


东方花旗证券有限公司关于
《广誉远中药股份有限公司关于发行股份购买资产并
募集配套资金暨关联交易并购重组委审核意见的回复（二）》
之核查意见

独立财务顾问

东方·花旗
 东方花旗证券有限公司

（上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 24 楼）

签署日期：二〇一六年十月

中国证券监督管理委员会：

2016年9月22日，贵会公告了《并购重组委2016年第69次会议审核结果公告》，对广誉远中药股份有限公司（以下简称“广誉远”、“上市公司”、“公司”）发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易提出了审核意见，并于2016年10月8日提出了补充审核意见。上市公司会同东方花旗证券有限公司（以下简称“独立财务顾问”），就并购重组委员会的补充审核意见进行了认真讨论及核查，对所涉及的事项进行了答复。独立财务顾问对申请人的回复进行了审慎核查，在此基础上出具了本核查意见。

本回复中所引用的简称和释义，如无特殊说明，与重组报告书释义相同。

本回复中所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，指合并报表口径的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

本回复中部分合计数与各明细数直接相加之和在尾数上如有差异，均为四舍五入原因造成。

请申请人根据会后反馈回复内容，进一步量化披露标的资产未来收入和盈利预测的依据和合理性。请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的资产未来收入和盈利预测的依据和合理性

1、标的公司 2016 年 1-6 月业绩实现情况

2016 年 1-6 月，标的公司主要经营情况如下：

单位：万元

项目	2016 年 1-6 月	2015 年 1-6 月	同比增长
营业收入	39,680.55	20,282.86	95.64%
营业成本	9,208.64	5,848.61	57.45%
利润总额	6,420.67	1,364.31	370.62%
净利润	4,576.00	1,074.76	325.77%
归属于母公司所有者的净利润	4,439.41	819.50	441.72%

注：2015 年 1-6 月数据未经审计。

数据显示，标的公司 2016 年 1-6 月业绩延续了良好的增长势头，实现营业收入 39,680.55 万元，相比 2015 年同期增长 95.64%，实现归属于母公司所有者的净利润 4,439.41 万元，同比大幅增长 441.72%。

2、标的公司 2016 年协议量的签署情况和与预测营业收入对比分析

按照产品组群口径，标的公司已签订的协议量与全年预测营业收入的对比如下：

序号	产品组群	已签订协议量（万元）	2016 年预测营业收入（万元）	协议量占预测营业收入比例	备注
1	传统中药	60,943	57,955	105.16%	-
2	精品中药	-	17,034	-	不涉及协议量的签署，已将全年收入目标分解下达至各经销商
3	养生酒	5,310	5,846	90.83%	-

4	医药商业及其他	-	17,131	-	不涉及协议量的签署，上半年销售收入已实现全年任务量的47.56%
---	---------	---	--------	---	----------------------------------

截至目前，标的公司 2016 年传统中药已签订协议量 60,943 万元，占 2016 年传统中药预测营业收入比例为 105.16%；2016 年养生酒已签订协议量 5,310 万元，占 2016 年养生酒预测营业收入比例为 90.83%。2015 年，标的公司传统中药和养生酒的协议量合计为 29,190 万元，实际完成收入 32,622.95 万元，完成率 111.76%，参考 2015 年的完成率，2016 年传统中药和养生酒已签订的协议量实现的可能性较高，相应预测营业收入可实现性较高。

精品中药不涉及协议量的签署，标的公司已将精品中药收入目标分解下达至各经销商。2016 上半年精品中药实现的收入占全年预测收入的比例为 26.92%，实现比例较低，原因是部分精品中药是作为高端礼品赠送，节日集中的下半年是精品中药销售的旺季，因此下半年精品中药的销售收入将会大幅提升。标的公司将加大精品中药的销售推进力度，确保精品中药全年任务量如期实现。

此外，医药商业及其他收入也不涉及协议量的签署，上半年医药商业及其他收入已实现全年任务的 47.56%，全年预测营业收入能够实现。

3、2016 年预测收入增长情况

(1) 收入预测情况

单位：万元

产品	2015 年营业收入	2016 年预测营业收入	2016 年预测收入增长率
传统中药	26,755.37	57,955.12	116.61%
精品中药	6,592.08	17,034.07	158.40%
养生酒	2,560.32	5,846.36	128.34%
医药商业及其他	6,908.87	17,130.47	147.95%
合计	42,816.65	97,966.02	128.80%

