本性支出包括更新改造支出和新增资本支出，具体如下：

名称	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	永续期
资本性支出-更新	914.54	1,871.63	2,260.43	2,133.02	1,934.40	1,934.40
资本性支出-新增	1,556.18	1,070.00	790.00	1,550.00	1,540.00	

2、现有固定资产的成新率情况、现有生产设备利用程度、先进程度、未来更新或重置计划情况说明

贝得药业设备类固定资产账面原值合计 112,627,254.32 元，账面净值合计 53,956,614.36 元，共计 2,329 台（套、项）。其中机器设备账面原值合计 109,664,153.03 元，账面净值合计 52,511,868.29 元，分别占总金额比例为 97.37% 和 97.32%。其中机器设备按原值 5 万元区分，原值 5 万元以上部分共计 791 台（套、项），账面原值 98,365,756.12 元，净值 48,713,290.91 元，可见贝得药业机器设备价值主要集中于生产性设备中。本次对上述 791 台（套、项）进行分析发现，情况如下：

年份	账面原值	账面净值	评估原值	评估净值
2006 至 2009 年购入（元）	37,613,440.21	3,854,542.84	30,956,860.00	6,793,149.00
占比（5 万以上）	38.24%	7.91%		

由上述统计数据可知：贝得药业主要设备中 8 年以上部分账面原值净值占比分别为 38.24% 及 7.91%，相对较小。可见贝得药业主要设备中超过 60% 的设

备均为 2010 年后购入，考虑到标的公司为制药生产企业，生产方式的改变一般需要较长的周期，设备的构建及设计方案等变革期相对也较长，标的公司现有设备主要为行业主流设备，在未来一段时间可满足合规生产的要求。从评估结果看，本次评估 2006-2009 年设备评估净值增值 76.24%，结合设备评估人员的现场勘查数据，贝得药业对设备维护保养情况较好，故设备的综合成新率相较于会计折旧年限成新率有较大幅度的增长，且标的公司车间及相应设备均通过 GMP 认证和海外资质认证，设备先进性及产出比都较好，能够满足现有的生产，短期内无明显淘汰的迹象。

### 3、资本性支出预测

预测期内贝得药业的资本性支出主要包括新增资产支出和更新资产支出两块。

#### (1) 新增资产支出

新增资产支出的估算主要从标的公司目前生产计划确定，根据目前标的公司固定资产使用情况以及产能情况，新增资产支出主要包括以下几项：

新增固定资产主要为在建工程中的 RTO 废气工程和其他非流动资产中新采购的设备，本次按照合同价格以及已支付金额来估算未来需发生的资本性支出，具体如下：

单位：万元

内容或名称	合同全款 (不含税)	已支付金额	资本化金额	完工时间
RTO 废气工程	689.66	608.47	81.19	2018 年 9 月
设备-山东新华医疗器械股份有限公司	33.62	11.70	21.92	2018 年 8 月
设备-上海龙腾科技股份有限公司	118.97	41.40	77.57	2018 年 8 月
设备-上海协通（集团）有限公司	129.31	75.00	54.31	2018 年 8 月

新增无形资产主要为药品一致性评价形成的开发支出。其他资本性支出为应付账款中近期需支付的设备款、工程款等支出。综上，资本性新增支出具体预测如下：

单位：万元

名称	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
机器设备	153.80	-	-	-	-
在建工程	81.19	-	-	-	-

名称	2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年
一致性评价	1,070.00	1,070.00	790.00	1,550.00	1,540.00
设备款、工程款的支付	251.19	-	-	-	-
合计	1,556.18	1,070.00	790.00	1,550.00	1,540.00

## (2) 更新资产支出

按照收益预测的前提和基础，在标的公司未来发展规划和现有资产状况的前提下。预测期内，结合企业历史年度资产更新和折旧回收情况，对资产未来的更新改造支出进行了比较充分的预计。

## 4、资本性支出敏感性分析

假设资本性支出变动比例	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率(%)
上升5%	75,100.00	74,000.00	1,100.00	1.46%
下降5%	75,100.00	76,200.00	-1,100.00	-1.46%
上升10%	75,100.00	72,900.00	2,200.00	2.93%
下降10%	75,100.00	77,300.00	-2,200.00	-2.93%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若资本性支出分别变动±5%和±10%，股东全部权益价值变动范围为-2.93%—2.93%，对标的公司估值影响较小。

### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，标的公司资本性支出预测充分合理，对本次评估作价的影响较小。

**问题 24、**申请文件显示，贝得药业收益法评估中使用的折现率为**12.00%**。请你公司结合贝得药业的业务特点、业务发展阶段、面临的经营风险，并对比可比交易案例情况，补充披露折现率确定过程中主要参数的取值依据及合理性，本次交易使用折现率是否充分反映了贝得药业特定的风险水平，并量化分析折现率变化。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

### 【回复】

#### 1、业务经营情况

贝得药业是一家制药公司，其业务特点主要为产品品种丰富，结构合理，多个核心产品具有一定的市场地位；业务发展阶段为成长型企业，未来的发展

空间较大；面临的经营风险如下：

#### （1）市场竞争风险

贝得药业自设立以来，在产品布局、研发和生产管理上，通过持续创新不断构建产品竞争优势。贝得药业产品应用范围主要涵盖抗感染药物、抗高血压等多个领域，并在各细分市场占有领先或相对领先的市场地位，所涉及的原料药及制剂两大业务板块未来均面临市场竞争的风险。

##### ①原料药产品市场竞争风险

贝得药业原料药产品主要为克拉霉素原料药，行业规模较大，且集中度较高，以贝得药业为代表的少数几家企业占据了上述产品国内主要的市场份额。尽管贝得药业拥有一定的行业地位，但由于传统化学法合成工艺的低门槛导致许多小厂商加入生产行列，部分企业依赖价格手段，行业竞争较为激烈。未来如果市场竞争进一步加剧，将对标的公司在国内市场的产品销售和利润水平产生不利影响。

##### ②制剂产品市场竞争风险

贝得药业的制剂产品主要包括拉西地平分散片、辛伐他汀片等抗高血压及血脂调节类制剂；克拉霉素片、注射用阿奇霉素等抗感染类制剂；注射用奥美拉唑钠等消化系统类制剂。

尽管贝得药业在拉西地平分散片等产品上具有一定的行业地位，占据了一定的市场份额，但如果行业内竞争对手未来推出更具疗效优势或性价比优势的产品，甚至是升级换代的新产品，将削弱贝得药业的现有优势。

#### （2）原材料价格波动风险

2016年、2017年和2018年1-6月，贝得药业原材料成本占生产成本的比例为83.53%、82.08%和85.54%，占比较高。克拉霉素原料药的主要原材料为硫氰酸红霉素，未来如果主要的原材料价格持续上涨，贝得药业将面临生产成本上升的风险，会对未来的经营业绩造成不利影响。

#### （3）产品无法通过一致性评价的风险

根据《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》（国发[2015]44号），以及《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》（国办发[2016]8号），化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与

原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价，在规定期限内未通过质量一致性评价的仿制药，不予再注册。

标的公司的克拉霉素片、辛伐他汀片等制剂产品需要开展一致性评价，如其生产的产品未通过一致性评价或逾期未完成一致性评价，则该产品不再准予注册。如出现此等情况，将会对标的公司的经营产生不利影响。

#### （4）税收优惠变化的风险

2016年11月21日，浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局和浙江省地方税务局向贝得药业核发了《高新技术企业证书》（编号：GR201633000044），有效期为三年。

贝得药业为高新技术企业，享受15%的优惠企业所得税税率。如果标的公司未来不能继续取得高新技术企业证书，则标的公司将无法享受现有的税收优惠，标的公司的利润可能会受到不利影响。

#### （5）质量风险

贝得药业质量控制的标准主要为《中华人民共和国药品管理法》、《中华人民共和国药品管理法实施条例》、《药品生产质量管理办法》、《药品生产治疗管理规范》和《药品流通监督管理办法》、GMP质量标准等相关法律法规。在严格遵循上述法律法规的基础上，贝得药业同时制定了《质量管理体系》、《质量风险管理程序》、《质量放行拒收管理程序》《生产日期、批号与有效期管理》等相关的内部控制制度，加强了标的公司对经营全过程的质量控制。

