

# 关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书 191793 号》 资产评估相关问题回复的核查意见

中国证券监督管理委员会：

根据贵会 2019 年 7 月 10 日下发的《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（191793 号）的要求，中联资产评估集团有限公司评估项目组对贵会反馈意见答复进行了认真的研究、分析和核查，并出具了本核查意见，现将具体情况汇报如下：

**问题 14、**申请文件显示，本次交易对标的资产采用资产基础法和收益法进行评估，最终采用收益法评估结论作为标的资产股东全部权益的评估值。截至评估基准日 2018 年 12 月 31 日，金赛药业 100% 股权收益法评估值为 2,023,195.58 万元，评估增值率为 1,276.44%。请你公司补充披露：1) 本次交易对标的资产采用两种评估方法进行评估，最终选取收益法评估结果的原因及合理性。上述收益法评估与资产基础法评估结果的差异原因及合理性。2) 本次交易标的资产与市场可比交易案例标的资产平均增值率的对比情况，并分析差异原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、最终选取收益法评估结果的原因及合理性。上述收益法评估与资产基础法评估结果的差异原因及合理性。

## （一）最终选取收益法评估结果的原因及合理性

资产基础法是以资产的重置成本为价值标准，反映的是资产投入（购建成本）所耗费的社会必要劳动；收益法是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小。资产基础法从静态的角度确定企业价值，而不是从动态的角度，同时也没有考虑企业拥有的人才优势、技术优势、产品优势、

品牌优势、管理能力、客户关系等不可确指的无形资产，因此无法涵盖被评估企业整体资产的完全价值。

金赛药业主要从事生物制药的生产和销售，自设立以来通过不断的产品开发钻研，锻炼凝聚了一支健全的研发团队，管理层也积累了丰富的团队管理经验，并带领公司在行业内取得了领先地位。另外，金赛药业的产品具备较高市场认可度，其渠道拓展能力和产品话语权同样是企业的竞争优势。金赛药业投产至今保持了稳定的生产经营，经营业绩稳步提升，基于其核心竞争优势，具有较强可持续盈利能力。

综上所述，标的公司经营稳定、收益较好，预计未来收益持续增长且收益实现的可能性较大。采取收益法估值能更全面、合理地反映标的公司内在价值，故本次采用收益法评估结果作为最终评估结论具有合理性。

## （二）收益法评估与资产基础法评估结果的差异情况、差异原因及合理性

### 1、收益法评估与资产基础法评估结果的差异情况

单位：万元

标的公司	资产基础法评估结果	收益法评估结果	两种评估结果差异率
	A	B	$C=(B-A)/A$
金赛药业	272,867.36	2,023,195.58	641.46%

### 2、收益法评估与资产基础法评估结果的差异原因及合理性

首先，两种评估方法考虑的角度不同。资产基础法是从资产的再取得途径考虑，反映的是企业现有资产的重置价值；收益法是从企业的未来获利能力角度考虑，反映的是企业各项资产的综合获利能力。

其次，收益法在评估过程中不仅考虑了标的公司账内资产，同时也考虑了人才优势、技术优势、产品优势、品牌优势、管理能力、客户关系等对获利能力产生重大影响的因素，而这些因素未能在资产基础法中予以体现。

基于上述原因，标的公司收益法评估结果与资产基础法评估结果存在差异。

在两种不同价值标准及评估模型下产生的评估结果存在一定差异具有合理性。

## 二、本次交易标的资产与市场可比交易案例标的资产平均增值率的对比情况，并分析差异原因及合理性

### （一）本次交易标的公司评估增值率与同行业可比交易案例对比情况

结合金赛药业的主营业务，筛选出 2017 年至今与金赛药业同属于制药行业的上市公司并购案例，本次交易与可比交易案例的增值率对比如下：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	评估方法	评估增值率
1	量子生物	睿智化学	2017/3/31	收益法	459.51%
2	东诚药业	安迪科	2017/6/30	收益法	445.23%
3	星湖科技	久凌制药	2017/9/30	收益法	198.81%
4	新开源	BioVision [注]	2018/4/30	收益法	2,209.92%
5	东方新星	奥赛康	2018/5/31	收益法	409.82%
6	万邦德	万邦德制药	2018/12/31	收益法	320.75%
7	东音股份	罗欣药业	2018/12/31	收益法	153.35%
平均值					599.63%
中位数					409.82%
金赛药业					1,276.44%

注 1：新开源收购标的为新开源生物 83.74% 股权，新开源生物的主要资产为其全资子公司 BioVision 的 100% 股权，对于 BioVision 股权价值的评估最终采用收益法评估值。

注 2：以上并购案例数据来源于上市公司相关公告材料。

金赛药业评估增值率 1,276.44%，高于上述制药企业交易案例的评估增值率平均值和中位数，低于同属于生物医药行业的新开源收购新开源生物的评估增值率。

### （二）资产评估增值率合理性分析

#### 1、账面资产价值不能准确反映金赛药业股权价值

金赛药业属于生物制药企业，有“轻资产、重技术”的特点，固定资产账面价值较小，企业核心价值为技术优势、产品竞争力、企业品牌、客户关系、渠道

优势等未能在账面体现的无形资产。金赛药业作为细分行业龙头企业，竞争优势明显，持续盈利能力较强，因此，以收益法作为评估结果的评估值远高于账面净资产值。

## 2、金赛药业主要产品的整体市场情况及行业竞争格局

### (1) 生长激素产品整体市场情况及行业竞争格局

#### ① 生长激素整体市场情况

就全球市场而言，重组人生长激素是目前治疗矮小症的主要药物，此外还可以用于重度烧伤等治疗领域；目前国外获批的适应症已达十几个，涵盖儿童矮小症、成人生长激素替代治疗、重度烧伤等治疗领域。目前，国外生长激素的行业格局已基本稳固，市场份额主要由诺和诺德、辉瑞、默克雪兰诺、罗氏等全球医药行业巨头占据。

就国内市场而言，我国生长激素市场起步较晚，随着国内认知度的提升、消费能力的增强以及学术推广力度的增加，我国生长激素市场保持高速增长的状态。根据米内网的统计，2016年-2018年我国重组人生长激素市场保持39.97%的复合增长率，2018年市场销售额（以市场终端零售价计）超过40亿元。

根据国家统计局发布的2018年国民经济和社会发展统计公报，截至2018年末，我国0-15岁（含不满16周岁）的人口数量为24,860万，根据中华医学会儿科学分会内分泌遗传代谢学组发布的《矮身材儿童诊治指南》等文献，我国儿童矮小发病率约为3%，扣除0-3岁儿童的数量，全国4-15岁矮小患儿总数约有500-700万人。但目前每年真正接受合理治疗的矮小症患者较少，治疗率较低。一方面，随着我国二胎政策的全面放开，儿童数量不断增加，以及人民生活水平的提高、患者健康意识的觉醒，我国儿童矮小症就诊治疗率有望提升，将推动生长激素市场的快速发展；另一方面，生长激素在国内外的临床研究和应用中已经证明了对于矮小症治疗的显著疗效和安全性，并获得诊疗指南推荐，临床认可度不断提高，医院和医生的覆盖面持续提升。此外，国外批准的生长激素适应症领域较国内更为多样，随着国内生长激素产品适应症领域的扩展，我国生长激素市

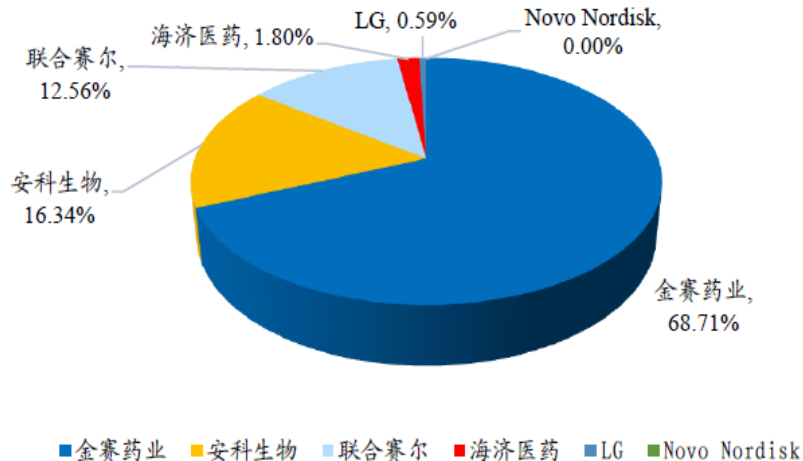
场将进一步增长。

综合考虑上述各种因素，我国生长激素市场前景广阔。

## ② 生长激素行业竞争格局及主要对手情况

目前，国内生长激素市场主要由金赛药业、安科生物、联合赛尔等国内厂商占据。其中，金赛药业作为国内第一家生长激素生产企业，持续保持在国内生长激素领域的龙头地位，近几年的市场份额持续保持在 60% 以上。

根据新时代证券的研究报告，截至 2018 年三季度末，金赛药业的生长激素产品在样本医院的市场占有率为 68.71%，市场占有率远超安科生物、联合赛尔、LG 生命科学、海济生物等主要竞争对手。截至 2018 年三季度末，生长激素市场占有率情况如下：



资料来源：新时代证券研究所

金赛药业在生长激素领域的主要竞争对手基本情况如下：

### 1) 安徽安科生物工程（集团）股份有限公司

安科生物是一家以生物医药产业为主的 A 股上市公司（股票代码 300009.SZ），目前该公司形成了以生物医药为主轴，以中西药物和精准医疗为两翼“一主两翼”发展格局，主要业务涵盖生物制品、核酸检测产品、多肽药物、现代中成药、化学合成药等产业领域，逐步落实精准医疗的发展战略，形成基因检测、靶向抗肿瘤药物开发、细胞免疫治疗技术等一系列精准医疗全产业链布局。

安科生物的主要生物制剂产品包括重组人生长激素“安苏萌”。

#### 2) 上海联合赛尔生物工程有限公司

上海联合赛尔生物工程有限公司成立于 1995 年，是集基因重组生物制品和疫苗的研究开发、制造和销售为一体的产业化基地。目前，联合赛尔的主要产品包括注射用重组人生长激素“珍怡”。

#### 3) 中山未名海济生物医药有限公司

中山未名海济生物医药有限公司成立于 2004 年，是一家拥有自主知识产权的基因工程生物制药企业，拥有符合国家 GMP 标准的一体化生产车间及新药研发中心，掌握核心工艺技术，产品从原料到最终成品均由该公司独立生产完成，覆盖了产业链的前段和终端。海济生物的主要产品包括注射用重组人生长激素“海之元”。

#### 4) LG Life Science (LG 生命科学)

LG 生命科学是 LG 集团为培育生命科学业务所成立的专门从事生命科学的企业，目前业务范围已覆盖医药、兽药、精细化学品等三大行业。LG 生命科学已在中国上市其重组人生长激素产品“尤得盼”(Eutropin)。

### ③ 国内生长激素行业竞品情况

目前国内市场上重组人生长激素均为注射剂产品，从剂型角度看，有粉针剂和水针剂两种剂型，其中水针剂又可分为短效水针剂（普通水针剂）和长效水针剂。目前，在国内上市的国产和进口生长激素主要同类产品情况如下：

厂商名称	类型	商品名称	通用名称	获批规格
长春金赛药业股份有限公司	粉针剂	赛增	注射用重组人生长激素	2.5IU/0.85mg/1.0ml/瓶； 4.0IU/1.33mg/1.0ml/瓶； 4.5IU/1.7mg/1.0ml/瓶； 10IU/3.7mg/1.0ml/瓶； 12IU/4.0mg/1.0ml/瓶
	水针剂	赛增	重组人生长激素注射液	2IU/0.66mg/0.4ml/支； 4.5IU/1.5mg/0.9ml/支； 15IU/5mg/1.5ml/瓶；

				15IU/5mg/3ml/瓶; 30IU/10mg/3ml/瓶; 60IU/20mg/3ml/瓶
	长效水针剂	金赛增	聚乙二醇重组人生长激素注射液	54IU/9.0mg/1.0ml/瓶
安徽安科生物工程(集团)股份有限公司	粉针剂	安苏萌	注射用重组人生长激素	2IU/0.67mg/支; 4IU/1.33mg/支; 6IU/2mg/支; 4.5IU/1.5mg/支; 10IU/3.33mg/支; 16IU/5.33mg/支
	水针剂	安苏萌	重组人生长激素注射液	4IU/1.33mg/1ml/支; 10IU/3.33mg/1ml/支
上海联合赛尔生物工程技术有限公司	粉针剂	珍怡	注射用重组人生长激素	1.0mg(2.5IU); 1.2mg(3IU); 1.6mg(4IU); 2.0mg(5IU); 4.0mg(10IU)
中山未名海济生物医药有限公司	粉针剂	海之元	注射用重组人生长激素	1.0mg(2.5IU); 1.6mg(4IU); 8IU
LG Life Science (LG 生命科学)	粉针剂	尤得盼	注射用重组人生长激素	4IU(1.33mg)/瓶

注 1: 上述药品信息来源于国家药品监督管理局药品查询系统截至本回复出具日的在线查询结果。

注 2: 2019 年 6 月 13 日, 安科生物收到国家药品监督管理局颁发的“重组人生长激素注射液”(水针剂)药品生产注册批件。

#### ④ 安科生物生长激素水针剂上市对金赛药业的影响

相较于粉针剂, 水针剂无需粉针剂的冷冻干燥过程, 保持了生长激素的天然结构, 具有生物活性高、产生抗体少、见效速度快、长期治疗效果明显等优点, 技术壁垒更高, 因此市场价格较高。2019 年 6 月安科生物生长激素水针剂上市以前, 国内市场上只有金赛药业和诺和诺德生产、销售该剂型。其中, 金赛药业的水针剂产品(赛增)多年来一直是国内唯一国产品牌。

经公开信息查询, 2019 年 6 月, 安科生物收到国家药品监督管理局颁发的“重组人生长激素注射液”(水针剂)药品生产注册批件(批准文号: 国药准字 S20190028、国药准字 S20190029)并取得相应的《药品 GMP 证书》。安科生物

此次获批的生长激素水针剂为 4IU 和 10IU 两个规格，均为普通水针剂产品。安科生物生长激素水针剂产品的上市会对市场产生一定影响，但考虑到如下因素，预计短期内不会对金赛药业的业务产生重大冲击：

1) 金赛药业生长激素产品的品牌优势明显

金赛药业作为第一家上市生长激素水针剂产品的国内企业，自其水针剂于 2005 年上市以来，经过 14 年的经营发展，凭借产品优质的质量疗效及有效的市场推广，已经获得了市场的广泛认可，建立了良好的市场口碑和品牌优势，使其在未来的市场竞争中占据了有利位置。

