

# 东北证券股份有限公司

## 关于万邦德新材股份有限公司发行股份购买资产 暨关联交易之并购重组委审核意见落实情况的说明 之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会（以下简称“并购重组委”）于2019年9月25日召开2019年第44次会议，依法对万邦德新材股份有限公司（以下简称“公司”）本次发行股份购买资产暨关联交易事项（以下简称“本次重组”）进行了审核，未予通过。并购重组委对本次重组的审核意见为：根据申请材料，申请人未能充分说明标的资产盈利预测的合理性及持续盈利能力稳定的依据。并购重组委认为：上述情形不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第四条和第四十三条的相关规定。

2019年11月10日，公司召开了第七届董事会第二十四次会议，审议通过了《关于继续推进本次重大资产重组事项的议案》，决定继续推进本次重组。

东北证券股份有限公司作为本次重组的独立财务顾问，根据《公司法》、《证券法》、《上市公司重大资产重组管理办法》等有关法律、法规和规章的要求，会同公司及其他中介机构，对并购重组委就本次重组提出的审核意见进行了认真分析和落实，现将落实情况说明如下。

万邦德制药是一家以国家中药保护产品、国内独家生产的银杏叶滴丸为主导产品，以创建一流药企为目标的高新技术制药企业。主营业务为现代中药、化学原料药及化学制剂的研发、生产和销售，拥有完善的药品研发、生产和销售体系，具有从中药提取、原料药合成到各类剂型制剂生产的完整产业链，尤其在心脑血管和神经系统重大疾病领域的天然植物药研究与应用方面特色鲜明、优势明显。随着国家政策和医药行业的发展，标的公司健全的业务模式、竞争优势、新产品的拓展，能为标的公司持续盈利能力稳定和盈利预测提供依据和保障。

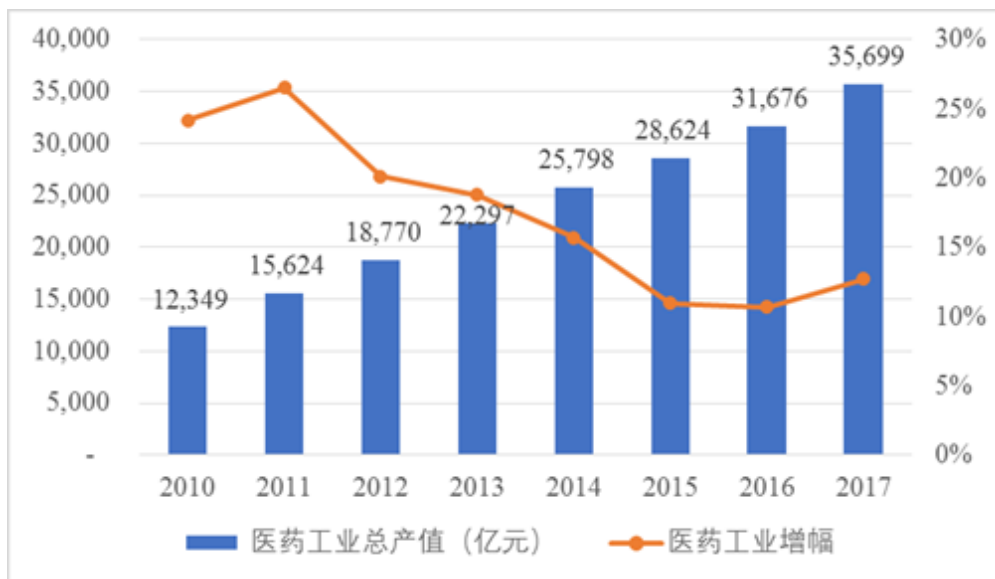
### 一、国家政策和医药行业发展为标的公司持续盈利能力稳定和盈利预测提

## 供外部基础

### 1、中国医药制造业快速增长

从改革开放初期年产值不到 100 亿元，发展到 2017 年度医药总产值超过 3 万亿元的规模，中国医药制造业增速遥遥领先于全球平均水平，产业规模创造出世界瞩目的成绩。2011 年中国医药工业增幅为近几年最高，达到 26.50%，虽然在 2011 年之后，医药工业总产值增速有所放缓，但在 2017 年有明显的回升态势，2017 年医药工业总产值达到 35,699 亿元，较 2016 年增长了 12.7%。

2010-2017 年我国医药工业总产值及增幅情况如下：



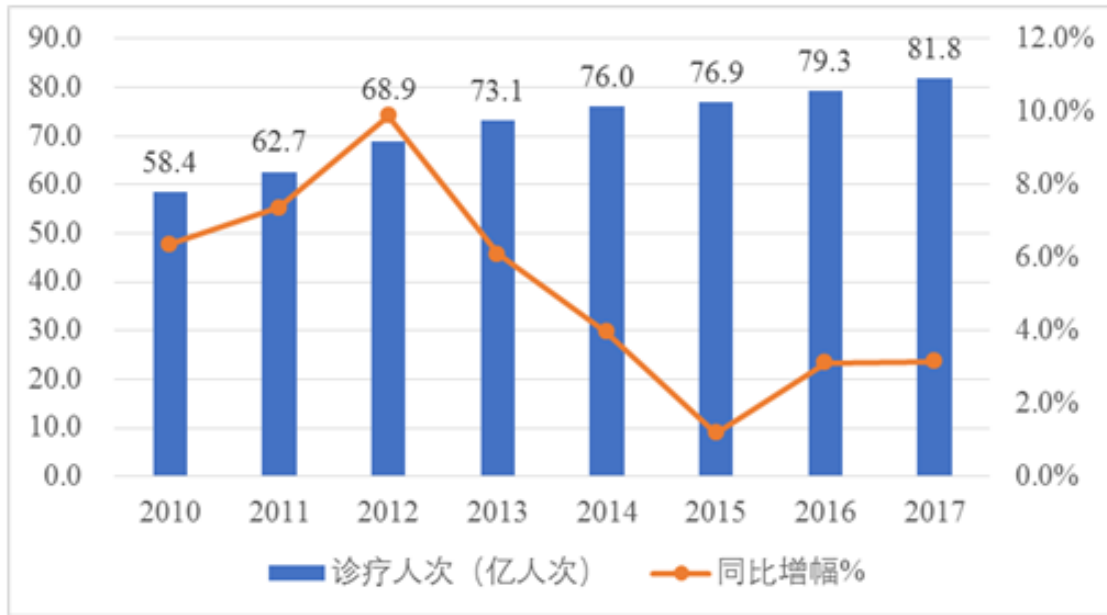
数据来源：国家统计局、南方医药经济研究所

注：全国医药工业系指七大子行业的总和，包括化学原料药、化学药品制剂、生物制剂、医疗器械、卫生材料、中成药、中药饮片。

### 2、中国医药市场潜力巨大

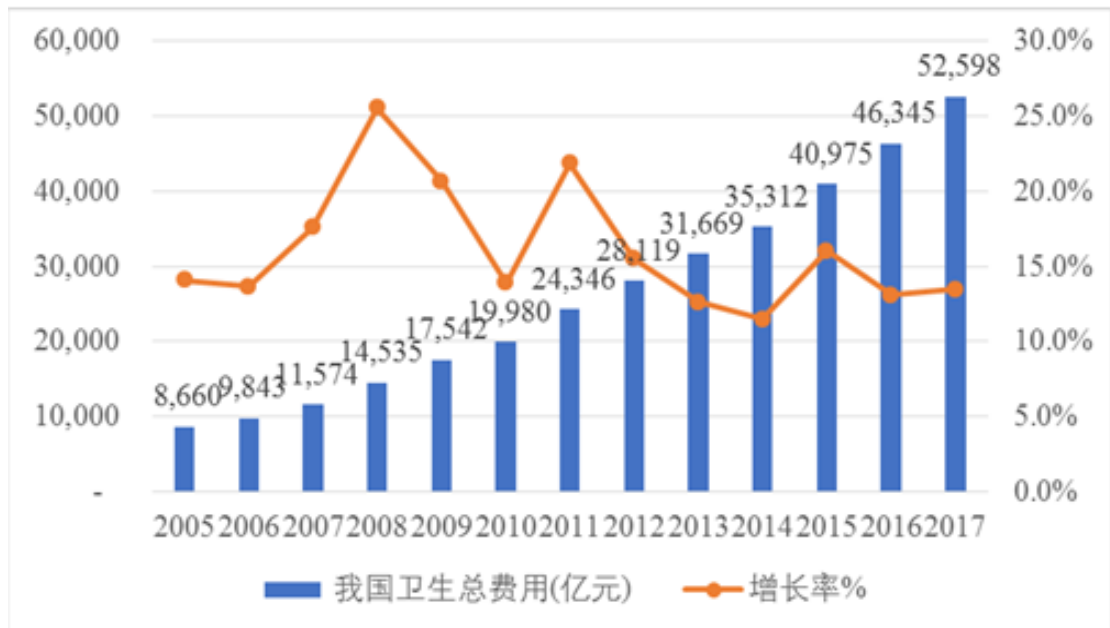
中国是世界公认潜力最大的药品市场。由于医药消费具有很强的刚性需求和不可替代性，因而人口基数和经济水平是衡量一个国家医药消费市场大小的主要标准。作为全球人口数量最多的国家，巨大的人口基数奠定了中国医药行业巨大的市场空间。同时，随着国民经济快速增长、人们生活水平逐步提高、人口老龄化进程加快，以及医药卫生体制改革不断深化，医保体系不断健全、人民群众日益提升的健康需求逐步得到释放，这将进一步扩大消费需求和提高用药水平，为我国医药工业发展带来机遇。我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一，有望在 2020 年以前成为仅次于美国的全球第二大药品市场。

近年来我国医疗总门诊人次及增长情况如下：



数据来源：《2018 年中国卫生健康统计年鉴》

近年来我国卫生总费用及增长情况如下：



数据来源：《2018 年中国卫生健康统计年鉴》

随着我国居民健康意识的加强、人口老龄化趋势明显以及医药科技领域的创新和发展，未来几年医药行业有望保持持续的增长。据前瞻产业研究院发布的医药行业报告，预计到 2023 年，我国医药市场规模将超过 4.5 万亿元。

医药行业是《中国制造 2025》的重点发展领域，在国家对医药行业的空前重视下，医药行业的行业地位不断提升。与此同时，医药产品与人们的健康生活

息息相关，未来，伴随着我国人口基数不断增加、人口老龄化问题加剧、城市化进程加快、人们对医疗保健的重视程度越来越高以及国家医疗卫生体制改革的不断深化，我国医药行业的销售收入和利润仍将保持较高的增长态势。

总体来看，我国医药行业发展面临较有利的国内环境，市场需求不断增长，国家对医药工业的扶持力度加大，质量标准体系和管理规范不断健全，有利于医药行业实现平稳较快发展。

## 二、未来行业竞争格局变动情况

万邦德制药是一家以国家中药保护产品、国内独家生产的银杏叶滴丸为主导产品，以创建一流药企为目标的高新技术制药企业。主营业务为现代中药、化学原料药及化学制剂的研发、生产和销售，拥有完善的药品研发、生产和销售体系，具有从中药提取、原料药合成到各类剂型制剂生产的完整产业链，尤其在心脑血管和神经系统重大疾病领域的天然植物药研究与应用方面特色鲜明、优势明显。目前，万邦德制药已初步形成“现代中药与化学药协同布局，特色原料药与制剂联动发展”的产业链形态和“以天然植物药为特色，以心脑血管和神经系统用药为主导，呼吸系统和其他领域用药有选择性突破”的产品格局。

### 1、银杏叶滴丸产品

目前，万邦德制药的银杏叶滴丸作为国内独家新剂型，市场份额相对稳定。万邦德制药的银杏叶滴丸产品作为独家生产的国家中药保护品种，并以其较好的剂型优势、良好的依从性和确切的临床疗效显现出独特的竞争优势，已经成为临床上治疗心脑血管疾病的常用药。与传统口服固体制剂相比，其主要优势在于：银杏叶滴丸采用先进固体分散技术和现代生产工艺制备而成，明确了药物有效成分的含量，有效控制了银杏叶提取物中的主要毒性物质银杏酸的含量，最大限度地减少了患者服药量和非活性成分可能带来的副作用；银杏叶滴丸的有效成分在基质中呈高度分散状态，更有利于药物的溶出和吸收；由于银杏叶滴丸中有效成分与非水基质无间隙，与空气接触面积小，不易发生氧化，从而提高了药物稳定性，更好地保证了产品质量。