标的公司预测 2016 年传统中药、精品中药、养生酒、医药商业及其他的收入分别为 57,955.12 万元、17,034.07 万元、5,846.36 万元、17,130.47 万元，增幅分别为 116.61%、158.40%、128.34%、147.95%。

(2) 销量预测情况

产品	2015年销量	2016年预测销量	2016年预测销量增长率
传统中药(万丸/粒/瓶)	2,817.43	5,615.77	99.32%
精品中药(万丸/粒/支)	101.01	317.23	214.05%
养生酒(万kg)	22.29	30.74	37.86%

标的公司预测 2016 年传统中药、精品中药和养生酒的销量分别为 5,615.77 万丸/粒/瓶、317.23 万丸/粒/支和 30.74 万 kg，同比分别增长 99.32%、214.05% 和 37.86%。养生酒销量增长幅度与其收入增长幅度相比较低，主要原因是由于养生酒品种规格的影响，销售价格较高的销量占比较高所致。

(3) 单价预测情况

项目	产品	2015年 单价	2016年 预测单价	2016年预测 单价增长率
传统 中药	定坤丹大蜜丸(10.8g*1)(元/丸)	7.76	7.35	-5.28%
	定坤丹大蜜丸(6g*6)(元/丸)	-	8.55	-
	定坤丹水蜜丸(7g*4)(元/瓶)	-	20.94	-
	定坤丹水蜜丸(其他规格)(元/瓶)	8.29	8.38	1.09%
	龟龄集(普通)(元/粒)	9.50	9.54	0.42%
	安宫牛黄丸(普通)(元/丸)	210.84	299.15	41.88%
	牛黄清心丸(普通)(元/丸)	8.55	14.71	72.05%
精品 中药	龟龄集(精品)(元/粒)	49.98	41.67	-16.63%
	安宫牛黄丸(精品)(元/丸)	215.65	226.92	5.23%
	牛黄清心丸(精品)(元/丸)	93.78	76.92	-17.98%
	定坤丹口服液(元/支)	54.59	53.85	-1.36%
养生 酒	加味龟龄集酒木盒(精品 750ml)(元/瓶)	1,105.31	1,102.56	-0.25%
	亲情礼盒(500ml*2)(元/瓶)	46.84	48.27	3.06%
	黄马褂(8瓶装 500ml)(元/瓶)	43.54	43.47	-0.15%
	远字牌龟龄集酒(精品 700ml)(元/瓶)	392.42	418.80	6.72%

标的公司 2016 年预测销售单价主要依据 2016 年公司产品供货价目表和中标价来确定，其中安宫牛黄丸(普通)、牛黄清心丸(普通) 2016 年预测价格相比 2015 年有较大增幅，原因是上述两款产品均在 2016 年年初实行了提价。除此之

外，其他主要产品 2016 年预测单价相比 2015 年实际销售单价变动不大。

4、2016 年 1-6 月业绩实现情况与预测情况比较分析

(1) 收入实现情况分析

单位：万元

项目	2016 年 1-6 月 营业收入	2016 年预测 营业收入	2016 年 1-6 月 实现比例
传统中药	24,699.80	57,955.12	42.62%
精品中药	5,384.12	17,034.07	31.61%
养生酒	1,449.45	5,846.36	24.79%
医药商业及其他	8,147.19	17,130.47	47.56%
合计	39,680.55	97,966.02	40.50%

2016 年 1-6 月，标的公司实现的营业收入占全年预测收入的比例为 40.50%。医药行业具有明显的季节销售特点，销售旺季一般在下半年，成熟企业上半年、下半年的收入占比基本为 45%、55%，快速增长型企业上半年、下半年的收入占比则为 40%、60%。作为一家快速发展的医药企业，标的公司根据行业特点确定上半年的销售比例为 40%，实际完成 40.50%，符合医药行业整体特征和山西广誉远经营规划的实施进度。