2) 金赛药业的水针剂产品规格更为多样，且搭配了先进的赛增笔

安科生物此次获批的生长激素水针剂为 4IU 和 10IU 两个规格，而金赛药业的普通水针剂目前拥有 2IU、4.5IU、15IU、30IU、60IU 等多个规格，与安科生物新获批的生长激素水针剂规格不存在重叠；金赛药业产品更为丰富，且搭配了先进的隐针电子注射笔，注射全程隐针，可消除患者恐惧，降低了注射疼痛和断针等风险，未来市场潜力更大。

3) 长效水针剂将为金赛药业带来更大的发展空间

安科生物此次获批的生长激素水针剂均为普通水针剂，需一天注射一次。目前金赛药业除普通水针剂外，还有全球唯一的 PEG 长效水针剂，该产品为领先普通水针剂的新一代生长激素产品，因其每周仅需注射一次的优势，自 2014 年上市以来销售规模不断提升，成为金赛药业重要的盈利来源。凭借产品的领先优势及未来持续的研发投入，金赛药业在生长激素水针剂领域的市场优势地位有望得到进一步巩固。

4) 药品上市后的市场渠道拓展所需时间较长

药品上市后的销售渠道拓展是一个长期的过程，也是关系药品上市后能否成功占据市场的重要因素。例如，诺和诺德的水针剂虽于 2018 年获批国内上市，但因渠道发展等问题，目前市场份额较小。



经过多年发展，金赛药业已形成了成熟的营销模式，构建起完善的营销体系，并培养了一支专业素质较高的优秀销售团队，销售渠道已覆盖全国内地 31 个省、自治区、直辖市。成熟的营销模式、完善的销售网络、优秀的销售团队为金赛药业未来的渠道拓展和业务发展奠定了良好的基础。

综上，安科生物生长激素水针剂上市后，生长激素水针剂的市场竞争格局将会受到一定影响，但金赛药业拥有产品质量、销售渠道、口碑品牌等方面的优势，预计安科生物生长激素水针剂上市短期内不会对金赛药业产生重大不利影响。

## **(2) 促卵泡激素产品整体市场情况及行业竞争格局**

### **① 促卵泡激素整体市场情况**

促卵泡激素是重要的辅助生殖药品。根据平安证券研究所的数据，全国不孕症的发病率在 12.5%-15%左右，其中约 20%只能通过人工辅助生殖进行治疗。根据第六次人口普查的数据，预计截至 2019 年底，中国 21-49 岁适龄生育的女性人数约为 3.08 亿人。按照发病率进行计算，预计截至 2019 年底，中国大约有 3,850-4,620 万适龄生育女性患有不同程度的不孕症。假定所有生育年龄女性皆有生育需求（包含已经进行治疗的患者在内），按 20%计算，约有 770-924 万（均值 847 万）适龄不育女性需要进行辅助生殖治疗。

随着不孕症就诊率和治疗率的提升，以及国内放开二胎政策等因素的影响，未来促卵泡激素市场广阔。另外，我国医疗机构开展人类辅助生殖技术须经监管部门批准，从业医疗机构的数量在一定程度上限制了整体市场的发展速度。如果未来国家放开辅助生殖技术医疗机构的审批，将促进促卵泡激素市场空间的进一步释放。

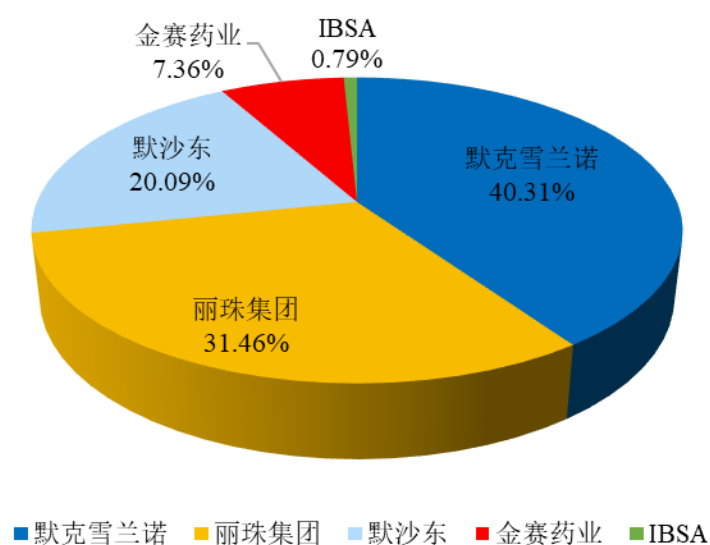
### **② 促卵泡激素行业竞争格局及主要对手情况**

根据来源的不同，促卵泡激素可分为重组人促卵泡激素和尿源性促卵泡激素。其中，重组人促卵泡激素的疗效、纯度和安全性均优于尿源性促卵泡激素，因此在产品品质上具有一定优势。

目前促卵泡激素的生产厂家相对较少，除金赛药业外，国内目前上市的促卵

泡激素产品主要有默克雪兰诺、默沙东、丽珠集团、IBSA 等，其中金赛药业、默克雪兰诺、默沙东的产品均为重组人促卵泡激素，丽珠集团、IBSA 的产品均为尿源性促卵泡激素。

根据米内网数据，2018 年金赛药业的促卵泡激素产品在样本医院的市场占有率为 7.36%，排名第四位。2018 年度，促卵泡激素（包括重组人促卵泡激素和尿源性促卵泡激素）市场占有率情况如下：



数据来源：根据米内网数据整理

金赛药业在促卵泡激素领域的主要竞争对手基本情况如下：

#### 1) 默克雪兰诺 (Merck Serono Europe Ltd.)

默克雪兰诺是全球医药化工集团默克公司下属的处方药业务部门，致力于发现、开发、生产和销售创新的小分子和生物制药产品。默克雪兰诺的促卵泡激素产品为重组人促卵泡激素注射液“果纳芬”。

#### 2) 默沙东 (Merck Sharp & Dohme Limited)

默沙东是全球领先的医药集团，总部设在美国新泽西州肯尼沃斯市，主要产品为处方药、疫苗与生物制品和动物保健产品。默沙东的促卵泡激素产品为重组促卵泡素 $\beta$ 注射液“普丽康”。

### 3) 丽珠医药集团股份有限公司

丽珠集团是一家以医药产品的研发、生产及销售为主业的 A 股上市公司(股票代码 000513.SZ)，目前该公司产品涵盖制剂产品、原料药和中间体及诊断试剂及设备。丽珠集团的促卵泡激素产品为注射用尿促卵泡素“丽申宝”。

#### ③ 国内促卵泡激素行业竞品情况

目前，在国内上市的国产和进口促卵泡激素主要同类产品情况如下：

厂商名称	类型	商品名称	通用名称	获批规格
长春金赛药业股份有限公司	粉针剂	金赛恒	注射用重组人促卵泡激素	5.5 $\mu$ g (75IU) /瓶
默克雪兰诺(Merck Serono Europe Ltd.)	粉针剂	果纳芬	注射用重组人促卵泡激素	5.5 $\mu$ g (75IU)
	水针剂	果纳芬	重组人促卵泡激素注射液	22 $\mu$ g (300IU) 33 $\mu$ g (450IU) 66 $\mu$ g (900IU)
默沙东(Merck Sharp & Dohme Limited)	水针剂	普丽康	重组促卵泡素 $\beta$ 注射液	50IU/0.5ml/支 100IU/0.5ml/支 300IU/0.36ml/支(笔芯注射器系统) 600IU/0.72ml/支(笔芯注射器系统) 900IU/1.08ml/支(笔芯注射器系统)
丽珠医药集团股份有限公司	粉针剂	丽申宝	注射用尿促卵泡素	以尿促卵泡素效价计 75 单位

注 1：上述药品信息来源于国家药品监督管理局药品查询系统截至本回复出具日的在线查询结果。

注 2：注射用重组人促卵泡激素无商品名称，“金赛恒”为其商标名称。

### 3、金赛药业竞争优势

#### (1) 金赛药业整体的竞争优势

##### ① 研发技术优势

金赛药业成立二十余年来，一直致力于重组人生长激素的研发、生产和销售，不断总结经验，提升生产工艺及技术水平，持续引领国内重组人生长激素领域的

技术和产品创新，成为中国基因工程药物质量管理示范中心、国家基因工程新药孵化基地，并荣获 2015 年度国务院颁发的国家科学技术进步二等奖。金赛药业的研发团队经过多年的科研创新和实践摸索，积累了丰富的经验，形成了成熟高效的研发体系。目前，金赛药业已设立了以药物研究院为核心的完整研发体系。报告期内，金赛药业始终保持较高的研发投入水平。

金赛药业研发的生长激素粉针剂产品、重组人促卵泡激素均为国内首仿产品，生长激素长效水针剂为全球首个 PEG 长效水针剂产品。此外金赛药业自主研发了醋酸曲普瑞林注射液、注射用醋酸奥曲肽、外用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子凝胶等生物制药、化学制药产品；在适应症方面，金赛药业加大研发，不断拓展生长激素等产品的适应症领域。在既有产品研发的基础上，金赛药业还积极推进 PEG（聚乙二醇，长效生长激素的主要原料）产业化项目，目前已完成中试工艺研究和验证，该项目将有助于金赛药业实现长效生长激素的产业链整合，加强对主要原料的工艺及成本控制。

## ② 产品优势

金赛药业作为国内第一家重组人生长激素生产企业，已形成重组人生长激素粉针剂、水针剂、长效水针剂的产品线，是国内重组人生长激素产品线最齐全的企业；在适应症方面，金赛药业重组人生长激素从最初的因内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢逐步拓展到重度烧伤治疗、已明确的下丘脑-垂体疾病所致的生长激素缺乏症和经两种不同的生长激素刺激试验确诊的生长激素显著缺乏、因 Noonan 综合征所引起的儿童身材矮小、因 SHOX 基因缺陷所引起的儿童身材矮小或生长障碍等适应症；在产品规格方面，金赛药业重组人生长激素已经由最初的粉针剂少数规格发展为目前的各剂型共计十多个规格。

除生长激素外，金赛药业的产品还涵盖了辅助生殖、肿瘤治疗等领域，致力于丰富现有产品线，增强公司盈利能力。其中金赛药业于 2015 年上市的注射用重组人促卵泡激素为国内首仿产品，打破了国外企业多年以来在中国的垄断。

## ③ 完善的营销网络优势

经过多年发展，金赛药业已构建起以直销为主、经销为辅的销售架构，销售渠道覆盖全国内地 31 个省、自治区、直辖市；直销为主的销售模式有利于形成快速的市场反应机制，确保营销策略的精准实施和快速落地。同时，经过多年的积累，金赛药业已培养了一支专业素质较高的优秀销售团队。成熟的销售模式、完善的销售网络、优秀的销售团队为金赛药业未来的渠道拓展和业务发展奠定了良好的基础。

#### ④ 管理优势

金赛药业拥有一支经验丰富的专业化管理团队。一方面，金赛药业高管团队在医药行业有着多年经验积累，多数人员在金赛药业任职多年，金赛药业内部不断涌现出优秀的管理人才，为金赛药业战略规划和发展思路的顺利实施提供了保障；另一方面，金赛药业注重引进外部管理人才，管理层结构正向着专业化、知识化、年轻化的方向转变。金赛药业专业的管理理念，不断完善和加强的内部控制体系，为金赛药业持续创新发展提供了活力。

### (2) 金赛药业主要产品的竞争优势

金赛药业报告期内主要产品为生长激素产品和促卵泡激素产品。

#### ① 生长激素产品

##### 1) 金赛药业生长激素产品技术领先，质量标准高

生长激素为金赛药业的核心产品。金赛药业作为国内第一家重组人生长激素生产企业，长期致力于儿童矮小症治疗药物重组人生长激素的研发、生产，成立二十余年来，以其研发及技术优势引领产品创新，成为中国基因工程药物质量管理示范中心、国家基因工程新药孵化基地，并荣获 2015 年度国务院颁发的国家科学技术进步二等奖。

我国自 1997 年开始推行重组人生长激素国家标准品制度，第一次国家标准品由上海细胞所制备；自 2000 年即第二次国家标准品起均选用金赛药业的重组人生长激素制品，经理化测定并经在体生物测定验证，与国际定义活性一致。此外，生长激素产品在生产、储存及运输等过程中会产生相关蛋白质，且相关蛋白

质无生长激素的作用效果，欧洲药典和中国药典对相关蛋白质含量的标准分别为不高于 30%和 13%，而金赛药业的产品内控标准为不高于 10%，质量标准高于国家和国际标准。

## 2) 金赛药业生长激素产品疗效确切，安全性高

金赛药业生长激素产品通过独特的基因重组分泌型表达技术和严谨的生产工艺，具有临床疗效显著、安全性好的特点。金赛药业的各剂型生长激素产品在上市前均完成了大人、长时间的安全有效临床数据验证，医学循证充分。粉针剂产品已上市 21 年，水针剂产品已上市 14 年，长效水针剂已上市 5 年，临床治疗效果的证明更确切，安全性高，无明显副作用。同时，相比进口产品，金赛药业的生长激素产品具有更加充分地针对中国人的有效性和安全性医学循证。

## 3) 金赛药业生长激素品规齐全，具备相对竞争优势

1998 年，金赛药业上市国产第一支重组人生长激素粉针剂；2005 年，上市了亚洲第一支重组人生长激素水针剂；2014 年，上市了全球第一支 PEG 长效重组人生长激素水针剂。截至目前，金赛药业是国内唯一拥有完整的粉针剂、水针剂、长效水针剂全产品线的生长激素厂商，国内市场获批产品剂型、规格最为齐全，为其国内市场占有率领先奠定了坚实基础。金赛药业生长激素各细分产品的竞争优势如下：

### A. 粉针剂

粉针剂是重组人生长激素领域出现较早的一种剂型，价格相对较低，目前国内市场上竞争相对激烈。除金赛药业外，国内市场上的其他厂家如安科生物、联合赛尔等上市的生长激素主要为该剂型。金赛药业为国内第一家重组人生长激素生产企业，生长激素产品近二十年一直为国家标准品，具有较强的竞争优势和较高的市场覆盖率。随着未来生长激素产品市场向地级市及区县等基层市场下沉，该剂型有望贡献更多收入。