### 2、石杉碱甲及其制剂

石杉碱甲是万邦德制药与浙江省医学研究院药物研究所、中国科学院上海药物研究所等单位合作研发的天然植物药，是我国首创的重大产品，曾获得国家技

术发明二等奖。石杉碱甲、银杏叶制剂和美金刚胺（memantine）是目前具有循证医学证据的用于治疗老年痴呆症最有效的三大药物，其中，石杉碱甲的治疗效果非常明显，市场潜力和应用前景广阔。

万邦德制药是国内独家获得石杉碱甲注射液注册批件的企业，也是国内首家获得石杉碱甲原料药药品注册批件的企业。近年来万邦德制药强化石杉碱甲相关技术和产品的研发，已经在石杉碱甲全合成技术、石杉碱甲缓释制剂等系列制剂的研究开发等方面取得丰富成果。随着未来新产品的陆续上市，万邦德制药在石杉碱甲及其制剂领域的特色和优势将更加突出。

### 3、盐酸溴己新及其制剂

盐酸溴己新制剂是目前临床应用中使用时最广泛的三大化痰类药物之一。目前，临床应用中使用时最广泛的三大化痰类药物分别是盐酸氨溴索、盐酸溴己新和乙酰半胱氨酸。其中盐酸氨溴索在化痰药市场销售额较高，其次为盐酸溴己新和乙酰半胱氨酸，近年来，传统的化痰药盐酸溴己新呈现出良好增长态势。万邦德制药凭借原料药和制剂的产业链集成优势，保持着盐酸溴己新片剂的较高国内市场份额。

### 4、其他重要产品的竞争情况

截至目前，万邦德制药其他重要产品获得生产批文的厂家的情况如下：

序号	药品名称	主要功能	国内药品批文数量	竞争地位
1	联苯双酯	治疗病毒性肝炎和药物性肝损伤引起转氨酶升高的常用药物	12 个	国内最主要的生产企业之一
2	联苯双酯滴丸		11 个	国内最主要的生产企业之一
3	氯氮平	抗精神病药，适用于精神分裂症各个亚型，对一些用传统抗精神病药治疗无效或疗效不好的病人，改用本品可能有效；也用于治疗躁狂症或其他精神病性障碍引起的兴奋躁动和幻觉妄想	8 个	国内最主要的生产企业之一
4	氯氮平片		76 个	国内最主要的生产企业之一
5	舒必利	抗精神病药，对抑郁症状也有一定疗效并可用于止呕	6 个	国内最主要的生产企业之一
6	氯丙嗪	抗精神病药，对兴奋躁动、幻觉妄想、思维障碍及行为紊乱等阳性症状有较好的疗	5 个	国内最主要的生产企业之一
7	氯丙嗪片		136 个	国内最主要的生产

序号	药品名称	主要功能	国内药品批文数量	竞争地位
		效。用于精神分裂症、躁狂症或其他精神病性障碍。		企业之一

数据来源：国家药品监督管理局

万邦德制药已经与国内知名院士长期合作，建立院士专家工作站，加快推动石杉碱甲原料及制剂项目的技术研究和科技成果转化。2018 年，万邦德制药的院士专家工作站被中国科学技术协会评为“2018 年度模范院士专家工作站”。除此之外，万邦德制药储备产品数量较多、剂型丰富、结构合理，拥有药品生产批准文号 190 个，属于拥有药品生产批件数量比较多的制药企业之一。万邦德制药产品涉及心脑血管、神经系统、呼吸系统和消化系统疾病等多个治疗领域。

5、标的公司新产品的拓展上市有利于标的公司持续盈利能力进一步提升

凭借着较高的技术研发优势，标的公司持续进行新产品的拓展，2018 年下半年新增间苯三酚注射剂和石杉碱甲注射液的药品生产批准文号，其中石杉碱甲注射液是标的公司的独家产品，2019 年 11 月 26 日取得药品 GMP 认证证书，预计 2019 年 12 月份能够上市销售。间苯三酚注射剂全国仅有三个批文，根据标的公司对市场的调研该药品在销售较好的省份销售额就达过亿元，市场空间巨大，2019 年 4 月，标的公司的间苯三酚注射液投放市场在 9 个省份并开始挂网销售，截至 2019 年 10 月，间苯三酚注射液实现销售收入 3,975 万元。

同时，标的公司还积极申报药品的一致性评价，目前涉及到一致性评价的药品占标的公司销售收入的比例较低，销售收入占营业收入的 10%左右；但随着一致性评价药品的通过，会带来新的业绩增长点。标的公司新产品的拓展有利于标的公司持续盈利能力进一步提升。

万邦德制药主要产品行业竞争格局及产品竞争力未发生重大不利变化，产品结构稳定；万邦德制药在报告期内保持着较高的研发投入，且在预测期内预测研发费用占营业收入的比例持续上升，以提高企业产品的市场竞争力，延续产品活力，为万邦德制药持续盈利能力稳定和盈利预测的可实现性提供产品基础，新产品的拓展上市有利于标的公司持续盈利能力进一步提升。

### 三、标的公司健全的业务模式为持续盈利能力稳定提供业务基础

通过多年发展，万邦德制药形成较为健全的业务经营模式，采购、生产、

销售、研发等业务模式能够不断适应市场变化，为万邦德制药持续盈利能力稳定提供业务基础。

## 1、采购模式

万邦德制药执行“以销定产、以产定购”的采购模式，拥有独立的采购体系，制定了《采购管理制度》《采购计划标准管理程序》等相关制度规范，加强对采购与付款管理的内部控制。万邦德制药根据 GMP 规范要求建立了严格的供应商遴选和管理制度。

## 2、生产模式

万邦德制药的生产计划采用“以销定产”的管理模式，并严格按 GMP 管理规范组织生产，并通过不断引进国内外先进的生产设备和管理经验，不断提高生产管理水平，严格控制产品成本，保证药品的安全性和有效性。

## 3、销售模式

万邦德制药建立了与产品特点相适应的销售模式，形成覆盖全国 30 多个省的营销网络。根据产品类别不同，万邦德制药采用不同的销售模式，主要分为专业化学术推广模式、经销商模式和直销模式。

### （1）专业化学术推广模式

专业化学术推广是目前行业通行的药品推广模式，主要是向市场及医疗机构介绍药品的药学药理基础研究成果、临床疗效的研究成果、药品不良反应、药物禁忌、临床应用的经验、药品的特点等专业知识，提高对药品的认知程度，为一线医疗工作者安全、精准用药提供支持。标的公司核心产品银杏叶滴丸及新上市的药品处方药采用该种推广模式。

### （2）经销商模式

经销商模式主要是通过具有医药经营资质的经销商，向多级经销商、医院及零售终端进行药品的销售及配送，标的公司销售的主要产品包括盐酸溴己新片、氯氮平片、头孢克洛颗粒、盐酸氯丙嗪片、奥美拉唑肠溶胶囊、枸橼酸钙片等。

### （3）直销模式

直销模式下，标的公司销售的产品包括原料药盐酸溴己新、石杉碱甲、氯氮平、联苯双酯等原料药及子公司万邦德医药经销的产品，主要客户为医药生产企业、各级医疗卫生机构、零售终端等。

综上，标的公司根据不同产品的特性，选择最优的销售模式，为标的公司持续盈利能力和预测业绩的事项提供业务基础。

#### **4、研发模式**

万邦德制药建立了完善的技术研究开发体系，具有较强的新药创制能力。已经形成了以自主研发和合作研发相结合的研发模式。目前万邦德制药已拥有 32 项授权专利，其中 24 项为发明专利，并有多项新药研究项目处于临床研究的不同阶段，为提升万邦德制药核心竞争力、保证可持续发展奠定了坚实基础。

万邦德制药业务经营模式稳定，能够为持续盈利能力稳定和盈利预测实现提供基础。

### **四、标的公司竞争优势为持续盈利能力稳定和盈利预测实现提供保障**

#### **1、产品优势**

标的公司主要产品特色鲜明、竞争力强，市场前景广阔，为标的公司持续盈利能力稳定提供产品保障。

标的公司重点发展心脑血管和神经系统两大重大疾病领域用药，目前标的公司在心脑血管和神经系统疾病领域的品种 30 余种，相关治疗领域的产品集群效应非常明显，有利于本公司品牌的提升和市场运营效率的提高。

万邦德制药拥有银杏叶滴丸、石杉碱甲等核心天然植物药品种，在心脑血管及神经系统天然植物药领域已形成产品系列和市场竞争优势，其中主导产品银杏叶滴丸是拥有自主知识产权的独家生产品种和国家二级中药保护品种，也是现代中药的新型制剂和传统口服制剂的升级产品，具有生物利用度高、起效迅速、依从性好、质量稳定等独特优势，已列入国家《医保目录》和《基本药物目录》，市场成长性良好。

石杉碱甲为国内外首创产品，曾获得国家技术发明二等奖，万邦德制药是国内独家获得石杉碱甲注射液注册批件的企业，也是国内首家获得石杉碱甲原料



药药品注册批件的企业，该药已被国内外公认为是改善认知功能和记忆障碍、治疗老年痴呆症最有效的药物之一，是具有循证医学证据的治疗药物。随着相关新产品的陆续上市，万邦德制药在天然植物药领域的特色和优势也将更加突出。

盐酸溴己新及其制剂，该产品是目前临床应用中使用的最广泛的三大化痰类药物之一。近年来，标的公司的这款药物凭借着原料药到制剂的全产业链集成优势，产品的国内市场占有率排名第一。

### ②主要产品在特定治疗领域和细分市场优势明显

万邦德制药优先发展心脑血管和神经系统两个重大疾病领域用药。除银杏叶滴丸等核心产品外，万邦德制药的盐酸溴己新及片剂、联苯双酯及滴丸剂、氯氮平及片剂等产品的市场份额在国内同产品中均排名前列，具有较强的竞争优势和议价能力。

### ③储备产品数量较多、剂型丰富、结构合理

万邦德制药拥有药品生产批准文号 190 个，属于拥有药品生产批件数量比较多的制药企业之一。报告期内，万邦德制药获得石杉碱甲注射液注册批件，属国内独家产品。万邦德制药产品涉及心脑血管、神经系统、呼吸系统和消化系统疾病等多个治疗领域，剂型涵盖滴丸剂、片剂、颗粒剂、散剂、酞剂、露剂、膏剂、糖浆剂、口服液、滴眼液、原料药、大容量注射剂和小容量注射剂等，系国内拥有药品剂型较多的制药企业之一。丰富的产品储备，为万邦德制药提升品牌和长远发展奠定坚实基础。

报告期内批量生产的药品种类 30 多种，产品种类不断丰富。除上述主要产品外，其他产品的销售规模也在不断增长，在营业收入中的比重不断上升，从 2016 年的 15.40% 增长到 2019 年上半年的 22.20%，2018 年其他产品销售收入较 2016 年增长了 2,510.41 万元。其他产品营业收入的增长及占比提高，改善了标的公司收入结构，有利于提高标的公司持续盈利能力稳定性。

## 2、研发和技术创新优势

万邦德制药是一家以国家二级中药保护产品、国内独家生产的银杏叶滴丸为龙头产品，以创建一流药企为目标的高新技术制药企业，拥有完善的研发体系，拥有一支具有较高专业技术水平和较强自主创新能力的研发团队。万邦德制药研

发中心被浙江省认定为“心脑血管药物省级高新技术企业研究开发中心”，被台州市认定为“市级企业技术中心”。万邦德制药成功开发出银杏叶滴丸、石杉碱甲等系列产品并已实现产业化生产，有多项新药开发、技术创新和产业化生产项目正在进行中。万邦德制药已建立起具备较强竞争优势的技术开发平台，在天然植物药分离纯化技术、药物释放技术、化学原料药合成技术、心脑血管及神经系统药物工艺优化与技术创新等方面积累了丰富的研发经验。