具体分产品组群来看，2016 年 1-6 月传统中药、精品中药、养生酒、医药商业及其他实现的收入占 2016 年预测收入的比例分别为 42.62%、31.61%、24.79%、47.56%。2016 年上半年精品中药和养生酒实现比例较低，原因是精品中药和部分养生酒作为高端礼品赠送，中秋、国庆、春节等节日集中的下半年是销售的旺季，因此，下半年精品中药和养生酒的销售收入将会大幅提升。

(2) 净利润实现情况分析

2016 年上半年标的公司实现扣非后归属于母公司所有者的净利润占全年比例为 34.25%，原因是收入增长相较市场投入有一定滞后性，为保证下半年 60% 的收入比例，上半年加大了市场投入。

标的公司 2016 年上半年全面启动了 OTC 发展战略，市场投入增加较快，2016 年第二季度标的公司新增加 242 家百强连锁药店及区域连锁药店，并与之建立合

作关系，累计开发药店终端 13,384 家，每家连锁企业每个品规上架费为 5-10 万元不等，由此导致标的公司上半年市场投入较大。

随着标的公司市场推广和广告投入的持续推进，销售网络的广度和深度进一步加强，其品牌知名度、市场推广和广告投入的产出效率和使用效率亦将逐步提高。因此随着下半年收入环比增长、销售费用率下降，净利润上升会更快。

参考同行业可比公司，太安堂与标的公司类似，也处于快速发展阶段。太安堂 2015 年净利润相比 2014 年实现倍增，其 2014 年上半年净利润占全年比例为 34%，2015 年该比例则为 39%。

(3) 销量实现情况分析

产品	2016 年 1-6 月销量	2016 年预测销量	2016 年 1-6 月实现比例
传统中药（万丸/粒/瓶）	2,209.32	5,615.77	39.34%
精品中药（万丸/粒/支）	84.24	317.23	26.56%
养生酒（万 kg）	11.29	30.74	36.73%

2016 年 1-6 月，标的公司传统中药、精品中药及养生酒的销量占 2016 年全年预测销量的比例分别为 39.34%、26.56%、36.73%，销量实现比例与收入实现比例基本匹配，差异主要是由于品规、销售价格和预测差异影响。

(4) 主要产品实际价格与预测价格分析

项目	产品	2016 年 1-6 月 实际单价	2016 年 预测单价	差异率
传统 中药	定坤丹大蜜丸（10.8g*1）（元/丸）	7.59	7.35	3.27%
	定坤丹大蜜丸（6g*6）（元/丸）	8.53	8.55	-0.23%
	定坤丹水蜜丸（7g*4）（元/瓶）	21.05	20.94	0.53%
	定坤丹水蜜丸（其他规格）（元/瓶）	8.17	8.38	-2.51%
	龟龄集（普通）（元/粒）	10.04	9.54	5.24%
	安宫牛黄丸（普通）（元/丸）	298.87	299.15	-0.09%
	牛黄清心丸（普通）（元/丸）	15.19	14.71	3.26%
精品 中药	龟龄集（精品）（元/粒）	50.65	41.67	21.55%
	安宫牛黄丸（精品）（元/丸）	249.87	226.92	10.11%
	牛黄清心丸（精品）（元/丸）	87.01	76.92	13.12%

	定坤丹口服液（元/支）	63.43	53.85	17.79%
养生酒	加味龟龄集酒木盒(精品 750ml)（元/瓶）	1,754.47	1,102.56	59.13%
	亲情礼盒（500ml*2）（元/瓶）	59.32	48.27	22.89%
	黄马褂（8 瓶装 500ml）（元/瓶）	39.29	43.47	-9.62%
	远字牌龟龄集酒（精品 700ml）（元/瓶）	526.02	418.8	25.60%

注：差异率=2016 年 1-6 月实际单价/2016 年预测单价-1

标的公司 2016 年预测销售单价主要依据 2016 年产品供货价目表和中标价来确定，2016 年 1-6 月，标的公司传统中药产品的实际销售单价与 2016 年预测单价相比无重大差异，精品中药及养生酒产品实际销售单价基本都高于预测单价，有利于预测营业收入的实现。

