

《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（190043号）资产评估相关问题之核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2019 年 1 月 29 日对汤臣倍健股份有限公司发行股份购买资产申请文件出具的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（190043 号），中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”）作为本次交易的资产评估机构，已会同上市公司与各中介机构，就贵会反馈意见要求评估师核查的内容进行了核查及落实，现就相关问题作出书面回复如下。

问题1.

申请文件显示，本次交易对广州汤臣佰盛有限公司（以下简称标的资产或汤臣佰盛）采用资产基础法和收益法两种评估方法进行评估，最终采用资产基础法评估结论；对汤臣佰盛的核心资产，即其持有的Life-Space Group Pty Ltd（以下简称LSG）公司股权采用了市场法和收益法两种方法进行评估，并采用市场法评估结论。截至评估基准日2018年8月31日，LSG市场法评估值为344,597.08万元，增值率为3160.32%，增值率较高；汤臣佰盛资产基础法评估值为308,584.41万元，增值率为16.10%。由于标的资产未采用收益法进行评估，你公司未进行业绩承诺，也未设置业绩补偿机制。请你公司：1）结合汤臣佰盛核心资产LSG的主营业务和产品情况、盈利能力、同行业可比公司情况、可比交易采用的评估方法等，补充披露本次交易对LSG采用市场法评估的适用性及合理性。2）结合LSG报告期经营情况、财务状况等，补充披露LSG市场法评估增值率较高的合理性。3）结合与同行业可比交易静态及动态市盈率对比情况，补充披露本次交易市盈率与同行业可比交易的差异原因，并分析本次交易作价合理性。4）补充披露本次交易未设置业绩承诺及补偿安排是否有利于保护上市公司和中小股东利益。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

（一）本次交易对 LSG 采用市场法评估具备适用性及合理性

1、LSG 及同行业可比公司、可比交易的情况说明

（1）LSG及可比公司的主营业务、产品情况及盈利能力情况说明

LSG的主营业务为益生菌补充剂产品的研发、生产和销售，其旗下主要品牌为Life-Space，剂型以益生菌粉和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群，其产品的主要功能包括协助营养素的消化和吸收，帮助恢复可能已被抗生素破坏的有益细菌以及支持正常、健康的排便等。

LSG最终产品的销售区域以澳新地区和亚洲地区（主要为中国）为主，并通过出口经销商覆盖世界其他市场，主要生产及经营场所位于澳大利亚。LSG在益生菌补充剂市场处于领先地位，特别是在澳大利亚和中国市场，产品在保持着较高增长的同时拥有良好的口碑和较高的知名度。2017年度及2018年度，LSG主营业务收入金额分别为47,398.46万元及71,903.40万元，收入增长率分别为54.27%和51.70%，净利润金额分别为6,337.19万元及8,439.76万元，收入规模快速增长，盈利能力较强。

（2）可比公司的情况说明

结合LSG的情况特点，此次评估主要选取了Blackmores、A2 Milk和Bellamy三家可比公司，基本情况如下：

Blackmores：主营业务为健康产品的研发、生产和销售。旗下拥有Blackmores、BioCeuticals，Fusion Health等品牌，将近200种维生素、矿物质、草药及营养补充品等健康产品。其中BioCeuticals及Blackmores品牌均有益生菌补充剂产品。Blackmores在澳大利亚和中国的膳食补充剂市场处于领先地位，2018财年，毛利率水平为49.38%，净利率水平为11.65%，利润率水平与LSG相似。Blackmores产品在澳新地区进行生产及运营，其产品主要销售市场为澳新地区和中国，其中澳新地区收入占比约为44.33%，中国收入占比约22.84%。

A2 Milk：主营业务为含A2型 β -酪蛋白的配方奶制品研发、生产和销售。主要品牌为a2™，主要产品为婴幼儿配方奶粉及牛奶等。A2型牛奶产品的主要特征为优化DHA

和ARA比例，含有有助于维持肠道功能的益生元膳食纤维以及特别添加乳铁蛋白等，产品主要覆盖婴幼儿及儿童。A2 Milk 2017财年、2018财年主营业务收入增长率分别为60.46%和63.81%，毛利率水平为50.34%，净利率水平为21.22%，增长率与LSG相似，盈利能力略高于LSG。A2 Milk在新西兰制造及销售，其产品主要市场为澳新地区和以中国为主的亚洲地区，其中澳新地区收入占比约为71.17%，亚洲地区收入占比约25.32%。

Bellamy: 主营业务为生产及销售儿童有机辅食及婴幼儿配方奶粉等有机产品。主要品牌为 Bellamy，产品包括有机配方奶粉及有机辅食等营养食品，主要覆盖婴幼儿及儿童。Bellamy 2017 财年、2018 财年主营业务收入增长率分别为 2.61%，36.86%，毛利率水平为 39.21%，净利率水平为 13.16%，盈利能力与 LSG 相似。Bellamy 在澳大利亚生产及运营，其产品主要市场为澳新地区，并通过出口经销商销往中国，其中澳新地区收入占比约为 75.52%。

(3) 同行业可比交易采用的评估方法分析

LSG所处的行业为健康食品行业，交易的标的与LSG属于同一细分行业，在销售市场、销售模式、生产经营模式等方面比较接近，交易方式、交易条件与控制权状态与本次交易基本一致的可比交易案例有两宗，分别为合生元收购Swisse Wellness 83%股权和上海医药收购Vitaco 100%股权。

上海医药收购Vitaco交易中披露了定价依据：该交易采用了可比公司法、可比交易法和现金流折现法三种方法协助进行了估值分析，收购价格由交易各方经谈判后达成一致，收购价格对应Vitaco 2016 财年未经审计EV/EBITDA为14.7倍。

采用EV/EBITDA倍数确定交易价格符合国际市场交易惯例。

2、本次交易采用市场法评估具备适用性

根据《资产评估基本准则》，确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法。市场法是指将评估对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定评估对象价值的评估方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，具有

评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点。上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定被评估单位价值的具体方法。交易案例比较法指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估单位比较分析的基础上，确定被评估单位价值的具体方法。

选择和使用市场法时应当注意下列事项：

（1）可比公司通常应当与标的公司属于同一行业、从事相同或类似的业务或受相同经济因素影响。

（2）能够收集参考企业或交易案例的经营和财务信息及相关资料，并且可以确信依据的信息资料是适当和可靠的。

（3）对可比公司与标的公司在成长性及运营风险等方面存在的差异，应当采用定性或定量方法进行分析，在合理比较的基础上对价值比率进行修正。

首先，对比上述市场法的注意事项，并结合LSG的主营业务、产品模式及盈利能力分析，目前在澳大利亚公开资本市场中，可以找到与LSG比较接近的上市公司Blackmores, A2 Milk 以及Bellamy；另一方面，随着中国企业国际化，也能找到中国企业收购澳大利亚健康食品企业的交易案例，且在交易方式、交易条件与控制权状态与本次收购交易基本一致。

其次，公开市场的上市公司和交易案例具有公开透明、监管严格、合法合规、相关数据可获得性较强等特点。上市公司和交易案例均可以通过检索公开资料获取相关信息，尤其是上市公司，可以通过查询其年报、半年报、季度报以及各种与生产经营相关的信息，对其进行全面了解，这些相关信息具备一定的适当性和可靠性。

最后，在目标公司与可比公司特点一致的前提下，对其成长性及运营风险等方面存在的差异，可采用定量或定性的方法进行合理比较，进而对价值比率进行修正。

综上，本次评估选择市场法，可以合理、公允地反映目标公司的市场价值。因此，本次交易选择市场法进行评估具备适用性。

3、本次交易采用市场法评估具备合理性

在评估基准日，LSG在所处地区、产品特征、产销模式及经营方式等方面有比较明确的特征，可以找到与其相似的可比案例和可比公司，构成市场法评估的可靠基础。

其中上市公司比较法中，澳大利亚健康食品公司Blackmores与LSG处于同一细分行业，产品重合度较高，A2 Milk以及Bellamy与LSG均属于上一级子行业中的同类企业，主打产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似，三家公司所处地区、产品特征、产销模式及经营方式相同，符合可比公司筛选标准。Blackmores、Bellamy和A2 Milk经调整后EV/EBITDA的倍数分别为27.82、16.03和21.28，比较集中，可靠性较好。

可比交易案例法中，交易标的Swisse Wellness、Vitaco与LSG均处于同一细分行业，产品重合度较高，和LSG均有多个直接竞争的产品，有很好的可比性，符合筛选标准。Swisse Wellness和Vitaco均为澳新地区生产经营的企业，主要销售地区均为澳新地区，两个可比交易标的资产所处地区、主营业务、产品特征、产销模式、经营方式及交易特点相同，符合可比交易筛选标准。合生元收购Swisse Wellness 83%股权和上海医药收购Vitaco 100%股权的EV/EBITDA分别14.71和14.70，两者接近，具备进行相对估值的可靠性。

收购交易特点分析：LSG为澳大利亚企业，本次出售依据国际惯例，采用公开竞标的出售方式，经过多个市场参与者多轮报价与谈判最终确定交易对方。澳大利亚上市公司Blackmores的EV/EBITDA倍数是本次出售流程的重要报价依据以及博弈谈判的重要参考指标，Blackmores等可比上市公司的价值比率反映了资本市场近期对于这类企业价值的判断。合生元收购Swisse Wellness，以及上海医药收购Vitaco也是本次交易报价及谈判的依据。考虑到上述交易分别发生于2015年和2016年，其后随着跨境电商的兴起、以及澳大利亚健康食品品牌在中国消费者中认可度的提升，其产品销量在中国市场有着比过去更高以及更明确的成长性，因此本次交易的估值倍数也有提高。

LSG近三年增速较高，2016财年销售收入4,925万澳元，2017财年增长为7,577万澳元，2018财年增长为12,241万澳元，三个财年复合增长率约为75%。成长型企业持续成长时期和成长速度往往较难预测，这为收益法预测带来一定的不确定性，故而考虑

到LSG成长能力，相对于收益法，市场法较为客观地为交易双方圈定了价格区间，更合理的反映该类企业在基准日时点市场环境下的市场价值。

综上，本次交易采用市场法评估作为评估依据具备合理性。

结合LSG的主营业务和产品情况、盈利能力、同行业可比公司情况、可比交易采用的评估方法等，LSG采用市场法评估具备适用性及合理性。

（二）结合 LSG 报告期经营情况、财务状况分析后， LSG 市场法评估增值率较高具备合理性

此次评估采用了市场法和收益法对目标公司LSG进行了评估，最终选取了市场法结果，评估值为344,597.08万元人民币，增长率32%，增值率较高的原因如下：

1、LSG具有轻资产运营的特点

LSG生产主要采用外包模式，场地为租赁，同时其具有较好的资产周转率，所以占用的流动资产相对较少；另一方面，LSG核心资产为无形资产，其旗下品牌Life-Space在澳大利亚药房和中国线上益生菌补充剂市场份额排名靠前，具有很高的知名度，随其销售收入的快速增长，未来知名度会进一步增加，品牌价值更为明显。除品牌外，LSG的客户关系、管理团队、人力资源等一起驱动了企业的营利。上述优势均未在账面上体现，因此，LSG具备明显的轻资产运营、高品牌溢价的特点。

2、LSG所在的益生菌补充剂行业增长迅速

LSG产品主要为健康食品行业中的益生菌膳食营养补充剂细分领域。益生菌是一类对宿主有益的活性微生物，是定植于人体肠道、生殖系统内，能产生健康功效从而改善宿主微生态平衡、发挥有益作用的活性微生物，最终改善人体健康。在膳食营养补充剂行业中，益生菌补充剂已成为增速较快的细分领域之一。

目前，LSG产品主要市场为澳新地区和中国。

澳大利亚市场方面，益生菌补充剂产品在本土主要通过药房销售，2018年度药房销售量占到全部市场的70%，其中澳大利亚最大药房澳洲大药房的销售额几乎占到全部

药房销售额的50%。2018年Life-Space益生菌产品在澳大利亚主要药房中的市场占有率达到43.80%，处于市场领先水平。

澳大利亚益生菌补充剂市场增长的主要驱动力为：a) 中国海外经销商：基于对澳大利亚健康食品品牌的信任，2015年兴起的中国海外经销商对澳大利亚健康食品企业起到了强有力的刺激作用；b) 居民对益生菌补充剂的了解进一步加深：2014年之后，谷歌搜索中对益生菌补充剂的搜索量明显成上升趋势；c) 成人妇女以及儿童对益生菌补充剂产品需求的增加：近些年，除了服用食物以及药品外，成人妇女以及儿童也倾向于服用益生菌补充剂来提高免疫力以保持身体健康。

中国市场方面，根据欧睿数据统计，2018年益生菌补充剂市场为5.43亿美元，2013-2018年年化复合增长率为19.90%，预计未来5年年化复合增长率为14.71%。

中国益生菌补充剂市场增长的驱动因素来自三方面：a) 居民可支配收入的增加，随着中国经济的快速发展，国民可支配收入迅速增加，这为益生菌补充剂市场的发展提供了基本条件；b) 跨境电商与网购的兴起让越来越多的消费者接触到国外品牌，国外品牌进入中国成为益生菌补充剂市场的增长点，中国消费者对国外食品及膳食营养补充剂更加看重；c) 健康意识，生活压力的增大以及生活水平的提高促使人们开始更加关注健康问题，这必然为健康食品市场的发展带来新的契机。

行业的迅速增长给生产及销售健康食品的企业带来了良好的市场预期，以Blackmores公司为例，2016财年EV/EBITDA倍数为14.72，至2018财年增长为22.45。此次评估最终选取的盈利价值比率与可比公司对比如下表：

价值倍数	此次评估	可比上市公司 2018 财年 EV/EBITDA			
		BKL	A2M	BAL	均值
EV/EBITDA	19.28¹	22.45	27.86	16.45	22.26

注 1：上表中 EV/EBITDA 通过 LSG 企业价值除以 LSG 2018 财年息税折旧摊销前利润计算得出

本次交易评估的EV/EBITDA倍数低于可比上市公司的平均倍数。考虑到上市公司股权具备较强的流动性，综合考虑调整后，与可比上市公司相比，本次交易评估的EV/EBITDA倍数具备合理性。

可比交易方面，查询到的数据如下：

价值倍数	此次评估	Swisse Wellness (2015 年)	Vitaco (2016 年)	均值
EV/EBITDA	19.28	14.71	14.70	14.70

本次交易评估的EV/EBITDA倍数高于历史年度交易案例的平均倍数，考虑到2015年以来随着跨境电商的兴起以及澳大利亚健康食品品牌在中国消费者中认可度的提升，其产品销量在中国市场有着比2015年更明确的成长性，对应的估值倍数也应相应提高。考虑到近年价值倍数的增加，本次交易估值倍数略高于历史可比交易倍数具有合理性。

3、LSG原有业务成长性较好

Life-Space品牌于2009年创立，2015年开始在澳大利亚最大的药店澳洲大药房进行销售同时开始着手在中国线上销售，2016年创立天猫商城旗舰店。LSG 2016财年至2018财年的复合增长约为76%，高于可比公司平均增长率27%。澳大利亚市场方面，2018年LSG旗下品牌Life-Space在澳大利亚药房益生菌补充剂销售市场占有率排名第一。据Aztec统计，截至2018年末，Life-Space为澳大利亚药房渠道排名第一的益生菌补充剂，占市场比例约43.80%。

LSG亦有较大比例的产品通过经销商方式销往以中国为代表的亚洲市场，在中国市场享有较大的知名度并赢得了较多消费者的认可。根据情报通数据，截至2018年，Life-Space亦是阿里系天猫、淘宝电商平台市场占有率排名前三的益生菌补充剂品牌。

LSG销售收入快速增长的主要原因如下：a) 竞争者如澳大利亚最大的益生菌补充剂企业Inner Health的产品为传统冷链产品，Life-Space产品主要为瓶装胶囊状，更方便药房销售和储存，也方便购买者进行邮寄和旅行携带。除此之外，LSG即将推出口感更好的液态产品以及更便于携带的小袋装产品，更有利于提高销量；b) Life-Space细分产品覆盖各个年龄的人群，超过20种产品，高于大部分竞争对手；c) 适宜的促销活动，这为出口经销商提供了较好的利润空间，促进了销量的增加；d) 积极宣传策略，聘请形象良好的知名人士做产品的代言人，提升品牌形象以及增加产品知名度。

4、LSG 在中国线下市场的发展潜力较大

中国线下市场是 LSG 借助于汤臣倍健强大的线下渠道开展的新业务。汤臣倍健为国内膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业，拥有优质的经销商和零售终端资源，在同行

业中零售终端规模处于领先地位。充分发挥汤臣倍健的渠道优势，同时结合其正在实施的大单品战略，能够为 LSG 带来良好的发展。

综上，结合目标公司的行业特点、历史业绩、运营情况和自身特点分析，本次交易评估增值率较高具备合理性。

(三) 结合与同行业可比交易静态及动态市盈率对比分析后，本次交易作价具备合理性

1、同行业可比交易案例查找情况

本次交易评估过程中，对最近三年中国企业参与收购的健康食品行业并购案例进行了搜集，查询结果如下表：

收购方	标的	交易时间	标的所属国家	静态市盈率	动态市盈率	EV/EBITDA
合生元	Swisse Wellness	2015	澳洲	22.91	无数据	14.71
上海医药	Vitaco	2016	澳洲	70.86	无数据	14.70
澳优乳业	Nutrition Care	2016	澳洲	利润为负	无数据	33.05
中生联合	禾健	2016	中国	41.20	无数据	无数据
西王食品	Kerr	2016	加拿大	15.33	13.26	12.26
纳入可比交易案例平均值				46.89		14.71
所有同行业可比交易平均值				37.58		18.68
LSG				30.70	28.77	19.28

包括纳入本次交易评估的 2 宗交易案例在内，一共搜集到了 5 宗有财务数据、控股权收购的同行业案例。后三宗因交易标的并不位于澳新地区，与 LSG 所在国家地区不同，而没有纳入可比交易。澳优乳业收购 Nutrition Care 交易中，交易结构较为复杂，同时包括 Nutrition Care 以及澳洲土地资产，并且原股东继续持有部分股权并有较高分红安排。Nutrition Care 股权实际对应的价值较难确定，从谨慎考虑，此交易也没有纳入可比交易中。

本次交易评估的静态市盈率倍数低于近三年同行业交易案例的平均倍数和纳入可比交易案例的倍数；本次交易评估的 EV/EBITDA 倍数略高于近三年同行业交易案例的

平均倍数，高于近三年纳入可比交易的案例的平均倍数。纳入可比交易的案例为中国企业收购澳洲标的，考虑到 2015 年以来随着跨境电商的兴起以及澳大利亚健康食品品牌在中国消费者中认可度的提升，其产品销量在中国的市场有着比 2015 年更高以及更明确的成长性，如 Blackmores EV/EBITDA 倍数从 2016 财年的 14.72 增长到 2018 财年的 22.45，本次交易估值倍数略高于历史可比交易倍数具有合理性。对比本次评估结果和交易案例，此次评估采用的 EV/EBITDA 倍数谨慎、合理。

综上，结合与同行业可比交易静态市盈率及 EV/EBITDA 对比分析后，本次交易作价具备合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司结合汤臣佰盛核心资产LSG的主营业务和产品情况、盈利能力、同行业可比公司情况、可比交易采用的评估方法等，对LSG采用市场法评估的适用性及合理性进行了分析；结合LSG报告期经营情况、财务状况等，补充披露了LSG市场法评估增值率较高的合理性；结合与同行业可比交易静态及动态市盈率对比情况，补充披露了本次交易市盈率与同行业可比交易的差异原因，并分析了本次交易作价合理性。相关披露及分析具备合理性。

问题9.