此外，万邦德制药在不断深化自主研发的同时，积极探索并实施产学研一体化战略，取得了显著成效，目前万邦德制药已拥有 32 项授权专利，其中 24 项为发明专利，并有多项新药研究项目处于临床研究的不同阶段，为提升万邦德制药核心竞争力、保证可持续发展奠定了坚实基础。

### **3、全产业链集成优势**

国内制药企业多数为单一的制剂或原料生产企业，同时具备原料药和制剂生产能力的企业较少。受制于供求关系的影响，原料药和制剂上下游企业相互依赖程度日益加深，相互制约互为瓶颈的问题也更加突出。万邦德制药产业结构合理、生产环节产业链较为完整，在中药生产领域拥有中药提取和多个剂型制剂生产车间，在化学药生产领域拥有原料药合成和多个剂型制剂生产车间，实现了盐酸溴己新、联苯双酯、氯氮平等主要制剂所需原料的自产化。这种产业链集成优势可以明显提高资源的配置效率和产能的协同效应，有利于保证产品质量和降低生产成本，提高产品的核心竞争力。

### **4、销售渠道优势**

近年来，标的公司的市场区域不断开拓，主要产品中标省（直辖市、自治区）达到 31 个，几乎覆盖全国各省，标的公司的销售区域不断拓展，为标的公司业务发展提供基础。

报告期内，标的公司的销售终端不断拓展，终端医疗机构从 2016 年的 9,064 家，增加到目前的 13,843 家，银杏叶滴丸配送商、经销商由原来的 190 多家增加到 700 多家，并且标的公司还积极开拓 OTC 市场（药店），销售渠道的逐步拓宽，为产品销售提供了有力的渠道保障。

### **5、质量优势**

在质量控制方面，万邦德制药建立了完善的质量管理体系，根据原材料和产品的性质制定高标准的企业内控质量标准，对原材料和产品的质量进行控制；同时，万邦德制药通过产业结构转型升级，形成较为完整的产业链，保证相关产品工艺的标准化和质量的均一性。此外，万邦德制药拥有经验丰富的质量控制与检测人员，拥有先进的气相、液相色谱仪等质量控制与检测设备，可实现从原材料采购、生产到销售全过程的严格质量控制，从而有效保证产品质量。

## **6、区位优势**

万邦德制药毗邻浙江省化学原料药生产基地，与国内位于其他地区的原料药企业相比，可获得更多产业集群优势，区域内公用工程、交通运输等公共服务体系完善，精细化工原辅料、制药设备等配套产业非常齐全。子公司贝斯康药业位于银杏叶之乡—江苏邳州，银杏叶资源丰富，能够稳定供应主要原材料银杏叶提取物。

## **7、管理水平和人才优势**

万邦德制药拥有较高的管理水平和较强的人才优势。万邦德制药股份制改造较早，严格按照股份制企业规范运作，治理结构健全，采用现代管理模式，严格按照 GMP 要求进行药品生产和质量管理。截至报告期末，万邦德制药现有员工 670 人，汇集众多高素质的管理人才和技术人员。

标的公司的核心竞争优势是持续盈利能力稳定和业绩预测实现的坚实基础。

## **五、标的公司盈利预测的合理性**

### **（一）万邦德制药历史业绩情况**

由于受“银杏叶专项治理”、“两票制”等政策影响，标的公司 2015 年、2017 年营业收入有所波动，不能真实反映其正常的市场需求和产品增长情况，因此本次对历史年度业绩情况合理性分析延长至前十年（2009 年-2018 年）。根据历史业绩情况，在银杏叶事件之前的 2009 年至 2014 年属于快速发展阶段，营业收入每年均处于良好的成长之中且复合增长率达到 51.12%；2015 年至 2018 年，由于受 2015 年银杏叶专项治理及 2017 年“两票制”的影响，打乱了标的公司的快速增长趋势，银杏叶事件之后，2015 年-2018 年标的公司一直处于恢复之中，期间又受到两票制的影响，从 2015 年至 2018 年的恢复期来看，恢复期销售收入的复

合增长率为 20.66%；具体增长情况如下：

历史年度营业收入及增长率

单位：万元

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
营业收入	8,341.69	11,979.83	16,462.09	21,821.50	30,175.97
环比增长率	-	43.61%	37.42%	32.56%	38.29%

续上表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入	65,755.46	41,905.75	69,873.88	56,422.73	73,621.97
环比增长率	117.91%	-36.27%	66.74%	-19.25%	30.48%

2014 年营业收入增长主要是由于银杏叶滴丸进入国家医保目录，患者购买银杏叶滴丸可以实现医保报销，使银杏叶滴丸需求提升。

2015 年，“银杏叶专项治理”使全国银杏叶药品销售暂停 4-6 个月，受此影响标的公司银杏叶滴丸销售收下降，导致营业收入下滑；2016 年，随着“银杏叶专项治理”影响的消除，标的公司银杏叶滴丸销量增加，带动 2016 年营业收入提高，体现出标的公司产品具有较好的市场竞争力。

2017 年，受国家全面实施“两票制”影响，药品配送由原医药公司多级分销配送更改为由各医药公司一级配送，减少了配送环节，万邦德制药优先销售经销商渠道中的库存产品，因此导致万邦德制药 2017 年自身销售量下降，但从医院终端销售情况来看，根据南方医药经济研究所对城市公立、县级公立医院银杏叶制剂监测数据显示，2016 年至 2018 年，万邦德制药银杏叶滴丸市场占有率分别为 22.89%、23.85%、23.65%，市场占有率较为稳定；2017 年终端销售收入分别较上年增长 10.86%，可以看出万邦德制药银杏叶滴丸 2017 年的终端销售收入仍然保持了高速增长。

从 2009-2018 年十年的历史期来看，虽然期间受“银杏叶专项治理”、“两票制”等政策影响，致使营业收入产生波动，但标的公司营业收入仍取得了不断增长，近十年的算术平均增长率为 34.61%，年复合增长率为 27.37%，说明标的公司历史业绩增长较好，标的公司业绩呈增长上升趋势，凭借历史业绩打下良好基础，为未来发展提供了有力保障。

(二) 业务拓展及在手订单情况

## 1、标的公司业务拓展情况

近年来，标的资产的主要产品银杏叶滴丸、盐酸溴己新片、联苯双酯滴丸等主要产品中，省（直辖市、自治区）个数统计数据如下：

产品名称	2019年 1-6月	2018年度	2017年度	2016年度
银杏叶滴丸	31	31	31	30
盐酸溴己新片	26	26	24	20
联苯双酯滴丸	26	25	23	21

由上表可知，通过对市场不断开拓，标的公司银杏叶滴丸、盐酸溴己新片、联苯双酯滴丸已覆盖全国大部分省（直辖市、自治区），标的公司的销售区域不断拓展，为标的公司业务发展提供基础。

近年来，标的资产主要产品银杏叶滴丸、盐酸溴己新片、联苯双酯滴丸等产品经销商、配送商数量统计数据如下：

产品名称	2019年 1-6月	2018年度	2017年度	2016年度
银杏叶滴丸	735	694	432	193
盐酸溴己新片	298	280	190	91
联苯双酯滴丸	210	187	153	71
产品涵盖终端医疗机构家数	13,843	13,923	10,810	9,064

报告期内，标的公司的销售终端不断拓展，终端医疗机构从 2016 年的 9,064 家，增加到目前的 13,843 家，银杏叶滴丸配送商、经销商由原来的 190 多家增加到 700 多家，并且标的公司还积极开拓 OTC 市场（药店），销售渠道的逐步拓宽，为产品销售提供了有力的终端客户保障。

## 2、标的公司在手配送协议情况

标的公司为医药生产和销售企业，其销售模式为：标的企业首先与各大配送商签订年度框架协议，其次根据市场供求关系、经销商的备货需求等以订单形式确定每个批次的销售金额和销售量。由于标的公司产品具有生产周期短、销售周转快的特点，其在手订单的滚动周期较快，因此，标的企业基本没有长期订单。截至本回复出具日，标的公司主要产品银杏叶滴丸在手配送协议 810 多份，其中主要客户相关的配送协议为 187 份，具体明细如下：

序号	客户名称	在手配送协议份数	履约期限	规格
1	中国医药集团有限公司及其下属子公司	88	2019-1-1 至 2019-12-31	60mg*100 、 60mg*60 、 63mg*100 、 63mg*120 、

序号	客户名称	在手配送协议份数	履约期限	规格
				63mg*60
2	上海医药集团股份有限公司及其下属子公司	26	2019-1-1 至 2020-12-31	60mg*100 、 60mg*60 、 63mg*100、63mg*60
3	广东大翔药业有限公司	2	2019-4-1 至 2020-3-31	63mg*60 、 63mg*100 、 60mg*60、63mg*120
4	华润医药集团有限公司及其下属子公司	51	2019-1-1 至 2019-12-31	60mg*100 、 60mg*60 、 63mg*100、63mg*60
5	深圳市海王生物工程股份有限公司及其下属子公司	20	2019-1-1 至 2019-12-31	60mg*100 、 60mg*60 、 63mg*100、63mg*60
合计		<b>187</b>		

上述配送协议执行期限大部分为一年，目前均已开始执行，可以为万邦德制药 2019 年度经营业绩的实现提供业务基础。

### （三）盈利的预测依据及可实现性

通过预测万邦德制药的营业收入、成本、费用、税费等确定利润，具体过程如下：

#### 1、主要产品营业收入预测的合理性

本次预测产品的营业收入是通过分别预测各产品的销量和单价测算确定，万邦德制药主要产品分为银杏叶滴丸、盐酸溴己原料药及制剂、联苯双酯滴丸及原材料药、氯氮平及其他类，具体预测过程如下：

##### （1）银杏叶滴丸

##### 1) 产品介绍

银杏叶滴丸主要用于治疗心脑血管疾病，2018 年销售收入占标的公司营业收入 50%左右，是万邦德制药拥有自主知识产权的独家中药保护品种。目前，银杏叶口服制剂生产厂家有 100 余家，其中，银杏叶滴丸、银杏叶滴剂、银杏叶酞及银杏叶丸各自只有一家生产企业，而银杏叶片的生产厂家最多，银杏叶滴剂的生产厂家为山东仙河药业有限公司（国药准字 Z20080674），银杏叶酞的生产厂家为北京华润高科天然药物有限公司（国药准字 Z20060039），银杏叶丸的生产厂家为四川德峰药业有限公司（国药准字 Z20050491）。与传统口服固体制剂相比，具有生物利用度高、起效快、依从性好、质量稳定等独特优势。2018 年银杏叶滴丸是唯一进入了卫计委指导编写的《临床路径释义》的银杏叶口服制剂，

成为心脑血管多个病种推荐口服产品。随着临床路径工作的推进，银杏叶滴丸市场覆盖率会有明显提高。

## 2) 市场开发情况

### ①传统医院销售渠道增长较快

银杏叶滴丸已中标入围 31 个省市，经销商、配送商数量从 2016 年的 190 多户增加至目前的 700 多户，终端医疗机构户数从 2016 年的 9,064.00 家，增加到目前的 13,843.00 家，覆盖范围逐年扩大，有力保障了药品后续市场销售。随着我国居民健康意识的加强、人口老龄化趋势明显，未来该产品销售仍有较大的市场空间。从医院终端销售情况来看，根据米内网对城市公立、县级公立样本医院银杏叶制剂监测数据显示，2016 年至 2018 年，万邦德制药生产的银杏叶滴丸的市场占有率分别为 1.44%、1.47%、1.56%，呈稳步上升趋势。