5、2016 年 1-9 月业绩初步测算情况与全年营业收入可实现性

经标的公司初步测算，标的公司 2016 年 1-9 月实现营业收入 6.2 亿元，占 2016 年预测营业收入的比例为 63.29%，归属于母公司股东的净利润约 8,000 万元，占 2016 年预测净利润的比例约 60%，具体情况如下：

（1）2016 年 1-9 月同比增长情况

标的公司 2016 年 1-9 月营业收入同比增长情况如下：

单位：万元

项目	2016 年 1-9 月初步测算营业收入	2015 年 1-9 月营业收入	同比增长
传统中药	37,000	17,337	113.42%
精品中药	9,500	4,375	117.14%
养生酒	3,000	1,574	90.60%
医药商业及其他	12,500	4,282	191.92%
合计	62,000	27,568	124.90%

注：数据来源于广誉远 2016 年 9 月 30 日发布的《广誉远 2016 年第三季度业绩预增补充公告》。

2016 年 1-9 月，标的公司传统中药、精品中药、养生酒、医药商业及其他同比分别增长 113.42%、117.14%、90.60%、191.92%，其中精品中药及养生酒的同

比增长比例低于 2016 年全年预测同比增长比例。2015 年，标的公司受 GMP 认证停产改造的影响，第四季度营业收入较低。因此预计 2016 年第四季度同比增长幅度相比前三季度会有较大幅度提升，可以确保 2016 年全年预测同比增长幅度预期的达成。

(2) 2016 年 1-9 月收入实现情况

单位：万元

项目	2016 年 1-9 月 初步测算营业收入	2016 年预测 营业收入	2016 年 1-9 月 实现比例
传统中药	37,000.00	57,955.12	63.84%
精品中药	9,500.00	17,034.07	55.77%
养生酒	3,000.00	5,846.36	51.31%
医药商业及其他	12,500.00	17,130.47	72.97%
合计	62,000.00	97,966.02	63.29%

分产品组群来看，2016 年 1-9 月，传统中药初步测算实现的收入占 2016 年全年预测收入的比例为 63.84%。医药行业一般下半年为销售旺季且标的公司于近期在中央电视台投放定坤丹产品广告，考虑销售的季节性因素、市场推广、广告投入及终端渠道建设等对公司主要产品收入的拉动作用，传统中药板块全年收入目标的实现具有可行性。

精品中药 2016 年 1-9 月实现的比例为 55.77%，标的公司已推出市场上稀缺的双天然安宫牛黄丸、牛黄清心丸，且销售较为顺利，预计这两款产品能在四季度为标的公司带来 5,400 万元左右的销售收入，因此精品中药的全年收入目标能够顺利实现。

养生酒 2016 年 1-9 月实现的比例为 51.31%。依据消费者的消费习惯及产品特性，天气寒冷的第四季度养生酒的市场需求会增加，同时部分养生酒作为高端礼品赠送，元旦以及春节之前的礼品赠送需求也会提升养生酒的销量，这些有利因素能够促使养生酒全年收入目标的实现。

医药商业及其他收入 2016 年 1-9 月实现的比例为 72.97%，全年收入目标能够顺利实现。

(3) 2016年1-9月销量实现情况分析

产品	2016年1-9月 初步测算销量	2016年全年 预测销量	2016年1-9月 实现比例
传统中药(万丸/粒/瓶)	3,418.00	5,615.77	60.86%
精品中药(万丸/粒/支)	126.00	317.23	39.72%
养生酒(万kg)	22.50	30.74	73.19%

2016年1-9月，标的公司传统中药、精品中药及养生酒的初步测算销量占2016年全年预测销量的比例分别为60.86%、39.72%、73.19%，销量实现比例与收入实现比例基本匹配，差异主要是由于品规、销售价格及其与预测差异影响。

(4) 2016年10-12月生产计划和预计销售量

四季度为传统销售旺季，四季度标的公司将结合现有库存情况和预计销量，妥善安排生产情况，确保全年预测营业收入实现。

产品	2016年9月末 库存量	2016年10-12月 预计生产量	2016年10-12月 预计销量
传统中药(万丸/粒/瓶)	719.28	1,746.00	1,950.00
精品中药(万丸/粒/支)	213.29	20.00	48.00
养生酒(万kg)	8.07	11.00	11.00

