

中威正信（北京）资产评估有限公司及评估师
关于《关于对广东太安堂药业股份有限公司的重组问询函》
相关问题之核查意见

深圳证券交易所公司管理部：

根据 2021 年 4 月 27 日贵部下发的《关于对广东太安堂药业股份有限公司的重组问询函（非许可类重组问询函〔2021〕第 4 号）》的要求，中威正信（北京）资产评估有限公司评估师及项目组会同本次重组有关各方对相关问题进行了核实，现就相关问题说明如下：

8.请按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》第二十四条的规定，在《报告书》中详细披露交易标的收益法评估测算过程、测算数据、调整因素等，并结合同行业可比公司估值情况分析交易作价的合理性，说明与前次股权转让估值 26 亿元存在差异的原因。

一、本次评估与前次股权转让评估的差异原因：

本次重大资产出售，评估基准日定为 2020 年 12 月 31 日，采用的是收益法定价，估值结果为 15.945 亿元。

前次股权转让的资产评估是以 2019 年 9 月 31 日为基准进行资产评估，广东中联羊城资产评估与房地产估价有限公司 2019 年 12 月 31 日出具的《资产评估报告》（羊资评字【2019】第 VNMPZ0261 号）选用市场法评估结论，评估结果为 30.51 亿元。

两次估值结论相差约 14.56 亿元，造成这一巨大差异的原因主要如下：

（一）交易背景不同

2019 年 8 月，中国证监会布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定(征求意见稿)》，对分拆上市的范围进一步扩大，并首次正式发文明确分拆上市的实质性条件。

广东康爱多数字健康科技有限公司（以下简称“康爱多”）2017 年-2019 年 9 月的营业收入分别为 45,550.30 万元，74,846.34 万元和 90,989.32 万元，营业利

润分别为 4,214.24 万元、5,137.70 万元和 5,281.59 万元（上述数据摘自中联羊城出具的羊资评字【2019】第 VNMPZ0261 号评估报告），基本符合征求意见稿中分拆上市的要求。因此广东太安堂药业股份有限公司（以下简称“太安堂”）启动引入投资者，股权转让，子公司分拆上市的事宜。在康爱多分拆上市的预期下，投资者也愿意接受较高的估值。

本次股权交易事项，是在太安堂业绩大幅下滑，“16 太安债”到期并延期支付的情况下进行的，公司调整战略结构，未来将主业聚焦在中成药研发、制造和销售，中成药初加工及销售上。

（二）经济环境发生重大变化

2020 年 1 月中国武汉爆发了新型冠状病毒肺炎疫情（简称：新冠肺炎疫情或疫情），随后蔓延至全国，全国各地均启动了“重大突发公共卫生事件一级响应机制”应对措施，对各地进行了封禁或限制出行，停工停产。

受疫情影响，经评估调查了解到，新冠肺炎疫情对于不同类型的医药企业均有不同程度的影响，且受到疫情前期封禁以及疫情控制后国家对于出行/就诊等方面的要求，以及个人卫生防护意识的增加，人们对普通小病症的防护意识有了明显提高，部分感染类疾病大幅减少，医院门诊数量也对应减少，导致除防护防疫药品外，其他药品的销售都受到一定程度的影响，这在一定程度上影响了企业的销售。

虽然在 2020 年度我国最终控制了疫情，国内全面复工复产，且经济增长也转为良好预期，但此次疫情对国内生产及国际环境均产生了较大影响，较之 2019 年的经济环境已经有较大改变。

（三）估值方法不同

本次重大资产出售，评估时采用的是资产基础法和收益法，最终选用收益法的结果为 15.945 亿元。收益法是从企业整体出发，以企业的获利能力为核心，通过分析、判断和预测企业未来收益，考虑企业的经营风险和市场风险后，选取适当的折现率，折现求取企业价值。收益法应用较多的估值方法是现金流折现方法(DCF)。现金流折现方法(DCF)是通过将企业未来预期的现金流折算为现值，估计企业价值的一种方法。其基本思路是通过估算企业未来预期现金流和采用适宜的折现率，将预期现金流折算成现时价值，得到企业价值。