申请文件显示，标的资产汤臣佰盛2016年、2017年、2018年1-8月实现营业收入分别为30,723.63万元、47,398.46万元和45,680.81万元，净利润分别为-4,845.39万元、-5,335.89万元和-5,477.44万元，各期均大额亏损；而核心资产LSG报告期实现净利润分别为6,302.73万元、6,337.19万元和4,817.32万元。同时，LSG产品报告期毛利率分别为54.99%、54.34%和54.78%，均保持较高水平。LSG报告期期间费用分别为8,004.81万元、15,670.11万元及17,417.68万元，期间费用率逐渐提高。请你公司：1）补充披露汤臣佰盛和LSG 2018年度全年业绩实现情况、毛利率和期间费用率情况。2）结合标的资产经营模式、收入来源和成本变动情况、期间费用情况、以前年度经营业绩情况等，补充披露标的资产报告期核心资产盈利而标的资产报表大额亏损的原因及合理性，以及

报告期内业绩波动的原因及合理性。3) 结合与同行业可比公司主要产品毛利率对比情况, 补充披露报告期内标的资产毛利率水平的合理性, 与同行业可比公司毛利率的差异原因及合理性, 是否符合行业特点。4) 补充披露LSG报告期期间费用率上升的原因及合理性。5) 补充披露报告期LSG非经常性损益的具体形成原因, 2017年度LSG原股东进行业务整合的背景、具体情况、相关会计处理及非经常性损益计算和列示的准确性, 是否符合企业会计准则的有关规定。结合LSG报告期业务开展情况说明其2016年度及2017年度主要利润来源是否为非经常性损益。6) 结合前述问题, 补充披露标的资产报告期及未来期间是否拥有持续稳定的盈利能力。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

(一) 汤臣佰盛和 LSG 2018 年度全年业绩实现情况、毛利率和期间费用率情况的说明

2018年度, LSG营业收入及净利润较2017年度增幅较大, 毛利率基本保持稳定, 期间费用率略有上升。

由于汤臣佰盛为持股平台公司, 除因前次重大现金购买辨认无形资产摊销导致管理费用及管理费用率, 前次重大现金购买境外贷款利息导致财务费用及财务费用率差异外, 汤臣佰盛财务数据与LSG财务数据基本保持一致。

汤臣佰盛及LSG 2018全年业绩实现情况、毛利率及期间费用率情况如下:

单位: 万元

项目	汤臣佰盛			LSG		
	2018 年	2017 年	变动率	2018 年	2017 年	变动率
营业收入	71,903.40	47,398.46	51.70%	71,903.40	47,398.46	51.70%
营业成本	31,842.36	21,643.31	47.12%	31,842.36	21,643.31	47.12%
净利润 (净亏损)	-5,662.40	-5,335.89	-	8,439.76	6,337.19	33.18%
毛利率	55.72%	54.34%	1.38%	55.72%	54.34%	1.38%
销售费用率	30.05%	24.68%	5.37%	30.05%	24.68%	5.37%
管理费用率	29.82%	38.59%	-8.77%	6.93%	7.60%	-0.67%
财务费用率	3.50%	3.71%	-0.21%	1.03%	0.78%	0.25%

(二) 标的资产报告期核心资产盈利而标的资产报表大额亏损主要系前次重大现金购买辨认产生的无形资产摊销所致，报告期内，标的资产业绩变动与其实际经营情况相符，具有合理性

1、LSG及汤臣佰盛资产经营模式说明

报告期内，LSG的盈利模式主要为益生菌产品的生产和销售（以下简称“销售业务”）。LSG销售业务主要通过其全资子公司Evolution Health对外开展，Evolution Health并无直接面对产品终端用户的情况，其与下游经销商均通过买断制进行销售。LSG产品最终主要通过澳洲大药房、Sigma、Symbion及API在内的澳大利亚药房进行本地销售，并通过多家出口经销商，通过天猫、淘宝、网易考拉等旗舰店销售至中国市场。

除销售业务外，LSG还对外提供液体状的护肤品和综合保健品的TGA认证全流程代工生产服务，收入及利润规模占比较小。

报告期内，汤臣佰盛除持有LSG 100%股权外，未开展其他经营业务。

2、LSG及汤臣佰盛收入来源、成本对比及经营业绩情况

报告期内，LSG及汤臣佰盛营业收入、营业成本及毛利率保持一致，情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
营业收入	71,903.40	47,398.46	30,723.63
变动率	51.70%	54.27%	-
营业成本	31,842.36	21,643.31	13,829.27
变动率	47.12%	56.50%	-
毛利	40,061.04	25,755.15	16,894.36
变动率	55.55%	52.45%	-
毛利率	55.72%	54.34%	54.99%
变动率	1.38%	-0.65%	-

报告期内，LSG进一步加强下游客户渠道维护及产品推广，与澳洲大药房、Sigma等澳大利亚本土药房保持良好合作关系，同时，LSG加强与PBX、HVK等出口经销商合作，营业收入继续保持快速增长。

报告期内，LSG婴幼儿益生菌粉末、成人广谱益生菌胶囊、孕期及哺乳期益生菌胶囊等明星产品销量持续增长，推动整体营业收入快速增长。

报告期内，LSG营业成本及毛利随营业收入同比增长，毛利率基本保持稳定。

3、LSG及汤臣佰盛期间费用对比

报告期内，LSG及汤臣佰盛各期间费用对比情况如下：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	LSG	汤臣佰盛	LSG	汤臣佰盛	LSG	汤臣佰盛
销售费用	21,604.34	21,604.34	11,698.73	11,698.73	6,243.72	6,243.72
管理费用	4,983.47	21,441.66	3,602.58	18,293.21	1,512.30	15,542.26
财务费用	742.22	2,516.81	368.80	1,758.44	248.79	1,575.94
合计	27,330.03	45,562.81	15,670.11	31,750.38	8,004.81	23,361.92

2016年、2017年及2018年，汤臣佰盛管理费用较LSG分别多出14,029.96万元、14,690.63万元及16,458.19万元，主要系编制汤臣佰盛《备考合并审计报告》时假设前次重大现金购买于2016年1月1日完成，辨认产生的无形资产在报告期内摊销所致。

2016年、2017年及2018年，汤臣佰盛财务费用较LSG分别多出1,327.15万元、1,389.64万元及1,774.59万元，主要系：1）编制汤臣佰盛《备考合并审计报告》时假设前次重大现金购买于2016年1月1日完成，汤臣佰盛为支付前次重大现金购买交易对价，于报告期初至2018年8月27日，模拟并购贷款金额6,703.84万澳元计提借款利息，及2）2018年8月27日，汤臣佰盛实际借款1亿澳元，《备考合并审计报告》2018年8月27日至2018年12月31日按照实际借款金额，计算借款利息。

4、报告期核心资产盈利而标的资产报表大额亏损的原因及合理性

报告期内LSG盈利而汤臣佰盛出现亏损的原因主要系：1）前次重大现金购买产生的无形资产摊销导致报告期内汤臣佰盛管理费用较LSG有所增加，及2）汤臣佰盛为支付前次重大现金购买所借并购贷款导致其报告期内利息支出较LSG有所增加，进而导致其财务费用较LSG有所增加所致。

综上，虽然本次交易目标公司收入快速增长，盈利稳定增长，但直接标的公司由于无形资产摊销及利息费用较高，导致亏损，具有合理性。

本次交易最终目标公司LSG的核心业务为益生菌产品的研发、生产和销售，益生菌产品具有较好的市场空间及增长潜力，LSG在益生菌行业处于市场领先地位，特别是在澳大利亚和中国市场，产品在保持着高速增长的同时拥有良好的口碑和较高的知名度。

长期来看，本次发行股份购买资产完成后，上市公司将间接获得LSG 100%股权，进一步加强对汤臣佰盛的管理与控制力，有助于加强对LSG 经营的各方面支持，也有助于提高业务的执行效率，并在此基础上深化在益生菌产品领域的布局，能够进一步提升上市公司的综合竞争力和长期盈利能力。未来，随着LSG营业收入及利润的增长，标的公司亏损情况将有效缓解，并对上市公司带来正的利润贡献。

（三）报告期内标的资产毛利率基本保持稳定，与同行业可比公司毛利率的差异具备合理性，符合行业特点

报告期内，由于标的资产汤臣佰盛为持股平台公司，其毛利率与LSG保持一致，LSG及可比上市公司毛利率对比情况如下：

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
汤臣倍健	67.66%	67.08%	64.40%
金达威	-	47.79%	41.04%
交大昂立	-	56.05%	59.58%
平均	-	56.97%	55.01%
LSG	55.72%	54.34%	54.99%

注：截至本回复出具日，金达威及交大昂立尚未披露2018年年报

2016年及2017年，可比上市公司平均毛利率分别为55.01%及56.97%，同期LSG毛利率分别为54.99%及54.34%，基本保持一致。

报告期内LSG毛利率水平低于汤臣倍健，高于金达威，与交大昂立相近，处于可比上市公司中间水平，与行业平均毛利率基本保持一致，符合行业特点。

（四）报告期内，LSG 期间费用率逐年增加，主要系公司业务规模扩大，销售费用提升所致，与实际经营业绩匹配

1、销售费用

报告期内，LSG销售费用明细及销售费用率变化情况如下所示：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
广告及赞助费	8,341.96	38.61%	5,240.75	44.80%	3,475.27	55.66%
职工薪酬费用	8,229.64	38.09%	3,211.92	27.46%	1,342.96	21.51%
展览、出口推广等宣传活动费	2,123.98	9.83%	980.37	8.38%	223.76	3.58%
广告代理费	868.46	4.02%	744.61	6.36%	345.46	5.53%
市场研究及顾问费	526.46	2.44%	443.40	3.79%	57.16	0.92%
差旅费	330.39	1.53%	253.76	2.17%	77.13	1.24%
网页维护及软件使用费	323.70	1.50%	148.56	1.27%	77.91	1.25%
商标使用费	218.06	1.01%	227.28	1.94%	524.66	8.40%
物业租赁费	200.17	0.93%	146.67	1.25%	-	-
水电费及保险费	121.59	0.56%	112.48	0.96%	44.31	0.71%
折旧与摊销费用	71.95	0.33%	64.36	0.55%	11.79	0.19%
其他	247.99	1.15%	124.57	1.06%	63.30	1.01%
销售费用合计	21,604.34	100.00%	11,698.73	100.00%	6,243.72	100.00%
销售费用率	30.05%		24.68%		20.32%	
变动率	5.37%		4.36%		-	

报告期内，LSG销售费用率逐年增加，主要系：1）LSG业务规模逐年扩大，为保障客户开发及维护质量，加大销售人员招聘、培训力度，2）2018年度，因前次重大现金购买交易顺利完成，LSG给予部分员工交易完成奖励及留任奖励，及3）报告期内LSG加强品牌宣传力度，通过在中国、澳大利亚等地聘请明星、投放广告、赞助活动等方式增强产品曝光度，提升产品知名度。

2、管理费用

报告期内，LSG管理费用明细及管理费用率变化情况如下所示：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
职工薪酬费用	1,160.91	23.30%	627.56	17.42%	341.18	22.56%
业务出售交易费用	937.95	18.82%	1,014.88	28.17%	-	-
产品试验与检测费用	662.96	13.30%	601.27	16.69%	565.19	37.37%
招聘费	600.83	12.06%	241.05	6.69%	35.80	2.37%
咨询顾问费	529.48	10.62%	125.18	3.47%	107.97	7.14%
会议费	265.63	5.33%	181.70	5.04%	54.34	3.59%
网页维护与软件使用费	143.15	2.87%	8.25	0.23%	6.04	0.40%
水电费及保险费	81.06	1.63%	74.99	2.08%	29.54	1.95%
办公费	71.07	1.43%	84.20	2.34%	63.59	4.21%
物业租赁费	54.10	1.09%	39.60	1.10%	18.71	1.24%
维修保养费	38.85	0.78%	45.46	1.26%	35.86	2.37%
差旅费	34.96	0.70%	26.88	0.75%	15.46	1.02%
折旧与摊销费用	20.19	0.41%	11.19	0.31%	10.97	0.73%
设备租赁费	0.91	0.02%	14.09	0.39%	17.21	1.14%
其他	381.42	7.65%	506.28	14.05%	210.43	13.91%
管理费用合计	4,983.47	100.00%	3,602.58	100.00%	1,512.30	100.00%
管理费用率	6.93%		7.60%		4.92%	
变动率	-0.67%		2.68%		-	

2017年度，LSG管理费用率较2016年增加2.68%，主要系2017年内LSG原股东开始推进股权出售相关事项，新增审计费等业务出售交易费用，导致管理费用率有所增加。2018年度，LSG管理费用率较2017年略有下降，整体保持稳定。

3、财务费用

报告期内，LSG财务费用明细及财务费用率变化情况如下所示：

单位：万元

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
利息支出	684.76	92.26%	308.37	83.61%	174.27	70.05%
利息收入	-77.05	-10.38%	-52.61	-14.26%	-27.22	-10.94%

项目	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
融资租赁费用	4.95	0.67%	9.14	2.48%	13.45	5.41%
银行手续费	129.56	17.46%	103.90	28.17%	88.29	35.49%
合计	742.22	100.00%	368.80	100.00%	248.79	100.00%
财务费用率	1.03%		0.78%		0.81%	
变动率	0.25%		-0.03%		-	

报告期内，LSG财务费用占营业收入比例较小，各期财务费用率波动主要由利息支出变动引起，报告期内整体保持稳定。

（五）报告期 LSG 非经常性损益的会计处理及列示准确，符合企业会计准则的有关规定，报告期 LSG 主要利润来源于日常经营的主营业务

1、报告期内LSG非经常性损益明细

报告期内，LSG非经常性损益具体内容如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益	-	3,728.94	6,302.73
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	-	77.02	-
除上述各项之外的其他营业外支出	-103.87	-56.15	-1.47
合计	-103.87	3,749.81	6,301.26
所得税影响额	31.16	-6.26	0.44
总计	-72.71	3,743.55	6,301.70

2016年及2017年，LSG非经常性损益主要由2017年同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益构成；2018年LSG非经常性损益金额较小，主要为供应商订单取消赔偿及对外捐赠支出。

2、LSG原股东业务整合的相关会计处理及非经常性损益计算和列示准确，符合企业会计准则的有关规定

2017年8月，出于整体资本运作便利性考虑，Alan Messer, Irene Messer和Craig Silbery启动将Ultra Mix、Evolution Health和Divico整合成为新设LSG的全资子公司，整合前Ultra Mix、Evolution Health和Divico系由Alan Messer, Irene Messer和Craig Silbery实施共同控制。整合完成后，Ultra Mix、Evolution Health和Divico成为LSG全资子公司，Alan Messer, Irene Messer和Craig Silbery持有LSG股权比例分别为40%、40%及20%，仍对LSG实施共同控制。

根据《企业会计准则第20号——企业合并》第五条的相关规定，参与合并的企业在合并前后均受同一方或相同的多方最终控制且该控制并非暂时性的，为同一控制下的企业合并。本次整合前后，LSG实际运营主体均由Alan Messer, Irene Messer和Craig Silbery三人共同控制，整合行为属于同一控制下的企业合并。

根据《公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号-非经常性损益》有关规定，非经常性损益系指公司发生的与主营业务和其他经营业务无直接关系，以及虽与主营业务和其他经营业务相关，但由于该交易或事项的性质、金额和发生频率，影响了正常反映公司经营、盈利能力的各项交易、事项产生的损益。同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益系非经常性损益中的一种。

综上所述，本次非经常性损益相关计算及列示准确，会计处理符合企业会计准则规定。

3、报告期内，LSG主要利润来自于日常经营的主营业务

报告期内，LSG主营业务为益生菌产品的研发、生产及销售。根据会计准则有关规定，2017年LSG原股东同一控制下企业合并导致其2016年度及2017年度利润被分类为非经常性损益，报告期内LSG及旗下公司经营实质未发生改变，利润仍主要来源于日常经营的主营业务。

（六）标的资产在报告期及未来期间拥有持续稳定的盈利能力

1、益生菌补充剂市场前景广阔

在各类益生菌产品中，益生菌补充剂已成为增速最快的细分领域之一。欧睿数据显示，2018年全球益生菌补充剂市场规模超过56亿美元，预计2023年超过80亿美元，

年复合增长率为 7.39%。预计在未来数年内，益生菌补充剂市场将保持稳定增长。就中国市场而言，居民收入水平不断提高，消费能力日渐增强，对健康食品的需求显著提升。2018 年，中国益生菌补充剂市场规模为 5.43 亿美元，预计 2022 年将达到 10.78 亿美元，年复合增长率为 14.71%。益生菌补充剂市场处于高速发展阶段，未来市场空间较大。

2、LSG 产品具备较强的竞争优势

（1）品牌优势

LSG 深耕益生菌补充剂领域多年，在该细分领域塑造了良好的品牌形象，业已赢得消费者的青睐。Life-Space 品牌 2015 至 2017 年的澳洲药房市场占有率的年均复合增长率（CAGR）达到 224%，增速大幅领先竞争对手；在淘宝、天猫等中国线上电商平台，LSG 产品销售亦常年位于同类产品前三名，品牌优势明显。

（2）产品质量优势

LSG 的益生菌产品均由经澳大利亚 TGA 认证的生产厂商生产，并在其澳大利亚子公司 Ultra Mix 完成分装及包装。Ultra Mix 拥有 TGA 授权认证，产品质量审核严格按照 GMP 医疗用品标准，为 LSG 产品的高质量提供了保障。

（3）技术与研发优势

LSG 坚持产品研发探索，整体技术一直处在行业领先水平。有别于以 Inner Health Plus 为代表的传统液体及冷链产品研发企业，LSG 创新研发出粉剂、胶囊等固体产品，并凭借长保质期、便携性、多重菌种多样性、常温易储存、无需冷链使销售地域更广阔等特点，能更大范围满足消费者的需求。

3、LSG 具备盈利能力

报告期内，LSG 营业收入、净利润保持高速稳定增长，产品毛利率、期间费用率等各项财务指标均处于合理水平，财务状况健康良好。

综上，LSG 所处的益生菌产品行业处于持续发展阶段，业务规模持续增长。LSG 在产品研发、品牌建设、人才储备等方面均建立起较强的竞争力，有效保障了 LSG 的

持续盈利能力。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司披露了汤臣佰盛和 LSG 2018 年度全年业绩实现情况、毛利率和期间费用率情况，分析了标的资产大额亏损的原因，对比了同行业公司毛利水平，补充披露了 LSG 非经常性损益的具体形成原因，同时对标的资产未来盈利能力做了分析。相关披露及分析具备合理性。

问题13.