传统中药方面：2016年1-9月，标的公司传统中药销量实现比例为60.86%，2016年四季度标的公司预计生产量为1,746万丸/粒/瓶，在合理库存基础上预计销量为1,950万丸/粒/瓶。四季度标的公司将继续推进重点产品龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸等产品的销售，四季度销量计划和2016年全年预测销量基本保持一致，仅在产品品规上略做调整，保证了全年收入目标的实现。

精品中药方面：2016年1-9月，标的公司精品中药销量实现比例为39.72%，2016年四季度标的公司预计生产量20万丸/粒/支，在合理库存基础上预计销量为48万丸/粒/瓶，与2016年全年预测销量存在一定差异。标的公司2016年9-10月陆续推出新产品双天然安宫牛黄丸和双天然牛黄清心丸，两种产品均采用天然牛黄和天然麝香，产品稀缺，疗效显著，销售价格更高，预计10-12月双天然安宫牛黄丸销售量3.2万丸、双天然牛黄清心丸销售量15万丸，两种新品即可带

来约 5,400 万元的销售收入，因此标的公司四季度相应调整精品中药其他品规销量，四季度精品中药销售计划与预测销量的差异对 2016 年全年精品中药预测营业收入实现没有影响。

养生酒方面：2016 年 1-9 月，标的公司销量实现比例达到 73.19%，四季度标的公司预计销量 11 万 kg，标的公司在主推“亲情礼盒”、“黄马褂”品种销售的基础上，重点加大售价较高的养生酒品种的销售，提升其销售占比，保证全年养生酒预测营业收入实现。

(5) 2016 年 10-12 月预计销售价格情况

2016 年 10-12 月预计销售单价依据标的公司产品供货价目表和中标价来确定，与全年预测单价基本一致。

(6) 2016 年 10-12 月预计销售费用情况

2016 年 1-9 月，标的公司销售费用初步测算投入 2.9 亿元。根据标的公司的经营计划，在前期市场投入较大且下半年为销售旺季的情况下，第四季度销售费用的投入规模将有所下降，为实现收入目标所需的销售费用预计为 1.23 亿元，能够实现 2016 年预测的销售费用率目标。

综上，根据标的公司 2016 年 1-9 月初步测算的营业收入和净利润实现情况，结合 2016 年 10-12 月生产安排、销售计划、执行价格及销售费用投入，2016 年全年预测营业收入和净利润可实现。

6、预测期其他主要预测参数与 2016 年 1-6 月份实际指标比较分析

项目	2016年1-6月实际数	2016年预测数	2017年预测数	2018年预测数	2019年预测数	2020年预测数
主营业务毛利率	76.71%	71.93%	70.88%	70.77%	71.43%	71.53%
销售费用率	48.15%	42.71%	43.32%	42.20%	42.10%	42.09%

预测期 2016 年-2020 年，预测主营业务毛利率分别为 71.93%、70.88%、70.77%、71.43%和 71.53%，预测期主营业务毛利率水平总体较为稳定，低于标的公司 2016 年 1-6 月主营业务毛利率水平 76.71%。标的公司 2016 年 1-6 月毛利

率有所提升，部分原因是由于产量扩大，单位固定成本下降所致。预测期内，随着标的公司主要产品的产量逐步增加，单位固定成本下降对毛利率的提升作用将持续存在，因此标的公司在预测期内能够保持 2016 年 1-6 月的毛利率水平。实际毛利率高于预测值有助于标的公司更好地实现预测净利润目标。

预测期 2016 年-2020 年，预测销售费用率分别为 42.71%、43.32%、42.20%、42.10%和 42.09%，预测期销售费用率水平较为稳定。2016 年 1-6 月，标的公司销售费用率为 48.15%，高于预测期销售费用率水平，主要由于一方面收入实现和市场开发投入存在一定时间差，为保证 2016 年全年经营目标实现，2016 年上半年山西广誉远加大对市场前期投入，加强市场拓展、市场活动和终端覆盖等市场营销工作，销售费用增长相对于收入增长更快；另一方面，定坤丹口服液和定坤丹水蜜丸分别于 2015 年底和 2016 年一季度上市，新品相继上市进一步推高上半年销售费用集中投入。山西广誉远 2016 年上半年新产品的上市、品牌推广的集中投入、市场活动的全面开展，将为下半年销售收入的更快增长提供可实现条件。