标的公司未发生重大产品质量事故，但不排除未来可能存在产品出现质量问题。在采购环节，如果采购的原材料无法满足标的公司的质量标准，或是未能检测出含有缺损、杂质或是其他有害物质，则可能会严重影响产品的质量。在生产及销售环节，运输、储存及使用过程中的不当处理，如药品被污染或变质，均有可能对产品质量产生影响，并直接对标的公司的经营带来重大不利影响。

#### （6）行业政策风险

医药制造行业受到较为严格的监管，标的公司接受多个政府部门及机关（尤其是与GMP批准有关的部门）的检验、审查或审核。若标的公司无法通过有关检验、审查或审核，可能产生额外成本以纠正检验、审查或审核中发现的任

何问题，甚至会暂停或终止部分制造及生产流程。发生任何该等情况均可能对标的公司的声誉、业务、盈利能力及营运造成重大不利影响。

此外，药品作为与人民日常生活关系重大的商品，其价格受国家政策影响较大，随着药价形成机制、医药体制、药品采购招标机制等改革的推行，价格的变化可能对未来的盈利能力产生不利影响。

随着医疗改革的不断推进，相关新政策的实施，如果标的公司不能及时、较好地适应政策调整变化，则现有的业务可能遭到限制或会失去潜在的业务机会，从而对标的公司经营造成重大不利影响。

## 2、折现率的确定

本次评估选取与被评估单位类似的上市公司，按照加权平均资本成本（WACC）计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率，计算公式为：

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

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

$T$  -- 所得税税率

$D/E$  -- 资本结构

债务资本成本采用现时的平均利率水平，权数采用标的公司目标资本取得。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_s + R_c = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s + R_c$$

其中： $K_e$  -- 权益资本成本

$R_f$  -- 无风险报酬率



$R_m$  -- 市场收益率

$\beta$  -- 系统风险系数

$ERP$  -- 市场风险溢价

$R_s$  -- 公司规模调整系数

$R_c$  -- 公司特有风险超额回报率

无风险报酬率取证券交易所上市交易的长期国债（截止评估基准日剩余期限超过 10 年）到期收益率平均值确定无风险报酬率，取值 4.13%。

ERP 测算我们借助 Wind 资讯的数据系统提供所选择的各成分股每年年末的交易收盘价。由于成分股收益中应该包括每年分红、派息等产生的收益，因此我们需要考虑所谓分红、派息等产生的收益，为此我们选用的年末收盘价是 Wind 数据中的年末“复权”价。

年收益率的计算采用算术平均值和几何平均值两种计算方法：

设：每年收益率为  $R_i$ ，则：

$$R_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}} \quad (i=1,2,3,\dots,N)$$

式中： $R_i$  为第  $i$  年收益率

$P_i$  为第  $i$  年年末交易收盘价（后复权价）

设第 1 年到第  $n$  年的收益平均值为  $A_n$ ，则：

$$A_n = \frac{\sum_{i=1}^n R_i}{N}$$

式中： $A_n$  为第 1 年（当计算 2014 年 ERP 时即 2005 年）到第  $n$  年收益率的算术平均值， $n=1,2,3,\dots,10$ ， $N$  是计算每年 ERP 时的有效年限，例如计算 2010 年时， $N=10$ ，计算 2005 年时由于计算年限是从 1997 年到 2005 年，因此  $N=9$ 。

几何平均值计算方法：

设第 1 年到第  $i$  年的几何平均值为  $C_i$ ，则：

$$C_i = \sqrt[i-1]{\frac{P_i}{P_1}} - 1 \quad (i=2,3,\dots,N)$$

$P_i$  为第  $i$  年年末交易收盘价（后复权价）

通过估算可以看出几何平均值可以更好表述收益率的增长情况，因此我们认为采用几何平均值计算的  $C_n$  计算得到 ERP 更切合实际，由于本次评估被评估标的资产的持续经营期超过 10 年，因此我们认为选择 ERP =5.80% 作为目前国内股权超额收益率 ERP 未来期望值比较合理。