### B. 水针剂

相较于粉针剂，水针剂无需粉针剂的冷冻干燥过程，保持了生长激素的天然

结构，具有生物活性高、产生抗体少、见效速度快、长期治疗效果明显等优点，技术壁垒更高，因此市场价格较高。2019年6月安科生物生长激素水针剂上市以前，国内市场上只有金赛药业和诺和诺德生产、销售该剂型。其中，金赛药业的普通水针剂产品（赛增）多年来一直是国内唯一国产品牌，且搭配了先进的隐针电子注射笔，降低了注射疼痛和断针等风险。诺和诺德的水针剂虽于2018年获批国内上市，但目前市场份额较小。如前所述，2019年6月安科生物水针剂产品的上市预计会对市场产生一定影响，但预计短期内不会对金赛药业的业务产生重大冲击。

### C. 长效水针剂

金赛药业的金赛增是全球首个上市的PEG长效生长激素制剂，于2014年进入市场，2017年到2018年的销售收入由2.21亿元增至3.41亿元，增长率达54.30%。目前，虽然国内外数家企业在进行长效生长激素的研发，但由于金赛增的专利保护期至2032年，此后同样作用机制的长效生长激素竞品才能够上市。若竞争对手研制其他新的作用机理的长效药物，由于周期较长、技术壁垒高，预计短时间在长效剂型上对金赛药业的竞争威胁较小；此外，金赛药业的长效水针剂上市五年来，已完成了超过3,000例的四期临床研究，积累了大量安全有效的临床数据，已形成了较强的技术壁垒，预计可在较长时间内保持在该剂型的优势。

#### 4) 具有较为突出的品牌优势

金赛药业凭借其生长激素产品的质量疗效、丰富的产品剂型，已经形成了良好的市场口碑和市场认可度，并与市场覆盖率形成了良性循环，生长激素产品的品牌优势为未来金赛药业业务的进一步拓展奠定了良好的基础。

综上，随着竞品的增加，生长激素的市场竞争将会受到一定影响，但因金赛药业具有研发技术、产品质量、销售渠道、口碑品牌等方面的优势，预计行业内其他竞争对手短期内难以对金赛药业既有优势形成重大威胁，金赛药业有望在未来较长时间内继续保持其在生长激素领域的强大竞争力。

## ② 促卵泡激素产品

金赛药业的促卵泡激素产品是国内首仿上市的重组人促卵泡激素，打破了国外企业多年以来在国内市场的垄断，自 2015 年上市后销售规模增速明显，逐步成为金赛药业的另一利润增长点。

金赛药业促卵泡激素产品获得多项国家发明专利，被中国食品药品检定研究院选定为首批重组人促卵泡激素国家标准品。除依托市场容量因素外，未来金赛药业还将通过申请新适应症、上市注射液预充笔、扩充和丰富其他辅助生殖产品线、进一步加强药品推广并加快医疗终端覆盖等方式，保持促卵泡激素等辅助生殖产品的市场竞争力。

综上，通过对标的公司核心竞争力、行业地位等因素的分析，标的资产评估增值率具有合理性。

## 4、金赛药业与可比交易案例的市盈率分析

本次交易中标的资产市盈率与可比交易案例对比情况如下：

单位：万元

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	交易股权比例	交易作价	市盈率	
						静态	动态
1	量子生物	睿智化学	2017/3/31	90.00%	214,400.00	18.89	17.65
2	东诚药业	安迪科	2017/6/30	100.00%	160,000.00	24.90	20.51
3	星湖科技	久凌制药	2017/9/30	100.00%	39,400.00	14.53	13.05
4	新开源	Bio Vision	2018/4/30	100.00%	183,443.90	24.61	20.15
5	东方新星	奥赛康	2018/5/31	100.00%	765,000.00	13.33	12.13
6	万邦德	万邦德制药	2018/12/31	100.00%	273,000.00	17.85	14.80
7	东音股份	罗欣药业	2018/12/31	99.65%	753,891.00	18.82	13.75
平均值						18.99	16.00
中位数						18.82	14.80
金赛药业						16.70	12.26



注 1：市盈率=交易作价/交易股权比例/某年度扣非后归母净利润；市盈率（静态）=交易作价/交易股权比例/承诺期首年之上一年度扣非后归母净利润；市盈率（动态）=交易作价/交易股权比例/承诺期首年扣非后归母净利润；

注 2：在新开源并购案例中，收购标的为新开源生物 83.74% 股权，而新开源生物的主要资产为其全资子公司 BioVision 的 100% 股权，对于 BioVision 股权价值的评估最终采用收益法评估值，该并购案例中交易双方并未约定业绩承诺和补偿机制，因此就该案例在上表测算时：市盈率（静态）=Bio Vision100% 股权评估值/盈利预测首年之上一年度 Bio Vision 净利润；市盈率（动态）= Bio Vision100% 股权评估值/盈利预测首年 Bio Vision 净利润；

注 3：以上并购案例数据来源于上市公司相关公告材料，为统一适用注 1 中的计算方式，对相关公告中的部分数据做了调整。

上述案例的静态市盈率平均值为 18.99 倍、中位数为 18.82 倍，均高于本次交易中金赛药业的静态市盈率；上述案例的动态市盈率平均值为 16.00 倍、中位数为 14.80 倍，亦均高于本次交易中金赛药业的动态市盈率。

## 5、金赛药业与同行业上市公司的市盈率

金赛药业主要从事生物药品的研发、生产和销售业务，本次选取了 Wind 生物科技行业上市公司进行了对比，截至本次交易评估基准日（2018 年 12 月 31 日），可比公司的市盈率指标如下表所示：

序号	项目		市盈率
1	Wind 生物科技平均值		38.31
2	其中：安科生物		50.63
3	金赛药业	扣非前归母净利润口径	16.88
		扣非后归母净利润口径	16.70

注 1：资料来源为 Wind 资讯，“Wind 生物科技平均值”中已剔除 2017 年或 2018 年净利润为负数、市盈率超过 100 倍的异常值以及长春高新；

注 2：可比上市公司的市盈率=上市公司 2018 年 12 月 31 日总市值/2018 年度归母净利润。

由上表可知，标的公司金赛药业的静态市盈率远低于评估基准日可比上市公司的市盈率。

综上所述，因金赛药业属于生物制药企业，有“轻资产、重技术”的特点，固定资产账面价值较小，企业核心价值为技术优势、产品竞争力、企业品牌、客

户关系、渠道优势等未能在账面体现的无形资产；金赛药业作为细分行业龙头企业，竞争优势明显，未来持续盈利能力较强；同时，本次交易中金赛药业的市盈率低于可比交易案例以及可比上市公司，因此，本次交易作价公允，以收益法作为评估结果的评估值高于账面净资产值具有合理性。

### 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司对金赛药业收益法评估与资产基础法评估结果的差异情况、差异原因及合理性进行了补充披露，相关披露及分析具有合理性。上市公司已对金赛药业与市场可比交易案例标的资产平均增值率的差异原因及合理性进行了补充披露，相关披露及分析具有合理性。

**问题 15、申请文件显示：1) 本次评估预测中标的资产收益期限按照 20 年预测。2) 标的资产各类产品报告期销售收入大幅增长，收益法评估中预测期营业收入仍保持较高增长率，且各期增长率波动较大。3) 预测期标的资产各类产品销量均保持较高的复合增长率。请你公司：1) 补充披露标的资产收益期限按照 20 年预测的依据，结合同行业可比交易案例说明收益期限预测的合理性。2) 补充披露标的资产预测期各类产品销售价格及净利润增长率情况。3) 补充披露标的资产各类产品预测期销量持续大幅增长的具体预测依据及合理性，与报告期实际产销量对比情况及未来行业产能及供需变化趋势的匹配性。4) 结合标的资产 2019 年上半年已实现收入、在手订单具体情况（包括但不限于客户名称、合同金额、预计交付时间及对未来收入的具体影响等）补充披露标的资产各类产品收入预测数据的依据及可实现性。5) 结合标的资产所处的行业发展情况、市场地位、市场覆盖率、核心竞争力、主要竞争对手情况、客户稳定性等，补充披露标的资产预测期营业收入高增长率的可实现性，各期增长率预测依据、变动较大的原因及合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

一、标的资产收益期限按照 20 年预测的依据，结合同行业可比交易案例说明收益期限预测的合理性

## （一）可比交易案例情况及不同评估模型对评估值的影响

### 1、可比交易案例情况

经查，2017 年至今制药行业上市公司其他并购案例中收益法评估时均采用永续期模型：

序号	上市公司	标的公司	评估基准日	收益法评估模型
1	量子生物	睿智化学	2017/3/31	永续期模型
2	东诚药业	安迪科	2017/6/30	永续期模型
3	星湖科技	久凌制药	2017/9/30	永续期模型
4	新开源	BioVision [注]	2018/4/30	永续期模型
5	东方新星	奥赛康	2018/5/31	永续期模型
6	万邦德	万邦德制药	2018/12/31	永续期模型
7	东音股份	罗欣药业	2018/12/31	永续期模型
8	长春高新	金赛药业	2018/12/31	有限期模型

注：在新开源并购案例中，收购标的为新开源生物 83.74% 股权，而新开源生物的主要资产为其全资子公司 BioVision 的 100% 股权，对于 BioVision 股权价值的评估最终采用收益法评估值。

### 2、不同评估模型对评估值的影响测算

采用永续期模型与有限期模型对本次评估的评估值影响测算如下：

单位：万元

项目	永续期模型评估值	现评估值（有限期）	评估值差异	评估值差异率
永续期模型	2,201,081.35	2,023,195.58	177,885.77	8.79%

由上表可知，本次评估选用 20 年有限期进行预测的评估值低于永续期模型评估值。

## （二）标的资产收益期限按照 20 年预测的合理性

### 1、生物制药专利到期后仿制难度大

金赛药业目前拥有的专利均为发明专利，法定保护期均为 20 年；而且，因

生物制品采用的生产工艺复杂，通常涉及多种组合专利，技术壁垒较高，因此，即使相关专利到期后仿制难度仍然较大，金赛药业生产经营受专利到期的潜在影响较小。

## **2、生物制品的生命周期较长**

因生物制品从药物发现、临床前研究到临床试验、药品审批并上市的整个过程技术难度和综合成本高、失败风险大的特点，因此，生物制品在专利期后通常依然会有较长的生命周期。

## **3、新药上市所需时间较长，预测期内出现替代产品的可能性较低**

目前，生长激素产品为治疗矮小症的主要药物，无其他已上市竞品。一种新药从药物发现、临床前研究到临床试验、药品审批并上市一般需要 10-15 年时间，而生物药品因其技术难度更高，该领域一种新药的上市所需时间更长，因此，预测期内，出现生长激素替代产品的可能性较低。

## **4、金赛药业已在相关产品领域积累了较强的竞争优势，并将充分利用研发优势继续巩固和增强技术及产品的先进性**

金赛药业在研发技术、产品生产、营销网络、管理经验等方面均具有较强的核心竞争力，并将充分利用研发优势继续巩固和增强技术及产品的先进性，从而进一步提高盈利能力及盈利的可持续性。金赛药业的优势和核心竞争力详见本回复之“问题 14”之“二、本次交易标的资产与市场可比交易案例标的资产平均增值率的对比情况，并分析差异原因及合理性”之“(二) 资产评估增值率合理性分析”之“3、金赛药业竞争优势”。

综上，本次收益法评估选用 20 年有限期进行预测的评估值低于永续期模型评估值；本次收益法评估中收益期限按照 20 年预测是在充分考虑了专利的保护期限以及未来专利保护到期后竞争对手的研发、临床试验和推广预计所需年限，生物制品的生命周期，新药上市所需时间，预测期内出现替代产品的可能性等各种因素的基础上确定，具有合理性。

## **二、标的资产预测期各类产品销售价格及净利润增长率情况**

(一) 预测期内各类产品的销售单价基本情况及变动趋势的合理性

1、预测期内各类产品的销售单价基本情况

产品		报告期		预测期				
		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年-2038年
生长激素系列（单位：元/IU）		27.17	27.35	26.36	25.17	24.08	22.93	21.78
赛增笔（单位：元/支）		531.89	533.52	506.84	481.50	457.42	434.55	499.74
辅助生殖系列 （单位：元/支）	促卵泡激素	116.36	171.09	162.54	154.41	146.69	139.35	132.39
	曲普瑞林	31.12	39.18	37.22	35.36	33.59	31.91	36.70
烧伤治疗产品及金磊赛强 （单位：元/支）	金扶宁	83.34	95.58	90.80	86.26	81.95	77.85	89.53
	金磊赛强	55.46	59.98	56.98	不再销售			
奥曲肽 （单位：元/支）	0.3mg	22.72	52.22	49.61	47.13	44.77	42.53	48.91
	0.1mg	16.18	30.03	30.03	不再销售			

2、预测期内各类产品的销售单价基本情况及变动趋势的合理性

(1) 生长激素和促卵泡激素产品

评估中预测金赛药业生长激素产品、促卵泡激素产品的销售价格变动系综合考虑如下因素得出：①报告期内金赛药业生长激素产品销售价格降幅均在5%以内；受“两票制”政策全面实施等因素影响，报告期内金赛药业促卵泡激素的销售价格出现大幅上升，“两票制”全面落实后受药品招标政策等因素影响，该产品的价格可能会出现一定幅度的下降；②结合报告期内生长激素、促卵泡激素领域的市场规模及增速情况、相关市场患者人数及潜在治疗率等因素，对生长激素、促卵泡激素的未来市场进行预测，生长激素、促卵泡激素的潜在市场广阔；③金赛药业的生长激素产品、促卵泡激素产品具有竞争优势；④未来医疗机构采购政策的变化会对药品销售价格产生一定影响等。出于谨慎考虑，预测期2019年-2023年生长激素系列产品和促卵泡激素销售单价采取每年5%的下降率，2024年及以后保持稳定水平，具有合理性。

(2) 曲普瑞林、金扶宁、奥曲肽

曲普瑞林、金扶宁、奥曲肽预测期 2019 年-2022 年销售单价预测每年下降 5%，2023 年价格上涨 15%，2024 年及以后保持稳定。2019 年-2022 年销售单价预测每年下降 5%，系主要考虑到在当前市场竞争环境下拓展市场份额的需要。2023 年预测销售单价上涨主要系考虑如下因素：

过去因曲普瑞林、金扶宁、奥曲肽并非金赛药业的主要产品，与生长激素、促卵泡激素相比，金赛药业对该等产品的重视程度相对较低，投入力度相对较小，且主要采用经销模式进行销售。未来金赛药业将提升对该等产品的重视程度，并计划将从研发、工艺、销售渠道等各方面提高对曲普瑞林、金扶宁、奥曲肽产品的投入力度：