申请文件显示，标的资产主要产品为 Life-Space 品牌益生菌，报告期该产品收入占比分别为 79.72%、83.56%和 90.75%，占比较高且逐年增长。请你公司：1）结合 Life-Space 品牌旗下产品的竞争优势、益生菌产品市场需求变化趋势等分析产品价格及销售量未来变化预期、稳定性及对标的资产收入和盈利能力的影响。2）结合上述情形，补充披露如未来市场竞争程度加剧、产品及品牌热度下降情况下，标的资产持续盈利能力的稳定性及拟采取的改善措施（包括其他品牌、品类储备及培育状况、目前市场表现）。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

（一）目标公司产品价格及销售未来变化预期、稳定性及对收入和盈利能力的影响

1、LSG的核心竞争力分析

（1）品牌知名度及美誉较高

（a）LSG产品在澳洲市场份额排名前二、境内销量排名前三，品牌知名度高

Life-Space品牌于2009年创立，2015年开始在澳大利亚最大的药店澳洲大药房进行销售。同时，在开始着手在中国线上销售后，LSG品牌获得澳大利亚和中国消费者的高度认可，品牌知名度迅速提升，LSG品牌产品在澳洲市场及国内线上销售平台的排名处于领先地位。

截至本回复出具日，Life-Space已成为澳新地区和中国最具影响力、最受欢迎的益生菌品牌之一。在澳大利亚，Life-Space益生菌产品在澳大利亚境内各大药业连锁均有销售，已成为澳大利亚排名领先的连锁药房澳洲大药房益生菌产品最大供应商。根据Aztec统计，在澳洲线下药店市场，Life-Space益生菌产品的市场份额从2015年的3%增长为2018年的43.80%，市场份额排名第一；根据情报通数据，Life-Space益生菌产品在阿里系平台（天猫、淘宝）2018年度的累计零售额排名市场前列。

(b) 品牌形象专业、值得信赖，品牌美誉度高

LSG以“澳大利亚的益生菌专家”作为Life-Space的品牌定位，通过多种方式打造专业、值得信赖的品牌形象。LSG通过自有媒体、付费媒体以及博客/专栏等免费媒体，借助内部营销团队以及外聘市场机构，对下游分销商、药店销售人员及消费者进行专业知识教育和品牌维护，赢得了消费者的良好口碑，进一步提高了Life-Space品牌的美誉度，累积了大批忠实消费者，市场口碑较好，品牌的美誉度较高。

(2) 产品细分门类广，有利于终端消费者的识别和选购

LSG的益生菌产品门类齐全，拥有约26个益生菌产品，剂型以益生菌粉和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群，协助营养素的消化和吸收。LSG针对消费群体分类进行的产品定位清晰，促进了终端消费者的识别和选购。

LSG销量靠前产品的名称及包装图列示如下：

产品名称	产品包装图	产品规格
婴儿益生菌粉（Probiotic Powder for Baby）		60 克粉剂； 每克 70 亿活细菌
成人广谱益生菌（Broad Spectrum Probiotic）		30, 60, 90, 120 粒； 每粒 320 亿活细菌
儿童益生菌粉（Probiotic Powder for Children）		60 克

产品名称	产品包装图	产品规格
孕妇益生菌 (Probiotic for Pregnancy and Breastfeeding)		60 粒; 每粒 230 亿活细菌
成人 640 亿益生菌 (Double Strength Probiotics)		30 粒; 每粒 640 亿活细菌
1000 亿 益 生 菌 粉 (100 Billion Probiotic Powder)		30 克粉剂
60+老人益生菌 (Probiotics for 60+ Years)		60 粒; 每粒 300 亿活细菌
成人 640 亿益生菌 (Double Strength Probiotics)		30 粒; 每粒 640 亿活细菌
消化酶 (Digestive Enzymes)		60 粒
孕妇和哺乳期 DHA+ (Pregnancy & Breastfeeding DHA+)		60 粒
泌尿生殖盾益生菌 (Life-Space Urogen)		60 粒; 每粒 110 亿活细菌

产品名称	产品包装图	产品规格
儿童 DHA+ (Children' s DHA+)		60 粒
儿童钙+维生素 D (Children' s Calcium + D)		60 粒

(3) 分销渠道成熟、稳定，有利于产品快速销售

LSG的产品主要销售于澳洲与中国。LSG在澳洲市场主要通过药店销售，其中，Chemist Warehouse在药房渠道占比近一半，LSG与澳洲大药房具有长期稳定的合作关系。同时，LSG在Priceline Pharmacy、Coles supermarkets等商超销售，也取得了较快的销售增长。

LSG的益生菌产品以跨境电商等方式销售到中国市场，已经稳定合作的主要跨境出口经销商包括HVK、PBX、Aus Nourish等，稳定合作的终端销售伙伴包括阿里巴巴（淘宝和天猫）、唯品会、网易考拉和京东等。

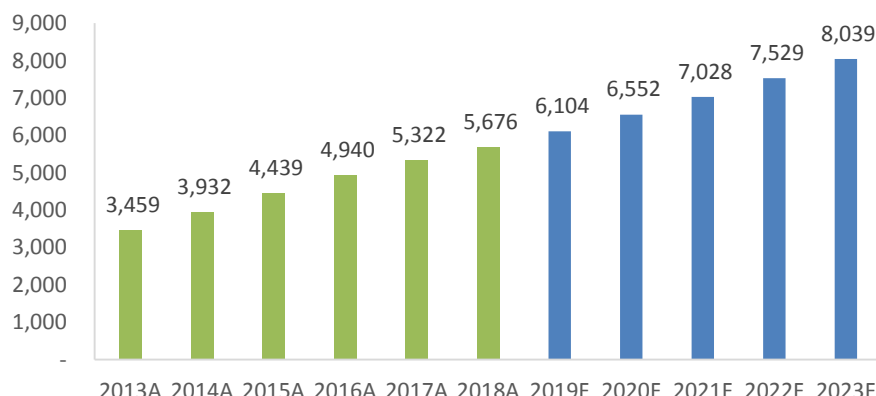
LSG与澳洲境内的零售终端、跨境电商、中国境内线上销售终端渠道建立了成熟、稳定的合作关系，销售渠道优势明显。

2、益生菌产品市场需求变化趋势分析

LSG主要生产益生菌产品，属于膳食补充剂的一种。益生菌是指定植于人体肠道、生殖系统内，能产生确切健康功效从而改善人体微生态平衡、发挥有益作用的活性有益微生物。目前国外已开发出数以百计的益生菌保健产品，其主要适宜人群为婴幼儿、孕妇、中老年人、消化不良患者等。

在膳食补充剂市场中，益生菌补充剂市场已经成为增速较快的细分领域之一。欧睿数据显示，2018年全球益生菌补充剂市场规模超过56亿美元，预计2023年超过80亿美元，年复合增长率为7.39%。并且预计在未来几年内，该市场增速将高于行业平均增速。

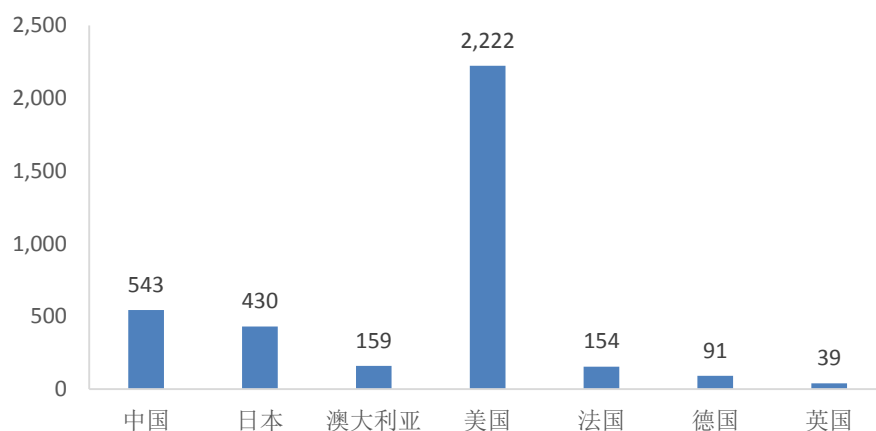
全球益生菌补充剂市场销售情况（百万美元）



数据来源：欧睿数据

2018年全球益生菌补充剂市场中，北美地区市场占比为**39.15%**，排名全球首位，中国和澳大利亚占比分别为**9.56%**和**2.79%**。总体而言，全球益生菌补充剂市场正在高速发展，市场潜力巨大。

2018年全球益生菌市场情况（百万美元）



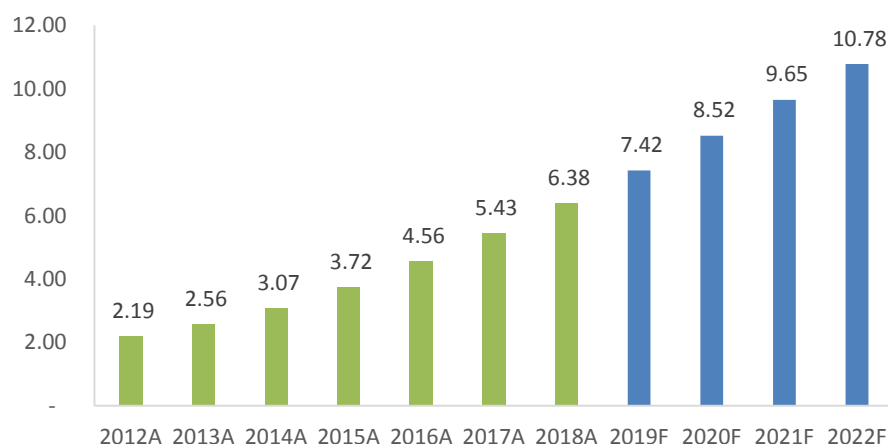
数据来源：欧睿数据

澳大利亚为例，截至2018年末，澳大利亚益生菌补充剂市场规模为**1.59**亿美元，历史增长率为**15%**，预计未来年复合增长率为**10%**。澳大利亚益生菌补充剂产品主要通过药房销售，2018年度药房销售量占到全部市场的**70%**，其中澳大利亚最大药房澳洲大药房的销售额几乎占到全部药房销售额的**50%**。

在国外益生菌补充剂市场不断拓展的同时，国内益生菌补充剂市场同样发展较快。根据欧睿数据统计，2018年中国益生菌补充剂市场为**5.43**亿美元，2013-2018年历史复

合增长率为19.90%，预计未来年化复合增长率为14.71%。同时日本、美国的人均消费量分别为我国的人均消费量的21和10倍，随着我国消费者健康观念的提升，我国益生菌补充剂人均消费量亦有着较大的提升空间。

中国大陆益生菌补充剂市场（亿美元）



数据来源：欧睿数据

近年来，中国线上益生菌补充剂市场规模增速较高，一方面得益于中国电商消费市场的快速增长，消费者购买益生菌补充剂产品的便捷性提高，另一方面得益于消费升级趋势下我国消费者对益生菌补充剂产品的需求提高。

3、目标公司的净利润及盈利能力可以保持一定的稳定性

根据评估模型，未来三年目标公司净利润预测情况如下表所示：

单位：万澳元

年度	2019 年	2020 年	2021 年
净利润金额	3,104.62	4,524.29	6,336.70

LSG整体产品定位面向中高端市场，主要目标客户群体包括新一代中产阶级以及母婴群体，该目标群体更加关注产品的品牌、功效和质量。

根据评估模型，假设成本及期间费用、税率不发生变动的情况下，若仅仅因为单价发生变动（假设销量不变），目标公司价格变化率与净利润率的敏感性分析如下表所示：

平均售价变化率	净利润变化率		
	2019 年	2020 年	2021 年
-10%	-46%	-42%	-38%
-5%	-23%	-21%	-19%

0%	0%	0%	0%
5%	23%	21%	19%
10%	46%	42%	38%

根据LSG管理层对于LSG未来产品及销售价格的定位，出现价格下降的可能性较低。由于目标公司产品毛利率较高，即使目标公司产品价格出现一定幅度下跌，目标公司仍能维持盈利。

（二）本次交易完成后，上市公司与 LSG 业务的协同效应将得到进一步显现，目标公司核心产品 Life-Space 益生菌的持续盈利能力的稳定性将得到进一步提升

本次交易完成后，上市公司将持有汤臣佰盛100%股权，从而间接全资持有LSG 100%股权。本次交易有助于加强上市公司对LSG的管理与控制，上市公司将与LSG在生产、研发、销售等方面寻求更多的协同，实现优势互补。

交易完成后，随着上市公司与LSG业务的协同效应的进一步显现，Life-Space益生菌的持续盈利能力的稳定性将得到进一步提升。为确保LSG持续盈利能力稳定性，上市公司与目标公司拟采取以下手段：

1、提高目标公司管理效率：交易完成后，LSG将充分利用上市公司管理经验完善、规范自身经营管理，按照上市公司内部控制和规范管理的要求，并结合自身经营特点、业务模式及组织架构对原有内部控制制度、财务制度及管理制度进行适当地调整，以提高运营效率、有效控制风险，使各方面达到上市公司的标准。

2、优化产品矩阵，贯彻大单品战略：市公司自启动大单品战略以来，通过不断寻找适合模式，实现用单一产品带动公司全品类销售，提升公司整体品牌力的目标，打破药店膳食营养补充剂增长困局，做大市场蛋糕。后续，上市公司拟将Life-Space益生菌中国线下产品作为第三个大单品，投放资源开拓药店、母婴店等线下销售渠道，充分发挥Life-Space的产品专业度和品牌知名度、美誉度，提高LSG公司的整合、协同效应。在进一步向Life-Space益生菌产品投入资源的同时，针对LSG其他非益生菌产品，上市公司将不再进行额外投入。

3、优化供应链体系：上市公司会根据整合计划协助LSG优化供应链体系，利用上市公司的行业资源协助LSG与更多优质益生菌供应商进行合作，丰富其益生菌原材料供应来源，减少供应商集中度较高的风险，提高盈利稳定性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司分析了结合 Life-Space 品牌旗下产品的竞争优势、益生菌产品市场需求变化趋势等分析了销售价格对未来盈利稳定性的影响，披露了交易完成后的协同效应情况以及 LSG 产品持续盈利能力的。相关披露及分析具备合理性。

问题14.

申请文件显示，2018 年 1 月 31 日，LSG 原股东 Irene Messer、Alan Mess 以及 Craig Silbery 将其持有的所有股份转让给汤臣倍健控股子公司澳洲佰盛。LSG100%股权在评估基准日 2017 年 12 月 31 日采用市场法评估的价值为 356,248.84 万元，评估增值 346,101.47 万元，评估增值 34.11 倍。本次交易中 LSG 在评估基准日 2018 年 8 月 31 日的评估值 344,597.08 万元人民币，市场法评估增值 334,027.66 万元人民币。请你公司结合本次交易与前次澳洲佰盛收购 LSG 与对应估值对比情况，补充披露两次估值金额、增值率的差异。并结合外部环境变化、评估假设情况及标的资产盈利能力变化情况等补充披露上述估值差异的具体原因及合理性，本次评估值及交易作价是否合理、公允。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

（一）本次交易与前次澳洲佰盛收购 LSG 估值金额差异较小

两次交易中，评估结论均采用市场法评估值，两次市场法的主要关键参数差异如下：

评估基准日	汇率	EBITDA (万澳元)	EV/EBITDA	付息债务 (万澳元)	现金 (万澳元)
2018 年 8 月 31 日	4.9582	3,729.61	19.28	2,588.85	197.29
2017 年 12 月 31 日	5.0928	3,642.48	19.32	2,153.91	1,739.85

$$\text{评估值} = \left(\text{EBITDA} \times \frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} \text{倍数} - \text{付息债务} + \text{现金} \right) \times \text{汇率}$$

由以上数据及公式计算出的2018年8月31日的评估值为344,597.08万元，增值334,027.66万元；计算出的2017年12月31日评估值为356,248.84万元，评估增值346,101.47万元。

2018年8月31日的评估值较2017年12月31日评估值低11,651.75万，差异为-3.27%。

（二）结合外部环境、评估假设情况及标的资产盈利能力变化分析后，本次评估值及交易作价合理、公允

1、外部环境变化情况

市场法评估中，需根据新的评估基准日更新数据。此次评估中，由外部环境变化导致的参数变化主要分为EV/EBITDA倍数和澳元兑人民币汇率两部分，具体如下：

（1）可比上市公司EV/EBITDA倍数的变化

以2017年12月31日为评估基准日进行评估时，EV取值为2017年12月31日前20个交易日的均值，EBITDA则为各可比公司的2018年财年预测数据。

单位：百万澳元

公司名称	市值	付息债务	少数股东权益	现金	EBITDA
Blackmores	2,950.43	100.40	0.40	34.32	117.43
Bellamy	1,221.89	-	0.23	85.02	70.95
A2 Milk	5,289.90	-	-	218.13	287.07

以2018年8月31日为评估基准日进行评估时，EV取值为2018年8月31日前20个交易日的均值，EBITDA则为各可比公司2018财年的实际数据，具体如下：

单位：百万澳元

公司名称	市值	付息债务	少数股东权益	现金	EBITDA
Blackmores	2,587.93	86.00	0.46	36.47	117.50
Bellamy	1,150.50	0.06	-0.02	87.63	64.60
A2Milk	7,584.28	-	-	311.72	261.00

两次评估，EV和EBITDA的比较如下：

公司名称	EV	EBITDA	EV/EBITDA	调整系数
------	----	--------	-----------	------

	(百万澳元)		(百万澳元)					
	前次估值	本次估值	前次估值	本次估值	前次估值	本次估值	前次估值	本次估值
Blackmores	3,016.11	2,637.00	117.43	117.50	25.68	22.44	1.51	1.47
Bellamy	1,136.64	1,062.95	70.95	64.60	16.02	16.45	1.35	1.21
A2Milk	5,071.77	7,272.56	287.07	261.00	17.67	27.86	0.96	0.94

两次评估可比上市公司未调整EV/EBITDA均值分别为19.79和22.25，根据财务指标打分调整后均值分别为22.39和22.32。可比交易EV/EBITDA并未发生变化，两次评估的市场法对应的EV/EBITDA倍数分别为19.32和19.28，差异为-0.22%，基本没有发生变化。

(2) 汇率变化

两次评估首先通过澳元进行计算，而后用澳元兑人民币汇率最终折算为人民币评估结论，因此澳元兑人民币汇率的变动会对以人民币为计价的评估结论产生一定影响。

2017年12月31日基准日时澳元兑人民币汇率4.9582，2018年上半年，人民币贬值，导致汇率出现小幅下降，澳元兑人民币汇率变为5.0928，汇率差异为2.71%。汇率提高会导致以人民币计价的评估值略有上升。

2、标的资产盈利能力变化

两次评估，EBITDA取值区间均为2018年澳洲财年，即2017年7月~2018年6月。以2017年12月31日为评估基准日时，2017年下半年数据为实际数据，而2018年上半年数据则为预测数据，合计为3,642.48万澳元；而以2018年8月31日为评估基准日时，全部采用了2018财年的实际数据，为3,729.61万澳元。从实际经营看，LSG的实际业绩超过了2018年上半年的预测，差异为2.39%，会导致评估值小幅上升。

除此之外，LSG在评估基准日的付息债务和现金也对评估值有较大影响。汤臣倍健控股子公司澳洲佰盛收购LSG时，交割日为2018年8月30日，在此之前，原股东将账面现金进行分红，导致2018年8月30日的账面现金减少，付息债务增加及现金减少金额合计1,977.50万澳元，最终导致评估值有所降低。

综上所述，主要由于付息债务增加及现金减少，最终导致两次评估的评估值有较小差异，差异率约为-3.27%。以此来看，本次评估值及交易作价合理、公允。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司结合本次交易与前次澳洲佰盛收购LSG与对应估值对比情况，补充披露了两次估值金额、增值率的差异。并结合外部环境变化、评估假设情况及标的资产盈利能力变化情况等补充披露了上述估值差异的具体原因及合理性，分析了评估值及交易作价的合理性和公允性。相关披露及分析具备合理性。

问题15.