### ②开拓新的销售渠道-开拓 OTC 市场

企业还积极开拓 OTC 市场（药店），销售渠道的逐步拓宽，为产品销售提供了有力的终端客户保障。根据其他中药品种的销售经验，OTC 市场同样具有较大的市场规模。

## 3) 利好政策出台对万邦德销售增长提供保障

根据 2019 年国务院办公厅发布（国办发〔2019〕47 号）《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》，意见指出，提升基本药物使用占比，并及时调整国家基本药物目录，逐步实现政府办基层、二级、三级公立医院基药配备品种数量占比原则上分别不低于 90%、80%、60%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。该政策提高了基本药物目录里药品的用药比例，银杏叶滴丸进入国家基本药物目录，政策利好有利于提高终端的市场销售。

## 4) 未来市场空间巨大

根据《中国循环杂志》发表的由国家心血管病中心组织编撰的《中国心血管病报告 2018》的数据，我国心血管病现患人数为 2.9 亿，心脑血管病住院总费用快速增加；中国心血管病患病率及死亡率仍处于上升阶段，自 2004 年至今，年均增速远高于国民生产总值增速。可见，心脑血管疾病人群数量较大，对治疗该

疾病的药物的需求量也将是一个巨大的市场，未来市场空间潜力较大。根据米内网统计数据，心脑血管疾病用药在城市公立、县级公立样本医院的中成药销售额从 2013 年的 695 亿元增长到 2018 年的 826 亿元，2018 年心脑血管疾病用药在整个中成药市场占有率达到了 36.76%，说明该类中成药的市场空间较大。

5) 未来预测依据

银杏叶滴丸历史销量情况如下：

单位：万盒

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
销售量	349.10	513.47	866.88	1,219.51	1,251.83
增长率		47.08%	68.83%	40.68%	2.65%

续上表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
销售量	1,679.13	518.73	1,301.03	914.22	1,214.17
增长率	34.13%	-69.11%	150.81%	-29.73%	32.81%

银杏叶滴丸历史营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
销售收入	3,124.84	4,302.95	8,242.66	11,579.11	18,876.84
增长率		37.70%	91.56%	40.48%	63.02%

续上表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
销售收入	49,510.35	16,012.03	40,933.36	29,431.40	36,600.67
增长率	162.28%	-67.66%	155.64%	-28.10%	24.36%

由上表可知，尽管受“银杏叶专项治理”、“两票制”实施影响，标的公司银杏叶滴丸 2015 年、2017 年销售收入出现波动，但凭借产品优势、渠道优势，银杏叶滴丸销售收入很快得到恢复，可以为预测期银杏叶滴丸营业收入的实现提供历史依据。

由于受“银杏叶专项治理”、“两票制”等政策影响，标的公司 2015 年、2017 年银杏叶滴丸销量出现波动，不能真实反映其正常的市场需求和产品增长情况，因此本次对销售情况历史年度合理性分析延长至前十年（2009 年-2018 年）。根据银杏叶滴丸的销售情况，在银杏叶事件之前的 2009 年至 2014 年，销量每年均



处于良好的成长之中且销量复合增长率达到 36.91%；2015 年至 2018 年，由于受 2015 年银杏叶专项治理及 2017 年“两票制”的影响，打乱了银杏叶滴丸产品的正常增长趋势，银杏叶事件之后，2015 年-2018 年该产品一直处于恢复之中，期间又受到两票制的影响，从 2015 年至 2018 年的恢复期来看，恢复期银杏叶滴丸的销量复合增长率为 32.77%，但 2018 年销售量仍未恢复到的 2014 年销量水平。鉴于 2009-2014 年的复合增长率和恢复年度的复合增长率均高于 30%，如扣除两次事件影响，银杏叶滴丸的销量正常复合增长率应该在 30%以上，本次评估基于目前的宏观经济形势和医疗行业的发展状况，谨慎预计 2019 年销量的增长率为 25%，之后年度呈逐步下降的趋势。

预测期银杏叶滴丸销量情况如下：

单位：万盒

项目	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
销售量	1,517.71	1,897.14	2,276.56	2,618.05	2,879.85
增长率	25.00%	25.00%	20.00%	15.00%	10.00%

考虑单价后，预测期银杏叶滴丸的销售收入情况如下：

单位：万元

项目	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
销售收入	45,728.56	56,669.70	67,323.60	77,422.14	85,164.35
增长率	24.94%	23.93%	18.80%	15.00%	10.00%

综上所述，根据银杏叶滴丸市场需求、市场占有率，2019 年预测增长率为 25%（仍未超过 2014 年的销量），销量预测期的复合增长率 18.86%、收入预测期的复合增长率 18.40%，均低于正常期 2009-2014 年和恢复期 2015-2018 年的销量复合增长率和收入复合增长率（均在 30%以上），也低于该产品历史期近十年的收入复合增长率 31.44%。从 2019 年 1-10 月份实际完成情况来看，2019 年 1-10 月份较上年同期销量增长了 37.45%，收入增长了 45.22%，均高于 2019 年预测增长率。因此，本次预测具有可实现性和合理性。

## （2）制剂系列

制剂系列包括盐酸溴己新片、联苯双酯滴丸，占营业收入的 10%左右，未来年度的预测如下：

### 1) 盐酸溴己新片

盐酸溴己新片占公司收入的 8%左右，属于呼吸系统药物，主要用于慢性支

气管炎、哮喘等引起的粘痰不易咯出的患者。据米内网数据显示，2013年-2018年我国呼吸系统化学药总销售额从320亿元增长至574亿元，仅祛痰药在2018年就达到118亿元的销售额，其中重点城市公立医院呼吸系统化学药市场达46.6亿元，2008年-2016年国内重点城市公立医院呼吸系统化药市场用药市场复合增长率达17.71%，表现出快速增长态势。在呼吸系统用药终端市场中，镇咳祛痰感冒类药物占据着主要份额，从市场看，该类药品仍有较大开发潜力。根据米内网对（城市公立，县级公立）样本医院监测数据显示，2016年至2018年，万邦德制药的盐酸溴己新片在溴己新片剂市场的占有率从69%增长到74%，市场占有率较高，并稳步增长。

目前，万邦德制药盐酸溴己新片挂网省份由2016年20个省（直辖市、自治区）增加到目前26个省（直辖市、自治区），经销商、配送商数量从2016年的190户增加至目前的700户，随着销售渠道的建立，经销商、配送商数量，销售量也会增加，从万邦德自身来看，历史年度由于受两票制影响，该产品销量有较大波动，但从终端来看，根据米内网统计的万邦德制药2013-2018年医院终端的复合增长率37.10%，说明从长期来看，产品销量在稳步增长；同时配合销售渠道进一步拓展，预测2019年销售量增长率为25%，以后年度增长率将逐步下降。

本次预测的2019年销量增长率和收入增长率低于米内网统计的2013-2018年万邦德制药医院终端的复合增长率37.10%，因此，本次估值具有合理性和可实现性。

标的公司将该类药品已积极申请了仿制药质量和疗效一致性评价，并且国家药品监督管理局已受理，已完成生产现场检查，正在CDE技术审评中，预期来看，该行为将有力增强该类药品的市场竞争力。

考虑单价后，盐酸溴己新片历史期及预测期销售收入及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 E	2020年 E	2021年 E	2022年 E	2023年 E
销售收入	5,895.96	3,974.33	6,021.26	7,446.14	8,813.65	10,034.34	11,037.77	11,589.66
增长率	-	-32.59%	51.50%	23.66%	18.37%	13.85%	10.00%	5.00%

## 2) 联苯双酯滴丸

联苯双酯滴丸，占标的公司收入的2%左右，系消化系统用药，适用于迁延性肝炎及长期单项谷丙转氨酶异常者。据世界卫生组织数据，全世界约有20亿

人携带乙型肝炎病毒，其中有 17.5%患有不同程度的慢性肝病，肝炎已成为第 6 大健康杀手。据中国疾病预防控制中心数据：我国每年报告甲肝发病 2.2 万例，戊肝发病 2.7 万例；全国乙肝病毒表面抗原携带者约 9300 万人，每年乙肝新发感染者仍然超过 10 万人。据统计，我国每年新增病毒性肝炎发病患者达超 100 万，2017 年我国肝病用药市场规模达到 660.71 亿元，2012-2017 年的年复合增长率约为 17%，说明肝炎用药仍有较大的市场增长空间。

从万邦德制药历史期本身来看，该产品 2016 年之前，销售一直处于增长阶段，而 2017 年由于受两票制影响销售下降。根据米内网对城市公立、县级公立样本医院联苯双酯滴丸监测数据显示，2016 年至 2018 年，万邦德制药的联苯双酯滴丸市场占有率分别为 53.72%、59.30%、63.25%，市场占有率较高且稳步增长；从样本医院终端销售来看，2013 年-2018 年的平均增长率为 50.75%，复合增长率为 28.70%，说明产品终端的销售仍保持了较高的增长。

目前，万邦德制药的联苯双酯滴丸挂网省份由 2016 年 21 个省增加到目前 26 个省（市、区），经销配送商已由 2016 年底的 70 多家，发展到 2019 年 6 月底的 210 多家，随着营销网络逐步扩大，销售渠道恢复和新市场的开拓，通过与管理层沟通，预测 2019 年销量增长率为 25%，预测期销量增长率将逐步降低，2023 年之后趋于稳定。2019 年的销量增长率和收入增长率均低于历史近五年终端销售平均增长率和复合增长率，因此，具有可实现性和合理性。

考虑单价后，联苯双酯滴丸历史期及预测期销售收入及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
销售收入	3,471.71	1,575.80	1,440.65	1,781.57	2,108.76	2,400.83	2,640.91	2,772.96
增长率		-54.61%	-8.58%	23.66%	18.37%	13.85%	10.00%	5.00%

### （3）原料药系列预测：

原料药系列包括氯氮平原料药、盐酸溴己新原料药、联苯双酯原料药、石杉碱甲原料药，占营业收入的 20%左右，未来年度预测如下：

1) 氯氮平原料药：精神系统类药物，从历史期看，增长势头减缓，发展处于平稳期。从公开数据，无法获取该产品市场占有率数据。通过与企业管理层沟通，该产品市场需求较为平稳，未来年度增长空间不大，故未来将保持在当前水平，预测 2019-2023 年以 2018 年的销量为基础保持不变。

考虑单价后，氯氮平原料药历史期及预测期销售收入及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 E	2020年 E	2021年 E	2022年 E	2023年 E
销售收入	4,580.13	7,751.71	7,858.73	8,015.21	8,015.21	8,015.21	8,015.21	8,015.21
增长率		69.25%	1.38%	1.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

2) 盐酸溴己新原料药，呼吸系统祛痰类用药。标的公司首先满足自有产品溴己新片的自用量后才对外销售，主要销售按《国家药典标准》供应国内制剂生产厂家及按照客户协议标准供应出口的医药中间体，且报告期内医药中间体的销量逐年下降，因此销售略有波动。通过对盐酸溴己新原料药的市场占有率调查，从公开数据无法获取该产品市场占有率数据。对未来预测时，根据公司战略规划，将大力发展以此为原料的成品药盐酸溴己新片的生产和销售，而企业又暂无扩产计划，因此未来年度对外销售将保持在当前水平，本次预测 2019-2023 年维持在 2018 年水平。

考虑单价后，盐酸溴己新原料药历史期及预测期销售收入及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 E	2020年 E	2021年 E	2022年 E	2023年 E
销售收入	2,514.85	2,412.45	4,225.97	4,310.12	4,310.12	4,310.12	4,310.12	4,310.12
增长率		-4.07%	75.17%	1.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

3) 联苯双酯原料药：联苯双酯是治疗病毒性肝炎和药物性肝损伤引起转氨酶升高的常用药物。作为联苯双酯滴丸的原料药，除供万邦德制药自身产品使用外，还对外销售，2018 年由于市场行情影响，较 2017 年有所下降，从历史期来看，呈快速增长趋势，2015 年-2018 年平均增长率为 115.69%，复合增长率达 86.12%。通过对联苯双酯原料药的市场占有率调查，从公开数据无法获取该产品市场占有率数据。通过与管理层沟通，2019 年该类药品的市场拓展和开发，未来增长仍有较大空间，本次谨慎考虑预测 2019 年按照 25%趋势来增长，以后年度增长率将逐步下降，2023 年之后趋于稳定。