① 对于曲普瑞林产品，其一，金赛药业将会加大对该产品的研发投入，对生产工艺进行不断更新和改进，进一步提高药品质量、市场认可度和竞争力；其二，目前该产品的销售模式主要为“两票制”下的经销模式，金赛药业将利用自有营销团队，逐步加大非公立医疗机构的渠道开发力度,通过提升“一票制”（直销模式）占比及自主定价权，提升该产品销售价格；其三，曲普瑞林与促卵泡激素同属于辅助生殖健康领域的产品，在治疗领域和市场销售推广等方面均有协同性，未来金赛药业将进一步加强两种产品的配合推广，通过充分发挥协同效应提升产品竞争力和销售价格；其四，在销售策略方面，对于该产品不定位于量的增长，随着促卵泡激素销售规模的提升，金赛药业未来将侧重销售价格提升。

② 对于金扶宁产品，其一，金赛药业的金扶宁是目前国内市场上的独家品种，拥有一定的市场定价权，未来在销售渠道得到进一步完善，市场认知度得到进一步提高时，可适当提升药品销售价格；其二，目前该产品的销售模式主要为“两票制”下的经销模式，金赛药业将利用自有营销团队，逐步加大非公立医疗机构的渠道开发力度,通过提升“一票制”（直销模式）占比及自主定价权，提升产品销售价格；其三，在销售策略方面，随着该产品销售规模的提高，金赛药业未来将逐渐由侧重该产品的销量增长向侧重销售价格因素方向转变。

③ 对于奥曲肽产品，其一，金赛药业将重点发展 0.3mg 产品，加大 0.3mg 产品的研发投入，通过改善生产工艺，进一步提高产品质量、市场认可度和竞争

力,逐步提升 0.3mg 规格产品的中标价;其二,目前该产品的销售模式主要为“两票制”下的经销模式,金赛药业将利用自有营销团队,逐步加大非公立医疗机构的渠道开发力度,通过提升“一票制”(直销模式)占比及自主定价权,提升产品销售价格。

预计上述措施将会在 2021 年-2022 年取得预期效果,但出于谨慎考虑,本次评估时预测 2023 年价格实现前述上涨幅度,具有合理性。

### (3) 赛增笔

赛增笔产品预测期 2019 年-2022 年销售单价每年下降 5%,2023 年价格上涨 15%,2024 年及以后保持稳定。预测期 2019 年-2022 年销售单价每年下降 5%,主要系考虑到进一步扩大市场规模的需要。2023 年价格上涨 15%,2024 年及以后保持稳定,系主要考虑到赛增笔产品的更新换代:金赛药业目前的一代注射笔采用隐针设计,配套 4mm、5mm 针头使用隐针装置,可提高患者的注射依从性,对于晕针和较小年龄的儿童有重大意义;但目前赛增笔尚未实现自动进针,为了操作更简便,进一步提高患者依从性,金赛药业未来将引入二代注射笔,即全自动隐针注射笔,完成更新换代后,金赛药业赛增笔产品将会进一步拉大与竞品之间的差距。金赛药业赛增笔更新换代工作于 2019 年上半年启动,目前已完成调研等初步准备阶段,根据规划,将于 2019 年 9 月底完成招标工作,确定供应商并签订合同,后续由供应商根据金赛药业的要求完成产品的开发、注册等工作,预计将于 2021 年底前完成二代注射笔的注册工作并投入使用。出于谨慎考虑,本次评估时预测 2023 年价格实现前述上涨幅度,销售价格上升具有合理性。

综上,预测期各类产品销售价格变化是综合考虑各类产品市场前景、金赛药业竞争优势、未来产品更新换代、产品工艺升级改进、医疗机构采购政策等因素而做的销售策略调整,具有合理性。

## (二) 产品价格变化对评估值的影响

单位:万元

若假设产品价格 2023 年及以后年度 保持不变标的公司 100%股权价值	现评估值	评估值差 异	交易对价 差异	交易对价 差异率
2,012,648.23	2,023,195.58	10,547.35	3,111.46	0.55%

曲普瑞林、金扶宁、奥曲肽、赛增笔在 2023 年后价格的变化对本次交易对价影响相对较小。



### （三）预测期内，金赛药业净利润增长率情况

预测期内，金赛药业净利润增长率情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年 -2027年 各年度	2028年 -2032年 各年度	2033年	2034年 -2037年 各年度	2038年
营业收入	417,229.74	507,063.57	597,845.57	638,565.78	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60
营业收入 增长率	30.61%	21.53%	17.90%	6.81%	5.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	155,802.04	194,816.62	232,026.76	247,732.15	258,336.60	268,484.79	268,492.50	268,537.57	269,110.79	269,372.28	269,392.74
净利润 增长率	37.16%	25.04%	19.10%	6.77%	4.28%	3.93%	0.00%	0.00%	0.21%	0.10%	0.01%

预测期内，金赛药业净利润增长率整体变动趋势与营业收入增长率一致，2019年-2024年逐渐递减，2025年后进入稳定期。由于预测期内主要产品预测毛利率有所变动，且期间费用中工资薪酬和折旧摊销等预测值并非与营业收入同比例变动，整体净利润增长率与营业收入增长率存在一定差异，但处于合理范围内，不存在异常变动。

三、标的资产各类产品预测期销量持续大幅增长的具体预测依据及合理性，与报告期实际产销量对比情况及未来行业产能及供需变化趋势的匹配性

(一) 预测期内，各类产品的销量增长率具体情况

产品	报告期		预测期					2024年-2038年各年度	
	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年		
生长激素系列	40.92%	41.11%	31.78%	25.73%	21.39%	11.83%	9.92%	0%	
赛增笔	134.00%	53.61%	40.00%	30.00%	25.00%	15.00%	10.00%		
辅助生殖系列	促卵泡激素	179.62%	102.21%	65.00%	30.00%	25.00%	15.00%		15.00%
	曲普瑞林	6.67%	2.52%	0%					
烧伤治疗产品及金磊赛强	金扶宁	7.15%	40.99%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%		10.00%
	金磊赛强	-32.42%	-9.52%	-88.31%	不再销售				
奥曲肽	0.3mg	15.17%	32.19%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%		10.00%
	0.1mg	-11.45%	-63.31%	0%	不再销售				

(二) 各类产品预测期销量持续大幅增长的具体预测依据及合理性

1、生长激素产品及赛增笔

(1) 生长激素产品

评估中预测金赛药业生长激素产品在 2019 年至 2023 年的销量增速分别为 31.78%、25.73%、21.39%、11.83%、9.92%，以后年度保持不变。上述预测系综合考虑如下因素得出：(1) 报告期内金赛药业在生长激素领域的市场占有率及生长激素产品的销量增长情况，报告期内增长率分别为 40.92%和 41.11%；(2) 结合报告期内生长激素领域的市场规模及增速情况、矮小症患者人数及潜在治疗率等因素，对生长激素的未来市场进行预测，生长激素产品潜在市场广阔；(3) 金赛药业在生长激素领域竞争优势明显；(4) 销量基数增大会对后续增长率的变动有所影响等。因此，生长激素的销量增长预测具有合理性。

(2) 赛增笔

在生长激素产品布局方面，金赛药业一直处于行业领先地位，先后上市了粉针剂、水针剂和长效水针剂系列产品，而对于需要注射生长激素的患者来说，每日注射，是个艰难且需要长期坚持的过程，大多数患者存在注射恐惧。随着科技发展和机械制造水平的不断提升，加之常规针筒注射存在操作繁琐、针头恐惧、注射污染等诸多问题，患者迫切需求安全、高效、便捷的注射装置。

金赛药业于 2016 年引入一代赛增笔，作为生长激素系列产品的配套注射装置，凭借其智能操作、剂量准确、使用方便、疼痛感和恐惧感轻微等优势，被越来越多的患者所接受。未来金赛药业将引入更加方便、全自动隐注射的二代注射笔。二代全自动注射笔换代后，有望进一步提高赛增笔的销量。

因此，综合考虑报告期内赛增笔的销量增速（分别达到 134.00%和 53.61%）、未来赛增笔产品的更新换代以及预测期内生长激素产品的销量增长速度等因素，预测赛增笔在 2019 年至 2023 年的销量增速分别为 40%、30%、25%、15%、10%，具有合理性。

## **2、辅助生殖系列产品**

### **（1）促卵泡激素**

考虑到报告期内促卵泡激素市场的快速发展以及未来的广阔空间，加之金赛药业促卵泡激素产品具有一定的竞争优势，在报告期内的销量增速较快（分别达到 179.62%和 102.21%），预测 2019 年到 2023 年金赛药业促卵泡激素的销量按照 65%、30%、25%、15%、15%的增速增长，后续年度的销量与 2023 年保持一致，具有合理性。

### **（2）曲普瑞林**

目前辅助生殖领域主流的降调节方案，逐渐转向拮抗剂方案，曲普瑞林主要竞争对手为辉凌、成都天台山制药有限公司等。金赛药业曲普瑞林的竞争优势为价格低、性价比高，且能和促卵泡激素、生长激素等形成产品线组合推广。

未来金赛药业将依托曲普瑞林的现有用药经验，与促卵泡激素、生长激素形成产品线组合推广，增加曲普瑞林的终端医院覆盖数，稳定市场份额，因此预测

2019 年及以后年度的销量与 2018 年保持一致，谨慎合理。

### **3、其他产品**

#### **(1) 金扶宁**

金扶宁是外用细胞因子类药物，其他主要竞争产品有成纤维细胞因子、表皮生长因子、中药等。金扶宁的主要优势是起效快，创面愈合治疗高，能对烧伤创面进行生理性修复，特别是在儿童烧伤创面及头面部烧伤创面的修复中有更佳的愈合效果，因此预计该产品将会成为满足烧伤创面高质量愈合需求的首选用药。

目前，随着国家对医疗投入的持续增加以及国民收入的持续增长，人民健康观念的改进，以及患者对创面愈合质量的需要提高，慢性创面的就诊率和治疗率在逐年提升，创面药物市场有望快速发展。金扶宁产品经过四期临床和近年来的推广应用，部分烧伤领域医生对金扶宁的疗效已有一定的认识。综合考虑以上因素，预测 2019 年到 2023 年金赛药业金扶宁的销量按照 10%的增速增长，后续年度的销量与 2023 年保持一致具有合理性。

#### **(2) 奥曲肽**

醋酸奥曲肽为人工合成生长抑素八肽衍生物，主要适应症为肝硬化所致食管-胃静脉曲张出血的紧急治疗、与特殊治疗（如内窥镜硬化剂治疗）合用、预防膜腺术后并发症等。

奥曲肽产品的总体市场规模较为平稳。金赛药业的奥曲肽 0.3mg 大规格产品在报告期内分别实现 15.17%、32.19%的增长，预测 2019 年到 2023 年金赛药业奥曲肽 0.3mg 大规格产品的销量按照 10%的增速增长，后续年度的销量与 2023 年保持一致，具有合理性；根据金赛药业目前的规划，未来将重点发展奥曲肽 0.3mg 规格产品，奥曲肽 0.1mg 规格产品未来将不再生产。

#### **(3) 金磊赛强**

金赛药业的金磊赛强各规格产品于 2018 年陆续停止生产，并于 2019 年 4 月售罄。评估预测中该产品 2019 年度全年的预测收入为 333.32 万元，截至 2019

年4月售罄实际实现收入424.16万元，完成率为127.25%。根据金赛药业目前的规划，未来将不再生产该产品。

综上，预测期标的公司各类产品销量增长预测综合考虑了各类产品的市场前景、行业竞争格局及金赛药业的竞争优势、报告期内销量增长情况等各种因素，具有合理性。

四、结合标的资产2019年上半年已实现收入、在手订单具体情况（包括但不限于客户名称、合同金额、预计交付时间及对未来收入的具体影响等）补充披露标的资产各类产品收入预测数据的依据及可实现性。

### 1、金赛药业2019年1-6月已实现收入与评估收益法2019年全年预测收入占比情况

#### (1) 金赛药业2019年1-6月已实现总收入情况

单位：万元

项目	2019年1-6月	2019年全年预测收入	完成率
母公司营业收入	213,811.81	417,229.74	51.25%

2019年1-6月金赛药业母公司已实现收入已达到预测全年51.25%的完成率。

#### (2) 金赛药业各产品2019年1-6月已实现收入情况

单位：万元

产品类别	2019年1-6月已实现收入	2019年全年预测收入	完成率
生长激素系列	195,016.94	381,562.30	51.11%
促卵泡激素	11,169.10	21,222.38	52.63%
曲普瑞林	1,016.93	1,073.02	94.77%
金扶宁	2,421.73	4,519.44	53.58%
金磊赛强	424.16	333.32	127.25%
奥曲肽	2,351.44	5,152.04	45.64%
赛增笔	1,406.80	3,367.23	41.78%

### 2、新签订框架协议及在手订单情况

### (1) 新签订的框架协议

在销售过程中，金赛药业通常与客户先签订框架协议，其后根据客户发出的订单或与客户签订的具体合同将药品发给客户。2019年1-6月，金赛药业新签订框架协议超过300份，其中2019年1-6月前五大客户新签订框架协议情况如下：

序号	客户名称	合同期限	合同涉及品种
1	重庆金童佳健高儿童医院有限公司	2019.6.1-2020.5.31	粉针赛增（2.5IU、4.5IU、10IU、12IU）、普通水针赛增（15IU、30IU）、长效水针金赛增 54IU 等
2	上海健高医疗科技有限公司	2019.1.1-2019.12.31	粉针赛增（2.5IU、4IU、4.5IU、10IU）、普通水针赛增（15IU、30IU）、长效水针金赛增 54IU 等
3	青羊芳邻社区卫生服务站	2019.5.3-2020.5.3	粉针赛增（2.5IU、4IU、4.5IU、10IU、12IU）普通水针（30IU）、长效水针金赛增 54IU 等
4	杭州健高儿科门诊部有限公司	2019.4.20-2020.4.19	粉针赛增（2.5IU、4IU、4.5IU、10IU）、普通水针（30IU）、长效水针 54IU 等
5	杭州健儿医疗门诊部有限公司	-	-

注 1：上述前五大客户未进行同一控制下合并；

注 2：杭州健儿医疗门诊部有限公司框架协议签署时间为 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 9 月 30 日，尚未到期，因此在 2019 年 1-6 月期间未重新签署框架协议。

### (2) 在手订单情况

报告期内，金赛药业主要客户较为稳定。如前所述，金赛药业与客户签订销售框架协议后，在框架协议有效期内，客户按照框架协议约定产品价格下订单或与金赛药业签署具体合同的方式采购，其中直销客户的采购周期一般为 1-2 周。金赛药业收到订单后，一般 3 天内即安排发货，客户确认收货后金赛药业即确认收入。因此，金赛药业在手订单量主要反映已下订单尚未发货以及已发货在途产品的数量。