申请文件显示，1) 本次交易对标的资产采用市场法作为评估结果，评估方法为可比上市公司法和可比交易案例法相结合。可比公司法评估中选取的三家可比公司为Blackmores、A2 Milk及Bellamy。可比交易案例选取合生元收购Swisse Wellness 83%股权和上海医药收购Vitaco。2) 上述可3家可比公司主营产品均与LSG不同，其中A2Milk和Bellamy均属于快速消费品行业。3) 上述可比交易来看，其标的资产与LSG主要产品均存在较大差异，且主要市场和行业地位也不同，Swisse Wellness和Vitaco与LSG均非直接竞争对手。请你公司结合可比公司主营业务和产品情况，以及可比交易标的资产主要产品、市场、行业地位等与LSG均存在明显差别的实际情况，补充披露本次交易采用市场法评估选取的可比公司及可比交易案例与本次交易及标的资产是否可比，是否会影响本次评估结果的可比性与公允性，并进一步分析并补充披露本次交易采用市场法评估及选取上述可比公司及可比交易案例的适用性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

(一)结合可比公司主营业务和产品情况分析后，本次评估选取的可比公司与LSG可比

1、可比公司与LSG的主营业务、产品情况对比

LSG的主营业务为益生菌补充剂产品的研发、生产和销售，属于健康食品行业。其旗下最主要的品牌为Life-Space，占比超过80%，剂型以益生菌粉和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群。除了主打品牌之外，LSG还拥有Healthy Essentials品牌维生素营养液、鱼油、膳食补充剂以及两款有机认证的超级食品等约40种产品，以及Elmore Oil系列按摩油以及Corams系列婴儿祛风水等产品。LSG部分有代表性的产品情况如下：

产品类别	益生菌补充剂类产品			其他健康产品
产品示例	婴幼儿益生菌粉	成人广谱益生菌	孕妇益生菌	眼部健康产品
规格	60 克粉剂/瓶	30 至 120 粒/瓶	60 粒/瓶	100 粒/瓶
单价	150-300 元	60 克/约 160 元	约 160 元	约 200 元
功效	支持健康的免疫系统的发展，协助与营养素的消化和吸收等	支持正常，健康的排便，帮助营养素的消化和吸收，支持健康的免疫系统	支持健康的免疫系统，降低婴儿在出生后母亲湿疹的风险，减轻或减少乳房疼痛和与母乳喂养相关的不适等	支持眼睛的健康和功能，有助于保护眼睛的结构，补充叶黄素等。
使用人群	婴幼儿	所有人群	孕妇	所有人群

根据LSG的主营业务和产品特征，首先对澳大利亚市场的益生菌补充剂产品进行了调查。澳大利亚当地除了Life-Space外，具有一定知名度的益生菌补充剂品牌还有Inner Health Plus、BioCeuticals、Faulding、Nature's Way和Blackmores等。上述品牌中，Inner Health Plus，Nature's Way、Faulding等品牌所属企业均为非上市公司，无法获取公开数据。BioCeuticals和Blackmores则为澳大利亚上市公司Blackmores旗下的品牌。

Blackmores主营业务为健康产品的研发、生产和销售。旗下拥有Blackmores、BioCeuticals，Fusion Health等品牌，将近200种维生素、矿物质、草药及营养补充品等健康产品。其中BioCeuticals及Blackmores品牌均有益生菌补充剂产品。根据Blackmores官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式，部分益生菌补充剂类产品及部分销量较高的产品如下：

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的膳食补充剂产品		
产品示例	每日益生菌	深海鱼油胶囊	孕妇黄金营养素	婴儿配方奶粉
规格	30 粒/瓶	400 粒/瓶	180 粒/瓶	900 克/罐

单价	约 200 元	约 300 元	约 400 元	约 369 元
功效	恢复和维持消化道菌群平衡和健康，减少肠胃不适，支持免疫力健康等	减少炎症和关节肿胀，支持心脑血管系统的健康等	有效预防胎儿大脑和脊柱缺陷，有益胎儿智力的综合发育	有助于婴幼儿健康成长
使用人群	所有人群	所有人群	孕妇	婴幼儿

LSG和Blackmores有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，例如与LSG成人广谱益生菌竞争的产品对比如下：

益生菌产品	LSG	Blackmores
产品示例	成人广谱益生菌	每日益生菌
规格	30 至 120 粒/瓶	30 粒/瓶
单价	约 160 元	约 200 元
功效	支持正常，健康的排便，帮助营养素的消化和吸，支持免疫系统健康等	恢复和维持消化道菌群平衡和健康，减少肠胃不适，支持免疫力健康等
使用人群	所有人群	所有人群

Blackmores和LSG主营业务基本相同，处于同一细分行业，即膳食营养补充剂行业，Blackmores旗下有和LSG直接竞争的产品，在主营业务与产品方面与LSG有很好的可比性。

在膳食补充剂细分行业除Blackmores之外，澳大利亚并无其他上市公司。依据评估惯例应寻找所属子行业上一级行业的同类企业。根据2017年发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）中，汤臣倍健及LSG所属的食品制造业健康食品对应的门类划分如下：

代码				类别名称	类别说明
门类	大类	中类	小类		
C	14			食品制造业	
		149		其他食品制造	
			1491	营养食品制造	指以新食品原料和其他富含营养成分的传统食材为原料，经各种常规食品制造技术生产的特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品和其他适用于特定人群的主辅食品生产活动
			1492	保健食品制造	指标明具有特定保健功能的食品，适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗为目的，对人体不产生急性、亚急性或慢性危害，以补充维生素、

					矿物质为目的的营养素补充等保健食品制造
			1493	冷冻饮品及食用冰制造	指以砂糖、乳制品、豆制品、蛋制品、油脂、果料和食用添加剂等经混合配制、加热杀菌、均质、老化、冻结（凝冻）而成的冷餐饮品的造，以及食用冰的制造
			1494	盐加工	指以原盐为原料，经过化卤、蒸发、洗涤、粉碎、干燥、脱水、筛分等工序，或在其中添加碘酸钾及调味品等加工制成盐产品的生产活动
			1495	食品及饲料添加剂制造	增加或改善食品特色的化学品，以及补充动物饲料的营养成分和促进生长、防治疫病的制剂的生产活动
			1499	其他未列明食品制造	

其中膳食营养补充剂对应保健食品制造（C1492）四级子行业。LSG销量最高的产品为婴幼儿益生菌粉、其面对婴幼儿、儿童的产品销量均较高，合计占比超过40%，根据其主营产品特征及消费群体，在上一级子行业同类中对比，和营养食品制造（C1491），即以新食品原料和其他富含营养成分的传统食材为原料，经各种常规食品制造技术生产的特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品和其他适用于特定人群的主辅食品生产活动与LSG主营业务相似度最高，可以作为可比公司的查找范围。

查找了澳大利亚当地药房以及中国线上销售的相似的营养食品，结合当地机构访谈、投行研报、彭博数据、网上查询等方式，查找与Life-Space产品经常同时出现的企业。经过调查、分析比较，综合考虑行业细分差异以及生产经营模式、销售模式、销售市场等方面的相似程度，比较挑选出相对最具可比的2家澳大利亚营养食品类上市公司为A2 Milk和Bellamy。

A2 Milk主营业务为含A2型 β -酪蛋白的配方奶粉研发、生产和销售。主要品牌为a2™，主要产品为婴幼儿配方奶粉。A2型配方奶粉的主要特征为优化DHA和ARA比例，含益生元膳食纤维有助于维持肠道功能以及特别添加乳铁蛋白等，产品覆盖婴幼儿及儿童。Bellamy主营业务为生产及销售澳大利亚制造、认证的有机儿童辅食及配方奶粉。主要品牌为Bellamy，主要产品包括有机婴幼儿配方奶粉及有机辅食。两家公司均为澳新地区企业，在营养食品领域有较高的品牌知名度，产品主要销往澳新地区和中国。

根据官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式，A2 Milk、Bellamy的代表产品和LSG销量较高的主打产品主要特征对比如下：

产品指标	LSG	A2 Milk	Bellamy
产品示例	婴儿益生菌粉	婴儿配方奶粉	益生元 GOS 高铁米粉
规格	60 克粉剂	900 克	125 克
使用频率	可食用 1 个月左右	可食用 2 周左右	可食用 1 周左右
单价	150-300 元	约 200-300 元	约 50 元
功效	支持健康的免疫系统的发展，协助与营养素的消化和吸收等	有助于婴幼儿视力的正常发育；含益生元，膳食纤维有助于维持正常的肠道功能	提供辅助益生元、维生素和铁元素，有助于大脑发育和消化功能
使用人群	婴幼儿	婴幼儿	婴幼儿

根据对比，A2 Milk和Bellamy主打产品均为营养食品，面对的主要人群为婴幼儿，与LSG主打产品婴儿益生菌粉面对消费群体相同、消费频率类似、产品功效方面有较高相似性，均有利于婴幼儿消化功能、营养素吸收等特征。

综上分析，根据LSG的主营业务及产品情况，Blackmores与其处于同一细分行业，产品重合度较高，有多个直接竞争的产品，有很好的可比性。A2 Milk以及Bellamy与LSG均属于上一级子行业中的同类企业，主打产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似，符合可比公司筛选标准。

（二）结合可比交易标的资产主要产品、市场、行业地位等与 LSG 的对比分析后，本次评估选取的可比交易案例与本次交易可比

此次评估主要选取了合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两宗可比交易案例，其交易标的情况如下：

1、Swisse Wellness主要产品、市场及行业地位

Swisse Wellness的主营业务为健康产品的研发、生产和销售。以Swisse品牌于澳大利亚制造以维生素补充剂为主的健康产品，拥有近100种维生素及营养补充剂产品，近30种护肤产品以及约20种运动营养及超级食品，其中包括约十余种益生菌补充剂产品。Swisse Wellness主要生产及经营场所位于澳大利亚，主要销售区域为澳大利亚。

Swisse品牌产品主要覆盖膳食补充剂行业中维生素补充剂细分领域，在澳大利亚维生素补充剂市场销量排名领先。

根据Swisse Wellness官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式，Swisse品牌部分益生菌补充剂类产品及部分销量较高的产品如下：

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的维生素及膳食补充剂产品		
产品示例	婴幼儿益生菌粉	葡萄籽片	女性多种维生素	钙+维生素片
规格	42 克	180 片/瓶	400 粒/瓶	150 片
单价	约 200 元	约 200 元	约 300 元	约 150-200 元
功效	滋养和恢复友好肠道菌群，支持并维持健康的胃肠系统及免疫系统	抗氧化，保护视力及增强免疫力	有助于在压力期间提供支持，并协助产生能量、耐力和活力。	有助于预防和治疗骨质疏松症，促进钙向骨骼的吸收和释放
使用人群	婴幼儿	所有人群	女性	所有人群

LSG和Swisse Wellness有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，例如与LSG婴幼儿益生菌粉竞争的产品对比如下：

益生菌产品	LSG	Swisse Wellness
产品名称	婴幼儿益生菌粉	婴幼儿益生菌粉
规格	60 克粉剂/瓶	42 克粉剂/盒
单价	约 150-300 元	约 200 元
功效	支持健康的免疫系统的发展，协助与营养素的消化和吸收等	滋养和恢复友好肠道菌群，支持并维持健康的胃肠系统及免疫系统
使用人群	婴幼儿	婴幼儿

Swisse Wellness和LSG主营业务基本相同，均处于同一细分行业，即膳食营养补充剂行业，Swisse品牌有和Life-Space品牌有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，在主营业务与产品方面与LSG有较好的可比性。Swisse Wellness和LSG均为在澳大利亚进行经营生产的企业，主要的销售区域均为澳大利亚，并有部分产品通过出口经销商的方式覆盖其他地区，覆盖市场基本相同。LSG在益生菌补充剂产品在澳大利亚和中国细分领域排名领先，Swisse Wellness在澳大利亚维生素补充剂细分领域排名领先，在各自所处的细分领域均处于领先地位。

2、Vitaco主要产品、市场及行业地位

Vitaco是一家开发，生产和销售一系列营养、健康产品的健康食品公司。旗下拥有Nutra-Life、Healtheries, Aussie Bodies等品牌，上百种营养补充剂产品、超级食品。根据披露的2016年数据，其中膳食补充剂收入占比约为44%，运动健康产品收入占比约为38%，营养食品收入占比约为18%。Vitaco主要生产及经营场所位于澳新地区，其主要销售市场是澳新地区，占比约为76%，约有11%的产品通过出口经销商的方式销往中国。根据官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式，Vitaco部分益生菌补充剂类产品及其他类别中销量较高的产品如下：

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的健康产品		
产品示例	儿童益生菌	蔓越莓胶囊	蛋白粉	牛奶嚼片
规格	60 粒	100 粒	750 克	50 片
单价	约 200-250 元	约 200-250 元	约 300 元	约 100 元
功效	帮助儿童建立健康的肠道菌群和强壮的免疫系统	支持膀胱和尿路健康，作为抗氧化剂保护人体免受自由基的有害影响	补充蛋白质，提高蛋白质摄入量	补充钙质和其他营养
使用人群	儿童	女性	所有人群	儿童

LSG和Vitaco旗下Nutra-Life品牌有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，例如与LSG成人广谱益生菌竞争的产品对比如下：

益生菌产品	LSG	Vitaco (Nutra-Life 品牌)
产品名称	成人广谱益生菌	强效益生菌
规格	30 至 120 粒/瓶不同规格	30 至 60 粒/瓶不同规格
单价	约 200 元	约 200 元
功效	支持正常，健康的排便，帮助营养素的消化和吸，支持免疫系统健康等	维护健康的胃肠道功能；维持免疫力，包括降低轻度上呼吸道感染风险；保持泌尿道和生殖道健康等
使用人群	所有人群	所有人群

Vitaco和LSG主营业务基本相同，均处于同一行业，即健康食品行业。Vitaco旗下Nutra-Life品牌有和Life-Space品牌有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，在主营业务与产品方面与LSG有较好的可比性。Vitaco和LSG均为在澳新地区进行经营生产的企业，主要的销售区域均为澳新地区，并有部分产品通过出口经销商的方式覆盖其他地区，覆盖市场基本相同。LSG在益生菌补充剂在澳大利亚及中国细分领域排名领先，Vitaco旗下Healtheries品牌儿童健康食品在新西兰细分领域排名领先，Aussie Bodies品牌产

品在澳大利亚运动健康食品细分领域排名领先，在各自所处的细分领域均处于领先地位。

综上分析，根据LSG的主要产品、行业及市场地位，可比交易案例中的交易标的Swisse Wellness、Vitaco与其均处于同一细分行业，产品重合度较高，和LSG均有多个直接竞争的产品，有很好的可比性，符合筛选标准。Swisse Wellness、Vitaco和LSG均为澳新地区生产经营的企业，主要销售地区均为澳新地区，交易均为中国企业收购澳新地区企业。Swisse Wellness、Vitaco和LSG旗下均有品牌在其所属地区细分领域排名领先，有相似的市场地位。合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两宗可比交易案例具备可比性。

（三）结合上述可比性分析后，本次交易采用市场法评估及选取上述可比公司及可比交易案例具备适用性，评估结果可比、公允

《资产评估基本准则》中，确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法。市场法是以现实市场上的参照物来评价估值对象的现行公平市场价值，具有评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点。

市场法评估时选取可比上市公司和可比交易案例的行业惯例是：

（1）应当和标的公司位于同一国家：不同国家的政治经济制度、税收制度、营业环境存在差异，同一国家、同一市场企业可比性优于不同国家企业。

（2）和标的公司产品相同或相近：在缺少相同产品结构的情况下，寻找所属子行业上一级行业的同类企业。

（3）和标的公司在生产经营模式、销售模式、销售市场等方面相似。

LSG是澳大利亚企业，产品为以益生菌补充剂为主，细分领域属于膳食补充剂，上一级子行业属于健康食品类；以品牌经营为主，原料基本外购，属于轻资产企业，固定资产占比很低；产品主要在澳新地区销售，并通过出口经销商销往中国，品牌知名度较高，在所处市场细分领域排名领先。

由于益生菌补充剂产品非常细分，没有单一生产此类产品的上市公司以及可比交易，选取LSG产品相近的膳食补充剂产品，以及寻找所属子行业健康食品同类企业符合评估准则。

可比公司Blackmores、A2 Milk以及Bellamy，可比交易标的资产Swisse Wellness和Vitaco均具有以下共同特点：

（1）行业分类：均属于健康食品行业，其中Blackmores和Swisse Wellness主要产品均为膳食补充剂细分领域；Vitaco部分膳食营养补充剂和儿童健康食品，A2 Milk以及Bellamy产品主要为儿童健康食品。上述公司品牌知名度较高，在其细分领域排名领先。

（2）产品情况：Blackmores，Swisse Wellness和Vitaco与LSG产品重合度较高，和LSG均有多个直接竞争的产品，有很好的可比性。A2 Milk以及Bellamy与LSG均属于健康食品行业中的同类企业，主打产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似，符合可比公司筛选标准。

（3）生产经营模式：均为澳新地区企业，轻资产，固定资产占比较低，以品牌营销为主要经营模式，原料基本外购，不覆盖上游的原料生产；

（4）销售市场及模式：主要销售市场均为澳新地区，澳新地区以当地药房及超市为主要销售渠道，中国市场则以出口经销商为主要销售途径；

（5）行业研究报告：在摩根大通和中信里昂证券等投行的研报中，都将三家上市公司列为相互比较的可比公司；两个可比交易也在多个研报中被列为健康食品行业有代表性的交易。

在可比交易的选择中，本次交易属于中国企业收购澳大利亚健康食品企业，本次选取的案例也是中国企业收购澳大利亚健康食品企业，并且发生在最近3年内，在交易方式、交易条件与控制权状态等特征也基本一致。

综上所述，根据LSG的主要产品、行业及市场地位，可比公司Blackmores、A2 Milk和Bellamy与其均属于健康食品行业，生产经营模式相似，主要产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似，具备可比性。可比交易案例中的交易标的Swisse

Wellness、Vitaco与其主营业务、产品类型、销售市场及行业地位方面均有很好的相似程度。合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两宗可比交易案例具备可比性。本次交易采用市场法评估及选取上述可比公司及可比交易案例具备适用性，评估结果可比、公允。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司结合可比公司主营业务和产品情况，以及可比交易标的资产主要产品、市场、行业地位情况，分析了本次交易采用市场法评估选取的可比公司及可比交易案例与本次交易及标的资产可比性，以及本次交易采用市场法评估及选取上述可比公司及可比交易案例的适用性。相关披露及分析具备合理性。

问题16.