系统风险系数  $\beta$ ，该系数是衡量被评估单位相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于被评估单位目前为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与被评估单位处于相似行业的上市公司作为样本，于同花顺系统查询获取其评估基准日前 5 年，以月为计算周期，剔除财务杠杆调整后的 Beta，选取 Beta 的平均值，再按标的公司目标资本结构，重新安装杠杆 Beta。

公司规模调整系数  $R_s$ ，采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合（Portfolio）的组合收益，一般认为对于单个公司的投资风险要高于一个投资组合的风险，因此，在考虑单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响，公司资产规模小、投资风险就会相对增加，反之，公司资产规模大，投资风险就会相对减小，企业资产规模与投资风险这种关系已被投资者广泛接受。

本次评估超额收益率的估算公式如下：

$$R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NB$$

其中：

$R_s$ ：被评估单位规模超额收益率；

$NB$ ：为被评估单位净资产账面值（ $NB \leq 10$  亿，当超过 10 亿时按 10 亿计算）。

公司特有风险超额回报率  $R_c$ ，公司特有风险超额回报率表示非系统性风险，是由于被评估单位特定的因素而要求的风险回报。它反映了被评估单位所处的竞争环境分析，包括外部行业因素和内部企业因素，以揭示被评估单位所在的行业地位，以及具有的优势和劣势。

债务资本成本，债务资本报酬率采用现时的平均利率水平作为债务的资本报酬率，即一年期短期贷款利率 4.35%，税后利率为 3.70%。

通过上述计算分析，得出加权平均资本成本 WACC 为 12%。

### 3、可比交易案例情况如下：

经查询，2016 年以来已披露或实施完毕或的上市公司收购医药工业相关资产的交易方案，部分案例情况统计如下所示：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	首次披露日期	WACC (折现率)
1	万邦德	万邦德制药 100% 股权	2018-04-30	2018-06-15	-
2	南卫股份	万高药业 70% 股权	2018-03-31	2018-07-07	-
3	司太立	海神制药 100% 的股权	2017-12-31	2018-04-27	11.15%
4	东阳光科	东阳光药 50.04% 股权	2017-06-30	2017-02-16	12.79%
5	东诚药业	安迪科 100% 股权	2017-06-30	2017-06-30	11.01%
6	金城医药	朗依制药 100% 股权	2016-09-30	2015-05-15	13.57%
7	*ST 建峰	重庆医药 96.59% 股权	2016-03-31	2016-09-12	10.29%
8	金石东方	亚洲制药 100% 股权	2016-03-31	2016-09-03	11.21%
9	赤天化	圣济堂 100% 股权	2015-12-31	2016-01-13	12.57%
10	冠昊生物	珠海祥乐 100% 股权	2015-10-31	2016-03-15	13.10%
11	福安药业	只楚药业 100% 股权	2015-09-30	2015-12-21	10.09%
12	振东制药	康远制药 100% 股权	2015-07-31	2015-10-23	12.65%
13	德展健康	嘉林药业 100% 股权	2015-4-30	2015-12-14	11.54%
<b>平均值</b>					11.82%
<b>本次交易评估值</b>			2018-06-30		12.00%

同期医药企业交易案例中的折现率分别在 10%-13% 不等，平均值为 11.82%，本次贝得药业折现率取值为 12%，与行业平均水平接近，折现率取值能够合理反映行业水平以及标的公司自身风险水平。

当折现率分别为 10%、11%、13%、14% 时，评估值情况如下：

序号	折现率	评估值 (万元)	变动幅度 (%)
1	10%	92,300.00	22.90%
2	11%	82,900.00	10.39%

序号	折现率	评估值（万元）	变动幅度（%）
3	13%	68,500.00	-8.79%
4	14%	63,000.00	-16.11%

**【评估师核查意见】**

经核查，评估师认为，本次交易使用折现率充分反映了贝得药业特定的风险水平。

问题 25、请你公司分产品对标的资产预测期内销售单价、采购成本进行敏感性分析，并量化分析上述因素变动对标的资产预测期内经营业绩及本次评估作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