前次股权转让的资产评估采用的是资产基础法和市场法，最终选用市场法的结果为 30.51 亿元。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象的具体方法。交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算适当的价值比率，在与被评估企业比较分析的基础上，确定评估对象的具体方法。康爱多主要从事医药电商相关业务，属于医药零售、批发行业，该行业评估基准日在上海、深圳交易所已上市的上市公司共 24 家，其中可以选取业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素与被评估单位相类似的上市公司 4 家作为可比公司，故评估选取上市公司比较法作为评估方法。在具体测算过程中，采用市销率（PS）价值比率进行对评估对象进行估值。

两种不同的评估方法，得出来的评估结论相差巨大。本次重大资产出售的评估机构认为不应该当采用市场法进行评估，原因如下：

1、康爱多与同类上市公司的销售收入相差巨大。

康爱多 2018 年销售收入为 21.48 亿元，2019 年销售收入为 31.00 亿元，2020 年销售收入 28.10 亿元，而与之相比较的大参林 2018 年销售收入 88.59 亿元，2019 年销售收入 111.41 亿元，2020 年销售收入 145.83 亿元，老百姓 2018 年销售收入 94.71 亿元，2019 年销售收入 116.63 亿元，2020 年销售收入 139.67 亿元，第一医药 2018 年销售收入 11.77 亿元，2019 年销售收入 12.43 亿元，2020 年销售收入 15.87 亿元，如下表：

同类上市公司近三年销售收入比较表

序号	可比公司	2020 年（亿元）	2019 年（亿元）	2018 年（亿元）
1	大参林	145.83	111.41	88.59
2	老百姓	139.67	116.63	94.71
3	第一医药	15.87	12.43	11.77
目标公司	康爱多	28.10	31.00	21.48

通过上表比较发现，大参林和老百姓的销售收入是目标公司康爱多的 4-6 倍，而第一医药的销售收入又远小于康爱多，公司间规模差异较大，所以不适合采用上市公司比较法来进行评估。

2、康爱多的盈利能力

康爱多 2018 年净利润为 3,904.28 万元，2019 年净利润为 2,058.78 万元，2020 年净利润为 3,157.78 万元。而与之相比较的大参林 2018 年净利润为 52,568.79 万元，2019 年净利润为 69,654.28 万元，2020 年净利润为 108,301.95 万元；老百姓 2018 年净利润为 50,400.43 万元，2019 年净利润为 61,498.34 万元，2020 年净利润为 76,448.43 万元；第一医药 2018 年净利润为 4,718.63 万元，2019 年净利润为 5,308.94 万元，2020 年净利润为 6,854.09 万元。如下表：

同类上市公司近三年净利润比较表

序号	可比公司	2020 年 (万元)	2019 年 (万元)	2018 年 (万元)
1	大参林	108,301.95	69,654.28	52,568.79
2	老百姓	76,448.43	61,498.34	50,400.43
3	第一医药	6,854.09	5,308.94	4,718.63
目标公司	康爱多	3,157.78	2,058.78	3,904.28

同类上市公司近三年销售净利率比较表

序号	可比公司	2020 年	2019 年	2018 年
1	大参林	7.43%	6.25%	5.93%
2	老百姓	5.47%	5.27%	5.32%
3	第一医药	4.32%	4.27%	4.01%
目标公司	康爱多	1.12%	0.66%	1.82%

通过上表比较发现，康爱多的盈利能力与同类上市相差非常大，在 4-7 倍之间。

综上所述，本次重大资产出售，评估机构不采用上市公司比较法进行评估，采用的是收益法和资产基础法，最终选用收益法的评估结果。

二、同行业公司估值比较分析

京东健康股份有限公司（06618.HK）是一家主要从事“互联网+医疗健康”生态系统业务的香港联交所上市的医药服务平台公司。该公司主要为客户提供医药和健康产品、互联网医疗、健康管理及智能医疗保健解决方案及为业务合作伙伴提供市场营销服务。根据京东健康的 2020 年年报，京东健康资产总额 439.93 亿元，负债总额 47.43 亿元，股东权益合计 392.51 亿元。销售收入 193.83 亿元，

净利润-172.35 亿元。京东健康的收入来源主要分为两部分，一部分为自营收入约 168 亿元，该部分为零售药房业务和在线医疗健康服务业务。另一部分为平台服务收入约 26 亿元，主要为公司向第三方商家收取的佣金及平台使用费、向供应商及第三方商家收取的营销服务费等。