考虑单价后，联苯双酯原料药历史期及预测期销售收入及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 E	2020年 E	2021年 E	2022年 E	2023年 E
销售收入	553.85	1,298.44	1,126.49	1,407.45	1,674.46	1,906.37	2,097.06	2,201.93
增长率		134.44%	-13.24%	24.94%	18.97%	13.85%	10.00%	5.00%

4) 石杉碱甲原料药：神经系统用药，其制剂适用于良性记忆障碍，提高患

者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。石杉碱甲为国内外首创产品，曾获得国家技术发明二等奖。万邦德制药是国内独家获得石杉碱甲注射液药品注册批件的企业，也是国内首家获得石杉碱甲原料药的企业，万邦德制药已经与国内知名院士长期合作，建立院士专家工作站，加快推动石杉碱甲原料及制剂项目的技术研究和科技成果转化。从历史期看，近三年销量基本平稳，主要是上海复旦复华药业有限公司生产的石杉碱甲片、石杉碱甲胶囊，辰欣药业股份有限公司生产的石杉碱甲片等的石杉碱甲制剂；通过对石杉碱甲原料药的市场占有率调查，从公开数据无法获取该产品市场占有率数据。虽然根据公司规划未来将加大石杉碱甲制剂的转化，截止本核查意见出具日，万邦德制药的石杉碱甲缓释制剂已拿到临床批件（批件号[2018L02643]），还未取得生产批文；标的公司的石杉碱甲注射剂已取得药品批准文号（国药准字 H20183340），2019年11月26日取得药品 GMP 认证证书，2019年12月份能够上市销售。

由于石杉碱甲制剂的转化存在不确定性，本次评估基于谨慎考虑，未预测石杉碱甲制剂在预测期的收入，仅以石杉碱甲原料药在2018年的销售量为基础保持不变预测2019-2023年的销售量。

考虑单价后，石杉碱甲原料药历史期及预测期销售收入及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 E	2020年 E	2021年 E	2022年 E	2023年 E
销售收入	1,041.49	1,075.66	1,123.79	1,146.25	1,146.25	1,146.25	1,146.25	1,146.25
增长率		3.28%	4.47%	2.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

（4）其他类产品，占营业收入的20%左右，包括未作为主要产品的口服制剂、原料药、注射剂等产品，由于数量多，种类杂，为便于预测，本次不再统计销售数量，按照收入增长情况预测。

其他类药品包括制剂如氯氮平片、盐酸氯丙嗪片、西咪替丁片、枸橼酸钙片、小儿氨酚那敏颗粒、头孢克洛颗粒、奥美拉唑肠溶胶囊等；原料药如舒必利、西咪替丁、诺氟沙星等；注射剂产品有氯化钠注射液、葡萄糖注射液等。万邦德制药对该类系列药品采用招商和统配的方式，通过不断开拓市场，分别向医院终端和零售终端拓展；对属于低价药目录的药品在全国省市区域逐步推进挂网，并通过增加合作销售商的方式向医院终端销售；对部分药品走 OTC 渠道，增加零售

终端的合作商，扩大零售终端市场。同时考虑企业未来对新产品的推出上市（如间苯三酚注射液、石杉碱甲注射液）等因素，也将有力促进销售额的增加。通过历史期来看，2015年-2018年其他类产品的收入复合增长率达到了23.09%，仅2018年收入增长率达到了71.08%，可以看出整体呈现出快速发展的趋势。本次评估参考历史期收入的复合增长率并结合2018年增长情况，预测2019年收入按照23%的趋势来增长，以后年度增长率将逐步下降，2023年之后趋于稳定。其他类产品历史期及预测期销售收入及增长率情况如下：

单位：万元

项目	2016年	2017年	2018年	2019年E	2020年E	2021年E	2022年E	2023年E
销售收入	10,740.78	8,895.25	15,217.70	18,517.76	21,776.88	25,439.75	29,255.72	32,181.29
增长率		-17.18%	71.08%	21.69%	17.60%	16.82%	15.00%	10.00%

（5）新产品包括间苯三酚注射液和石杉碱甲注射液。

2018年，万邦德制药新取得间苯三酚注射液和石杉碱甲注射液两个新的产品药品批准文号，其中：间苯三酚注射液于2019年4月通过GMP认证，并投入市场销售，截至2019年10月末已经销售3,975万元。该产品已经进入全国医保范围，目前全国仅有三个批文，其他2家目前销售总额在10亿以上。根据标的公司对市场的调研该药品在销售较好的省份销售额就达过亿元，因此，未来市场潜力巨大。

石杉碱甲注射液，2019年11月26日取得药品GMP认证证书，2019年12月份能够上市销售。石杉碱甲为国内外首创产品，曾获得国家技术发明二等奖，万邦德制药是国内独家获得注册批件的企业，是国内首家获得石杉碱甲原料药注册批件的企业。

报告期内，石杉碱甲注射液无营业收入，间苯三酚注射液2019年3月开始实现销售收入，本次评估基于谨慎性考虑，未将石杉碱甲注射液、间苯三酚注射液列入盈利预测范围进行预测，但新产品的推出上市，将有力保障预测业绩的实现。

（6）价格预测

1) 万邦德制药各主要产品报告期销售单价增长率、变动原因及合理性

报告期内，万邦德制药主要产品平均销售单价情况如下：

单位：元

产品名称	2019年1-6月		2018年度		2017年度		2016年度
	单价	变动率	单价	变动率	单价	变动率	单价
银杏叶滴丸（100丸/盒）	32.23	6.93%	30.14	-6.37%	32.19	2.32%	31.46
石杉碱甲（克）	2,860.26	2.18%	2,799.18	0.37%	2,788.96	-3.58%	2,892.55
盐酸溴己新（千克）	1,392.77	-14.07%	1,620.77	147.73%	654.24	16.30%	562.54
盐酸溴己新片（100片/盒）	7.46	18.98%	6.27	8.10%	5.8	40.10%	4.14
氯氮平（千克）	1,920.75	7.97%	1,779.00	3.25%	1,722.98	-5.86%	1,830.22
联苯双酯（千克）	1,192.02	12.96%	1,055.26	7.68%	979.96	-12.86%	1,124.56
联苯双酯滴丸（100丸/盒）	11.99	1.70%	11.79	-1.75%	12.00	12.99%	10.62

注：1、银杏叶滴丸按规格分为每盒60丸、100丸、120丸等，为便于比较，将银杏叶滴丸统一折算为每盒100丸；盐酸溴己新片按规格分为42片、100片、200片和1,000片，为便于比较，将盐酸溴己新片统一折算为每盒100片。

银杏叶滴丸平均单价在2016年度、2017年度、2018年度及2019年1-6月，分别为31.46元/盒、32.19元/盒、30.14元/盒和32.23元/盒；万邦德制药药品定价时根据市场上同类产品的售价以及市场供求情况等适时进行调整，银杏叶滴丸在各地的中标价格相对平稳，平均销售单价存在波动情形，主要受不同区域的配送商配送费用的不同以及不同规格的产品的销售占比不同的影响所致。银杏叶滴丸具有溶出速度快、生物利用度高，服用量小，起效迅速等特点，滴丸剂药物稳定性更高，不易水解和氧化，无粉尘污染，利于保证药品质量，是现代中药的先进剂型，良好的药效和较高的市场认可度是价格稳定的基础。

石杉碱甲平均单价在2016年度、2017年度、2018年度及2019年1-6月，分别为2,892.55元/g、2,788.96元/g、2,799.18元/g和2,860.26元/g，平均单价较为稳定，标的公司的石杉碱甲是我国首创的重大产品，曾获得国家技术发明二等奖，被国内外医药界所公认的改善认知功能和记忆障碍、治疗老年痴呆症最有效的药物之一。用于治疗老年痴呆症（主要是阿尔茨海默氏症，简称“AD”），具有治疗指数高、毒副作用小等独特优势，上述特点使石杉碱甲平均单价稳定。

盐酸溴己新平均单价在2016年度、2017年度、2018年度及2019年1-6月，分别为562.54元/kg、654.24元/kg、1,620.77元/kg和1,392.77元/kg；呈波动趋势，主要受该产品细分种类销售结构变化影响，销售结构系根据产品不同的标准及最终用途划分，如下表列示：

销售结构	销售价格说明
------	--------

供应出口的医药中间体	相对较低
国内药典标准供口服制剂药品生产企业	相对适中
国内注射用标准供注射剂药品生产企业	相对较高

如上表所示，标的公司按客户协议标准生产供应出口的医药中间体价格较低，且报告期内医药中间体的销量逐年下降，而按《国家药典标准》生产供应国内制剂生产厂家的盐酸溴己新价格较高，报告期内该类产品销量逐年上升；2018 年度，盐酸溴己新平均单价较 2017 年度增长 147.73%，变化较大，主要原因：一是由于盐酸溴己新在 2018 年新增加了盐酸溴己新注射级产品，该产品单位售价与原盐酸溴己新原料药的价格差异很大，整体拉高了平均销售价格；二是受产品销售结构影响，除盐酸溴己新注射级产品外，还有根据不同客户的需求提供不同规格的的盐酸溴己新原料药，各规格产品之间的销售单价差异也较大，2018 年售价较低的规格产品销量减少，售价较高的规格产品销量增加，使 2018 年度盐酸溴己新平均销售单价提高。2019 年 1-6 月平均单价较 2018 年有所下降，主要原因为盐酸溴己新注射级产品销售价格虽然较高，但在本期的销量占比下降，导致平均单价降低。

盐酸溴己新片平均单价在 2016 年度、2017 年度及 2018 年度及 2019 年 1-6 月，分别为 4.14 元/盒、5.80 元/盒、6.27 元/盒和 7.46 元/盒，呈稳中上涨趋势，主要是由于：（1）生产盐酸溴己新片用原辅材料价格及人工成本上升，制造成本相应提高，标的公司提高了盐酸溴己新片的销售单价；（2）主要是 2017 年随着“两票制”的全面实施，盐酸溴己新片由经销商模式转为配送模式销售的比例逐渐增加，标的公司承担的销售费用增加，相应提高了盐酸溴己新片的销售单价，使盐酸溴己新片平均单价逐年提高。

氯氮平平均单价在 2016 年度、2017 年度及 2018 年度及 2019 年 1-6 月，分别为 1,830.22 元/kg、1,722.98 元/kg、1,779.00 元/kg 和 1,920.75 元/kg。呈波动趋势，主要是由于市场供求关系变化，产品价格随之变动所致。

联苯双酯平均单价 2016 年度、2017 年度、2018 年度及 2019 年 1-6 月，分别为 1,124.56 元/kg、979.96 元/kg、1,055.26 元/kg 和 1,192.02 元/kg。呈波动趋势，主要是由于市场供求关系变化，产品价格随之变动所致。

联苯双酯滴丸平均单价在 2016 年度、2017 年度及 2018 年度及 2019 年 1-6 月，分别为 10.62 元/盒、12.00 元/盒、11.79 元/盒和 11.99 元/盒。呈波动趋势，



主要是由于市场供求关系变化，产品价格随之变动所致。

综上所述，报告期内，标的公司主要产品银杏叶滴丸价格较为稳定，其他产品价格波动主要受产品成本、产品结构变化等因素所致，标的公司主要产品价格变化均具有合理性。

## 2) 各产品单价预测情况

万邦德制药各种产品历史年度价格比较稳定，未来年度考虑到医药行业招标和带量采购等政策影响以及企业为扩大市场，增强产品竞争力及国家对增值税税率调整等因素，2019年销售价格在2018年基础上有1%-3%不等的下降，因此，具备可实现性。

### (7) 从整体看预测期营业收入的合理性

近年来，万邦德制药由于受“银杏叶专项治理”、“两票制”等政策影响，收入有所波动，从历史期来看，2009年-2018年近十年的营业收入复合增长率为27.37%，净利润的复合增长率为31.21%。因此从长期来看，万邦德制药经营业绩具有良好成长性。预测期2019年营业收入增长率20.02%，复合增长率为13.15%，低于企业历史年度的收入复合增长率27.37%，也低于同行业上市公司复合增长率23%。