申请文件显示，本次评估选择与企业收益相关的盈利价值比率（净利润指标和EBITDA指标）作为本次市场法评估的价值比率，修正因素选择盈利能力、资产质量、偿债能力、成长能力四个方面8个指标，赋值后对被评估企业进行打分，最终财务指标得分：**Blackmores 1.47、Bellamy 1.21、A2 Milk 0.94**。请你公司：1）补充披露LSG各项财务指标数据的计算过程和准确性。2）补充披露各项财务指标打分结果与对应财务指标数据的匹配性，打分结果及修正系数计算的合理性。如可比公司速动比率均远高于LSG，而其打分结果却仅略高于LSG或与其相同的合理性；LSG总资产周转率仅略高于各可比公司，但其分数却远高于各可比公司的合理性。3）结合各可比公司的主要财务数据、盈利情况等，补充披露LSG报告期扣非后净利润大幅下降情况下，盈利能力指标得分均高于可比公司的合理性。4）补充披露LSG报告期平均销售增长率和平均营业利润增长率远高于可比公司的合理性，并结合3家可比公司所处的行业地位补充披露该公司是否处于业务快速发展期，与LSG是否可比，是否与可比公司选取的主要条件相符合。5）结合前述问题，补充披露本次评估财务指标选取的合理性及财务指标打分的公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

（一）LSG 各项财务指标数据的计算公式及结果准确

本次市场法评估中，可比公司均为澳大利亚企业，财务数据按照澳大利亚会计准则编制，披露的最新财务数据均为2018财年，即2017年7月至2018年6月，因此在市场法评估中使用的LSG的财务指标，会计期间和会计准则均应与可比公司保持一致，即使用澳大利亚会计准则以及澳大利亚财年。

根据LSG 2018财年、2017财年和2016财年的财务数据如下：

单位：澳元

项目	2018 年财年	2017 年财年	2016 年财年
主营业务收入	122,410,007	75,772,726	39,252,180
销售成本	45,920,284	34,517,124	15,593,565
毛利润	76,489,723	41,255,602	23,658,615
利息支出	1,096,836	575,027	177,751
营业利润	32,994,996	15,075,038	10,534,182
净利润	20,670,702	10,666,473	7,389,697

单位：澳元

项目	2018 年 6 月 30 日	2017 年 6 月 30 日	2016 年 6 月 30 日
总资产	82,553,602	40,993,526	25,093,378
现金与现金等同	21,034,401	5,618,066	4,384,311
应收账款与票据	18,319,443	18,091,614	10,793,940
总负债	53,163,126	21,897,753	15,836,143
总计流动负债	52,972,945	21,650,965	15,531,800
总股东权益	29,390,476	19,095,773	9,257,235

LSG各项财务指标的计算公式及计算过程如下：

（1）净资产收益率（%）= 净利润 ÷ 平均净资产 × 100

$$2018\text{财年净资产收益率}(\%) = \frac{2018\text{财年净利润}}{2018\text{财年平均净资产}} \times 100$$

$$= \frac{2018\text{财年净利润}}{(2018\text{财年净资产} + 2017\text{财年净资产})/2} \times 100$$

$$= \frac{20,670,702}{(29,390,476 + 19,095,773)/2} \times 100 = 85.26$$

(2) 总资产报酬率(%) = (利润总额+利息支出) ÷ 平均总资产 × 100

$$2018\text{财年总资产报酬率}(\%) = \frac{2018\text{财年营业利润} + 2018\text{财年利息支出}}{2018\text{财年平均总资产}} \times 100$$

$$= \frac{2018\text{财年营业利润} + 2018\text{财年利息支出}}{(2018\text{财年总资产} + 2017\text{财年总资产})/2} \times 100$$

$$= \frac{32,994,996 + 1,096,836}{(82,553,602 + 40,993,526)/2} \times 100 = 55.19$$

(3) 速动比率 = 速动资产 ÷ 流动负债

$$2018\text{财年速动比率} = \frac{2018\text{财年速动资产}}{2018\text{财年流动负债}}$$

$$= \frac{2018\text{财年现金与现金等同} + 2018\text{财年应收账款与票据}}{2018\text{财年流动负债}}$$

$$= \frac{21,034,401 + 18,319,443}{52,972,945} = 0.74$$

(4) 应收账款周转率(%) = 主营业务收入 ÷ 历年同期平均应收帐款 × 100

$$2018\text{财年应收账款周转率}(\%) = \frac{2018\text{财年主营业务收入}}{2018\text{财年平均应收账款}} \times 100$$

$$= \frac{2018\text{财年主营业务收入}}{(2018\text{财年应收账款} + 2017\text{财年应收账款})/2} \times 100$$

$$= \frac{122,410,007}{(18,319,443 + 18,091,614)/2} \times 100 = 6.72$$

(5) 总资产周转率(%) = 销售(营业)收入净额 ÷ 平均资产总额 × 100

$$2018\text{财年总资产周转率}(\%) = \frac{2018\text{财年营业收入净额}}{2018\text{财年平均总资产}} \times 100$$

$$= \frac{2018\text{财年营业收入净额}}{(2018\text{财年总资产} + 2017\text{财年总资产})/2} \times 100$$

$$= \frac{122,410,007}{(82,553,602 + 40,993,526)/2} \times 100 = 1.98$$

(6) 已获利息倍数 = 息税前利润总额 ÷ 利息支出

$$2018\text{财年已获利息倍数} = \frac{2018\text{财年息税前利润总额} + 2018\text{财年利息支出}}{2018\text{财年利息支出}}$$

$$= \frac{32,994,996 + 1,096,836}{1,096,836} = 31.08$$

(7) 平均主营业务收入增长率(%)

$$= (\text{当前周期主营业务收入增长率} + \text{前一周周期主营业务收入增长率}) \div 2 \times 100$$

2018财年主营业务收入增长率(%)

$$\begin{aligned}
 &= (\text{当前周期主营业务收入增长率} + \text{前一周期主营业务收入增长率}) \div 2 \\
 &\times 100 \\
 &= \left(\frac{2018\text{财年主营业务收入} - 2017\text{财年主营业务收入}}{2017\text{财年主营业务收入}} \right. \\
 &\quad \left. + \frac{2017\text{财年主营业务收入} - 2016\text{财年主营业务收入}}{2016\text{财年主营业务收入}} \right) \div 2 \times 100 \\
 &= \left(\frac{122,410,007 - 75,772,726}{75,772,726} + \frac{75,772,726 - 10,534,182}{10,534,182} \right) \div 2 \times 100 \\
 &= 80.99
 \end{aligned}$$

(8) 平均营业利润增长率 (%)

$$= (\text{当前营业周期利润增长率} + \text{前一周期营业利润增长率}) \div 2 \times 100$$

2018平均营业利润增长率(%)

$$\begin{aligned}
 &= \frac{(\text{当前周期营业利润增长率} + \text{前一周期营业利润增长率})}{2} \times 100 \\
 &= \left(\frac{2018\text{财年营业利润} - 2017\text{财年营业利润}}{2017\text{财年营业利润}} \right. \\
 &\quad \left. + \frac{2017\text{财年营业利润} - 2016\text{财年营业利润}}{2016\text{财年营业利润}} \right) / 2 \times 100 \\
 &= \left(\frac{32,994,996 - 15,075,038}{15,075,038} + \frac{15,075,038 - 39,252,180}{39,252,180} \right) / 2 \times 100 \\
 &= 118.87
 \end{aligned}$$

上述计算使用的数据均来自LSG 2016至2018财年的财务数据，公式及计算结果准确。

（二）财务指标打分结果与对应财务指标数据匹配，各项财务指标打分结果及修正系数计算合理

1、财务指标打分结果与对应财务指标数据匹配

（1）指标选取原则

根据《资产评估执业准则——企业价值》的要求，市场法评估中，应对可比企业和标的公司间的差异进行修正。由于可比案例和标的公司在盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力等财务指标方面表现存在一定差异，故需对其差异情况进行修正。

此次评估对以上四个方面能力分别选取两项财务指标进行对比，并进行打分，根据打分结果最终计算出修正系数，修正系数=LSG得分/可比公司得分。

选择具体指标时，遵循以下原则：一是选定的指标应具有较强的横向、纵向可比性，尽可能排除偶然或异常事项的影响；二是各项指标的设立在整体均衡的基础上应突出相互的制衡性，整个指标体系要具备“此消彼长”的内在机制，提高操控整个指标体系的困难程度；三是指标体系的确定要充分考虑数据的公开可获取程度及数据可靠性，在现行法规框架下，通过对部分必要信息的分析判断取得尽可能公平合理的评价结果。按照以上原则，对盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四个方面最终选取了净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、流动资产周转率、速动比率、已获利息倍数、营业收入增长率及营业利润增长率8个财务指标。

（2）打分区间判断依据

此次评估以LSG为基准对可比上市公司进行打分，即以LSG分值为100分，根据指标与LSG对应指标的差异对各可比上市公司进行打分。因为本次评估选用盈利价值比率作为价值比率，首先判断各方面指标对盈利价值比例的影响大小，确定不同的调整幅度。由于企业成长能力相比其他方面的指标，对盈利价值比率影响最大，故而将成长能力打分幅度确定为80~120分之间，其他3个方面指标打分幅度确定为90~110分之间，具体各项指标评判标准如下：

盈利能力指标：LSG和可比公司均为以销售健康食品行业，盈利能力指标是体现企业价值重要指标，但企业价值已在此次采用的价值比率市盈率及EV/EBITDA中体现，因此盈利指标按照正常打分幅度确定，即90~110之间。

资产质量指标：资产质量主要采用周转率体现，周转率差异能够在一定范围内体现反映不同企业的价值差异，属正常指标，因此此次评估也将打分幅度确定在90~110之间。

偿债能力：LSG和可比公司均属于品牌营销为主的健康营养类企业，原材料基本外购，不覆盖上游的原材料生产，因此总资产中流动资产占比较大，同时该类企业属快速消费品行业，业务周期较短，结算快，由此现金较为充足，负债少，财务负担较低，偿债能力也较强。相对而言，偿债能力引起的企业价值差异最小，但为体现差异，仍将打分确定在90~110之间。

成长能力指标：本次评估选择的价值比率为EV/EBITDA，各项指标中最有影响力的是成长能力，故而本次成长能力的打分幅度应相对其余三项指标重要性有一定的提升。LSG高速成长的特征较为明显，2016财年销售收入3,925万澳元，2017财年增长为7,577万澳元，2018财年增长为12,241万澳元，三个财年复合增长率约为75%。成长性好的企业未来给股东带来较高收益的可能性大，相应企业价值也会增加，为合理反映成长能力指标带来的企业价值的差异，此次评估在对成长性指标适当扩大打分范围，将范围扩大至80~120。

根据上述判断标准与分值对应关系，打分区间具体如下表：

	低	较低	较高	高
盈利能力指标	90~95	95~100	100~105	105~110
资产质量指标	90~95	95~100	100~105	105~110
偿债能力指标	90~95	95~100	100~105	105~110
成长能力指标	80~90	90~100	110~120	110~120

（3）指标对比及打分结果

按照上述公式，计算Blackmores、Bellamy以及A2 Milk各具体财务指标，各类指标计算结果如下表：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率 (%)	平均营业利润增长率 (%)
Blackmores	24.64	37.62	1.37	4.35	24.87	1.04	0.57	-8.72
Bellamy	28.08	28.98	1.50	8.47	267.07	1.79	19.73	9.40
A2 Milk	52.76	48.81	1.72	14.13	-	2.40	62.13	134.94
LSG	55.19	85.26	1.98	6.72	31.08	0.74	77.29	80.99

根据各指标不同的数据分别确定打分范围，综合考虑指标的重要程度，并按照以上判断标准与LSG进行对比，对三家可比上市公司打分区间判断如下：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	低	低	低	较低	高	较高	低	低
Bellamy	低	低	低	较高	高	较高	低	低
A2 Milk	较低	低	较低	高	高	较高	较低	高

在打分区间范围内，根据对于各项财务指标的综合判断及分析，最终打分结果如下：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	94	90	91	98	91	100	85	80
Bellamy	95	89	93	102	110	102	88	86
A2 Milk	100	93	96	107	110	102	97	111
LSG	100	100	100	100	100	100	100	100

财务指标打分结果与对应财务指标数据匹配，计算过程合理。

2、各项财务指标打分结果及修正系数计算合理

(a) 总资产报酬率：该指标表示企业全部资产获取收益的水平，全面反映了企业的获利能力和投入产出状况。该指标越高，表明企业投入产出的水平越好，企业的资产运营越有效，因此对应分值应越高。

公司	总资产报酬率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	24.64	低	90~95	94	1.06
Bellamy	28.08	低	90~95	95	1.05
A2 Milk	52.76	较低	95~100	100	1.00
LSG	55.19	基准	100	100	1.00

(b) 净资产收益率：该指标反映了企业所有者所获投资报酬的大小。它是被所有者关注的、对企业具有影响的指标。它是企业资产综合利用效果的指标，也是衡量企业利用债权人和所有者权益总额所取得盈利的重要指标。该指标越高，表明企业净资产的使用效率就越高，企业盈利能力越强，经营管理水平越高，因此分值应越高，三家上市公司指标均低于LSG，且相差较大。

公司	净资产收益率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	37.62	低	90~95	90	1.11
Bellamy	28.98	低	90~95	89	1.12
A2 Milk	48.81	低	90~95	93	1.08
LSG	85.26	基准	100	100	1.00

(c) 总资产周转率：总资产周转率是考察企业资产运营效率的一项重要指标，体现了企业经营期间全部资产从投入到产出的流转速度，反映了企业全部资产的管理质量和利用效率。通过该指标的对比分析，可以反映企业本年度以及以前年度总资产的运营效率和变化，发现企业与同类企业在资产利用上的差距，促进企业挖掘潜力、积极创收、提高产品市场占有率、提高资产利用效率。该数值越高，表明企业总资产周转速度越快，销售能力越强，资产利用效率越高，分值应越高。三家可比上市公司的总资产周转率均低于LSG。

公司	总资产周转率	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	1.37	低	90~95	91	1.08
Bellamy	1.50	低	90~95	93	1.04
A2 Milk	1.72	较低	95~100	96	1.04
LSG	1.98	基准	100	100	1.00

(d) 应收账款周转率：应收账款周转率就是反映公司应收账款周转速度的比率，它说明一定期间内公司应收账款转为现金的平均次数。该数值越高，表示公司从获得应

收账款变成现金所需要的时间越短，收账速度块，资产利用效率越高，因此分值应该高。

相对于LSG，Blackmores的应收账款周转率偏低，Bellamy稍高，A2 Milk最高。

公司	应收账款周转率	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	4.35	低	95~100	98	1.02
Bellamy	8.47	较高	100~105	102	0.98
A2 Milk	14.13	高	105~110	107	0.93
LSG	6.72	基准	100	100	1.00

（e）已获利息倍数：已获利息倍数是指上市公司息税前利润相对于所需支付债务利息的倍数，可用来分析公司在一定盈利水平下支付债务利息的能力，该指标越高，说明其偿债能力越强，因此分值也应越高。LSG和可比公司均属于品牌营销为主的健康食品企业，原材料基本外购，不覆盖上游的原材料生产，因此总资产中流动资产占比较大，相比于一般生产企业，具有资产负债率低、业务周期较短、结算快、现金较为充足、负债少、财务负担较低的特点。所以整体债务风险较低，故而偿债能力引起的盈利能力价值比例的修正影响相对较小。此外，已获利息倍数反映的是持续经营活动的偿债能力，速动比率反映的是短期强制清偿的偿债能力。LSG和可比公司都是持续健康发展的企业，强制清偿的可能性很低，已获利息倍数比速动比率相比更为重要，相比之下已获利息倍数比速动比率修正幅度略高。三家可比上市公司中，A2 Milk无财务支出，而Bellamy指标远高于LSG，表明这两家公司无负债或负债相对较少，优于LSG，而Blackmores则相对较差。

公司	已获利息倍数	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	24.87	低	90~95	91	1.10
Bellamy	267.07	高	105~110	110	0.91
A2 Milk	-	高	105~110	110	0.91
LSG	31.08	基准	100	100	1.00

（f）速动比率：它是衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力。速动比率越高，说明企业用来偿债的速动资产就越多，偿债能力就越强，因此分值就应该越高。三家可比上市公司指标均高于LSG，综合考虑速动比率和已获利息倍数的关系，偿债能力对本次盈利价值比率影响相对较小，且速动比率影响低于已获利息倍数的影响，故而对速动比率的打分范围进行适当缩小。

公司	速动比率	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	1.04	较高	100~105	100	1.00
Bellamy	1.79	较高	100~105	102	0.98
A2 Milk	2.40	较高	100~105	102	0.98
LSG	0.74	基准	100	100	1.00

(g) 平均销售增长率：销售增长率属于成长指标，是评价企业成长状况和发展能力的重要指标，与LSG平均销售增长率相比，A2 Milk增速也较快，于Bellamy增速稍弱，而Blackmores则差距较大，过去三年成长较慢。

公司	平均销售增长率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	0.57	低	80~90	85	1.18
Bellamy	19.73	低	80~90	88	1.14
A2 Milk	62.13	较低	90~100	97	1.03
LSG	77.29	基准	100	100	1.00

(h) 平均营业利润增长率：营业利润增长率是企业本年营业利润增长额与上年营业利润总额的比率，它反映企业营业利润的增减变动情况。营业利润率越高，说明企业百元单位销售额提供的营业利润越多，企业的盈利能力越强；反之，此比率越低，说明企业盈利能力越弱。因此打分应与指标同向变化。A2 Milk的平均营业利润增长率高于LSG，而Blackmores和Bellamy则低于LSG并差异较大。

公司	平均营业利润增长率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	-8.72	低	80~90	80	1.25
Bellamy	9.40	低	80~90	86	1.16
A2 Milk	134.94	高	110~120	111	0.90
LSG	80.99	基准	100	100	1.00

综合考虑指标的重要程度，并按照以上判断标准进行打分，对三家可比上市公司最终打分结果及修正系数如下表：

打分结果	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	94	90	91	98	91	100	85	80