阿里健康信息技术有限公司（00241.HK）是一家主要从事“互联网+医疗健康”生态系统业务的香港联交所上市的医药服务平台公司，主要业务包括运营主要作中国药品行业所用之电子监管网（「电子监管网」）、建设医疗服务网络及医药电商业务以及为医药保健领域提供其他互联网解决方案。根据阿里健康的 2020 年年报，阿里健康资产总额 78.70 亿元，负债总额 26.67 亿元，股东权益合计 52.03 亿元。销售收入 95.96 亿元，净利润-0.16 亿元。阿里健康的收入来源主要分为五部分，第一部分为电商平台业务收入约 11.70 亿元，该部分为从阿里巴巴集团收购的保健食品及医疗器械等类目电商平台业务、天猫医药平台提供的外包服务业务以及医药 O2O 业务。第二部分为医药自营业务收入约 81.34 亿元，主要为 B2C 零售、相关广告业务和 B2B 集采分销业务。第三部分为互联网医疗业务收入约 0.38 亿元，主要为线上健康咨询等互联网医疗业务收入。第四部分为消费医疗业务收入约 2.14 亿元，主要为医疗健康服务及健康宣教、咨询预约等增值服务。第五部分为追溯及数字医疗业务收入约 0.39 亿元，主要为码上放心平台的追溯及数字医疗业务收入。

康爱多的商业模式主要是医药产品的电商销售和批发，而阿里健康和京东健康除了电商销售外，还有医疗健康服务以及平台营销服务，业务模式上有着较大差异，而且阿里健康和京东健康在香港联交所上市，其会计政策与监管方式国内也有着较大的差异。因此，康爱多与阿里健康和京东健康的估值无法进行比较。

由于同类上市公司收购行为中所公告的内容中只有收购价格和相关公司概况，并未公开相关的财务数据和经营状况，因此无法采用收购案例法进行同行业估值比较。

经通过公开资料查询，同行业医药零售的 A 股上市公司中，只有第一医药（600833）的经营范围与商业模式与康爱多相同，而且资产总量与康爱多相近，销售收入还低于康爱多，因此我们采用第一医药的市值与康爱多的估值水平进行比较。

（一）资产负债和利润比较

康爱多和第一医药近三年资产、负债、所有者权益、营业收入、营业成本、利润总额和净利润如下表（单位：人民币万元）：

科目	2020年		2019年		2018年	
	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多
资产合计	139,625.58	119,871.27	121,655.16	93,428.04	107,946.64	74,931.01
负债合计	64,693.91	92,642.98	48,421.46	69,357.06	40,989.83	52,918.81
所有者权益	74,931.67	27,228.86	73,233.70	24,071.08	66,956.80	22,012.23
销售收入	158,690.37	280,953.69	124,316.95	310,044.73	117,666.58	214,789.18
销售成本	130,465.89	223,575.13	99,435.94	257,896.82	94,874.14	168,884.44
利润总额	9,065.51	4,294.60	6,862.90	2,751.83	5,901.22	5,189.65
净利润	6,854.09	3,157.31	5,308.94	2,058.78	4,718.63	3,904.28

从上表的对比来看，康爱多除了销售收入优于第一医药外，其他财务指标均不如第一医药。康爱多主要通过电商平台进行线上销售，使其销售收入超过第一医药近一倍，但净利润却低了第一医药一倍多。

（二）盈利能力比较

康爱多和第一医药近三年的盈利能力分析指标净资产收益率、总资产报酬率、主营业务利润率、主营业务成本率如下表：

财务指标	2020年		2019年		2018年	
	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多
净资产收益率	9.23%	11.60%	7.32%	8.55%	7.12%	17.74%
总资产报酬率	5.67%	4.60%	5.16%	3.51%	4.83%	8.94%
主营业务利润率	15.36%	20.23%	16.83%	16.61%	16.07%	21.08%
主营业务成本率	84.64%	79.58%	83.17%	83.18%	83.93%	78.63%

从上表对比来看，康爱多的盈利能力均优于第一医药。

上述盈利指标康爱多优于第一医药，但盈利水平却不如第一医药，原因主要是业务重点不同。康爱多主要是通过电商平台进行药品销售，线下门店并不多。线上销售的引流费用和配送费用使其整个销售费用居高不下，而第一医药仍以线下门店销售为主，线上销售为辅，整个销售费用远低于康爱多。两家公司销售费用和销售费用率对比如下：