截至 2019 年 6 月 30 日，金赛药业在手订单总金额为 2,858.09 万元（含税），产品均已发货，其中在手订单的前五大客户采购情况如下：

单位：万元

序号	客户名称	在手订单金额 (含税)	占在手订单 总额比例	订单日期
1	国药控股股份有限公司	780.40	27.30%	2019/6/26、 2019/6/27、 2019/6/28
2	重庆金童佳健高儿童医院有限公司	457.37	16.00%	2019/6/26、 2019/6/28
3	济南历下燕山医院	193.81	6.78%	2019/6/26、 2019/6/28
4	青羊芳邻社区卫生服务站	133.86	4.68%	2019/6/28
5	北京亚欧中得诊所	126.06	4.41%	2019/6/27、 2019/6/28
合计		<b>1,691.50</b>	<b>59.18%</b>	-

注：对属于同一实际控制人控制下的客户的在手订单金额销售金额合并计算，其中上表中的重庆金童佳健高儿童医院有限公司在手订单金额销售金额包括金蓓高投资控制下的重庆金童佳、武汉健高及杭州健高三家客户。

### （三）未来年度收入及利润预测情况及其合理性

未来年度金赛药业收入及利润预测情况如下表所示：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年- 2027年 各年度	2028年- 2032年 各年度	2033年	2034年- 2037年 各年度	2038年
营业收入	417,229.74	507,063.57	597,845.57	638,565.78	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60
营业收入增长率	30.61%	21.53%	17.90%	6.81%	5.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	30,909.43	39,085.23	48,208.55	54,607.48	60,746.17	60,746.17	60,746.17	60,746.17	60,746.17	60,746.17	60,746.17
利润总额	182,280.24	226,343.79	269,609.78	287,857.65	300,143.40	313,595.25	313,604.32	313,657.35	314,331.72	314,639.36	314,663.43
净利润	155,802.04	194,816.62	232,026.76	247,732.15	258,336.60	268,484.79	268,492.50	268,537.57	269,110.79	269,372.28	269,392.74

2018年、2019年1-6月，金赛药业母公司营业收入较上年可比同期增长率分别为59.94%和41.67%，金赛药业2019年至2023年的预测营业收入增速分别为30.61%、21.53%、17.90%、6.81%、5.29%，2024年后达到稳定状态，未来年度金赛药业营业收入增长率系在报告期历史数据基础上，综合考虑金赛药业各类产品的市场情况、行业竞争格局及金赛药业的竞争优势等各种因素进行预测，且未来年度收入增长率预测值低于报告期，预测较为谨慎，具有合理性。



五、结合标的资产所处的行业发展情况、市场地位、市场覆盖率、核心竞争力、主要竞争对手情况、客户稳定性等，补充披露标的资产预测期营业收入高增长率的可实现性，各期增长率预测依据、变动较大的原因及合理性。

生长激素的行业发展情况、市场地位、市场覆盖率、核心竞争力、主要竞争对手等情况详见本回复之“问题 14”之“二、本次交易标的资产与市场可比交易案例标的资产平均增值率的对比情况，并分析差异原因及合理性”之“(二)资产评估增值率合理性分析”之“2、金赛药业主要产品的整体市场情况及行业竞争格局”。

报告期内，金赛药业的主要客户保持稳定，产品销售主要以框架协议销售为主，标的公司先与客户签署合作框架协议，在框架协议有效期内，客户按照订单约定产品价格下单采购。2019 年 1-6 月标的公司与主要客户签署框架协议超过 300 份，预测期标的公司主要客户保持稳定。

综上，从标的公司所处的行业发展情况、市场地位、市场覆盖率、核心竞争力、主要竞争对手情况、客户稳定性情况来看，标的公司预测期营业收入增长率具有合理性。

## 六、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司已对资产收益期限按照 20 年预测的依据、同行业可比交易案例进行了补充披露、收益期限预测具有合理性；上市公司已对预测期各类产品销售价格及净利润长率情况进行了补充披露；上市公司已对各类产品预测期销量持续大幅增长的具体预测依据及合理性，与报告期实际产销量对比情况及未来行业产能及供需变化趋势的匹配性进行了补充披露和分析，相关预测具有合理性。上市公司已对金赛药业 2019 年上半年已实现收入、在手订单具体情况进行了补充披露，标的资产各类产品收入预测数据具有可实现性。上市公司已对金赛药业所处的行业发展情况、市场地位、市场覆盖率、核心竞争力、主要竞争对手情况、客户稳定性进行了补充披露，预测期营业收入增长率和变动原因分析具有合理性。

问题 16、申请文件显示，标的资产各产品报告期及预测期毛利率情况如下：生长激素系列产品报告期及预测期均毛利率均保持在 90%以上，较为稳定；辅助生殖系列产品报告期毛利率大幅增长至 65.87%，预测期小幅下降；烧伤治疗产品及金磊赛强毛利率报告期及预测期均毛利率均保持在 85%以上，较为稳定；赛增笔 2022 年之前毛利率呈下降趋势，2023 年又大幅增长；奥曲肽报告期及预测期均毛利率保持在 90%左右，较为稳定。请你公司：1) 补充披露标的资产各类产品预测期毛利率保持高位稳定或波动的原因及合理性。2) 结合标的资产主要产品预测期市场价格及单位成本变动趋势，同行业可比公司毛利率的变动趋势补充披露标的资产毛利率的预测依据及合理性，未来保持毛利率稳定的具体措施。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露标的资产各类产品预测期毛利率保持高位稳定或波动的原因及合理性

(一) 标的资产各类产品预测期毛利率基本情况

根据标的公司对未来经营情况的预测，其各类产品预测毛利率如下：

单位：万元

产品	科目	报告期		预测期					
		2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 -2038 年 各年度
生长激素系列	销售收入	191,789.54	289,939.79	381,562.30	466,532.90	551,260.40	588,263.32	614,696.28	614,696.28
	销售成本	9,530.47	14,596.78	19,854.83	25,189.52	31,061.25	34,988.98	38,478.40	38,478.40
	毛利率	<b>95.03%</b>	<b>94.97%</b>	<b>94.80%</b>	<b>94.60%</b>	<b>94.37%</b>	<b>94.05%</b>	<b>93.74%</b>	<b>93.74%</b>
辅助生殖系列	销售收入	5,428.79	14,668.49	22,295.40	27,229.01	32,092.34	34,922.89	38,206.16	38,206.16
	销售成本	3,859.82	5,006.48	8,044.76	10,358.53	12,865.11	14,745.04	16,906.97	16,906.97
	毛利率	<b>28.90%</b>	<b>65.87%</b>	<b>63.92%</b>	<b>61.96%</b>	<b>59.91%</b>	<b>57.78%</b>	<b>55.75%</b>	<b>55.75%</b>
烧伤治疗产品及金磊	销售收入	5,742.03	7,326.33	4,852.77	4,722.82	4,935.35	5,157.44	6,524.16	6,524.16
	销售成本	915.65	963.12	536.78	522.09	574.30	631.73	694.90	694.90

产品	科目	报告期		预测期					
		2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-2038年各年度
赛强	毛利率	84.05%	86.85%	88.94%	88.95%	88.36%	87.75%	89.35%	89.35%
赛增笔	销售收入	1,643.18	2,531.75	3,367.23	4,158.52	4,938.25	5,395.03	6,824.72	6,824.72
	销售成本	918.87	1,433.31	2,006.63	2,608.62	3,260.78	3,749.90	4,124.89	4,124.89
	毛利率	44.08%	43.39%	40.41%	37.27%	33.97%	30.49%	39.56%	39.56%
奥曲肽	销售收入	2,686.48	4,969.89	5,152.04	4,420.32	4,619.24	4,827.10	6,106.29	6,106.29
	销售成本	546.14	432.83	466.43	406.47	447.11	491.83	541.01	541.01
	毛利率	79.67%	91.29%	90.95%	90.80%	90.32%	89.81%	91.14%	91.14%
合计	销售收入	207,290.02	319,436.24	417,229.74	507,063.57	597,845.57	638,565.78	672,357.60	672,357.60
	销售成本	15,770.94	22,432.52	30,909.43	39,085.23	48,208.55	54,607.48	60,746.17	60,746.17
	毛利率	92.39%	92.98%	92.59%	92.29%	91.94%	91.45%	90.97%	90.97%

## （二）各类产品预测期毛利率保持高位稳定或波动的原因及合理性

各类产品预测期毛利率由各类产品的销售价格和单位成本两个因素决定。其中，预测期内金赛药业各类产品的单位成本均与报告期 2018 年一致，并在预测期内保持稳定，因此，各类产品预测期毛利率变动趋势主要是由各类产品的销售价格的变动引起。

受各类产品市场前景、金赛药业竞争优势、产品更新换代、产品工艺升级改进、医疗机构采购政策等因素影响，金赛药业各类产品在预测期的销售价格呈不同的变动趋势。金赛药业各类产品预测期市场价格变动趋势的合理性请见本回复之“问题 15”之“二、标的资产预测期各类产品销售价格及净利润增长率情况”之“（一）预测期内各类产品的销售单价基本情况及变动趋势的合理性”。

综上所述，各类产品预测期毛利率的变动趋势具有合理性。

二、结合标的资产主要产品预测期市场价格及单位成本变动趋势，同行业可比公司毛利率的变动趋势补充披露标的资产毛利率的预测依据及合理性，未来保持毛利率稳定的具体措施

(一) 标的公司主要产品预测期市场价格、单位成本变动趋势及其合理性

1、主要产品预测期市场价格变动趋势及其合理性

预测期主要产品的销售单价情况如下表所示：

单位：元/支

品种	剂型	规格	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年-2038年
生长激素	粉针	12IU	133.86	127.16	120.80	114.76	109.03
		10IU	105.61	100.33	95.31	90.54	86.02
		4.5IU	51.96	49.36	46.89	44.55	42.32
		4.0IU	39.45	37.47	35.60	33.82	32.13
		2.5IU	40.41	38.39	36.47	34.65	32.92
	普通水针剂	30IU	893.65	848.96	806.52	766.19	727.88
		15IU	490.77	466.23	442.92	420.77	399.73
长效水针剂	54IU	3,832.32	3,640.71	3,458.67	3,285.74	3,121.45	
促卵泡激素	粉针剂	75IU	162.54	154.41	146.69	139.35	132.39

金赛药业主要产品预测期市场价格变动趋势的合理性请见本回复“问题 15”之“二、标的资产预测期各类产品销售价格及净利润增长率情况”之“(一) 预测期内各类产品的销售单价基本情况及变动趋势的合理性”。

2、主要产品预测期单位成本变动趋势及其合理性

预测期主要产品的单位成本情况如下表所示：

单位：元/支

品种	剂型	规格	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年-2038年
生长激素	粉针	12IU	11.42	11.42	11.42	11.42	11.42	11.42
		10IU	12.81	12.81	12.81	12.81	12.81	12.81
		4.5IU	9.29	9.29	9.29	9.29	9.29	9.29
		4.0IU	9.05	9.05	9.05	9.05	9.05	9.05
		2.5IU	8.02	8.02	8.02	8.02	8.02	8.02

品种	剂型	规格	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年-2038年
	普通水针剂	30IU	27.96	27.96	27.96	27.96	27.96	27.96
		15IU	21.54	21.54	21.54	21.54	21.54	21.54
	长效水针	54IU	401.86	401.86	401.86	401.86	401.86	401.86
促卵泡激素	粉针剂	75IU	59.07	59.07	59.07	59.07	59.07	59.07

预测期内主要产品的单位成本与报告期 2018 年一致，并在预测期内保持稳定，主要系考虑到单位成本变化受生产工艺、规模效应、材料价格等多种因素影响，难以量化且不能准确划分到每个产品类别，为谨慎起见，预测期保持 2018 年平均单位成本进行预测，具有合理性。

## （二）同行业可比公司毛利率的变动趋势

报告期内，金赛药业、可比上市公司及可比产品的毛利率情况如下：

项目	2019年 1-6月	2018年度	2017年度
Wind 生物科技行业平均值	63.40%	63.23%	65.82%
Wind 生物科技行业中位值	64.69%	63.58%	66.93%
其中：安科生物	79.68%	80.08%	77.72%
安科生物生物制品业务	87.93%	88.24%	89.19%
金赛药业	93.37%	92.95%	92.02%
其中：生长激素产品	95.09%	95.08%	95.68%

注：上述选取的 Wind 生物科技行业上市公司共 40 家（包括安科生物），其中剔除了 2017 年度或 2018 年度归属于母公司股东净利润为负的上市公司以及长春高新。

金赛药业的毛利率水平高于 Wind 生物科技行业上市公司的平均值及中位值，主要原因系各上市公司的主营业务及产品存在差异，统计数据仅体现生物科技行业上市公司的整体情况，与金赛药业主营的生长激素产品没有直接的可比性。安科生物的生物制品业务毛利率接近 90%，与金赛药业及其生长激素产品的毛利率水平基本一致，且金赛药业生长激素产品与安科生物生物制品毛利率变动趋势亦保持一致。

### （三）标的公司综合毛利率的预测依据及合理性

本次评估预测金赛药业综合毛利率情况如下：

#### 1、报告期金赛药业综合毛利率情况

项目	报告期			平均毛利率
	2019年 1-6月	2018年度	2017年度	
综合毛利率	93.37%	92.95%	92.02%	92.78%

#### 2、预测期金赛药业综合毛利率的预测情况及合理性

项目	预测期						平均毛利率
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-2038年各年度	
预测综合毛利率	92.59%	92.29%	91.94%	91.45%	90.97%	90.97%	91.19%

综上所述，本次评估预测期各类产品的毛利率系在预测对应产品未来的销售价格和产品成本的基础上得出；预测期综合毛利率系在全面预测各类产品未来的销售价格和产品成本的基础上得出；预测期综合毛利率与报告期的综合毛利率基本一致，基本稳定在 90%-94%之间，与金赛药业的实际经营情况和产品结构相符，符合同行业可比上市公司毛利率的变动趋势，体现了本次评估的谨慎性和合理性。

### （四）未来保持毛利率稳定的具体措施

#### 1、优化质量控制体系

金赛药业经过多年的科研创新和实践摸索，积累了丰富的经验，并建立了一套高效稳定的质量控制体系，确保了金赛药业产品在药品质量、生产效率等多个方面位于行业领先水平，其产品凭借严谨的生产工艺及质量控制管理，具有质量稳定、临床疗效显著、安全性好的特点。金赛药业未来仍将贯彻并不断改进和优化企业的产品质量控制制度，以保障产品的质量优势和市场口碑，继续保持主要产品的行业龙头地位，使主要产品的销售价格持续具备竞争优势。