打分结果	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Bellamy	95	89	93	102	110	102	88	86
A2 Milk	100	93	96	107	110	102	97	111
修正系数	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	1.06	1.11	1.10	1.02	1.10	1.00	1.18	1.25
Bellamy	1.05	1.12	1.08	0.98	0.91	0.98	1.14	1.16
A2 Milk	1.00	1.08	1.04	0.93	0.91	0.98	1.03	0.90

综上所述，综合考虑行业特征、企业特点以及各项财务指标的重要程度等因素，打分结果及修正系数与财务数据匹配，计算合理。

3、打分差异对评估结果影响的敏感性分析

考虑到在具体分析和分值上不可避免带有一定的主观性，为更全面说明打分分值变化对评估结果的影响，将各指标打分做了敏感性分析。具体是将各单个指标打分幅度增加（减少）1分，计算其对LSG企业价值影响的比例。打分幅度增加（减少）1分，是指三家可比公司在某项指标比LSG高（低）的则增加1分，比LSG低（高）则减少1分。

以速动比率的打分为例，在打分幅度增加一分的情况下修正系数及对估值结果影响如下：

公司	速动比率	比较结果	对应区间	打分	修正系数	打分幅度增加1分	打分幅度增加1分修正系数
Blackmores	1.04	较高	100~105	100	1.00	101	0.99
Bellamy	1.79	较高	100~105	102	0.98	103	0.97
A2 Milk	2.40	较高	100~105	102	0.98	103	0.97
LSG	0.74	基准	100	100	1.00	100	1.00

根据上述打分幅度增加1分后的修正系数，对于估值的影响为-0.48%。

对与各项指标打分幅度对于估值影响的敏感性分析的结果如下：

敏感性分析项目	盈利能力指标	资产质量指标	偿债能力指标	成长能力指标
---------	--------	--------	--------	--------

	总资产 报酬率	净资产 收益率	总资产 周转率	应收账 款周转 率	已获利 息倍数	速动比 率	平均销 售增长 率	平均营 业利润 增长率
打分幅度增加 1 分 对应系数的变化率	0.11%	0.38%	0.38%	-0.27%	0.00%	-0.48%	0.38%	0.16%
打分幅度减少 1 分 对应系数的变化率	-0.27%	-0.48%	-0.48%	-0.16%	-0.16%	0.11%	-0.48%	-0.27%

符合打分原则的情况下，因为单项指标主观偏差导致的对应系数变化率较小，对评估结果的影响相对较小。

综合以上分析，各项财务指标打分结果与对应财务指标数据相匹配，打分结果及修正系数计算合理。

（三）结合 LSG 报告期扣非后净利润大幅下降的原因以及盈利能力分析后，盈利指标得分均高于可比公司具备合理性

1、LSG 报告期扣非后净利润情况说明

LSG 报告期内非经常性损益主要系 2017 年同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益构成。根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》第五条的相关规定，参与合并的企业在合并前后均受同一方或相同的多方最终控制且该控制并非暂时性的，为同一控制下的企业合并。2017 年 8 月，出于整体资本运作便利性考虑，Alan Messer, Irene Messer 和 Craig Silbery 三人启动设立 LSG 并实施同一控制下企业合并，将 Evolution Health、Ultra Mix 和 Divico 整合至 LSG 旗下。本次整合前后，LSG 实际运营主体均由 Alan Messer, Irene Messer 和 Craig Silbery 三人共同控制，整合行为属于同一控制下的企业合并。根据《公开发行证券的公司信息披露规范问答第 1 号-非经常性损益》有关规定，非经常性损益系指公司发生的与主营业务和其他经营业务无直接关系，以及虽与主营业务和其他经营业务相关，但由于该交易或事项的性质、金额和发生频率，影响了正常反映公司经营、盈利能力的各项交易、事项产生的损益。同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益系非经常性损益中的一种。

综上，LSG 报告期内非经常损益为 2017 年内 LSG 原股东同一控制下企业合并导致，属于会计准则下的数据调整，并非反映 LSG 的经营实质。报告期内，LSG 经营实质未发生改变，主要业务仍为益生菌补充剂产品的研发、生产及销售，利润仍主要来源于益生

菌补充剂产品销售。因此在进行市场法评估时应将扣非前净利润作为计算盈利指标的基础，并以此为基础与可比公司进行对比打分。

2、市场法评估采用报告区间的LSG实际盈利能力变化情况

可比公司最新数据均来自2018澳大利亚财年年报，为保持相同口径，此次评估时LSG也采用了2018年澳大利亚财年数据。LSG 2018财年、2017财年和2016财年的损益表数据如下表：

单位：澳元

项目	2018 年财年	2017 年财年	2016 年财年
主营业务收入	122,410,007	75,772,726	39,252,180
销售成本	45,920,284	34,517,124	15,593,565
毛利润	76,489,723	41,255,602	23,658,615
利息支出	1,096,836	575,027	177,751
营业利润	32,994,996	15,075,038	10,534,182
净利润	20,670,702	10,666,473	7,389,697

由上表可以看出，考虑到同一控制下企业合并导致的非经常性损益未能反应企业实际盈利能力的情况，LSG 2016财年至2018财年，实际经营产生的净利润是逐年增长的。

3、LSG与可比公司与盈利指标的对比

三家可比公司与盈利指标相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

公司名称	2018 财年					2017 财年	
	净利润	股东权益	调整税前利润	总资产	股东权益	总资产	股东权益
Blackmores	70.0	193.3	103.7	464.9	193.3	412.2	178.8
Bellamy	43.3	207.4	61.2	280.8	207.4	156.6	91.3
A2 Milk	180.4	508.8	261.1	661.6	508.8	328.1	230.4

根据上述财务数据，LSG和可比公司的盈利性指标及打分如下表：

公司名称	总资产报酬率（%）		净资产收益率（%）	
	指标	打分	指标	打分
Blackmores	24.64	94	37.62	90

Bellamy	28.08	95	28.98	89
A2 Milk	52.76	100	48.81	93
LSG	55.19	100	85.26	100

综上，根据LSG反应实际盈利能力的扣非前净利润数据计算，LSG总资产报酬率以及净资产报酬率均高于可比公司，资产盈利能力较强，因此LSG盈利能力指标得分均高于可比公司具备合理性。

(四)3家可比公司在成长性及运营风险等方面存在的差异已经过定量方法进行分析并对价值比率进行修正，与可比公司选取的主要条件相符合，具备可比性

1、LSG与可比公司报告期平均销售增长率和平均营业利润增长率情况

LSG与可比公司近三年销售收入及营业利润如下表：

单位：百万澳元

销售收入	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2017 增长率 (%)	2018 增长率 (%)	平均增长 率 (%)
Blackmores	598.44	552.16	601.14	-7.73	8.87	0.57
Bellamy	234.08	240.18	328.70	2.61	36.86	19.73
A2 Milk	323.47	519.03	850.25	60.46	63.82	62.13
LSG	39.25	75.77	122.41	93.04	61.55	77.29

单位：百万澳元

营业利润	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2017 增长率 (%)	2018 增长率 (%)	平均增长 率 (%)
Blackmores	148.39	88.21	108.60	-40.56	23.12	-8.72
Bellamy	54.24	43.46	60.27	-19.87	38.68	9.40
A2 Milk	48.41	133.62	259.03	176.02	93.86	134.94
LSG	10.53	15.08	32.99	43.21	118.77	80.99

根据三家可比公司中2016财年至2018财年的数据，A2 Milk平均销售增长率略低于LSG，平均营业利润增长率略高于LSG，同样具有较高的增长性，和LSG均处于快速增长期。根据A2 Milk披露的信息，A2 Milk婴儿配方奶粉在澳大利亚排名第一，2017财年至2018财年商超市场占有率从26%增长为32%，属于快速成长期。

根据Bellamy2017财年披露，受到部分非经常性经营因素的影响，2016至2017财年业务增长及利润率有一定偏离。2017财年至2018财年其销售收入增长率为36.68%，增速较好，并预测未来仍有较高增长。根据Bellamy披露，Bellamy在婴幼儿有机食品细分领域排名第一。

根据Blackmores披露，Blackmores的产品销量在澳大利亚的维生素及膳食补充剂领域排名第一，市场占有率16.7%。作为市场龙头企业，Blackmores近三年增速较缓，低于其他可比公司的增长水平。

2、可比公司符合选取的主要条件

根据可比公司选取的主要条件：

（1）可比公司通常应当与标的公司属于同一行业、从事相同或类似的业务或受相同经济因素影响。

结合LSG的主营业务、产品模式及盈利能力分析，目前在澳大利亚公开资本市场中，可以找到与LSG在行业分类、销售市场、销售模式、生产经营模式等方面比较接近的上市公司Blackmores, A2 Milk 以及Bellamy，三家公司均具有以下共同特点：

（a）行业分类：均属于健康食品行业，其中Blackmores主要产品均为膳食补充剂细分领域；A2 Milk以及Bellamy产品主要为儿童营养食品。上述公司品牌均知名度较高，在其细分领域排名领先。

（b）产品情况：Blackmores，与LSG产品重合度较高，和LSG均有多个直接竞争的产品，有很好的可比性。A2 Milk以及Bellamy与LSG均属于健康食品行业，主打产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似，符合可比公司筛选标准。

（c）生产经营模式：均为澳新地区企业，轻资产，固定资产占比较低，以品牌营销为主要经营模式，原料基本外购，不覆盖上游的原料生产；

（d）销售市场及模式：主要销售市场均为澳新地区，澳新地区以当地药房及超市为主要销售渠道，中国市场则以出口经销商为主要销售途径；

(e) 行业研究报告：在摩根大通和中信里昂证券等投行的研报中，都将三家上市公司列为相互比较的可比公司；

综上所述，可比公司Blackmores、A2 Milk和Bellamy与LSG其均属于健康食品行业，从事相同或类似的业务，受相同经济因素影响，符合上述条件。

(2) 能够收集参考企业或交易案例的经营和财务信息及相关资料，并且可以确凿依据的信息资料是适当和可靠的。

公开市场的上市公司和交易案例具有公开透明、监管严格、合法合规、相关数据可获得性较强等特点。上市公司均可以通过检索公开资料获取相关信息，尤其是上市公司，可以通过查询其年报、半年报、季度报以及各种与生产经营相关的信息，从而对其进行全面了解，这些相关信息具备一定的适当性和可靠性。A2Milk, Bellamy以及Blackmores均为澳大利亚上市公司，获得的经营和财务信息相关资料适当和可靠。

(3) 对可比公司与标的公司在成长性及运营风险等方面存在的差异，应当采用定性或定量方法进行分析，在合理比较的基础上对价值比率进行修正。

A2Milk成长性与LSG类似，业务属于高速增长期；Bellamy2018财年增速较高，但是增长率低于LSG并且有一定不稳定性；A2Milk、Bellamy以及LSG都是澳大利亚细分领域的龙头企业，未来均有开拓其他市场的规划以及较高增长的预期。Blackmores为澳大利亚膳食补充剂行业排名第一的企业，目前增速已经放缓。考虑到三家公司成长性及运营风险等方面存在的差异，对盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四个方面8个财务指标进行打分及修正。同时充分考虑LSG高速成长的特征，以及成长能力指标的重要性及带来的企业价值的差异，此次评估在对成长性指标适当扩大打分范围，对三家可比公司的成长能力差异指标进行了合理的调整。

综上所述，A2 Milk以及Bellamy与LSG相似，均为细分领域龙头企业，报告期业务均体现了较高的成长性，Bellmay成长性波动较大。Blackmores属于行业龙头企业，目前发展相对稳定。根据可比公司的选取的惯例，3家可比公司与LSG具备可比性，在成长性及运营风险等方面存在的差异，也以采用了定量方法进行分析并对价值比率进行修正，与可比公司选取的主要条件相符合。

（五）本次评估财务指标选取具备合理性，财务指标打分具备公允性

根据《资产评估执业准则——企业价值》的要求，市场法评估中，应对可比企业和标的公司间的差异进行修正。由于可比案例和标的公司在盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力等财务指标方面表现存在一定差异，故需对其差异情况进行修正。

修正系数时，应遵循以下原则：一是选定的指标应具有较强的横向、纵向可比性，尽可能排除偶然或异常事项的影响；二是各项指标的设立在整体均衡的基础上应突出相互的制衡性，整个指标体系要具备“此消彼长”的内在机制，提高操控整个指标体系的困难程度；三是指标体系的确定要充分考虑数据的公开可获取程度及数据可靠性，在现行法规框架下，通过对部分必要信息的分析判断取得尽可能公平合理的评价结果。

本次市场法评估结合行业实际情况，分别从盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四个方面，选取净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、应收账款周转率、速动比率、平均营业收入增长率及平均营业利润增长率8个财务指标，同时采用统一的打分幅度和打分原则进行打分，最终的出相应的修正结果。

综上，本次市场法评估对财务指标的选取具备合理性，财务指标打分具备公允性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司补充核查了LSG各项财务指标的计算过程及准确性，补充披露了打分结果与相应财务指标数据匹配性，分析了财务指标选取的合理性，及财务指标打分的合理性。相关披露及分析具备合理性。

问题17.

申请文件显示，1）本次交易市场法评估针对可比公司与评估对象流动性差异，采用新股发行定价估算方式计算流动性折扣，Blackmores公司流动性折扣为0.16，A2Milk和Bellamy的流动性折扣为0.18。2）考虑到可比公司产品有所差异，此次评估对其权重进行了赋值，Blackmores、A2Milk和Bellamy权重分别为0.4、0.3和0.3。请你公司补充披露：1）本次交易市场法评估各可比公司流动性折扣的具体计算依据、计算过程及折

扣比率的合理性。2) 对各可比公司权重赋值的依据及其公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

(一) 本次交易市场法评估各可比公司流动性折扣具备合理性

1、流动性折扣的计算依据

流通性是指资产、股权、所有者权益以及股票等以最小的成本，通过转让或者销售方式转换为现金的能力。

缺少流通折扣指在资产或权益价值基础上扣除一定数量或一定比例，以体现该资产或权益缺少流通性。

本次市场法评估选取的可比公司均为上市公司，而LSG为非上市公司，因此需要扣除非流动性折扣。

新股发行定价可用来确定流动性折扣的原因如下：新股发行的价格一般都要低于新股上市交易的价格。可以认为新股发行价不是一个股票市场的交易价，这是因为此股票在此刻尚不能交易上市，因此发行价不是“市场交易机制”下形成的价格，尚不能成为市场交易价，但是一种公允的交易价。当新股上市后这种有效的交易机制就形成了，因此可以认为在二种情况下价值的差异就是由于没有形成有效市场交易机制的因素造成的。具体可依据同行业可比上市公司 IPO 情况，对 IPO 上市首日、上市后 30日、上市后 60日、上市后 90日的股价、120日股价进行了股票价格计算，得出流动性折扣。

考虑到新股发行定价估算方式具备一定的合理性，且数据来源于上市公司，可操作性强，因此，本次评估以此确定流动性折扣。

2、流动性折扣的计算过程

根据彭博分类，Blackmores分为健康食品类上市公司，将A2 Milk和Bellamy分为消费品类上市公司，此次评估据此分别计算其流动性折扣。

Blackmores计算过程如下表：

证券代码	股价	流动性折扣
------	----	-------

	首次发行	30 天	60 天	90 天	120 天	30 天	60 天	90 天	120 天
CAN	0.65	0.55	0.57	0.73	0.85	-0.16	-0.13	0.12	0.24
NOX	0.19	0.17	0.18	0.27	0.33	-0.09	-0.02	0.32	0.43
CPH	0.26	0.27	0.25	0.25	0.34	0.03	-0.04	-0.05	0.23
ESE	0.26	0.31	0.35	0.33	0.31	0.17	0.28	0.23	0.18
CP1	0.17	0.20	0.21	0.22	0.22	0.17	0.19	0.23	0.24
RCE	0.20	0.36	0.32	0.28	0.28	0.45	0.37	0.30	0.29
不同时期均值						0.09	0.11	0.19	0.27
最终均值						0.16			

A2Milk和Bellamy计算过程如下表：

证券代码	股价					流动性折扣			
	首次发行	30 天	60 天	90 天	120 天	30 天	60 天	90 天	120 天
TGH	1.38	1.42	1.43	1.45	1.44	0.03	0.04	0.05	0.04
BEE	0.28	0.31	0.32	0.33	0.33	0.09	0.12	0.15	0.14
MRG	1.15	1.20	1.19	1.17	1.01	0.04	0.03	0.01	-0.15
BAH	0.30	0.30	0.30	0.30	0.30	0.01	0.01	0.01	0.01
ABT	0.20	0.72	0.79	0.81	0.82	0.72	0.75	0.75	0.76
不同时期均值						0.18	0.19	0.19	0.16
最终均值						0.18			

3、流动性折扣比率的合理性分析

可比公司及目标公司均位于澳大利亚，其流动性受到澳大利亚资本市场整体情况的影响较大，查询2016年、2017年和2018年在澳大利亚上市的全部公司，删除明显异常的数据，最终获取339家上市公司。对比其IPO上市首日股价、上市后30日股价、上市后60日股价、上市后90日股价、120日股价，按照与此次评估相同的方法计算出澳大利亚整个资本市场的流动性折扣如下表：

年度	样本数量	流动性折扣				平均值
		30 日	60 日	90 日	120 日	
2018 年	60	0.10	0.12	0.12	0.11	0.11
2017 年	97	0.11	0.13	0.15	0.16	0.14
2016 年	182	0.06	0.07	0.09	0.09	0.08

澳大利亚资本市场整体流动性折扣为在0.08至0.14之间，与此次评估使用的流动性折扣差异较小，主要原因为不同行业、不同年度之间有一定差异性。综合考虑澳大利亚整体上市公司的流动性折扣水平相似性、新股发行定价估算方式的合理性以及不同行业之间的差异性，此次评估选取的折扣比率具备合理性。

（二）对各可比公司权重赋值的依据及其公允性

三家可比公司在主营业务、主要产品、产销模式上相似，均符合可比公司选取标准。但产品在细分领域上仍存在一定差异，此次评估对不同可比公司赋权重正式考虑到了这一点，各上市公司主要产品情况如下：

Blackmores主营业务为健康产品的研发、生产和销售，与**LSG**属于同一细分领域，即健康食品行业膳食补充剂。旗下拥有将近200种维生素、矿物质、草药及营养补充品等健康产品。其中**BioCeuticals**及**Blackmores**品牌均有益生菌补充剂产品，多个产品与**LSG**直接竞争。

A2 Milk和**Bellamy**的主营业务均为婴儿配方奶粉及营养食品的研发、生产和销售，属于健康食品行业营养食品细分领域。主打产品均为配方食品，面对的主要人群为婴幼儿，与**LSG**主打产品婴儿益生菌粉面对消费群体相同、消费频率类似、产品功效方面有较高相似性，均有利于婴幼儿消化功能、营养素吸收等特征，有很好的可比性。但是细分领域方面，**A2 Milk**以及**Bellamy**是**LSG**细分领域上一级子行业，即营养食品行业的同类企业，可比性弱于与**LSG**属于同一子行业膳食补充剂的**Blackmores**。

综合上述考虑因素，此次评估适当加大了**Blackmores**的权重比例，在不同权重分配下的EV/EBITDA计算结果见下表：

	BKL	BAL	ATM	平均 EV/EBITDA
修正后 EV/EBITDA	27.82	16.03	21.28	21.71
权重分配方案 1	0.40	0.30	0.30	22.32
权重分配方案 2	0.50	0.25	0.25	23.24
权重分配方案 3	0.60	0.20	0.20	24.15

基于审慎原则，最终确定**Blackmores**、**A2Milk**和**Bellamy**权重分别为0.40、0.30和0.30，本次依据细分行业差异进行赋权，赋权方式合理，评估结果具备公允性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司补充了流动性折扣的计算依据，计算过程，分析了流动性折扣及对各可比公司赋值的合理性。相关披露及分析具备合理性。

问题18.