**1、假设标的公司所有产品单价同时变动时**

(1) 对预测期内净利润的影响如下：

单位：万元

假设总体单价变动比例		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	预测期合计
上升 3%	净利润	1,761.45	5,349.30	7,218.73	9,431.04	11,554.58	35,315.10
	变动率	20.47%	15.02%	12.23%	9.81%	8.63%	11.16%
下降 3%	净利润	1,154.28	3,950.13	5,677.81	7,754.09	9,738.56	28,274.87
	变动率	-21.05%	-15.07%	-11.73%	-9.72%	-8.44%	-11.00%
上升 5%	净利润	1,957.79	5,817.58	7,739.13	10,001.82	12,176.92	37,693.24
	变动率	33.90%	25.09%	20.32%	16.46%	14.48%	18.64%
下降 5%	净利润	957.93	3,481.88	5,157.39	7,183.31	9,116.21	25,896.72
	变动率	-34.48%	-25.13%	-19.82%	-16.36%	-14.29%	-18.49%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若单价分别变动±3%和±5%，预测期累计净利润变动范围为-18.49%—18.64%。

(2) 对估值影响如下：

单位：万元

假设总体单价变动比例	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率（%）
上升 3%	75,100.00	82,400.00	7,300.00	9.72%
下降 3%	75,100.00	67,900.00	-7,200.00	-9.59%
上升 5%	75,100.00	87,400.00	12,300.00	16.38%
下降 5%	75,100.00	62,900.00	-12,200.00	-16.25%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若单价分别变动±3%和±5%，股东全部权益价值变动范围为-16.25%—16.38%。

## 2、当仅主要产品克拉霉素原料药单价变动时

(1) 对预测期内净利润的影响如下：

单位：万元

假设总体单价变动比例		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	预测期合计
上升3%	净利润	1,681.41	5,173.69	6,957.28	9,113.77	11,161.84	34,087.99
	变动率	15.00%	11.24%	8.17%	6.12%	4.94%	7.30%
下降3%	净利润	1,242.80	4,128.03	5,906.79	8,063.29	10,111.33	29,452.24
	变动率	-15.00%	-11.24%	-8.17%	-6.12%	-4.94%	-7.30%
上升5%	净利润	1,827.67	5,522.18	7,307.39	9,463.89	11,511.95	35,633.08
	变动率	25.00%	18.73%	13.61%	10.19%	8.23%	12.16%
下降5%	净利润	1,096.54	3,779.54	5,556.68	7,713.18	9,761.24	27,907.18
	变动率	-25.00%	-18.73%	-13.61%	-10.19%	-8.23%	-12.16%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若克拉霉素原料药单价分别变动±3%和±5%，预测期累计净利润变动范围为-12.16%—12.16%。

(2) 对标的公司估值影响如下：

单位：万元

假设克拉霉素单价变动比例	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率(%)
上升3%	75,100.00	79,500.00	4,400.00	5.86%
下降3%	75,100.00	70,600.00	-4,500.00	-5.99%
上升5%	75,100.00	82,500.00	7,400.00	9.85%
下降5%	75,100.00	67,700.00	-7,400.00	-9.85%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若克拉霉素原料药单价分别变动±3%和±5%，股东全部权益价值变动范围为-9.85%—9.85%。

## 3、当仅主要产品拉西地平分散片单价变动时

(1) 对预测期内净利润的影响如下：

单位：万元

假设总体单价变动比例		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	预测期合计
上升3%	净利润	1,506.62	4,755.13	6,618.19	8,827.37	10,948.22	32,655.53
	变动率	3.04%	2.24%	2.89%	2.78%	2.93%	2.79%
下降3%	净利润	1,409.05	4,544.33	6,278.30	8,357.77	10,344.93	30,934.38

假设总体单价变动比例		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	预测期合计
	变动率	-3.63%	-2.29%	-2.39%	-2.69%	-2.74%	-2.63%
上升 5%	净利润	1,535.93	4,834.20	6,745.67	9,003.47	11,174.47	33,293.74
	变动率	5.05%	3.94%	4.88%	4.83%	5.06%	4.80%
下降 5%	净利润	1,379.79	4,465.28	6,150.84	8,181.67	10,118.67	30,296.25
	变动率	-5.63%	-3.99%	-4.37%	-4.74%	-4.87%	-4.64%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若拉西地平分散片单价分别变动±3%和±5%，预测期累计净利润变动范围为-4.64%—4.80%。