## 2、完善持续创新机制

金赛药业研发实力突出,拥有高素质的研发团队,并不断完善持续创新机制。截至2019年6月30日,金赛药业拥有境内外专利15个,在专利涉及产品领域已积累了较强的竞争优势,并将持续利用研发优势巩固和增强技术及产品的优势。此外,金赛药业也将继续加强专利知识产权保护,通过药物组合物专利、药物制剂工艺专利、药物用途专利等一系列从属专利、衍生专利的申请保护,保持专利优势和技术特性。此外,金赛药业将充分利用研发优势和技术创新能力开展新产品和专利的研发申请,进一步提高其产品竞争力。

## 3、加强对成本的控制

在采购方面,金赛药业不断完善采购管理制度,确保供应商的供货质量、货物交付时间等符合生产要求,加强库存管控和原材料采购管理,减少存货的非正常生产损失;同时,随着未来原材料采购量的增加,金赛药业将不断提升自身议价能力,有利于降低原材料价格波动风险。在生产和管理方面,金赛药业将进一步改进生产工艺,加强员工培训,提高生产效率,降低产品的单位生产成本。

## 三、评估机构核查意见

经核查,评估师认为:上市公司补充披露了金赛药业各类产品预测期毛利率,并对毛利率保持高位稳定或波动的原因的合理性进行了分析。补充披露了金赛药业主要产品预测期市场价格及单位成本变动趋势,同行业可比公司毛利率的变动趋势、并对产品毛利率的预测依据和合理性进行了分析,补充披露了未来保持毛利率稳定的具体措施。以上相关补充披露内容及分析具有合理性。

**问题 17、申请文件显示: 1) 标的资产营业外支出估算时预测 2019 年确认营业外支出 2000 万元。2) 销售费用、管理费用和研发费用考虑收入变动情况按照一定增长率进行预测。3) 标的资产预测折现率为 11.03%。请你公司: 1) 补充披露标的资产 2019 年营业外支出的产生原因、具体内容, 截至目前是否发生及实际发生金额, 预测支出金额的依据及合理性。并说明标的资产历史期每年发生捐赠性支出的原因及合理性, 未来是否持续发生及对上市公司盈利水平**

的影响。2) 结合标的资产报告期内管理费用率、销售费用率和研发费用水平、同行业可比公司期间费用、未来年度业务发展预期、销售费用、管理费用和研发费用具体构成等，补充披露预测期内各项费用的预测依据及合理性。3) 结合各标的资产业务特点、业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易对比情况，补充披露标的资产收益法评估中风险系数取值的依据及合理性，是否充分反映了各标的资产所面临的行业风险及自身特定财务风险。并补充披露折现率对评估值的敏感性分析。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 2019 年营业外支出的产生原因、具体内容，截至目前是否发生及实际发生金额，预测支出金额的依据及合理性。并说明标的资产历史期每年发生捐赠性支出的原因及合理性，未来是否持续发生及对上市公司盈利水平的影响

2019 年预测营业外支出 2,000 万元主要为标的公司公益性捐赠支出，包括标的公司向中国红十字基金会等公益性机构捐赠的生长激素等产品。

标的公司的捐赠行为属于主动履行社会责任、积极参与回报社会的自愿性公益行为，不具有强制性。因标的公司于 2017 年度、2018 年度分别发生捐赠支出 1,863.09 万元、2,186.04 万元，平均值约为 2,000 万元，且 2019 年独立财务顾问开始尽职调查、评估机构开始评估工作时标的公司已实际发生部分捐赠支出，因此，为谨慎起见，参照历史期捐赠支出情况预测 2019 年营业外支出 2,000 万元。因捐赠行为属于标的公司的自愿行为，且在 2020 年及以后年度是否持续捐赠以及捐赠金额具有不确定性，因此评估时未予以考虑，具有合理性。

截至 2019 年 6 月 30 日，标的公司已实际发生捐赠支出 1,935.49 万元，其中已实际发生生长激素等产品捐赠支出 808.49 万元，其他公益性现金捐赠支出 1,127.00 万元，未超出评估预测的产品捐赠支出金额，因此，本次评估预测营业外支出具有合理性。

此外，与标的公司的营业收入和净利润水平相比，捐赠性支出占比较小，不



会对上市公司盈利水平产生重大影响。

二、结合标的资产报告期内管理费用率、销售费用率和研发费用水平、同行业可比公司期间费用、未来年度业务发展预期、销售费用、管理费用和研发费用具体构成等，补充披露预测期内各项费用的预测依据及合理性

(一) 管理费用预测合理性分析

1、报告期内金赛药业管理费用具体构成及管理费用率

(1) 报告期内金赛药业管理费用具体构成

单位：万元

项目	2019年 1-6月	2018年度	2017年度
职工薪酬费用	3,149.54	7,765.52	4,832.75
折旧费和摊销费用	403.17	718.55	607.84
会议费	252.48	406.70	244.99
物料损耗	250.02	404.37	31.87
办公费	187.54	309.24	208.15
市场调研费及咨询费	185.72	213.67	123.04
财产保险	173.22	199.56	48.47
租赁费	168.00	336.93	284.34
水电气费	163.29	181.96	147.07
排污费	149.05	176.48	109.00
修理费	110.18	625.36	462.87
差旅费	97.69	180.98	153.75
防洪基金及残疾人就业保障金	-	317.27	272.93
其他	218.60	629.86	503.22
<b>合计</b>	<b>5,508.49</b>	<b>12,466.45</b>	<b>8,030.27</b>

注：上表中的管理费用为标的公司合并口径数据。

(2) 报告期内金赛药业管理费用率

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度	2018年同比增幅
营业收入	214,003.41	319,615.51	208,406.03	53.36%
管理费用	5,508.49	12,466.45	8,030.27	55.24%
管理费用率	2.57%	3.90%	3.85%	-

注：上表中的营业收入和管理费用均为标的公司合并口径数据。

## 2、可比上市公司管理费用率

报告期内可比上市公司管理费用率如下：

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度
Wind 生物科技平均值	8.49%	8.91%	9.31%
其中：安科生物	6.80%	6.75%	8.17%
金赛药业	2.57%	3.90%	3.85%

注1：上述选取的 Wind 生物科技行业上市公司共 40 家（包括安科生物），其中剔除了 2017 年度或 2018 年度归属于母公司股东净利润为负的上市公司以及长春高新。

注2：可比上市公司 2019 年 1-6 月、2018 年度管理费用率=当期管理费用/营业收入；可比上市公司 2017 年度管理费用率=（当期管理费用-当期费用化研发支出）/营业收入。

报告期内金赛药业管理费用整体呈上升趋势，与营业收入变动趋势一致；管理人员人均薪酬较高，其中高级管理人员、核心技术人员 2017 年、2018 年的平均薪酬分别为 120.50 万元、183.71 万元。但金赛药业的管理费用率低于同行业上市公司平均水平，主要系因为报告期内金赛药业营业收入实现快速增长，且金赛药业的经营规模显著大于 Wind 生物科技行业上市公司平均经营规模，由于规模效应的存在，随着经营规模的扩大，管理人员和管理费用并不一定会同比例增加，因此，管理费用率会相对较低。报告期内金赛药业的管理费用率具有合理性。

## 3、预测期金赛药业的管理费用具体构成及管理费用率

### （1）预测期金赛药业的管理费用具体构成

预测期内金赛药业的管理费用主要为管理团队工资薪酬、折旧（摊销）、修理费、会议费等，具体构成与报告期内一致。

在预测期内，管理团队工资薪酬根据标的公司的工资发放标准及薪酬政策预

测等，2019年-2023年分别预测30%、20%、20%、8%、5%的增长，其后年度保持稳定；折旧（摊销）按照企业的固定资产（无形资产）原值和折旧（摊销）计提标准预测；办公费和其他与日常管理相关的费用根据报告期内费用发生情况、预测期收入增速情况等因素预测一定的增幅。预测期管理费用具体构成如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
职工薪酬	9,417.39	11,300.86	13,561.04	14,645.92	15,378.22	15,378.22
折旧费	604.96	604.96	1,199.36	1,199.36	1,199.36	1,199.36
摊销	69.55	69.55	69.55	69.55	68.75	64.06
修理费	816.79	992.66	1,170.38	1,250.10	1,316.25	1,316.25
会议费	488.04	585.65	673.50	774.52	890.70	890.70
物料损耗	485.24	582.29	669.63	770.07	885.59	885.59
租赁费	386.32	463.58	533.12	613.09	705.05	705.05
防洪基金及残疾人就业保障金	380.72	456.86	525.39	604.20	694.83	694.83
办公费	354.95	425.94	489.83	563.30	647.80	647.80
市场调研费及咨询费	256.41	307.69	353.84	406.91	467.95	467.95
财产保险	239.47	287.36	330.47	380.04	437.04	437.04
水电气费	218.36	262.03	301.33	346.53	398.51	398.51
其他	1,172.14	1,406.57	1,687.89	1,822.92	1,932.29	1,932.29
<b>合计</b>	<b>14,890.34</b>	<b>17,746.01</b>	<b>21,565.33</b>	<b>23,446.52</b>	<b>25,022.35</b>	<b>25,017.65</b>

（续上表）

项目	2025年	2026年-2030年 每年度	2033年	2034年-2037年 每年度	2038年
职工薪酬	15,378.22	15,378.22	15,378.22	15,378.22	15,378.22
折旧费	1,199.36	1,199.36	524.99	217.35	193.27
摊销	54.99	1.96	1.96	1.96	1.96
修理费	1,316.25	1,316.25	1,316.25	1,316.25	1,316.25
会议费	890.70	890.70	890.70	890.70	890.70
物料损耗	885.59	885.59	885.59	885.59	885.59

租赁费	705.05	705.05	705.05	705.05	705.05
防洪基金及残疾人就业保障金	694.83	694.83	694.83	694.83	694.83
办公费	647.80	647.80	647.80	647.80	647.80
市场调研费及咨询费	467.95	467.95	467.95	467.95	467.95
财产保险	437.04	437.04	437.04	437.04	437.04
水电气费	398.51	398.51	398.51	398.51	398.51
其他	1,932.29	1,932.29	1,932.29	1,932.29	1,932.29
<b>合计</b>	<b>25,008.58</b>	<b>24,955.55</b>	<b>24,281.18</b>	<b>23,973.54</b>	<b>23,949.47</b>

(2) 预测期的管理费用率

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
营业收入	417,229.74	507,063.57	597,845.57	638,565.78	672,357.60	672,357.60
管理费用	14,890.34	17,746.01	21,565.33	23,446.52	25,022.35	25,017.65
管理费用率	3.57%	3.50%	3.61%	3.67%	3.72%	3.72%

(续上表)

项目	2025年	2026年-2032年 每年度	2033年	2034年-2037年 每年度	2038年
营业收入	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60	672,357.60
管理费用	25,008.58	24,955.55	24,281.18	23,973.54	23,949.47
管理费用率	3.72%	3.71%	3.61%	3.57%	3.56%

预测期内金赛药业管理费用的各项具体构成根据合理的预测得出，管理费用与营业收入的增长趋势一致，具有匹配性；预测期管理费用率稳中略降，较报告期变化较小，具有合理性。

(二) 销售费用预测合理性分析

1、报告期内金赛药业销售费用具体构成及销售费用率

(1) 报告期内金赛药业销售费用具体构成

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度
职工薪酬费用	50,469.97	73,673.69	34,848.24
市场调研宣传等咨询服务费	15,144.57	27,973.52	23,286.15
会议费	6,842.16	7,185.31	8,367.53
经营性差旅费	2,507.85	4,680.43	3,175.72
办公费	1,397.51	1,909.78	915.31
运杂费	1,151.32	1,639.88	1,145.92
劳务费	900.18	1,781.82	1,416.82
其他	2,565.76	4,514.15	3,473.96
<b>合计</b>	<b>80,979.32</b>	<b>123,358.57</b>	<b>76,629.65</b>

注：上表中的销售费用为标的公司合并口径数据。

## (2) 报告期内销售费用率

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2018年同比增幅
营业收入	214,003.41	319,615.51	208,406.03	53.36%
销售费用	80,979.32	123,358.57	76,629.65	60.98%
销售费用率	37.84%	38.60%	36.77%	-

注：上表中的营业收入和销售费用均为标的公司合并口径数据。

## 2、可比上市公司销售费用率

报告期内可比上市公司销售费用率如下：

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度
Wind 生物科技行业平均值	23.35%	23.98%	23.35%
其中：安科生物	42.06%	43.83%	33.87%
金赛药业	37.84%	38.52%	36.65%

注：上述选取的 Wind 生物科技行业上市公司共 40 家（包括安科生物），其中剔除了 2017 年度或 2018 年度归属于母公司股东净利润为负的上市公司以及长春高新。

报告期内金赛药业销售费用率低于安科生物，高于 Wind 生物科技行业上市公司平均值，主要系金赛药业与安科生物的主营业务均为生长激素等生物药品的

生产和销售，Wind 生物科技行业中的部分上市公司业务中有原料药、非处方药、非药品业务等销售费用支出较小的业务。因此，报告期内金赛药业的销售费用率具有合理性。

### 3、预测期金赛药业的销售费用具体构成及销售费用率

#### (1) 预测期金赛药业的销售费用具体构成

预测期内金赛药业的销售费用主要为工资、市场调研咨询费、差旅费、会议费、运费等，具体构成与报告期内一致。

在预测期内，对于与收入直接相关的差旅费、会议费、运杂费及劳务费按照 2018 年占收入比例乘以未来相应年度收入进行预测；对于职工薪酬费用、市场调研费、咨询费及其他费用考虑收入增长情况按照一定的增长率进行预测，其中对于职工薪酬费用按照收入增长情况在 2019 年-2023 年每年以 30%、20%、15%、5%、5% 的幅度增长，市场调研费及咨询费结合收入增速在 2019 年-2023 年每年以 30%、25%、15%、5%、5% 的幅度增长。预测期销售费用具体构成如下：

单位：万元

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年-2038 年 每年度
职工薪酬费用	74,586.60	89,503.92	102,929.51	108,075.99	113,479.79
市场调研费及咨询费	65,796.47	82,245.59	94,582.43	99,311.55	104,277.13
会议费	5,318.26	6,463.34	7,620.50	8,139.54	8,570.27
经营性差旅费	4,165.52	5,062.39	5,968.74	6,375.28	6,712.65
办公费	2,292.41	2,785.99	3,284.78	3,508.52	3,694.18
劳务费	1,416.51	1,721.50	2,029.71	2,167.95	2,282.68
运杂费	2,141.91	2,603.09	3,069.13	3,278.18	3,451.65
其他	4,324.67	5,622.07	6,184.28	6,802.71	7,142.84
<b>合计</b>	<b>160,042.36</b>	<b>196,007.90</b>	<b>225,669.08</b>	<b>237,659.71</b>	<b>249,611.19</b>