申请文件显示，1) 本次交易市场法评估选取合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两个交易作为可比交易案例。2) 因本次评估收集到的交易案例中标的公司的信息相对较少，无法满足特性差异调整（修正系数）打分的要求，故本次对可比案例未做特性差异调整，最终得到的LSG EV/EBITDA倍数为14.71。请你公司：1) 结合上述两笔可比交易标的资产的主营业务、主要产品、细分市场、生产与销售模式与LSG的差异情况及各交易方案差异情况等补充披露本次交易采用市场法评估选取的上述两个案例与本次交易是否可比，标的资产产品生命周期、市场容量、增长率、竞争态势等方面的差异是否会影响本次评估结果的可比性与公允性。2) 上述可比交易案例中标的公司的信息相对较少情况下，选取其作为可比交易案例的适当性。未进行特性差异调整（修正系数）对评估结果的合理性与公允性的影响。3) 结合近期健康食品行业可比案例市盈率情况、上市公司市盈率情况、相关市场法评估案例等，补充披露近期健康食品行业可比案例市盈率是否与本次评估选择的可比案例存在较大差异、市盈率变动趋势是否与上市公司市盈率趋势一致，本次评估未对交易时间进行修正的合理性、是否符合评估准则和惯例。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

（一）结合可比交易标的资产与交易方案的情况分析，可比交易与本次交易具备可比性、产品的细分差异不会影响本次评估结果的可比性与公允性

1、可比交易标的资产与LSG对比情况

此次评估主要选取了合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两宗可比交易案例，其交易标的资产情况如下：

（1）Swisse Wellness主营业务、主要产品、细分市场及生产与销售模式

Swisse Wellness的主营业务为健康产品的研发、生产和销售，以品牌营销为主要经营模式，原料基本外购，不覆盖上游的原料生产，以Swisse品牌在澳大利亚生产及销售以维生素补充剂为主的健康产品，拥有近100种维生素及营养补充剂产品，近30种护肤产品以及约20种运动营养及超级食品，其中包括约十余种益生菌补充剂产品。Swisse品牌产品主要覆盖膳食补充剂行业中维生素补充剂细分领域。Swisse Wellness主要生产及经营场所位于澳大利亚，主要销售区域为澳大利亚。

根据Swisse Wellness官网显示的产品分类及对应细分领域如下：

	维生素及补充剂	护肤产品	运动营养	超级食品
产品数量	102	29	17	6
代表产品	多种维生素、钙、镁、植物提取素、益生菌补充剂等	蜂蜜面膜、护肤水、润肤霜等	蛋白粉、氨基酸补充剂等	藻类、莓果类等提取物
产品形态	瓶装胶囊、片剂等	膏状、液体等	瓶装粉剂、片剂、粉剂等	瓶装液体、片剂等
细分领域	膳食补充剂	-	运动健康	-
所属行业	健康食品	化妆品制造	健康食品	营养食品

Swisse Wellness以多种维生素补充剂而知名，其主要产品为多种维生素补充剂类产品。

根据Swisse Wellness官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式，Swisse品牌部分益生菌补充剂类产品及部分销量较高的产品如下：

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的维生素及膳食补充剂产品		
产品示例	婴幼儿益生菌粉	葡萄籽片	女性多种维生素	钙+维生素片
规格	42 克	180 片/瓶	400 粒/瓶	150 片
单价	约 200 元	约 200 元	约 300 元	约 150-200 元
功效	滋养和恢复友好肠道菌群，支持并维持健康的胃肠系统及免疫系统	抗氧化，保护视力及增强免疫力	有助于在压力期间提供支持，并协助产生能量、耐力和活力。	有助于预防和治疗骨质疏松症，促进钙向骨骼的吸收和释放
使用人群	婴幼儿	所有人群	女性	所有人群

LSG和Swisse Wellness有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，例如和LSG婴幼儿益生菌粉竞争的产品对比如下：

益生菌产品	LSG	Swisse Wellness
产品名称	婴幼儿益生菌粉	婴幼儿益生菌粉
规格	60 克粉剂/瓶	42 克粉剂/盒
单价	约 150-300 元	约 200 元
功效	支持健康的免疫系统的发展，协助与营养素的消化和吸收等	滋养和恢复友好肠道肠道菌群，支持并维持健康的胃肠系统及免疫系统
使用人群	婴幼儿	婴幼儿

Swisse Wellness和LSG主营业务基本相同，均处于同一细分行业，即膳食营养补充剂行业，Swiss品牌有和Life-Space品牌直接竞争的益生菌补充剂产品，在主营业务与产品方面与LSG均有较好的可比性。Swisse Wellness和LSG均为在澳大利亚进行经营生产的企业，主要的销售区域均为澳大利亚，并有部分产品通过出口经销商的方式覆盖其他地区，覆盖市场基本相同。

（2）Vitaco主营业务、主要产品、细分市场及生产与销售模式

Vitaco是一家开发，生产和销售一系列健康、营养类产品的企业，旗下拥有Nutra-Life、Healtheries, Aussie Bodies等品牌，上百种营养补充剂产品、超级食品。根据披露的2016年数据，其中膳食补充剂收入占比约为44%，运动健康产品收入占比约为38%，营养食品收入占比约为18%。Vitaco主要生产及经营场所位于澳新地区，其主要销售市场是澳新地区，占比约为76%，约有11%的产品通过出口经销商的方式销往中国。

根据Vitaco官网显示Vitaco产品分类及对应细分领域如下：

项目	维生素及补充剂	运动营养	营养食品
对应品牌	Nutra-Life, Healtheries, Wagner	Aussie Bodies, Musashi, Balance, Bodytrim	Healtheries, Earth
收入比例	44%	38%	18%
代表产品	多种维生素、钙、镁、植物提取素、益生菌补充剂等	蛋白质食品、能量食品，减肥食品等	儿童营养片、奶嚼品、草本茶、健康膳食等
产品形态	瓶装胶囊、片剂等	瓶装粉剂、片剂、粉剂等	咀嚼片、食品等
细分领域	膳食补充剂	运动健康	-
所属行业	健康食品	健康食品	营养食品

Vitaco销量最高并最有代表性的是维生素补充剂以及运动健康产品，根据官网列示明星产品以及天猫查询销量等方式，Vitaco部分益生菌补充剂类产品及销量较高的产品如下：

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的健康产品		
产品示例	儿童益生菌	蔓越莓胶囊	蛋白粉	牛奶嚼片
规格	60 粒	100 粒	750 克	50 片
单价	约 200-250 元	约 200-250 元	约 300 元	约 100 元
功效	帮助儿童建立健康的肠道菌群和强壮的免疫系统	支持膀胱和尿路健康，作为抗氧化剂保护人体免受自由基的有害影响	补充蛋白质，提高蛋白质摄入量	补充钙质和其他营养
使用人群	儿童	女性	所有人群	儿童

LSG和Vitaco旗下Nutra-Life品牌有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，例如和LSG成人广谱益生菌竞争的产品对比如下：

益生菌产品	LSG	Vitaco（Nutra-Life 品牌）
产品名称	成人广谱益生菌	强效益生菌
规格	30 至 120 粒/瓶不同规格	30 至 60 粒/瓶不同规格
单价	约 200 元	约 200 元
功效	支持正常，健康的排便，帮助营养素的消化和吸，支持免疫系统健康等	维护健康的胃肠道功能；维持免疫力，包括降低轻度上呼吸道感染风险；保持泌尿道和生殖道健康等
使用人群	所有人群	所有人群

Vitaco和LSG主营业务基本相同，均处于同一行业，即健康食品行业。Vitaco旗下Nutra-Life品牌有和Life-Space品牌直接竞争的益生菌补充剂产品，在主营业务与产品方面与LSG均有较好的可比性。Vitaco和LSG均为在澳新地区进行经营生产的企业，主要的销售区域均为澳新地区，并有部分产品通过出口经销商的方式覆盖到以中国为主的其他地区，覆盖市场基本相同。

综上，可比交易标的资产Swisse Wellness和Vitaco均具有以下共同特点：

（a）行业分类：均属于健康食品行业， Swisse Wellness主要产品健康食品行业中的维生素补充剂细分领域；Vitaco主要产品为健康食品行业中的膳食补充剂及运动健康产品。

(b) 主要产品：Swisse Wellness和Vitaco与LSG主要产品面对消费人群相似、产品功效、使用频率等指标相似，和LSG均有多个直接竞争的产品，有很好的可比性。

(c) 生产经营模式：均为澳新地区企业，轻资产，固定资产占比较低，以品牌营销为主要经营模式，原料基本外购，不覆盖上游的原料生产；

(d) 销售市场及模式：主要销售市场均为澳新地区，澳新地区以当地药房及超市为主要销售渠道，中国市场则以出口经销商为主要销售途径。

可比交易案例中的交易标的Swisse Wellness、Vitaco与LSG主营业务相同，主要产品均属于同一行业，产销模式相似，Swisse Wellness、Vitaco和LSG具备可比性。

2、可比交易方案情况

此次评估过程中，对与最近三年中国企业参与收购的健康食品行业并购案例进行了搜集，查询结果如下表：

收购方	标的	交易时间	标的国家	收购比例	说明
合生元	Swisse Wellness	2015	澳洲	83%	纳入可比交易
上海医药	Vitaco	2016	澳洲	100%	纳入可比交易
澳优乳业	Nutrition Care	2016	澳洲	75%	交易结构复杂，价值难以判断
中生联合	禾健	2016	中国	100%	非澳洲企业
西王食品	Kerr	2016	加拿大	80%	非澳洲企业
新希望集团	Australia Natural Care	2016	澳洲	-	未披露财务信息
飞鹤乳业	Vitamin World	2017	美国	100%	未披露财务信息，非澳洲企业
哈药集团	GNC	2018	美国	40%	债务重组，非控股权

查找到发生在最近3年，收购方为中国企业的8宗健康食品行业的案例。

(1) 首先排除没有财务信息的案例；

(2) 根据市场法评估时选取可比交易案例的原则，即应该和标的公司位于同一国家，不同国家的政治经济制度、税收制度、营业环境存在差异，同一国家、同一市场企业可比性优于不同国家企业，排除标的不是澳新地区企业的交易案例；

(3) 交易方式：本次交易属于控制权收购，考虑到交易方式的一致性，排除非控股股权收购的案例；

(4) 具体案例分析：澳优乳业收购Nutrition Care交易中，交易结构较为复杂，同时包括向原股东收购Nutrition Care以及澳洲土地资产，并且原股东继续持有部分股权并有分红安排。Nutrition Care实际对应的价值较难确定，从谨慎考虑，此交易也没有纳入可比交易中。

综上所述，纳入可比交易案例都是近三年中国企业对于澳大利亚健康食品行业的控股股权收购，交易方案清晰、可以获得进行对比的财务数据。从交易方式、交易特征等方面与本次交易相同，具有较好的可比性。

结合上述两笔可比交易标的资产的主营业务、主要产品、细分市场、生产与销售模式与LSG的情况分析，以及交易方案与本次交易情况分析，合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两宗可比交易案例具备可比性。

3、可比交易标的资产产品生命周期、市场容量、增长率、竞争态势等方面情况

根据2017年发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）中，可比交易标的Swisse Wellness, Vitaco及LSG主营业务对应产品均属于食品制造业保健食品制造（C1492）四级子行业，指标明具有特定保健功能的食品，适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗为目的，对人体不产生急性、亚急性或慢性危害，以补充维生素、矿物质为目的的营养素补充等。

健康食品包括的产品种类较广，根据行业咨询机构欧睿的分类方式，健康食品进一步细分方式如下：

主要类别			LSG	Swisse	Vitaco	2018 年容量（亿美元）		2018 年中国增速
						世界	中国	
1、维生素及膳食补充剂						1063	232	9.4%
	1-1 维生素					273	110	5.3%
		1-1-a 多种维生素		主要	主要			
		1-1-b 单一维生素		包括	包括			
	1-2 膳食补充剂					636	154	10.0%

	1-2-a 综合	包括	包括	包括			
	1-2-b 矿物质		包括	主要			
	1-2-c 益生菌	主要	包括	包括	56	5.4	19%
	1-2-d 鱼油/脂肪酸		包括	包括			
	1-2-e 蛋白质		包括	包括			
	1-2-f 其他产品	包括	包括	包括			
	1-3 儿童维生素及补充剂	主要	包括	主要	43	17	12.7%
	1-4 滋补饮品	包括	包括	主要	112	35	8.5%
2、	体重管理及健康		包括	包括	170	18.7	9.2%
3、	运动营养		包括	主要	157	3.3	42%

(1) 维生素及膳食补充剂：维生素及膳食补充剂是健康食品领域中占比最大的，2018年世界市场规模约为1,063亿美元，其中主要包括维生素及膳食补充剂两大类。

(a) 维生素2018年世界市场规模约为274亿美元，国际维生素产业经过多年的分化、改组、并购，已经形成了集中度很高的全球市场竞争格局，基本情况是3~5家企业单项维生素品种占据全球70%以上市场份额。目前维生素产品处于成熟期，发展增速较为平稳。可比交易标的资产Swisse Wellness的主要产品覆盖多种维生素及维生素补充剂。

(b) 膳食营养补充剂2018年世界市场规模约为636亿美元，在中国、印度及大部分拉美和东欧等新兴经济体地区，膳食补充剂市场规模增长迅速，而欧洲等成熟市场增速有所放缓。总体而言，世界范围内膳食补充剂销售将保持稳定增长。膳食补充剂包括子领域非常广泛，包括草本补充剂、矿物质、动植物提取素、益生菌、氨基酸、酶、脂肪酸等多达几十种。由于膳食营养补充剂领域细分分类很多和品牌众多，目前行业集中度非常低，世界范围销量排名第一的企业占比只有3%左右，仅在区域部分细分领域有龙头企业出现。LSG主要产品属于此领域益生菌补充剂细分领域，目前市场容量约56亿美元，对应增速较快，高于膳食补充剂整体增速。Swisse Wellness以及Vitaco的产品均覆盖了膳食补充剂大部分细分领域。

(c) 儿童营养维生素及补充剂和滋补饮品2018年世界市场规模合计占比约为155亿美元。这两个领域由于占比较小，并且儿童补充剂和一般膳食补充剂通常有部分重合，

发展趋势和竞争态势和膳食营养补充剂基本一致。LSG主要产品属于此领域中的婴幼儿及儿童益生菌补充剂，Vitaco也有较多产品针对婴幼儿以及儿童的营养补充剂。

（2）体重管理及运动营养：体重管理及运动营养2018年世界范围合计市场容量为327亿美元。根据欧睿数据统计，体重管理领域前两名的公司为Herbalife Nutrition以及Abbott Laboratories，占比分别约为19%及11%，运动营养领域为排名第一为Glanbia，占比约14%。世界不同地区发展态势有一定差异，美国市场相对成熟，龙头地位稳固，新兴地区则成长较快。中国市场处于起步阶段，市场规模相对较小，竞争尚不充分，运动营养品国内前三家占比达到64%，体重管理产品目前排名第一的康宝莱占比达到46.7%。LSG尚未涉及这两个细分领域的产品，Swisse Wellness在运动营养领域约有20多种产品，Vitaco运动营养以及体重管理产品相对丰富，占比约40%左右。

综上分析，Swisse Wellness以及Vitaco覆盖产品线均较广，不同细分领域在不同地区及国家对应的生命周期、市场容量、竞争态势也有一定差异，处于不同的成长阶段。但是健康食品行业整体处于成长期，中国及澳大利亚均属于整体增速较快的区域，三家公司均处于同一行业，同一地区，面临类似的经济因素影响，由于产品分布的细分领域不同带来的差异相对较小，细分领域差异不会影响评估结果的可比性及公允性。

（二）结合可比交易选取惯例以及可选范围，可比交易案例选取适当，未进行特性差异调整合理、公允

1、可比交易案例选取适当

市场法评估时选取可比交易案例的惯例是：

（1）应该和标的公司位于同一国家：不同国家的政治经济制度、税收制度、营业环境存在差异，同一国家、同一市场企业可比性优于不同国家企业。

（2）和标的公司产品相同或相近：在缺少相同产品结构的情况下，寻找所属子行业上一级行业的同类企业。

（3）和标的公司在生产经营模式、销售模式、销售市场等方面相似。

综合上述分析，可比交易案例中的交易标的Swisse Wellness、Vitaco与LSG主营业务相同，主要产品均属于同一行业，产销模式相似，交易方案与本次交易情况一致，合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两宗可比交易案例具备可比性。

由于健康产业是一个具有巨大市场潜力的新兴产业，在 2015 年，“十三五”规划中明确提出推进健康中国的战略蓝图，一系列相关政策的接连出台指明了健康产业的光明前景。在“十三五”政策的推动下，最近三年的健康产业出现了有代表性的并购案例，也是本次交易发生的政策及行业背景。在查询了近三年中国企业作为收购方参与的并购交易后，并依据市场法选取可比交易的原则，本次纳入可比交易案例与本次交易特征相似，主营业务及产品可比度较高，产销模式相似，交易方式及条件与此次交易基本一致，具备适用性及可比性。

2、可比交易法未进行特性差异调整（修正系数）具备合理性与公允性

（1）本次可比交易标的披露的财务信息如下：

Swisse Wellness披露的财务数据：

单位：千澳元

项目	2015 年财年	2014 年财年	2013 年财年
主营业务收入	313,065	125,551	149,730
利息支出	7,693	7,680	2,745
营业利润	102,531	-7,201	-8,544
净利润	73,750	-39,410	-17,321

单位：千澳元

项目	2015 年 6 月 30 日	2014 年 6 月 30 日	2013 年 6 月 30 日
总资产	200,205	77,362	86,327
现金与现金等同	57,219	14,146	797
应收账款与票据	297	6,960	3,433
总负债	176,610	123,683	96,809
总计流动负债	135,625	57,159	95,073
总股东权益	20,595	-46,321	-10,482

Vitaco披露的财务数据：

单位：千澳元

项目	2016 年财年	2015 年财年	2014 年财年 ¹
主营业务收入	212,800	160,130	149,742
利息支出	2,849	-1,440	-6,461
营业利润	-5,581	6,556	17,258
净利润	-9,137	4,417	12,302