(2) 对标的公司估值影响如下：

单位：万元

假设拉西地平单价变动比例	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率(%)
上升 3%	75,100.00	77,300.00	2,200.00	2.93%
下降 3%	75,100.00	73,000.00	-2,100.00	-2.80%
上升 5%	75,100.00	78,900.00	3,800.00	5.06%
下降 5%	75,100.00	71,400.00	-3,700.00	-4.93%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若拉西地平分散片单价分别变动±3%和±5%，股东全部权益价值变动范围为-4.93%—5.06%。

(二) 对采购成本的敏感性分析

1、假设所有药品采购成本同时变动时

(1) 对预测期内净利润的影响如下：

单位：万元

假设总体单价变动比例		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	预测期合计
上升 3%	净利润	1,269.76	4,226.15	5,999.12	8,149.09	10,190.33	29,834.45
	变动率	-13.16%	-9.13%	-6.73%	-5.12%	-4.20%	-6.09%
下降 3%	净利润	1,654.43	5,075.55	6,864.97	9,028.01	11,082.83	33,705.79
	变动率	13.15%	9.13%	6.73%	5.12%	4.20%	6.09%
上升 5%	净利润	1,141.55	3,943.03	5,710.54	7,856.16	9,892.86	28,544.14
	变动率	-21.92%	-15.22%	-11.22%	-8.53%	-6.99%	-10.15%
下降 5%	净利润	1,782.62	5,358.65	7,153.56	9,320.93	11,380.28	34,996.04
	变动率	21.92%	15.22%	11.22%	8.53%	6.99%	10.15%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若采购成本分别变动±3%和±5%，预测期累计净利润变动范围为-10.15%—10.15%。

(2) 对标的公司估值影响如下：

单位：万元

假设总体采购成本变动比例	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率（%）
上升 3%	75,100.00	71,100.00	-4,000.00	-5.33%
下降 3%	75,100.00	79,100.00	4,000.00	5.33%
上升 5%	75,100.00	68,400.00	-6,700.00	-8.92%
下降 5%	75,100.00	81,800.00	6,700.00	8.92%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若采购成本分别变动±3%和±5%，股东全部权益价值变动范围为-8.92%-8.92%。

## 2、当仅主要产品克拉霉素原料药采购成本变动时

(1) 对预测期内净利润的影响如下：

单位：万元

假设总体单价变动比例		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	预测期合计
上升 3%	净利润	1,293.56	4,276.65	6,056.10	8,212.61	10,260.64	30,099.56
	变动率	-11.53%	-8.05%	-5.84%	-4.38%	-3.53%	-5.26%
下降 3%	净利润	1,630.65	5,025.07	6,807.98	8,964.49	11,012.52	33,440.71
	变动率	11.53%	8.05%	5.84%	4.38%	3.53%	5.26%
上升 5%	净利润	1,181.19	4,027.17	5,805.47	7,961.98	10,010.01	28,985.82
	变动率	-19.21%	-13.41%	-9.74%	-7.30%	-5.89%	-8.76%
下降 5%	净利润	1,743.01	5,274.54	7,058.61	9,215.12	11,263.15	34,554.43
	变动率	19.21%	13.41%	9.74%	7.30%	5.89%	8.76%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若克拉霉素原料药采购成本分别变动±3%和±5%，预测期累计净利润变动范围为-8.76%—8.76%。

(2) 对标的公司估值影响如下：

单位：万元

假设克拉霉素采购成本变动比例	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率（%）
上升 3%	75,100.00	71,700.00	-3,400.00	-4.53%
下降 3%	75,100.00	78,500.00	3,400.00	4.53%
上升 5%	75,100.00	69,400.00	-5,700.00	-7.59%
下降 5%	75,100.00	80,800.00	5,700.00	7.59%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若克拉霉素原料药采购成本分别变动±3%和±5%，股东全部权益价值变动范围为-7.59%-7.59%。