#### (2) 预测期的销售费用率

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年及以后各年度
营业收入	417,229.74	507,063.57	597,845.57	638,565.78	672,357.60
销售费用	160,042.36	196,007.90	225,669.08	237,659.71	249,611.19
销售费用率	38.36%	38.66%	37.75%	37.22%	37.12%

预测期内金赛药业销售费用的各项具体构成根据合理的预测得出，销售费用与营业收入的增长趋势一致，具有匹配性。随着市场的拓展和市场地位的巩固，金赛药业销售网络得到进一步加强，市场推广的产出效率和使用效率亦将逐步提高，同时强化各营销体系预算管控意识、加强管控力度、梳理和细化销售流程、实现销售费用率的稳定可控。预测期金赛药业销售费用率较报告期变化较小，预测期金赛药业销售费用率预测具有合理性。

### （三）研发费用预测合理性分析

#### 1、报告期内金赛药业研发费用具体构成及研发费用率

##### （1）报告期内金赛药业研发费用具体构成

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度
职工薪酬费用	3,193.97	7,786.43	6,355.21
材料试剂及物料消耗费用	2,867.78	6,713.33	6,997.15
临床维护费	2,787.76	3,287.94	974.72
实验检验费	1,785.44	1,984.76	3,521.21
折旧费和摊销费用	539.79	1,780.18	1,246.36
水电气费	273.14	810.24	496.09
租赁费	206.52	185.70	175.96
经营性差旅费	190.10	547.33	381.83
修理费	182.33	356.62	332.78
咨询费	99.90	327.37	484.39
劳务费	48.40	231.14	242.35
其他	181.41	797.88	1,272.25

合计	12,356.53	24,808.92	22,480.30
----	-----------	-----------	-----------

注：上表中的研发费用为标的公司合并口径数据。

## (2) 报告期内研发费用率

单位：万元

项目	2019年 1-6月	2018年	2017年	2018年同比增幅
营业收入	214,003.41	319,615.51	208,406.03	53.36%
研发费用	12,356.53	24,808.92	22,480.30	10.36%
研发费用率	5.77%	7.76%	10.79%	-

注：上表中的营业收入和研发费用均为标的公司合并口径数据。

## 2、可比上市公司研发费用率

报告期内可比上市公司研发费用率如下：

项目	2019年 1-6月	2018年	2017年
Wind 生物科技行业平均值	7.28%	7.09%	6.44%
其中：安科生物	7.10%	5.97%	6.40%
金赛药业	5.77%	7.76%	10.79%

注 1：上述选取的 Wind 生物科技行业上市公司共 40 家（包括安科生物），其中剔除了 2017 年度或 2018 年度归属于母公司股东净利润为负的上市公司以及长春高新。

注 2：可比上市公司 2019 年 1-6 月、2018 年度研发费用率=当期研发费用/营业收入；可比上市公司 2017 年度研发费用率=当期费用化研发支出/营业收入。

报告期内金赛药业研发费用整体呈上升趋势，与营业收入变动趋势一致。2017 年、2018 年，金赛药业研发费用率高于同行业平均水平，亦高于安科生物；2019 年 1-6 月，金赛药业研发费用率略低于同行业平均水平及安科生物，主要系因报告期内金赛药业营业收入增长速度较快所致。金赛药业研发费用率与同行业平均水平及可比公司相符，具有合理性。

## 3、预测期金赛药业的研发费用及研发费用率

预测期内，金赛药业产品研究与开发费用按照收入的一定比例进行预测。预测期内，金赛药业的研发费用金额及研发费用率情况如下：



单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年-2038年各年度
营业收入	417,229.74	507,063.57	597,845.57	638,565.78	672,357.60	672,357.60
研发费用	25,033.78	25,353.18	29,892.28	31,928.29	33,617.88	20,170.73
比例	6.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	3.00%

预测期内，金赛药业研发费用总体呈增长趋势，但随着收入规模不断增大，金赛药业研发费用占收入的比重有所下降，主要系因经过多年的研发积累，金赛药业的研发成果已转化为产品竞争力，构成金赛药业的竞争优势；金赛药业基于未来市场竞争态势主动进行研发，在现有收入增长的趋势下，为未来的业绩增长增添保障和支持。未来期间，金赛药业将在已形成的技术资产的基础上不断进行更新改革，2024年以后研发投入相对较为稳定，但每年都保持2亿以上的研发支出，并满足高新企业研发费用占收入不低于3%的比例。

综上，预测期内，随着收入规模的进一步扩大，金赛药业期间费用总额占收入的比例呈一定的下降趋势，主要是由于管理费用等与营业收入并非简单的同比变动关系；同时，预测期内期间费用占比与金赛药业历史数据整体不存在较大差异。在对金赛药业期间费用的预测时，对于变动费用结合报告期相关数据及企业的收入增长情况进行预测；对于固定费用单独进行预测，各项预测的依据较为充分，具有合理性。

三、结合各标的资产业务特点、业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易对比情况，补充披露标的资产收益法评估中风险系数取值的依据及合理性，是否充分反映了各标的资产所面临的行业风险及自身特定财务风险。并补充披露折现率对评估值的敏感性分析。

（一）结合各标的资产业务特点、业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易对比情况，补充披露标的资产收益法评估中风险系数取值的依据及合理性，是否充分反映了各标的资产所面临的行业风险及自身特定财务风险

### 1、标的公司业务特点、业务发展阶段及面临的经营风险

从业务特点来看，金赛药业属于生物制药行业，该行业具有知识密集、技术含量高、多学科高度综合且互相渗透的特点。一种新的生物药品的诞生需经过临床前药理、毒理试验、制剂处方、稳定性以及放大试验等工艺过程，研发、药理、毒理等临床前试验，各期人体临床试验等研发过程，以及药品注册上市和后续监管等环节，对研发技术水平和经验积累有很高的要求，较难短时间突破。

从业务发展阶段来看，金赛药业的业务发展阶段处于成熟稳定期，已经形成了较大生产、销售规模，并形成了稳定的供应商、客户群体。

从面临的经营风险来看，主要体现在市场竞争风险、新产品开发及技术替代风险、人才流失的风险等。

在本次评估中，充分考虑了金赛药业的上述业务特点、业务发展阶段、面临的经营风险。

## 2、市场可比交易案例特定风险系数取值对比情况

目前行业内尚未有对特定风险系数取值定量的估算模型，而一般均采用定性分析计算。2017 年至今制药行业上市公司并购案例收益法评估中特定风险系数取值情况如下：

序号	收购方	标的公司	评估基准日	特定风险系数	折现率
1	量子生物	睿智化学	2017/3/31	2.50%	11.60%
2	东诚药业	安迪科	2017/6/30	3.00%	11.01%
3	星湖科技	久凌制药	2017/9/30	2.50%	11.09%
4	新开源	Bio Vision	2018/4/30	3.00%	9.13%
5	东方新星	奥赛康	2018/5/31	2.40%	12.00%
6	万邦德	万邦德制药	2018/12/31	2.00%	11.12%
7	东音股份	罗欣药业	2018/12/31	3.00%	11.93%
<b>8</b>	<b>长春高新</b>	<b>金赛药业</b>	<b>2018/12/31</b>	<b>2.00%</b>	<b>11.03%</b>

注：以上并购案例数据来源于上市公司相关公告材料。

本次交易评估收益法中特定风险系数取值为 2%。与上述交易案例的取值比

较，本次评估在折现率计算中的特定风险系数取值在可比交易案例取值范围内，具有合理性。

综上，结合金赛药业业务特点、业务发展阶段、面临的经营风险等分析，本次收益法评估中特定风险系数取值合理。

## （二）补充披露折现率变动对标的公司估值的敏感性分析

2017 年至今制药行业上市公司并购案例中收益法评估折现率取值在 9.13%-12%之间，本次交易收益法评估时折现率为 11.03%，在可比交易案例取值范围内，具有合理性。

根据收益法计算数据，折现率变动对标的公司估值的敏感性分析如下：

单位：万元

折现率变动率	股东全部权益价值	股权价值变动率
10%	1,878,359.67	-7.16%
5%	1,949,038.00	-3.67%
0%	2,023,195.58	0.00%
-5%	2,102,377.06	3.91%
-10%	2,186,543.38	8.07%

## 四、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司补充披露了金赛药业 2019 年营业外支出的产生原因、具体内容、截至目前的实际发生金额、营业外支出的预测依据，营业外支出预测具有合理性。上市公司补充披露了报告期内各项期间费用占收入比例、可比公司各项期间费用占收入比例等情况，未来各项期间费用具体构成、预测期内各项费用的预测是合理的。并对标的资产业务特点、业务发展阶段、面临的经营风险及市场可比交易对比情况进行了披露，对标的资产收益法评估中风险系数取值合理性以及充分反映了标的资产所面临的行业风险及自身特定财务风险的情况进行了分析，以上相关补充披露内容及分析具有合理性。

问题 18、申请文件显示，金赛药业正在开展产能扩建项目，预计 2020 年下半年完成并转固，该项目预计还需再投入 51,611.92 万元资本性支出。评估预测中 2019 年和 2020 年分别发生资本性支出 42,063.86 万元和 9,548.05 万元，后期不再发生资本性支出。请你公司：1) 结合标的资产未来的扩张计划、固定资产的使用年限和现有资产的成新率情况，进一步补充披露标的资产未来年度预测资本性支出的充分性。2) 量化分析资本性支出金额变动对本次交易作价的影响。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合标的资产未来的扩张计划、固定资产的使用年限和现有资产的成新率情况，进一步补充披露标的资产未来年度预测资本性支出的充分性

#### (一) 标的资产未来的扩张计划

目前标的公司生长激素产品（赛增粉针剂、水针剂）、促卵泡激素产品的原液生产线的产能利用率较高，为适应未来销量增长的需要，标的公司正在新建上述原液生产线的产能，具体投资计划如下表：

项目名称	建设内容	投资总额（万元）	占比
生长激素产品（赛增粉针剂、水针剂）原液生产线新建项目，即生长激素生产大楼项目	工程规划设计费用	704.34	1.21%
	工程建设费用	15,069.23	25.93%
	设备购置费用	34,965.78	60.17%
	管道安装	4,000.00	6.88%
	配电增容	3,371.00	5.80%
	<b>合计</b>	<b>58,110.36</b>	<b>100.00%</b>
项目名称	建设内容	投资总额（万元）	占比
促卵泡激素原液生产线改造项目	工程规划设计费用	53.00	1.53%
	工程建设费用	35.23	1.02%
	设备购置费用	1,378.48	39.74%
	净化系统	670.00	19.32%
	水系统	1,210.00	34.88%

	气体管道	113.00	3.26%
	其他	9.00	0.26%
	<b>合计</b>	<b>3,468.71</b>	<b>100.00%</b>

上述投资计划主要依据已签署的采购合同或预算数确定，投资款将根据建设进度陆续支付，标的公司上述投资计划具有合理性。上述项目预计于 2020 年正式完工投产。

## (二) 固定资产的使用年限和现有资产的成新率情况

截至 2019 年 6 月 30 日，标的公司生产装置主要包括发酵罐、离心机、层析系统、蛋白质纯化系统等，主要装置的已使用年限、尚可使用年限以及设备成新率情况如下：

生产线	固定资产名称	已使用年限 (A)	尚可使用年限 (B)	成新率 B/(A+B)	主要产品
原核生产车间	AKTA 蛋白纯化系统	5.98	3.00	33.41%	金赛增(长效水针剂)、赛增(水针剂)、赛增(粉针剂)、金磊赛强、金扶宁
	自动配液层析系统	3.28	11.00	77.03%	
	全自动配液层析系统	0.45	13.55	96.75%	
	电动轴向压缩层析柱	0.45	13.55	96.75%	
	电动轴向压缩层析柱	0.45	13.55	96.75%	
	电动轴向压缩层析柱	0.45	13.55	96.75%	
	全自动配液层析系统	0.45	13.55	96.75%	
	匀浆罐	0.45	13.55	96.75%	
	电动轴向压缩层析柱	0.45	11.55	96.21%	
	电动轴向压缩层析柱	0.45	11.55	96.21%	
	匀浆罐	0.45	11.55	96.21%	
	CIP 系统	0.45	11.55	96.21%	
	DEAE I 自动配液层析系统	1.85	13.00	87.54%	
	DEAE II 自动配液层析系统	1.85	13.00	87.54%	
	DEAE III 自动配液层析系统	1.85	13.00	87.54%	
电动轴向压缩层析柱	0.45	11.55	96.21%		

	Pheny1 自动配液层析系统	1.85	13.00	87.54%	
	手动层析系统	8.05	6.00	42.70%	
	手动层析系统	8.05	6.00	42.70%	
	发酵罐	6.50	12.00	64.86%	
	发酵罐	6.50	12.00	64.86%	
	管式离心机	0.71	10.00	93.37%	
	管式离心机	0.71	10.00	93.37%	
	管式离心机	0.71	10.00	93.37%	
	管式离心机	0.71	10.00	93.37%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	离心机	6.50	4.00	38.10%	
	超滤设备	1.07	13.00	92.40%	
	配液罐	0.85	18.00	95.49%	
	配液罐	0.85	18.00	95.49%	
	自动清洗机	0.45	13.55	96.75%	
	自动清洗机	0.45	13.55	96.75%	
真核生产车间	细胞培养生物反应器系统	5.93	3.00	33.59%	金赛恒
	工业卫生级切向流过滤系统	4.53	10.00	68.82%	
制剂一车间	QX 卡式瓶包装联动泡罩包装机	4.71	10.00	67.98%	金赛增(长效水针剂)、金赛恒
	冻干机	21.35	2.00	8.57%	
	灌装加塞机	8.09	6.00	42.58%	
制剂二车间	凝胶配置罐	0.45	13.55	96.77%	金扶宁
	CIP 系统	0.45	11.55	96.23%	

	无菌灌装封尾机	0.45	13.55	96.77%	
制剂三 车间	STERIS 全自动清洗机	6.50	8.00	55.17%	赛增(粉针剂)、金迪林、曲普瑞林、金磊赛强
	博世生产线轧盖机	6.50	8.00	55.17%	
	博世生产线(分装机)	6.50	8.00	55.17%	
	博世生产线(洗瓶机)	6.50	8.00	55.17%	
	博世生产线(烘干机)	6.50	8.00	55.17%	
	洁净区在线监测系统	8.10	2.00	19.80%	
制剂四 车间	层析柱	7.17	1.00	12.24%	赛增(水针剂)
	B+S 卡式瓶灌装轧盖机	5.52	9.00	61.98%	
	胶塞封口机	11.02	3.00	21.40%	
	B+S 卡式瓶洗瓶机	5.52	9.00	61.98%	
	B+S 卡式瓶灭菌隧道	5.52	9.00	61.98%	
	双门 GMP 清洗机	2.95	12.00	80.27%	