注 1: Vitaco2014 财年部分财务数据未披露，已披露数据单位为新西兰元，依据披露的汇率 1 澳元 =0.885 新西兰元换算

单位：千澳元

项目	2016 年 6 月 30 日	2015 年 3 月 30 日	2014 年 3 月 30 日 ¹
总资产	223,767	206,603	-
现金与现金等同	9,920	3,753	885
应收账款与票据	33,998	29,094	-
总负债	84,425	110,338	-
总计流动负债	42,861	109,287	-
总股东权益	139,342	96,265	-

注 1: Vitaco2014 财年部分财务数据未披露，已披露数据单位为新西兰元，依据披露的汇率 1 澳元 =0.885 新西兰元换算

（2）披露的财务数据较难准确的计算出各项财务指标

根据评估准则，价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑：（a）选择的价值比率有利于合理确定评估对象的价值；（b）计算价值比率的数据口径及计算方式一致；（c）应用价值比率时尽可能对可比企业和被评估单位间的差异进行合理调整。

以上指标中，Swisse Wellness 2014财年及2013财年均为亏损状态，而2015财年销售收入和净利润出现大幅增长，亏损企业盈利能力指标以及成长能力指标的准确性会受到较大影响。Vitaco 由于2016财年调整了会计年度，2016财年对应的财务数据为2015年3月31日至2016年6月30日15个月，且未对12个月数据进行单独披露。2016 财年收入增加的情况下净利润出现大幅下降，但因其只公布了15个月损益数据，无法对其进行适当的扣非调整。因此，以上数据较难准确的计算出各项财务指标。

（3）修正系数以及特性差异调整的模拟测算

从谨慎性角度考虑，评估过程中仍对主要的财务指标进行了对比打分以及修正的模拟测算。对于Vitaco的财务数据进行了按比例估算，将期间为15个月财务数据按比例进行平均处理，以净利润为例：

$$2016\text{财年净利润}(12\text{个月数据}) = 2016\text{财年净利润}(\text{年报披露15个月数据}) \times \frac{12}{15}$$

依照上述方式计算盈利能力、资产质量、偿债能力、成长能力四个方面8个指标，同时按照此次评估的打分原则进行了打分，模拟结果如下：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)	总资产周转率	应收账款周转率	速动比率	已获利息倍数	平均销售增长率(%)	平均营业利润增长率(%)
Swisse Wellness	79.42	-573.35	2.26	86.28	0.42	14.33	66.60	-769.78
Vitaco	-1.02	-6.20	0.99	6.75	-0.96	1.02	32.89	-201.08
LSG	55.19	85.26	1.98	6.72	0.74	31.08	77.29	80.99
打分结果	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	速动比率	已获利息倍数	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Swisse Wellness	105	110	104	110	90	100	98	120
Vitaco	90	90	85	100	90	100	91	80

以上打分中：Swisse Wellness 2014财年及2013财年均有较大亏损，且净资产为负，因此其净资产收益率和平均营业利润增长率指标无法获得有意义的数值，但考虑到其2013财年至2015财年营业利润及净利润均增长较快，其中营业利润从-8,544千澳元，扭亏并增长至102,531千澳元，净利润从-17,321千澳元增长至73,750千澳元，因此将此净资产收益率和平均营业利润增长率两项打分为最高值。

按照以上打分结果特性差异调整后，计算的模拟倍数如下表：

交易案例	EV/EBITDA 交易倍数	修正系数	修正后结果
Siwisse	14.71	0.85	12.53
Vitaco	14.70	1.50	22.04
平均值	14.71		17.28

最终修正后的EV/EBITDA为17.28，高于修正之前的平均值14.71。

综上所述，本次评估收集到的交易案例中披露了可比交易标的的一些财务数据，但是由于自身财务情况的特殊原因，部分可计算的财务指标异常；并且受到披露数据的详实程度的限制，无法进行较准确的调整。故而以此为基础做的特性差异调整修正的数据的准确程度存在较大不确定性，审慎起见未对可比交易案例进行特性差异调整。此外，考虑到可比上市公司在EV/EBITDA的基础上进行了特性差异调整，可比交易案例没有进行修正，此次评估对可比上市公司和可比交易案例进行赋权重处理，也是对于可比交易没有进行特性差异调整进行的补充考量。

综上所述，此次评估不对可比交易案例进行特性差异修正具备合理性和公允性。

（三）结合近期健康食品行业可比案例、上市公司市盈率情况，本次评估未对交易时间进行修正合理、符合评估准则和惯例

1、近期健康食品行业可比案例、上市公司市盈率情况

（1）可比案例市盈率情况

此次评估过程中，对与最近三年中国企业作为收购方进行控制权收购的健康食品行业并购案例进行了搜集，披露财务数据的案例查询结果如下表：

收购方	标的	交易时间	国家	市盈率	EV/EBITDA
合生元	Swisse Wellness	2015	澳洲	22.91	14.71
上海医药	Vitaco	2016	澳洲	70.86	14.70
澳优乳业	Nutrition Care	2016	澳洲	利润为负	33.05
中生联合	禾健	2016	中国	41.20	无数据
西王食品	Kerr	2016	加拿大	15.33	12.26
纳入可比交易案例平均值				46.89	14.71
所有同行业可比交易平均值				37.58	18.68
LSG				30.70	19.28

此次评估的市盈率倍数低于近三年同行业交易案例的平均倍数，低于纳入可比交易案例倍数；此次评估的EV/EBITDA倍数略高于近三年同行业交易案例的平均倍数，高于近三年纳入可比交易的案例的平均倍数。

（2）中国及澳大利亚可比上市公司市盈率情况

国内从事健康食品相关业务的 A 股上市公司市盈率水平如下：

证券代码	证券简称	2018 年市盈率
300146	汤臣倍健	37.54
002626	金达威	19.44
600530	交大昂立	25.18 ¹
算术平均		27.39
中位数		25.18
LSG		33.41

注 1：交大昂立尚未公布 2018 年财务数据，2018 年市盈率对应净利润为最近四个季度净利润之和

澳大利亚健康食品行业可比上市公司市盈率近期倍数如下：

证券代码	证券简称	2018 财年 市盈率	2019 财年 预测市盈率
BKL	Blackmores	36.97	38.99
ATM	A2 Milk	26.59	28.43
BAL	Bellamy	42.04	42.56
算术平均		35.20	36.66
中位数		36.97	38.99
LSG		30.70	28.77

上述数据显示，相较于国内 A 股市场，本次交易中 LSG 市盈率水平略高于同行业 A 股可比上市公司水平，主要由于 LSG 有较好的成长性，预测市盈率水平与 A 股上市公司差异逐渐缩小。相较于澳大利亚市场，LSG 的 2018 财年、2019 财年市盈率均低于澳大利亚可比公司市盈率。

由于健康食品行业的特性，消费者对具有较高产品美誉度和市场影响力的品牌更为认可，澳大利亚的健康食品具有较高的品牌价值，澳大利亚市场可比公司估值高于 A 股同行业上市公司。

（3）相关市场法评估案例情况

上海医药收购 Vitaco 交易中披露了定价依据：该交易采用了可比公司法、可比交易法和现金流折现法三种方法协助进行了估值分析，收购价格由交易各方经谈判后达成一致，收购价格对应 Vitaco 2016 财年未经审计 EV/EBITDA 为 14.7 倍。

2、近三年可比案例及可比公司市盈率变化情况

可比上市公司近三年市盈率变动情况如下表：

公司	2018 财年	2017 财年	2016 财年
Blackmores	36.97	27.97	22.63
Bellamy	39.64	- ¹	25.65
A2Milk	42.04	31.60	41.31
平均值	39.55	29.78	29.86

注 1: Bellamy 因 2017 年利润为负值而无法统计市盈率情况

根据可查询到近三年同行业可比交易

收购方	标的	公告日期	国家	市盈率	EV/ EBITDA
合生元	Swisse Wellness	2015 年 9 月	澳洲	22.91	14.71
西王食品	Kerr	2016 年 6 月	加拿大	15.33	12.26
中生联合	禾健	2016 年 6 月	中国	41.20	无数据
上海医药	Vitaco	2016 年 8 月	澳洲	70.86	14.70
澳优乳业	Nutrition Care	2016 年 8 月	澳洲	利润为负	33.05

近三年可比上市公司的市盈率变动呈上升趋势，由于可查询到的可比交易发生的时间较为集中，无法对同行业可比交易案例市盈率变动趋势作出判断。

3、可比交易法未进行时间修正具备合理性与公允性

(1) 可比上市公司财务指标难以满足较为准确的时间修正

可比交易的时间修正需要使用可比上市公司对应可比交易发生时间点的历史数据。合生元收购Swisse Wellness的公告时间为2015年9月，上海医药收购Vitaco公告时间则为2016年8月，三家可比上市公司历史财务指标如下表：

除倍数外，单位为百万澳元

Blackmores	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年
净利润	70.01	59.01	100.01	46.56
市盈率	36.97	27.97	22.63	27.81
EBITDA	117.50	96.49	155.44	77.82
EV/EBITDA	22.47	17.59	14.72	16.75

Bellamy	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年
净利润	43.27	-0.81	38.33	9.07
市盈率	39.64	—	25.65	44.59
EBITDA	64.57	2.83	54.55	12.52
EV/EBITDA	25.92	504.39 ¹	17.48	31.45
A2Milk	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年
净利润	180.39	85.66	27.93	-1.95
市盈率	42.44	31.60	41.31	—
EBITDA	261.04	136.16	50.93	2.23
EV/EBITDA	28.34	19.44	22.23	186.45

注 1: Bellamy 因 2017 年利润为负值, 无法统计市盈率情况, EV/EBITDA 数据也偏离较大不宜作为参考

Bellamy 于 2014 年 8 月上市, 依据评估惯例, 上市首年, 即 2015 财年股价波动较高, 其市盈率及 EV/EBITDA 指标不适合作为修正的参考。A2Milk 2015 财年及之前, 都属于亏损或者微利状况, 到 2016 财年开始才进入较为持续稳定的经营状况。同时由于 2015 财年利润亏损, 无法获得市盈率以及合理的 EV/EBITDA 指标, 不适合作为时间修正的参考。因此, 若进行时间修正, 仅 Blackmores 一家上市公司的数据可作为参考, 样本过少, 很难消除因个体原因导致的差异, 此外, Blackmores 在 2015 财年股价波动较大, 所以以此为基础计算的时间价值修正系数可靠性较低。

综上所述, 此次评估未进行时间修正具备合理性。

(2) 进行时间修正的模拟测算

从谨慎性角度考虑, 此处仍对时间修正进行了模拟计算。

合生元收购 Swisse Wellness 公告时间为 2015 年 9 月, 应采用 2015 财年至 2018 财年数据进行修正, 因为 2015 财年只有 Blackmores 的数据具备可参考性, 仅参考 Blackmores 的 2015 财年至 2018 财年的 EV/EBITDA 倍数变化进行时间价值修正, 时间修正系数的计算结果为 1.34;

上海医药收购 Vitaco 时间则为 2016 年 8 月, 采用三家可比公司 2016 财年至 2018 财年的 EV/EBITDA 倍数变化的平均值进行时间价值修正, 时间修正系数的计算结果为 1.42。具体修正系数计算过程见下表。

各上市公司历年盈利指标：

Blackmores	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年	2018 /2015 财年系数	2018 财 /2016 财年系数
EV/EBITDA	22.47	17.59	14.72	16.75	1.34	1.53
Bellamy	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年		
EV/EBITDA	25.92	504.39	17.48	31.45		1.48
A2Milk	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年		
EV/EBITDA	28.34	19.44	22.23	186.45		1.28
平均值					1.34	1.42

根据上述计算，时间修正系数以及修正结果模拟测算如下：

交易案例	EV/EBITDA	时间修正系数	修正后 EV/EBITDA
Swisse Wellness	14.71	1.34	19.71
Vitaco	14.70	1.42	20.87
平均值	14.71		20.29

综上，模拟进行时间系数修正后的EV/EBITDA倍数为20.29，高于修正之前的平均值14.71。

4、本次评估未对交易时间进行修正合理、符合评估准则和惯例

《资产评估执业准则——企业价值》中，对企业价值评估中市场法评估做了一般规定，没有明确规定何时必须对价值比率进行时间性修正等具体要求。此次评估中，考虑到可供参照的样本数量较少、时间价值系数计算基础数据的可靠性较差，因此未进行时间价值修正。同时，此次评估对可比上市公司和可比交易案例进行赋权重处理，也是对于可比交易没有进行时间价值修正的补充考量。

综和上述分析，可比交易法未进行时间修正具备合理性与公允性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司分析了可比交易案例的可比性，分析了标的资产产品生命周期、市场容量、增长率、竞争态势等方面的差异不会影响本次评估结果的可比性与公允性。分析了未进

行特性差异调整的原因、合理性和客观性；披露了可比案例市盈率情况、上市公司市盈率情况、相关市场法评估案例等情况，表明相关趋势保持一致。分析了本次评估未对交易时间进行修正的原因、合理性和客观性。相关披露及分析具备合理性。

问题19.

申请文件显示，本次市场法评估中采用可比上市公司法计算EV/EBITDA的倍数为22.32倍，对应LSG股东全部权益价值为400,887.23万元；采用可比交易案例法计算的EV/EBITDA的倍数为14.71倍，对应LSG股东全部权益价值为260,161.86万元。本次评估进行了赋权重处理，上市公司比较法权重为60%，交易案例比较法权重为40%，由此计算的LSG股东全部权益价值为344,597.08万元人民币。请你公司补充披露市场法评估结果计算时对可比上市公司法和可比交易案例法两种方法赋权重的具体依据及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

（一）赋值方式具备合理性

此次评估中，市场法同时采用了可比上市公司法和可比交易案例法进行评估，但两种方法仍存在差异，具体如下：

1、特性差异调整

（1）可比上市公司法进行了特性差异调整

上市公司可比法按照评估惯例对价值比率进行了修正，考虑到三家公司成长性及运营风险等方面存在的差异，对盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四个方面8个财务指标进行打分及修正。同时充分考虑LSG成长能力的特征，以及成长能力指标的重要性及带来的企业价值的差异，此次评估在对成长能力指标适当扩大打分范围，对三家可比公司的特性差异进行了调整。

（2）可比交易案例不适合进行特异性差异调整

本次评估收集到的交易案例中交易标的虽然披露了一些财务数据，但是由于自身财务情况的特殊原因，部分可计算的财务指标异常。例如Swisse Wellness 2014财年及

2013财年均有较大亏损，净资产收益率以及营业利润增长率等指标数据大幅偏离正常值，参考价值较低。Vitaco 2016财年调整了会计年度，2016财年对应的财务数据为2015年3月31日至2016年6月30日15个月，且未对12个月数据进行单独披露导致财务指标无法获得相同口径（12个月）的财务数据，并且由于披露数据的详实程度的限制，无法进行较准确的调整。故而以此为基础做的特性差异调整修正的数据的准确程度存在较大不确定性。

2、时间差异调整

时间价值方面，上市公司的价值比率EV/EBITDA中的EV采用了可比上市公司在评估基准日公司前20天的平均值，EBITDA为2018财年数据。可比公司及LSG对价值比率进行修正的四个方面8个指标采用了2018年澳大利亚财年的财务数据。

此次评估采用的交易案例合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco的公告时间分别为2015年9月和2016年6月，距离此次评估基准日2018年8月31日时间较长。2015年之后，随着中国国内居民可支配收入的增加、海外经销商的兴起以及健康意识的加强，健康食品行业迎来了快速发展期，行业价值指标也有所变化。

此次评估中，2015财年可供参照的样本只有Blackmores，样本数量较少、时间价值系数计算基础数据的可靠性较差，审慎起见未进行时间价值修正。

3、赋值方式的合理性

此外，由于可比上市公司在EV/EBITDA的基础上进行了特性差异调整，修正全面且无时间性差异，可比性强，因此应适当加重赋值；而可比交易案例无论是在修正程度还是时间性上均存在一定差异，且较难采用相对准确的参数进行修正，可比性相对较差，因此应适当降低权重。因此，对于可比公司和可比交易进行赋值能够更合理的反映目标公司的价值。

从评估案例来看，不同评估方法存在明显差异的情况下，会采用权重方式进行处理。如资产基础法评估中计算资产成新率时，经常会采用对不同方法赋值的方式确定；2015年江苏中超电缆股份有限公司拟收购河南虹锋电缆股份有限公司的评估报告中，对土地

评估采用了市场比较法和基准地价方法分别进行评估，最终按照6:4的权重确定了评估结果。

综合以上原因，此次评估对可比上市公司法和可比交易案例法进行赋值的方式具备合理性。

（二）赋值结果合理性

从审慎的角度，若对于可比交易进行模拟特性差异调整和时间修正，结果如下表：

交易案例	EV/EBITDA	特性差异修正系数	时间价值修正	修正后 EV/EBITDA
Siwisse	14.71	0.85	1.34	16.73
Vitaco	14.70	1.50	1.42	31.18
平均值	14.71			23.96

以此为基准采用算术平均的方式与可比较交易案例进行计算，结果如下表：

交易案例 EV/EBITDA	可比上市公司法 EV/EBITDA	算术平均值
23.96	22.81	23.38

模拟修正后的交易案例EV/EBITDA倍数为23.96，可比上市公司法的EV/EBITDA倍数为22.81，两者直接算术平均后为23.38，高于本次赋权重方式得到的EV/EBITDA倍数19.28，本次采用赋权方式评估更为谨慎。

根据本回复问题18之回复论证，可比交易案例的特性差异及时间修正系数计算依据的可靠性相对较差，本次未对交易案例进行上述修正，而是采用对上市公司法和可比交易案例法采用赋权的方式予以考虑。

对可比交易案例和可比上市公司按照不同权重计算后结果如下：

上市公司倍数	交易案例倍数	上市公司权重	交易案例权重	加权后结果
22.32	14.71	60%	40%	19.28
		70%	30%	20.04
		80%	20%	20.80
		90%	10%	21.56

上表中，随着可比上市公司法权重的增加，加权后结果逐渐增加。考虑到赋值主要是为了体现两种方法的差异，由于可比上市公司在EV/EBITDA的基础上进行了特性差

异调整，修正全面且无时间性差异，可比性强，因此应适当加重赋值；而可比交易案例无论是在修正程度还是时间性上均存在一定差异，且较难采用相对准确的参数进行修正，可比性相对较差，因此应适当降低权重。从谨慎角度出发，此次评估最终选择了6:4的权重比例。

综合以上分析，此次评估采用对可比上市公司和可比交易案例采用6:4的权重比例较为谨慎，具备合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

上市公司补充了可比上市公司法和可比交易案例法两种方法赋权重的具体依据及合理性。相关披露及分析具备合理性。

（此页无正文，为《<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>（190043号）资产评估相关问题之核查意见》之签字盖章页）

经办资产评估师：

陶涛

周二波

中联资产评估集团有限公司

二〇一九年三月十二日