2016 年上半年市场投入情况和营业收入基本符合山西广誉远整体经营规划，预计 2016 年下半年随着营业收入环比增长，销售费用率相比 2016 年上半年将进一步呈现较快下降趋势。随着市场推广和广告投入的持续推动、销售网络的广度和深度进一步加强、品牌知名度更高提升，山西广誉远销售业绩将进一步释放，销售费用管控效果也将更加显著，因而预测期山西广誉远销售费用率预测具有其合理性。

7、预测期 2016 年-2020 年预测收入增长的合理性

单位：万元

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	97,966.02	164,190.22	262,049.57	336,829.59	407,735.80
增长率	132.68%	67.60%	59.60%	28.54%	21.05%

标的公司预测期 2016 年-2020 年预测收入分别为 97,966.02 万元、164,190.22 万元、262,049.57 万元、336,829.59 万元和 407,735.80 万元，预测收入增长率分别为 132.68%、67.60%、59.60%、28.54%和 21.05%。

标的公司 2016 年预测收入同比增长率较高，一方面是由于 2015 年收入基数较低，另一方面是因为标的公司近年来加大了市场推广和渠道建设的投入并于 2016 年上半年全面启动了 OTC 战略，市场投入对销售的提升作用将在 2016 年显著体现；2017-2020 年标的公司预测收入增长率逐年下降，2020 年同比增长仅为约 21%左右，这也符合医药行业企业从快速发展期向成熟期转变过程中收入增长的变动趋势。

鉴于：（1）标的公司主要产品定坤丹、安宫牛黄丸、龟龄集的市场空间和市场潜力较大，同类产品市场规模均达到数十亿至百亿以上水平，且保持快速增长，2016 年一季度标的公司龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸产品市场份额均大幅提升，主要产品市场空间广阔，市场份额快速上升，为预测期营业收入的实现提供支撑。

（2）标的公司持续加大市场投入，加强终端渠道建设。传统中药方面，2018 年底将实现定坤丹累计开发 2,000 家医院，龟龄集 1000 家医院，实现管理药店 100000 家；精品中药方面，2018 年底计划在全国累计开设 500 家广誉远国药堂（终端店）和 100 家国医馆，并把广誉远国药堂（终端店）、国医馆不仅仅建设成精品中药专卖店，更使其成为山西广誉远中医药历史文化的体验店；养生酒方面，2018 年底前标的公司计划覆盖 5 万家药店、5 万家餐饮企业、1 万家名烟名酒店、8,000 家商超。（3）新厂区 2017 年建成后，主要产品的产能均为现有产能的三倍以上，为未来年度山西广誉远的发展提供了充分的产能保障。同时标的公司对麝香、羚羊角等主要珍稀受限原材料提前储备，确保原材料供应。对熟地、姜炭、陈醋等遵循传统工艺的原材料产能进行提升，保证了 2016-2018 年的需求量。（4）标的公司将继续引进营销、品牌、市场、财务等方面的高端管理人才，推动标的公司销售收入的提升。因此，标的公司预测营业收入具有较强的可实现性。

综上所述，标的公司山西广誉远收入利润快速增长主要是因为所处中药行业稳定增长以及国家政策的大力扶持背景下，依托标的公司在产品、组方、用料及炮制工艺等方面具有竞争优势，持续加大市场投入，加强市场终端渠道建设，标的公司市场份额迅速提升，产品产量和销量迅速增长，同时部分产品销售价格呈现一定增长，并能够在预测期得以继续保持。2016 年 1-6 月的收入利润实现情

况、2016年1-9月的收入利润初步测算情况、2016年已签订全年合同情况，以及2016年10-12月生产和销售计划情况，与预测情况基本相符。因此，山西广誉远预测未来收入利润增长具有合理的原因和较强的可持续性。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：标的公司山西广誉远未来收入和盈利预测具有合理性。

(以下无正文，为《东方花旗证券有限公司关于<广誉远中药股份有限公司关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易并购重组委审核意见的回复(二)>之核查意见》之盖章页)

项目主办人：


朱 剑


黄 万