标的公司已投产的主要生产线均经过 GMP 认证，且标的公司对主要生产设备进行定期维护保养，生产线保持稳定运行。本次评估预测中已考虑标的公司生产线的维护支出。

收益法评估中预测标的资产未来年度资本性支出时，已充分考虑标的资产未来的扩张计划、固定资产的使用年限和现有资产的成新率情况，标的资产未来年度预测资本性支出充分、合理。

## 二、量化分析资本性支出金额变动对本次交易作价的影响

根据收益法测算数据，资本性支出预测金额变动对标的公司估值的影响分析如下：

单位：万元

假设资本性支出变动率	标的公司 100% 股权价值	现评估值	评估值差异	交易对价差异	交易对价差异率
20%	2,018,294.07	2,023,195.58	4,901.51	1,445.94	0.26%
10%	2,012,167.18	2,023,195.58	11,028.40	3,253.37	0.58%

0%	2,023,195.58	2,023,195.58	-	-	-
-10%	2,027,205.90	2,023,195.58	-4,010.32	-1,183.05	-0.21%
-20%	2,030,547.84	2,023,195.58	-7,352.26	-2,168.92	-0.38%

由上表可知，资本性支出预测金额变动对本次交易作价的影响较小。

### 三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：公司通过对金赛药业的生产经营计划、固定资产的使用年限和现有资产的成新率情况分析，以及通过量化分析，对标的资产未来年度预测资本性支出充分和合理性进行了分析。披露了资本性支出预测金额变动对标的公司估值的影响较小的情况。以上相关补充披露内容及分析具有合理性。

**问题 23、申请文件显示：1) 金赛药业报告期末应交税费余额分别为 2,115.35 万元和 4,009.02 万元。2) 金赛药业各报告期末所得税费用分别为 12,585.22 万元和 19,568.61 万元。报告期内，金赛药业按高新技术企业所得税优惠税率 15% 缴纳企业所得税，评估预测时假设标的资产能够持续享受该税收优惠政策。请你公司补充披露：1) 金赛药业应交税费的主要构成，报告期大幅增长的原因及合理性，是否与当期收入相匹配。2) 金赛药业及其子公司适用的增值税税率、优惠依据（如有）及有效期。3) 金赛药业及其子公司适用企业所得税优惠税率的具体依据、期限及可持续性。报告期所得税费用与营业利润是否匹配，并补充披露营业利润与应纳税所得额之间的主要调节项目。4) 金赛药业收益法评估中涉及税率相关假设的依据、预计其持续满足高新技术企业认定条件的合理性。如未能满足条件对标的资产盈利能力的具体影响。请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。**

回复：

**一、金赛药业应交税费的主要构成，报告期大幅增长的原因及合理性，是否与当期收入相匹配**

报告期内，标的公司主营业务收入情况及应交税费的构成情况如下：



单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度
营业收入	214,003.41	319,615.51	208,406.03
应交税费	9,931.17	4,009.02	2,115.35
应交税费占比	4.64%	1.25%	1.02%
其中：企业所得税	7,174.47	2,703.95	1,413.00
企业所得税占比	3.35%	0.85%	0.68%
增值税	2,217.10	705.35	380.37
增值税占比	1.04%	0.22%	0.18%
个人所得税	263.98	498.15	276.26
个人所得税占比	0.12%	0.16%	0.13%
城市维护建设税	160.21	54.2	26.63
城市维护建设税占比	0.07%	0.02%	0.01%
教育费附加	114.51	38.79	19.1
教育费附加占比	0.05%	0.01%	0.01%
其他税金	0.89	8.57	-
其他税金占比	0.00%	0.00%	-

标的公司应交税费主要包括企业所得税、增值税、代扣代缴个人所得税、城市维护建设税以及教育费附加。标的公司的企业所得税按季度申报、预缴，年度汇算清缴；增值税按月申报，据实缴纳。

报告期内，标的公司各项应交税费均有不同程度的增长，主要原因系营业收入及营业利润增幅较为明显所致。截至2019年6月30日，标的公司应交企业所得税及增值税较2018年末增幅明显，主要系2019年二季度营业收入及营业利润较2018年四季度增长幅度较大所致。

## 二、金赛药业及其子公司适用的增值税税率、优惠依据及有效期

报告期内，标的公司及子公司按照产品及业务类型适用的增值税税率如下：

项目	增值税税率	时间
----	-------	----

销售生物制品、曲普瑞林、 奥曲肽收入	3%	报告期内
销售其他产品收入	17%	2018年5月1日前
	16%	2018年5月1日至2019年3月31日
	13%	2019年4月1日起
药品销售咨询服务收入	6%	报告期内
医疗服务收入	免征	报告期内

报告期内，标的公司及子公司执行上述法定税率，未享受增值税税率优惠。

**三、金赛药业及其子公司适用企业所得税优惠税率的具体依据、期限及可持续性，报告期所得税费用与营业利润是否匹配，补充披露营业利润与应纳税所得额之间的主要调节项目**

**（一）金赛药业及其子公司适用企业所得税优惠税率的具体依据、期限及可持续性**

报告期内，金赛药业母公司为经认定的高新技术企业，按15%的税率缴纳企业所得税，其他子公司按25%的税率缴纳企业所得税。截至本回复签署日，金赛药业持有吉林省科学技术厅、吉林省财政厅、吉林省国家税务局、吉林省地方税务局于2017年9月25日联合颁发的《高新技术企业证书》（证书编号：GR201722000154），有效期为三年。

标的公司作为高新技术企业适用15%的企业所得税优惠税率具有可持续性，具体原因如下：

**1、金赛药业自2008年以来持续被认定为高新技术企业**

根据《高新技术企业认定管理办法》的规定，高新技术企业资格自颁发证书之日起有效期为三年，企业应在期满前三个月内提出复审申请，不提出复审申请或复审不合格的，其高新技术企业资格到期自动失效；通过复审的高新技术企业资格有效期为三年，期满后，企业再次提出认定申请的，按初次认定办理。

金赛药业历史年度《高新技术企业证书》的获得情况如下：

序号	取得时间	证书编号	有效期
1	2008年11月17日	GR200822000014	3年
2	2011年10月13日	GF201122000022	3年
3	2014年9月17日	GR201422000081	3年
4	2017年9月25日	GR201722000154	3年

自2008年以来，金赛药业持续被认定为高新技术企业，在历次《高新技术企业证书》有效期届满时均能取得高新技术企业认定。

## 2、预计金赛药业预测期内能持续满足高新技术企业的认定条件

金赛药业将根据相关规定在目前《高新技术企业证书》有效期届满（即2020年6月）前三个月提出复审申请。经比照核对《高新技术企业认定管理办法》规定的认定条件，在高新技术企业的认定条件不发生重大变更的情况下，预计金赛药业预测期内能持续满足高新技术企业的认定条件：

序号	《高新技术企业认定管理办法》规定的认定条件	金赛药业是否满足
1	拥有对其主要产品（服务）在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权	金赛药业一直坚持自主研发，对其主要产品的核心技术拥有自主知识产权，并于2015年获得国家科学技术进步二等奖。截至评估基准日，金赛药业合法拥有专有技术4项、专利技术14项，134项注册商标，目前仍在持续进行专利及著作权研发和申请
2	对主要产品（服务）发挥核心支持作用的技术属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围	金赛药业属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的生物与新医药技术行业，满足该项条件
3	从事研发和相关技术创新活动的科技人员占企业当年职工总数的比例不低于10%	截至评估基准日，金赛药业母公司的人员结构满足该项条件
4	近三个会计年度的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合：最近一年销售收入在2亿元以上的企业，比例不低于3%；其中，企业在中国境内发生的研究开发费用总额占全部研究开发费用总额的比例不低于60%	预测期内金赛药业的研发费用投入比例均高于前述比例要求，满足该项条件
5	近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于60%	金赛药业高新技术产品收入占比超过98%，满足该项条件

经比对分析，预计金赛药业在预测期内持续满足关于高新技术企业认定的相关标准，将继续享受高新技术企业税收优惠。

### 3、高新技术企业税收优惠的相关规定具有可持续性

高新技术企业税收优惠是根据《中华人民共和国企业所得税法》规定企业可以享受的税收优惠，其符合税收法定原则，不属于《国务院关于清理规范税收等优惠政策的通知》规定的清理范围。因此，在可预期未来，高新技术企业税收优惠的可持续性不存在实质性障碍。

综上，金赛药业自 2008 年以来持续被认定为高新技术企业，并且预计金赛药业预测期内能持续满足高新技术企业的认定条件，同时高新技术企业税收优惠的相关规定具有可持续性，因此，金赛药业作为高新技术企业适用 15% 的企业所得税具有可持续性。

## (二) 报告期所得税费用与营业利润是否匹配，补充披露营业利润与应纳税所得额之间的主要调节项目

### 1、报告期标的公司所得税费用与营业利润的匹配性

报告期内，标的公司所得税费用与营业利润的匹配性情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度
营业利润	97,234.01	132,433.27	80,853.64
所得税费用	14,903.01	19,568.61	12,585.22
净利润	82,330.99	112,864.65	68,268.43
所得税费用占营业利润的比例	15.33%	14.78%	15.57%

### 2、营业利润与应纳税所得额之间的主要调节项目

报告期内，标的公司营业利润与应纳税所得额之间的主要调节项目情况如下：

单位：万元

项目	2019年 1-6月	2018年度	2017年度
营业利润	99,298.02	134,660.33	82,913.34
加：营业外收入	41.57	265.83	140.43
减：营业外支出	2,105.58	2,492.89	2,200.13
利润总额	97,234.01	132,433.27	80,853.64
按适用税率计算的所得税（15%）	14,585.10	19,864.99	12,128.05
加：适用不同税率的影响	335.56	-	-
加：调整以前期间所得税的影响	382.51	203.23	393.80
加：不得扣除的成本、费用和损失	249.73	74.64	80.16
加：投资损失	-	1.79	10.39
加：研发费用加计扣除	-1,287.62	-2,414.97	-1,248.28
加：视同销售	637.74	1,838.93	1,221.09
所得税费用	14,903.01	19,568.61	12,585.22

四、金赛药业收益法评估中涉及税率相关假设的依据、预计其持续满足高新技术企业认定条件的合理性，如未能满足条件对标的资产盈利能力的具体影响

#### （一）金赛药业收益法评估中涉及税率相关假设的依据

在本次收益法评估过程中，涉及税率的相关假设如下：

- 1、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化；
- 2、被评估单位为高新技术企业，享受 15% 的所得税率的税收优惠政策，考虑到企业未来的研发能力和相关研发支出，在未来预测中假设企业能够持续享受该税收优惠政策。

国家税赋、税率等宏观政策具有连续性，且其未来变更难以准确预测，评估中通常均假设企业所执行的税赋、税率等政策无重大变化。

金赛药业于 2017 年 9 月 25 日通过高新技术企业复审，取得吉林省科学技术厅、吉林省财政厅、吉林省国家税务局、吉林省地方税务局联合颁发的《高新技

术企业证书》（证书编号：GR201722000154），有效期为三年。根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八规定：国家需要重点扶持的高新技术企业，减按15%的税率征收企业所得税。标的公司未来年度将继续加大研发费用投入，保持产品的市场竞争能力，预计在现有经营条件和规模情况下，未来仍可达到高新技术企业认定标准，继续按15%的税率缴纳企业所得税。因此本次收益法评估预测中，沿用15%的税率计算企业所得税。

## （二）预计金赛药业持续满足高新技术企业认定条件的合理性

预计金赛药业能够持续满足高新技术企业的认定条件，其合理性分析请详见本题回复之“三、金赛药业及其子公司适用企业所得税优惠税率的具体依据、期限及可持续性，报告期所得税费用与营业利润是否匹配，补充披露营业利润与应纳税所得额之间的主要调节项目”之“（一）金赛药业及其子公司适用企业所得税优惠税率的具体依据、期限及可持续性”。

## （三）如未能满足条件对标的资产盈利能力的具体影响

如国家关于高新技术企业认定及税收优惠的政策取消或调整，或由于金赛药业未按规定时间提出复审申请或复审不合格，可能无法继续享受相应的税收优惠政策，从而对其盈利水平造成一定不利影响。

按照金赛药业目前取得的《高新技术企业证书》，金赛药业高新技术企业所得税优惠期为2017年1月1日至2019年12月31日。若金赛药业于目前高新技术企业资格到期后无法继续享受相应的税收优惠政策，则对金赛药业业绩预测期剩余期间2020年-2038年盈利能力的具体影响如下：

单位：万元

项目	所得 税率	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 -2032 年 各年度	2033 年	2034 年 -2037 年 各年度	2038 年
利润总额		226,343.79	269,609.78	287,857.65	300,143.40	313,595.25	313,604.32	313,657.35	314,331.72	314,639.36	314,663.43
减：所得税	15%	31,527.17	37,583.02	40,125.51	41,806.80	45,110.46	45,111.82	45,119.78	45,220.93	45,267.08	45,270.69
	25%	52,545.28	62,638.36	66,875.84	69,678.00	75,184.10	75,186.37	75,199.63	75,368.22	75,445.13	75,451.15
净利润	15%	194,816.62	232,026.76	247,732.15	258,336.60	268,484.79	268,492.50	268,537.57	269,110.79	269,372.28	269,392.74
	25%	173,798.50	206,971.41	220,981.81	230,465.40	238,411.15	238,417.95	238,457.72	238,963.50	239,194.23	239,212.28
	变动率	-10.79%	-10.80%	-10.80%	-10.79%	-11.20%	-11.20%	-11.20%	-11.20%	-11.20%	-11.20%

若金赛药业于目前高新技术企业资格到期后无法继续享受相应的税收优惠政策，则对金赛药业 100% 股权评估值的影响约为-10.29%。

2020 年-2038 年所得税率	15%	25%
金赛药业 100% 股权评估值（万元）	2,023,195.58	1,815,092.49
变动率	-10.29%	

## 五、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：上市公司对收益法未来税率相关假设的依据、预计其持续满足高新技术企业认定条件的合理性进行了披露和分析。披露了如未能满足高新条件对公司盈利能力的影响情况。以上相关补充披露内容及分析具有合理性。



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  
191793号>资产评估相关核查意见的答复》之盖章页）

中联资产评估集团有限公司

2019年9月2日