从2019年1-10月实际完成情况来看，2019年1-10月标的公司未经审计营业收入为65,938.36万元，完成了2019年预测营业收入的74.63%，未经审计的扣非后归属于母公司所有者净利润为13,711.41万元，完成了2019年预测净利润的74.11%，从2019年1-10月份与2018年1-10月份同期对比来看，2019年1-10月份营业收入较2018年同期(均为未审数)增长了32.48%，净利润增长38.35%，盈利预测实际完成情况较好，因此本次评估盈利预测具有合理性。

## 2、营业成本预测的合理性分析

预测期整体毛利率和各项产品的毛利率具体预测依据及预测过程如下：

### (1) 历史期整体毛利率和各项产品的毛利率情况

序号	产品	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
1	银杏叶滴丸	90.46%	89.72%	90.41%	91.08%
2	盐酸溴己新片	93.51%	92.99%	93.89%	89.78%
3	联苯双酯滴丸	88.08%	86.29%	81.37%	92.08%
4	氯氮平	64.91%	66.02%	67.12%	72.66%

5	盐酸溴己新原料药	81.94%	80.11%	71.55%	67.91%
6	联苯双酯原料药	14.49%	2.33%	-4.10%	30.92%
7	石杉碱甲	88.24%	90.14%	82.17%	46.66%
8	其他产品	53.26%	54.10%	46.63%	37.80%
9	<b>整体毛利率合计</b>	<b>77.46%</b>	<b>78.14%</b>	<b>77.16%</b>	<b>79.63%</b>

①银杏滴叶丸，从上表可以看到历史期毛利率和扣除折旧的毛利率基本平稳，均保持在 90%左右，说明企业该药品生产成本与收入相关性很强，历史年度较为稳定，基本维持在一定水平；本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑产品降价会相应降低毛利率，同时考虑随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费、改造费用，及人工成本上涨等因素，因此，2019 年毛利率在 2018 年度的基础上下降 1.0%，之后下降率逐年降低。折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

②盐酸溴己新片，历史期毛利率（不含折旧）变动不大，其波动主要为原料药价格的变动影响所致，整体来看产品生产成本基本稳定，本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑降价会相应降低毛利率，同时考虑到随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费和改造费用，及人工成本上涨等因素，通过与管理层沟通，2019 年毛利率在 2018 年度的基础上下降 1.5%，之后下降率逐年递减的方式预测，折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

③联苯双酯滴丸，历史期毛利率（不含折旧）有所变化，主要原因为人工成本和制造费用变化所致。本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑药品降价会相应降低毛利率，同时也考虑到随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费和改造费用，及人工成本上涨因素，通过与管理层沟通，2019 年毛利率在 2018 年度的基础上下降 1.5%，之后下降率逐年递减的方式预测，折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

④氯氮平，历史期毛利率（不含折旧）略有下降，毛利率波动主要受产品销售价格变动影响所致。本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑到随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费和改造费用，也考虑到人工成本上涨因素，通过与企业管理层沟通，未来年度毛利率预测在 2018 年度的基础上每年下降 0.5%的方式预测，折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

⑤盐酸溴己新原料药，历史期毛利率（不含折旧）呈现逐年上升的趋势，主

要原因为盐酸溴己新的毛利率受产品销售结构影响，其复方制剂类高毛利率的销量增长，其他规格的低毛利率的原料药销量同比下降；整体毛利率上升。本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑到随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费和改造费用，也考虑到人工成本上涨因素，通过与管理层沟通，未来年度毛利率预测在 2018 年度的基础上按照每年递减 0.5% 的方式预测，折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

⑥联苯双酯原料药，历史期毛利率（不含折旧）变化较大，2017 和 2018 年毛利率较低，主要原因为精品原料药在 2017 年销售价格下降幅度较大所致；由于当期新增大客户，为了形成长期稳定的合作关系，同时也系处理原料药库存，万邦德制药将销售价格下调。本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑到降价因素，及随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费和改造费用，人工成本上涨因素等，2019 年毛利率在 2018 年度的基础上下降 1.5%，之后下降率逐年递减的方式预测，折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

⑦石杉碱甲，历史期毛利率（不含折旧）呈现逐年上升的趋势，毛利率波动主要受产品成本波动影响。前期投入生产时，所需原料、工时等较多、较长，前期生产成本较高，随着工艺逐步成熟，其成本有了较好控制，毛利提升。本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑到随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费和改造费用，也考虑到人工成本上涨因素，通过与管理层沟通，未来年度毛利率预测在 2018 年度的基础上按照每年 0.5% 递减的方式预测。折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

⑧其他产品，历史期毛利率（不含折旧）呈上升的趋势，主要原因一是产品销量不断增加，成本不断摊薄，原材料采购时议价能力增强，本次预测营业成本（不含折旧）时，考虑降价因素，及随着设备的使用，其经济性下降，会增加相应的修理费和改造费用，也考虑到人工成本上涨因素，通过与管理层沟通，2019 年毛利率在 2018 年度的基础上按照下降 2% 的比率下降，之后下降率逐年递减的方式预测。折旧按照企业的摊销政策和该产品应当分摊的折旧额预测。

历史期及预测期营业成本和毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
营业成本	14,205.80	12,949.14	16,089.38	19,974.44	23,425.92	26,909.36	30,009.06	32,534.83

毛利率	79.63%	79.63%	79.63%	77.39%	77.59%	77.68%	77.92%	77.92%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

标的公司历史年度的毛利率在 77%-79% 之间，预测期综合毛利率在 77%-78% 之间，低于报告期的平均毛利率，与万邦德制药的实际经营情况和产品结构相符；与同行业可比上市公司比较，可比上市公司毛利率均值在 70% 左右，万邦德制药与汉森制药、红日药业等 5 家上市公司近三年毛利率水平比较接近，在同行业可比上市公司中处于中游水平，因此，预测期营业成本预测具有合理性。

## （2）未来保持毛利率稳定的具体措施。

万邦德制药在目前经营过程中已采取了多项措施保障产品的毛利率稳定。主要包括以下三个方面：

首先，从产品价格上保持稳定，充分发挥核心产品和重要产品的优势，从价格和质量上保持产品的竞争优势。一方面，医药制药行业与人们的健康和生命安全直接相关，准入门槛较高，国家对于医药生产企业的市场准入、药品注册、市场营销有严格的规定，属于技术密集型产业，因此毛利率相对较高；另一方面，万邦德制药主要产品银杏叶滴丸、氯氮平、盐酸溴己新原料药和制剂等以其独特的产品特性在各自细分市场形成竞争优势，拥有较高的毛利率，具体体现如下：

①主导产品银杏叶滴丸是拥有自主知识产权的独家生产品种和国家二级中药保护品种，已经成为临床上治疗心脑血管疾病的常用药。与传统口服固体制剂相比，其主要优势在于：银杏叶滴丸采用先进固体分散技术和现代生产工艺制备而成，明确了药物有效成分的含量，有效控制了银杏叶提取物中的主要毒性物质银杏酸的含量，最大限度地减少了患者服药量和非活性成分可能带来的副作用；银杏叶滴丸的有效成分在基质中呈高度分散状态，更有利于药物的溶出和吸收；由于银杏叶滴丸中有效成分与非水基质无间隙，与空气接触面积小，不易发生氧化，从而提高了药物稳定性，更好地保证了产品质量，银杏叶滴丸毛利率在 90% 左右且营业收入占比较高为万邦德制药继续保持较高的综合毛利率提供支撑。

②万邦德制药是国内生产氯氮平的主要企业之一，氯氮平用于治疗精神分裂症，对一些用传统抗精神病药治疗无效或疗效不好的病人，改用本品可能有效，也用于治疗躁狂症或其他精神病性障碍引起的兴奋躁动和幻觉妄想。氯氮平较高的毛利率和营业收入占比为万邦德制药较高的综合毛利率提供支持。

③万邦德制药是盐酸溴己新原料药及制剂的国家药品标准起草单位，凭借盐酸溴己新原料药和制剂的产业链集成优势，使万邦德制药在盐酸溴己新原料药及

制剂产品技术、质量、成本上具有相应的优势和较高的国内市场份额，盐酸溴己新毛利率呈上升趋势，盐酸溴己新片毛利率保持在 90%左右，有利于万邦德制药继续保持较高的综合毛利率。

其次，加强研发支出，万邦德制药高度重视技术创新和新产品的研发，万邦德制药是一家以国家二级中药保护产品、国内独家生产的银杏叶滴丸为龙头产品，以创建一流药企为目标的高新技术制药企业，拥有完善的研发体系，拥有一支具有较高专业技术水平和较强自主创新能力的研发团队。万邦德制药研发中心被浙江省认定为“心脑血管药物省级高新技术企业研究开发中心”，被台州市认定为“市级企业技术中心”，被中国科协企业工作办公室认定为“国家模范院士专家工作站”。万邦德制药成功开发出银杏叶滴丸、石杉碱甲等系列产品并已实现产业化生产，有多项新药开发、技术创新和产业化生产项目正在进行中。万邦德制药已建立起具备较强竞争优势的技术开发平台，在天然植物药分离纯化技术、药物释放技术、化学原料药合成技术、心脑血管及神经系统药物工艺优化与技术创新等方面积累了丰富的研发经验。此外，万邦德制药在不断深化自主研发的同时，积极探索并实施产学研一体化战略，取得了显著成效，目前万邦德制药已拥有 31 项授权专利，其中 23 项为发明专利，并有多项新药研究项目处于临床研究的不同阶段，为提升万邦德制药核心竞争力、保证可持续发展奠定了坚实基础。

最后，加强对生产成本的控制，从员工方面，万邦德制药加强员工培训，提升职工技能，不断提高生产效率；从设备生产线上，不断优化产品线的生产能力，提升药品生产技术工艺水平和自动化成本以降低运营成本，加强设备的维护，提高设备使用效率；从管理上，提高车间管理人员的管理水平，减少人为损失。从外部采购上，万邦德制药继续完善采购管理等相关制度，择优选择供应商，确保原材料的质量、价格和货物交付时间等符合公司生产要求，加强库存管控和原料采购管理，减少存货的非正常生产损失；同时提高自身议价能力，以控制原料价格波动产生的不利影响，随着自身产品销量的增加，原料采购量也会随之增加，有助于提高自身议价能力。

在未来经营中，万邦德制药将继续完善相关制度以适应市场变化和行业的竞争，继续采取多项措施保障产品的毛利率稳定。

### **3、期间费用预测的合理性**

## （1）管理费用

### ①报告期管理费用占营业收入比例情况

报告期内，万邦德制药管理费用占营业收入的比例情况如下（合并口径）：

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度	2016年度
管理费用	2,094.90	5,013.77	5,417.07	5,656.26
占营业收入比	5.84%	6.81%	9.60%	8.09%

万邦德制药的管理费用主要包括职工薪酬、折旧与摊销、办公修理费、业务招待差旅费及停工损失。2016年度、2017年度、2018年度和2019年1-6月，万邦德制药管理费用稳中有降，主要是万邦德制药优化资源配置，严格控制费用，办公修理费、业务招待差旅费、中介机构费均有所下降。管理费用对销售收入增长影响不敏感，因此2017年收入下降较多，虽然管理费用也有所下降，但管理费用下降比率低于收入下降比率，因此占比有所升高；而2018年销售收入增长较快，管理费用虽也有所增长，但管理费用增长比率低于收入增长比率，因此管理费用占比下降。

### ②预测期管理费用的预测依据及合理性

本次收益法评估对管理费用的预测主要根据具体费用构成项目及各项费用的性质，按不同的增长率进行计算。预测期管理费用占营业收入比如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
管理费用	5,948.09	6,686.04	7,300.13	7,724.29	8,079.95
占营业收入比	6.73%	6.40%	6.05%	5.68%	5.48%