### 3、当仅主要产品拉西地平分散片采购成本变动时

(1) 对预测期内净利润的影响如下：

单位：万元

假设总体单价变动比例		2018年7-12月	2019年	2020年	2021年	2022年	预测期合计
上升3%	净利润	1,460.12	4,644.57	6,421.38	8,573.09	10,615.71	31,714.87
	变动率	-0.14%	-0.14%	-0.17%	-0.18%	-0.20%	-0.17%
下降3%	净利润	1,464.08	4,657.16	6,442.70	8,604.02	10,657.44	31,825.40
	变动率	0.14%	0.14%	0.17%	0.18%	0.20%	0.17%
上升5%	净利润	1,458.81	4,640.37	6,414.28	8,562.78	10,601.82	31,678.06
	变动率	-0.23%	-0.23%	-0.28%	-0.30%	-0.33%	-0.29%
下降5%	净利润	1,465.39	4,661.35	6,449.81	8,614.32	10,671.35	31,862.22
	变动率	0.23%	0.23%	0.28%	0.30%	0.33%	0.29%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若拉西地平分散片采购成本分别变动±3%和±5%，预测期累计净利润变动范围为-0.29%—0.29%。

(2) 对标的公司估值影响如下：

单位：万元

假设拉西地平采购成本变动比例	原股东全部权益价值	现股东全部权益价值	影响额	影响率(%)
上升3%	75,100.00	74,900.00	-200.00	-0.27%
下降3%	75,100.00	75,200.00	100.00	0.13%
上升5%	75,100.00	74,800.00	-300.00	-0.40%
下降5%	75,100.00	75,300.00	200.00	0.27%

如上表所示，在其他参数不发生变化的情况下，若采购成本分别变动±3%和±5%，股东全部权益价值变动范围为-0.40%-0.27%。

#### 【评估师核查意见】

经核查，评估师认为，销售单价和采购成本变动分别在±3%和±5%时，采购成本波动对标的公司预测期内经营业绩及估值的影响小于销售单价波动的影响；同时，对标的公司预测期内经营业绩及估值的绝对影响较小。

问题 29、申请文件显示，2017 年 1 月，贝得药业召开董事会，同意注册资本由 6,100 万元减资至 3,980 万美元。请申请人：1) 补充披露上述减资的具体原因，相关决策及审批程序履行情况，是否符合法律法规的有关规定。2) 补充披露减资金额的确定依据。3) 结合标的资产报告期内业务开展情况、未来



年度资金需求、业务拓展情况等，补充披露减资事项的合理性和对标的资产未来持续经营的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

**【回复】**

(3) 结合标的资产报告期内业务开展情况、未来年度资金需求、业务拓展情况等，补充披露减资事项的合理性和对标的资产未来持续经营的影响。

标的资产 2017 年 1 月减资未将减资部分支付予股东，不涉及经营现金的流出，而是用减少注册资本数额弥补历年累积的亏损，以实现目前的财务指标更能反映企业实际经营状态，因此，该次减资不会影响标的资产的业务开展情况、未来年度的资金需求、及业务拓展情况。

标的资产报告期为 2016 年度至 2018 年 1-6 月，报告期内，贝得药业收入分别为 20,642.09 万元 18,868.09 万元 12,195.61 万元；净利润分别为 2,792.76 万元、2,533.55 万元、1,507.86 万元；经营活动产生的现金流量净额分别为 3,275.67 万元、913.03 万元 2,235.22 万元。报告期内，标的资产的业务发展稳健，经营较为顺利。标的资产未来年度资金需求依据标的公司稳健发展的需求及业务拓展实际情况进行调节，不受本次减资的影响。2018 年度，标的公司实现营业收入 24,284.94 万元、扣除非经常性损益后归属于股东净利润 2,974.59 万元（未经审计），已超过 2018 年度承诺的利润水平。

**【评估师核查意见】**

经核查，评估师认为，减资事项不会影响标的资产的业务开展、未来年度的资金需求、及业务拓展。

（本页无正文，为《天津中联资产评估有限责任公司关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>[181910号]之反馈意见回复》之签章页）

资产评估师： \_\_\_\_\_

程永海

\_\_\_\_\_

潘栋栋

天津中联资产评估有限责任公司

年 月 日