预测期内管理费用逐步增长，但其占营业收入的比例呈现逐年降低的趋势，主要原因在于：万邦德制药管理费用中多数费用项目，例如管理人员的工资、折旧摊销业务招待费、办公修理费等，该类项目随收入的增长变化较小，对营业收入的变动不敏感。而存货报废损失、停工损失等费用的增长，虽然与收入有一定的相关性，但与企业的管理水平相关更大，因此本次预测时，根据管理层预测，未来按照一定比例增长，增长率低于收入增长率，导致预测期管理费用占营业收入比例下降。本次管理费用预测水平与万邦德制药实际费用构成情况、费用性质以及报告期内的管理费用率的变化趋势相一致，不存在低估未来管理费用的情况。

## （2）销售费用

①报告期销售费用占营业收入比例情况

报告期内，万邦德制药销售费用占营业收入的比例情况如下（合并口径）：

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度	2016年度
销售费用	13,767.32	26,300.80	22,341.51	26,208.23
占营业收入比	38.38%	35.72%	39.60%	37.51%

万邦德制药的销售费用主要包括市场推广及广告宣传费、职工薪酬、折旧与摊销、运杂费、业务招待费及办公费。在万邦德制药产品和经营模式不发生重大变化的前提下，目前，万邦德制药销售网络已经基本成熟，其推广费用占比相对稳定；而2017年销售费用率较高，主要系国家对“两票制”的推行，万邦德制药收入下降幅度较大，而销售费用无法同比例缩减，因此，形成销售费用占比提高；2018年销售费用率相对降低，主要系随着万邦德制药营销团队的成熟，推广渠道的稳定，且随着“两票制”的逐步推行，市场合作关系趋于稳定后，推广费用率略有下降。2019年1-6月销售费用率有所上升，主要是由于2019年1-6月份为半年期数据，企业的销售费用是根据历史年度的实际情况和预算按计划投入，而销售收入因上半年受春节等节假日影响，一般情况下，上半年收入较低，下半年收入较高，因此，出现2019年上半年销售费用占收入比略高。

②预测期销售费用的预测依据及合理性

本次收益法评估对销售费用的预测主要根据具体费用构成项目及各项费用的性质，按不同的增长率进行计算。预测期销售费用占营业收入比如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
销售费用	31,479.42	37,163.86	42,814.72	48,210.11	52,233.85
占营业收入比	35.63%	35.56%	35.51%	35.47%	35.44%

预测期内销售费用占营业收入的比例呈现逐年略有降低的趋势主要原因在于：万邦德制药销售费用中的部分费用项目，例如差旅费、业务招待费、折旧摊销、办公费等，该类项目随收入的增长变化较小，对营业收入的变动不敏感。市场推广及广告宣传费、职工薪酬、运杂费与收入正相关，按照2018年度其与主营业务收入的占比保持不变预测。因此本次预测时，各费用未来的增长按照一定比例增长，整体增长率低于收入增长率，导致预测期销售费用占营业收入比例略有下降。2019年1-6月的实际销售费用占比有所上升，由于仅为半年期，为全年

的阶段性和占比情况，根据业务特点尚不能反映年度占比情况。本次认为销售费用预测水平与万邦德制药实际费用构成情况、费用性质以及报告期内的销售费用率虽然有差异，但变化趋势相一致，不存在低估未来销售费用的情况。

### (3) 研发费用预测

万邦德制药历史年度研发费用情况如下：

单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年	2017年	2016年
销售费用	1,941.59	4,641.94	3,544.55	4,742.13
占营业收入比	5.41%	6.31%	6.28%	6.80%

研发费用主要包括材料成本、职工薪酬、折旧与摊销、委托外部研发支出、临床试验费、其他等。

材料成本：为企业研发所需要的直接投入的成本，本次按照投入特点，根据企业研发投入力度，按照历史期费用占收入的平均比例预测。

职工薪酬：主要为研发人员薪酬，本次预测未来年度职工薪酬费在历史年度水平基础上考虑一定的增长预测。

委托外部研发：企业经过多年的发展，与外部研发单位如学校、研究院构建了良好的关系，为产品更新换代和发展提供了较强的技术支持，标的公司预计今后仍将加大对该方面的投入，因此本次预测按照历史期2018年度的费用占收入的比率预测未来年度的费用支出。

折旧与摊销包括房屋、设备折旧和无形资产摊销，本次评估按照目前的摊销政策预测；

临床试验费和其他费本次评估考虑一定的增长预测未来年度费用。

本次收益法评估对研发费用的预测主要根据具体费用构成项目及各项费用的性质，依据营业收入的增长情况进行计算。预测期研发费用占营业收入比如下：

单位：万元

项目/年份	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
研发费用	6,028.92	7,385.46	8,315.36	9,165.47	9,788.86
占营业收入比例	6.82%	7.07%	6.90%	6.74%	6.64%

### (4) 财务费用

#### ①财务费用占营业收入比例情况

报告期内，万邦德制药财务费用占营业收入的比例情况如下（合并口径）：



单位：万元

项目	2019年1-6月	2018年度	2017年度	2016年度
财务费用	635.89	1,484.73	1,984.08	1,660.33
占营业收入比	1.77%	2.02%	3.52%	2.38%

财务费用主要包括借款利息支出、利息收入、手续费支出等。万邦德制药财务费用占营业收入比呈现波动，主要是万邦德制药根据经营需要，银行借款额度变化导致。

#### ②预测期财务费用的预测依据及合理性

本次收益法评估对财务费用的预测主要根据具体费用构成项目及各项费用的性质，按不同的增长率进行计算。预测期财务费用占营业收入比如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
财务费用	1,484.73	1,484.73	1,484.73	1,484.73	1,484.73
占营业收入比	1.68%	1.42%	1.23%	1.09%	1.01%

预测期内财务费用占营业收入的比例呈现逐年降低的趋势，主要原因在于：万邦德制药控制银行借款规模，管理层预测未来将保持在2018年的水平，本次预测的借款利息均保持在2018年水平，导致预测期财务费用占营业收入比例有所下降。本次财务费用预测水平与万邦德制药的经营情况、财务费用率的变化趋势相一致，不存在低估未来财务费用的情况。

综上所述，管理费用和财务费用预测，标的公司历史年度管理费用和财务费用基本稳定，未来年度预测与历史年度基本保持一致。销售费用预测期占比在36.45%-36.34%，略有下降，降低比例为万分之五，主要是由于销售费用中的折旧摊销、办公费等，与收入相关性低所形成，而与收入高度相关的销售推广费等与收入增长比例一致，销售费用预测与企业历史年度实际相符。

#### 4、所得税的预测和合理性

预测期使用16%的优惠税率，具体过程如下：

(1) 结合现行高新技术企业认定条件，标的资产未来仍符合认定要求的具体依据

万邦德制药目前系经认定的高新技术企业，按15%的税率缴纳企业所得税。本次评估在分析万邦德制药目前经营状况及未来盈利预测的基础上，对其未来获

得高新技术企业复审的可能性进行了分析。

对现行的高新技术企业认定条件，可以参考《财政部国家税务总局科学技术部关于修订印发《高新技术企业认定管理办法》的通知》(国科发火[2016]32号)。

文件中规定具体的认定为高新技术企业须同时满足以下条件：

①万邦德制药高新技术企业认定：

序号	标准条件	企业情况
1	企业申请认定时须注册成立一年以上	万邦德制药成立于 2002 年，符合条件。
2	企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品(服务)在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权	万邦德制药系认定的高新技术企业，截至 2018 年 12 月 31 日，万邦德制药拥有 20 项发明专利、2 项外观专利和 2 项实用新型专利，大部分均为企业产品的核心技术。符合条件
3	对企业主要产品(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	万邦德制药和贝斯康均从事药品研发、生产、销售业务，属于该文件范围内的行业。符合条件。
4	企业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%	万邦德制药有研发技术人员 113 名，占员工总数 20.4%。符合条件。
5	企业近三个会计年度(实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同)的研究开发费用总额占同期销售总额的比例符合如下要求：最近一年销售收入小于 5,000 万元(含)的企业，比例不低于 5%；最近一年销售收入在 5,000 万元至 2 亿元(含)的企业，比例不低于 4%；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%；	经审计，2018 年的营业收入为 64,006.42 万元，属于“最近一年销售收入在 2 亿元以上的企业，比例不低于 3%。”的标准要求，根据企业未来年度盈利预测，来企业营业收入将继续保持稳步增长，同时预测期研发支出占比均高于 6%。且研发费用全部发生在中国境内。符合条件。
6	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%	报告期内高新技术产品收入占企业同期总收入的比例均高于 60%，未来产品结构不会发生变化。符合条件。
7	企业创新能力评价应达到相应要求	万邦德制药是一家以国家二级中药保护产品、国内独家生产的银杏叶滴丸为龙头产品，以创建一流药企为目标的高新技术制药企业，拥有完善的研发体系，拥有一支具有较高专业技术水平和较强自主创新能力的研发团队。万邦德制药研发中心被浙江省认定为“心脑血管药物省级高新技术企业研究开发中心”，被台州市认定为“市级企业技术中心”，被中国科协企业工作办公室认定为“国

		家模范院士专家工作站”。万邦德制药成功开发出银杏叶滴丸、石杉碱甲等系列产品并已成功实现产业化生产，有多项新药开发、技术创新和产业化生产项目正在进行中。万邦德制药已建立起具备较强竞争优势的技术开发平台，在天然植物药分离纯化技术、药物释放技术、化学原料药合成技术、心脑血管及神经系统药物工艺优化与技术创新等方面积累了丰富的研发经验。此外，万邦德制药在不断深化自主研发的同时，积极探索并实施产学研一体化战略，取得了显著成效，目前万邦德制药已拥有 24 项授权专利，其中 20 项为发明专利，并有多项新药研究项目处于临床研究的不同阶段，为提升万邦德制药核心竞争力、保证可持续发展奠定了坚实基础。符合要求。
8	企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	未发生该情况，管理层表示未来企业仍将遵守国家法律法规生产，符合条件。

②贝斯康药业高新技术企业认定：

序号	标准条件	企业情况
1	企业申请认定时须注册成立一年以上	贝斯康药业成立于 2006 年，成立符合条件。
2	企业通过自主研发、受让、受赠、并购等方式，获得对其主要产品(服务)在技术上发挥核心支持作用的知识产权的所有权	贝斯康药业系认定的高新技术企业，截至 2018 年 12 月 31 日，贝斯康药业拥有 3 项发明专利、4 项实用新型专利，大部分均为企业产品的核心技术。符合条件
3	对企业主要产品(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	从事药品研发、生产、销售业务，属于该文件范围内的行业。符合条件。
4	企业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%	贝斯康药业有研发技术人员 6 名，占员工总数 10%。贝斯康药业将根据银杏叶提取物等产品的研发增加研发人员投入，使研发技术人员比例符合条件。
5	企业近三个会计年度(实际经营期不满三年的按实际经营时间计算，下同)的研究开发费用总额占同期销售收入总额的比例符合如下要求：最近一年销售收入小于 5,000 万元(含)的企业，比例不低于 5%；最近一年销售收入在 5,000 万元至 2 亿元(含)的企业，比例不低于 4%；最近一年销售收入在 2 亿	贝斯康药业 2018 年收入为 3090.67 万元，低于 5,000 万元，根据管理层未来年度盈利预测，企业营业收入将继续保持稳步增长，同时预测期研发支出占比不低于 5%。且研发费用全部发生在中国境内。符合条件。

	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%；	
6	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%	产品为银杏叶提取物，报告期内高新技术产品收入占企业同期总收入的比例均高于 60%，未来产品结构不会发生变化。符合条件。
7	企业创新能力评价应达到相应要求	企业先后荣获“中国林业产业创新奖”、“全国食品工业优秀龙头食品企业”、“江苏省民营科技企业”、“江苏省农业科技企业”、“江苏省科技型中小企业”等多项国家、省市级荣誉，并通过了 HACCP、GMP 等体系认证。先后与国内多家大专院校、科研院所进行技术合作，拥有较强的技术研发和创新能力。
8	企业申请认定前一年内未发生重大安全、重大质量事故或严重环境违法行为	未发生该情况，管理层表示未来企业仍将遵守国家法律法规生产，符合条件。

(2) 预测期使用 16% 的优惠税率进行所得税预测的充分性及合理性

① 万邦德制药及其子公司适用的企业所得税税率情况

报告期内，万邦德制药及其子公司适用的企业所得税税率情况如下：

单位名称	2019 年 1-6 月	2018 年度	2017 年度	2016 年度
万邦德制药	15%	15%	15%	15%
万邦德原料	20%	20%	25%	25%
万邦德医药	25%	25%	25%	25%
贝斯康药业	15%	15%	25%	15%
万邦德咨询	25%	25%	25%	25%
万邦德健康	25%	25%	25%	25%
万邦德技术	20%	20%	20%	20%

1) 万邦德制药

根据浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局和浙江省地方税务局于 2015 年 9 月 17 日联合颁发的高新技术企业证书(编号 GR201533000337)，公司通过高新技术企业复审，资格有效期 3 年，企业所得税优惠期为 2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日。2015-2017 年度公司减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

根据浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、国家税务总局浙江省税务局于 2018 年 11 月 30 日联合颁发的高新技术企业证书（编号 GR GR201833003530），公司通过高新技术企业复审，资格有效期 3 年，企业所得税优惠期为 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日。2018-2020 年度公司减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

#### 2) 万邦德原料

根据财政部、国家税务总局于 2017 年 6 月 6 日发出的《关于扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》（财税〔2017〕43 号）文件的规定，万邦德原料 2018 年度符合小微企业的认定标准，2018 年度减按 20% 的税率缴纳企业所得税。

#### 3) 贝斯康药业

根据江苏省高新技术企业认定管理工作协调小组发布的苏高企协〔2015〕3 号文件，子公司贝斯康药业于 2014 年 9 月 2 日获得《高新技术企业证书》，资格有效期 3 年，企业所得税优惠期为 2014 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日。2014-2016 年度该公司减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

2017 年度，因高新技术企业证书到期未续展，贝斯康药业按照 25% 的税率缴纳企业所得税。

根据江苏省科学技术厅、江苏省财政厅、国家税务总局江苏省税务局于 2018 年 11 月 30 日联合颁发的高新技术企业证书（编号 GR GR201832006754），贝斯康药业通过高新技术企业复审，资格有效期 3 年，企业所得税优惠期为 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日。2018-2020 年度贝斯康药业减按 15% 的税率缴纳企业所得税。

#### 4) 万邦德技术

根据财政部、国家税务总局于 2015 年 9 月 2 日发出的《关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》（财税〔2015〕99 号）、国家税务总局于 2015 年 9 月 10 日发出的《关于贯彻落实进一步扩大小型微利企业减半征收企业所得税范围有关问题的公告》（国家税务总局公告 2015 年第 61 号）和财政部、国家税务总局于 2017 年 6 月 6 日发出的《关于扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》（财税〔2017〕43 号）文件的规定，万邦德技术 2016 年度、

2017 年度、2018 年度符合小微企业的认定标准，2016-2018 年度减按 20% 的税率缴纳企业所得税。

②预测期使用 16% 的优惠税率进行所得税预测的充分性及合理性

预测期使用 16% 的优惠税率，是基于 2018 年基础上的预测所作出的，根据企业的发展规划、技术队伍、所处行业等分析判断，医药制造行业属于技术密集型行业，公司每年有大量研发成本投入，因此，本次评估假设其仍可持续获得高新企业政策优惠，本次评估为合并口径，测算所得税费用参考 2016 年至 2018 年的综合税负 16%（取整）预测。具体过程如下：

单位：万元

项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度	企业所得税综合税率均值
利润总额	18,747.30	7,615.32	14,179.15	-
所得税费用	2,972.59	1,449.87	1,862.93	-
企业所得税综合税率	15.86%	19.04%	13.14%	16.01%

经分析万邦德制药及下属子公司经营情况，未来年度的预测企业的业务结构仍保持在基准时点的模式，不会发生较大变化，综合上述分析，本次收益法评估中涉及税率的预测符合标的公司实际经营情况及未来经营规划，预测期使用 16% 的优惠税率进行所得税预测具有充分性及合理性。

### 5、净利润

通过测算未来年度的收入、成本、费用、税费等确定净利润，历史期及预测期净利润和占营业收入比例情况如下：

单位：万元

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
净利润	12,316.22	6,165.45	15,774.71	18,471.06	22,391.58	26,714.76	31,211.50	34,369.10
占营业收入比	17.63%	10.93%	21.43%	20.90%	21.42%	22.15%	22.96%	23.32%

综上所述，通过对标的公司预测期的营业收入、成本、费用、税费的合理分析和预测，本次认为未来盈利具有可实现性和合理性。

综上所述，国家政策和医药行业发展为标的公司持续盈利能力稳定和盈利预测提供外部基础，万邦德制药主要产品行业竞争格局及产品竞争力未发生重大不利变化，产品结构稳定；万邦德制药在报告期内保持着较高的研发投入，且在预测期内预测研发费用占营业收入的比例持续上升，以提高企业产品的市场竞争力，

延续产品活力，为万邦德制药持续盈利能力稳定和盈利预测的可实现性提供产品基础，新产品的拓展上市有利于标的公司持续盈利能力进一步提升。标的公司健全的业务模式、竞争优势为标的公司持续盈利能力稳定和盈利预测实现提供保障。

通过对标的公司预测期的营业收入、成本、费用、税费的合理分析和预测，标的公司预测期盈利预测具有可实现性和合理性。

#### （四）相关医药制药行业上市公司估值变动对标的公司估值和定价的影响

经过多年发展，万邦德制药已初步形成“现代中药与化学药协同布局，特色原料药与制剂联动发展”的产业链形态和“以天然植物药为特色，以心脑血管和神经系统用药为主导，呼吸系统和其他领域用药有选择性突破”的产品格局，近一年来，原料药、中成药、化学药相关上市公司的估值水平呈上升趋势，随着我国医药行业的发展，人们对健康生活的追求，医药制药行业上市公司估值水平将呈上升趋势，进一步印证标的公司估值和定价的合理性。具体情况如下：

##### 1、原料药上市公司估值对比

序号	证券简称	主营产品	PE (2018-12-31)	PE (2019-11-25)
1	同和药业	原料药	59.98	70.49
2	天宇股份	原料药	24.45	46.47
3	特一药业	原料药	17.24	21.11
4	司太立	原料药	33.60	68.85
5	舒泰神	原料药	39.40	36.26
6	山河药辅	原料药	25.13	27.62
7	赛升药业	原料药	17.29	14.34
8	普洛药业	原料药	23.72	40.44
9	美诺华	原料药	28.84	34.25
10	灵康药业	原料药	19.72	20.17
11	葵花药业	原料药	14.35	13.75
12	康弘药业	原料药	33.82	42.58
13	海普瑞	原料药	48.55	36.04
14	方盛制药	原料药	25.10	43.01
15	东诚药业	原料药	16.45	33.39
	平均值		28.51	36.59

序号	证券简称	主营产品	PE (2018-12-31)	PE (2019-11-25)
	万邦德制药	中药制剂、化学药、原料药	17.31	-

注：上市公司 2018 年 12 月 31 日 PE=2018 年 12 月 31 日权益价值/2018 年度净利润（下同）

上市公司 2019 年 11 月 25 日 PE=2019 年 11 月 25 日权益价值/2018 年度净利润（下同）

万邦德制药 2018 年 PE=2018 年权益价值/2018 年度净利润（下同）

上市公司权益价值和净利润数据来自 wind 资讯

## 2、中成药上市公司估值对比

序号	证券简称	主营产品	PE (2018-12-31)	PE (2019-11-25)
1	紫鑫药业	动物类中药制剂、植物类中药制剂	32.57	41.08
2	益盛药业	植物类中药制剂	22.79	24.14
3	易明医药	植物类中药制剂	80.37	74.90
4	亚宝药业	循环系统用制剂、植物类中药制剂	15.60	14.99
5	新光药业	植物类中药制剂	25.30	23.98
6	同仁堂	植物类中药制剂	20.69	20.00
7	神奇制药	抗肿瘤制剂、植物类中药制剂	26.64	35.16
8	普洛药业	抗生素类抗感染制剂、抗肿瘤制剂、循环系统用制剂、医药中间体、原料药、植物类中药制剂	23.72	40.44
9	羚锐制药	动物类中药制剂、植物类中药制剂	18.02	24.03
10	济川药业	植物类中药制剂、中药饮片	16.19	10.97
11	嘉应制药	动物类中药制剂、植物类中药制剂	73.04	74.97
12	汉森制药	原料药、植物类中药制剂、中药提取物、中药饮片	28.54	29.95
13	桂林三金	植物类中药制剂、植物提取物	18.34	18.12
14	北陆药业	植物类中药制剂	23.37	27.70
	平均值		30.37	32.89



序号	证券简称	主营产品	PE (2018-12-31)	PE (2019-11-25)
	万邦德制药	中药制剂、化学药、原料药	17.31	-

### 3、仿制药上市公司估值对比

制药类上市公司中无专门仿制药企业，项目组选取化学制剂类上市公司进行对比，具体情况如下：

序号	证券简称	主营产品	PE (2018-12-31)	PE (2019-11-25)
1	誉衡药业	解热镇痛制剂、抗生素类抗感染制剂、抗肿瘤制剂、酶类及其它生化制剂、泌尿系统用制剂等	47.89	49.19
2	亚太药业	激素及调节内分泌功能类制剂、抗生素类抗感染制剂	42.41	17.00
3	力生制药	非抗生素类抗感染制剂、激素及调节内分泌功能类制剂、解热镇痛制剂、神经系统用制剂等	21.24	24.94
4	联环药业	激素及调节内分泌功能类制剂、抗生素类抗感染制剂、抗组织胺类药及解毒药、泌尿系统用制剂等	22.90	26.77
5	莱美药业	抗生素类抗感染制剂	33.61	45.75
6	康辰药业	抗肿瘤制剂、酶类及其它生化制剂	20.58	21.17
7	海思科	非抗生素类抗感染制剂、维生素类与矿物质类制剂、营养补充类制剂、专科用制剂	40.15	75.96
8	富祥股份	抗生素类抗感染制剂	20.92	23.87
9	恩华药业	呼吸系统用制剂、解热镇痛制剂、神经系统用制剂	18.01	22.15
10	安科生物	抗生素类抗感染制剂	52.18	62.32
	平均值		31.99	36.91
	万邦德制药	中药制剂、化学药、原料药	17.31	

近一年来，原料药、中成药、化学药相关上市公司的估值水平呈上升趋势，随着我国医药行业的发展，人们对健康生活的追求，医药制药行业上市公司估值水平将呈上升趋势，进一步印证标的公司估值和定价的合理性。

## 六、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问认为，国家政策和医药行业发展为标的公司持续盈利能力稳定和盈利预测提供外部基础，万邦德制药主要产品行业竞争格局及产品竞争力未发生重大不利变化，产品结构稳定；万邦德制药在报告期内保持着较高的研发投入，且在预测期内预测研发费用占营业收入的比例持续上升，以提高企业产品的市场竞争力，延续产品活力，为万邦德制药持续盈利能力稳定和盈利预测的可实现性提供产品基础，新产品的拓展上市有利于标的公司持续盈利能力进一步提升。标的公司健全的业务模式、竞争优势为标的公司持续盈利能力稳定和盈利预测实现提供保障。

通过对标的公司预测期的营业收入、成本、费用、税费的合理分析和预测，标的公司预测期盈利预测具有可实现性和合理性。

近一年来，原料药、中成药、化学药相关上市公司的估值水平呈上升趋势，随着我国医药行业的发展，人们对健康生活的追求，医药制药行业上市公司估值水平将呈上升趋势，进一步印证标的公司估值和定价的合理性。

（本页无正文，为《东北证券股份有限公司关于万邦德新材股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易之并购重组委审核意见落实情况的说明之专项核查意见》之签章页）

法定代表人：

\_\_\_\_\_  
李福春

财务顾问主办人：

\_\_\_\_\_  
张旭东

\_\_\_\_\_  
程继光

财务顾问协办人：

\_\_\_\_\_  
张立

东北证券股份有限公司

年 月 日