财务指标	2020年		2019年		2018年	
	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多
营业收入	158,690.37	280,953.69	124,316.95	310,044.73	117,666.58	214,789.18
销售费用	14,987.40	43,931.84	12,367.65	40,348.40	12,955.76	33,366.02

销售费用率	9.44%	15.64%	9.95%	13.01%	11.01%	15.53%
-------	-------	--------	-------	--------	--------	--------

从销售费用的投入不同再来看营业收入和净利润的差别，就能清楚地发现两家公司营业收入和净利润的巨大反差。在电商平台通过高额的营销（引流）费用支出，使得营业收入大增，同时配送费用也同步增加，结果导致康爱多增收不增利。

（三）偿债能力比较

康爱多和第一医药近三年的偿债能力分析指标资产负债率、流动比率和速动比率如下表：

财务指标	2020年		2019年		2018年	
	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多
资产负债率	46.33%	77.29%	39.80%	74.24%	37.97%	70.62%
流动比率	1.47	1.22	2.01	1.26	2.07	1.33
速动比率	1.11	0.51	1.49	0.52	1.46	0.61

注：因第一医药财务费用为负数，无法测算利息保障倍数，故不做比较。

从上表对比来看，康爱多的偿债能力均不如第一医药。

（四）营运能力比较

康爱多和第一医药近三年的营运能力分析指标应收账款周转率、应付账款周转率、流动资产周转率、总资产周转率和存货周转率如下表：

财务指标	2020年		2019年		2018年	
	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多
应收账款周转率	12.81	29.09	10.86	53.16	9.07	63.85
应付账款周转率	4.20	5.98	3.35	8.02	3.60	7.38
流动资产周转率	1.84	2.81	1.57	3.92	1.65	3.81
总资产周转率	1.21	2.63	1.08	3.68	1.06	3.57
存货周转率	5.98	4.55	4.54	5.01	4.49	4.42

从上表对比来看，应收账款、应付账款和总资产的周转率康爱多要优于第一医药，原因主要是其销售收入是第一医药的一倍。

（五）发展能力比较

康爱多和第一医药近三年的发展能力分析指标营业收入增长率、总资产增长率和净利润增长率如下表：

财务指标	2020年		2019年		2018年	
	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多	第一医药	康爱多
营业收入增长率	27.65%	-9.38%	5.65%	44.35%	-24.39%	56.86%
总资产增长率	14.77%	28.30%	12.70%	24.69%	-4.97%	64.50%
净利润增长率	29.10%	53.36%	12.51%	-47.27%	8.53%	22.36%

从上述指标来看，康爱多营业收入在 2020 年出现下滑，而第一医院在 2018 年出现经营下滑，但净利润仍有增长。从 2020 年与 2018 年比较来看，康爱多的营业收入增长率为 30.80%，总资产增长率为 59.98%、净利润增长率为-19.13%；第一药业的营业收入增长率为 34.86%，总资产增长率为 29.34%、净利润增长率为-45.26%。从这三年的发展能力比较，康爱多不如第一医药。

从上述指标分析来看，作为太安堂的子公司，康爱多因商业模式的不同，除了在资产规模、盈利水平和发展能力上不如独立上市公司第一医药，但在盈利能力和营运能力上并不逊色于第一医药。如果康爱多能在销售引流和货物配送上做到更加合理，降低销售费用，那在销售收入远高于第一医院的基础上，其盈利水平也会大幅提高。

截止至 2020 年 12 月 31 日，第一医药收盘价为 9.85 元/股，其总股本为 2.231 亿，总市值约 21.98 亿元。考虑康爱多的成长性和营运水平的提高，扣除流动性和独立上市公司的品牌优势，其折扣率应该在 6-8 折之间，故康爱多的估值水平应该是 13.19 亿-17.58 亿之间。

综上，结合同行业可比公司估值情况分析，本次交易作价具有合理性；与前次股权转让估值 26 亿元存在差异的原因主要是交易背景不同、经济环境发生重大变化、选用的估值方法不同。

（本页无正文，为《中威正信（北京）资产评估有限公司及评估师关于《关于对广东太安堂药业股份有限公司的重组问询函》相关问题之核查意见》盖章页）

签字评估师：

刘小军

吴姐姐

中威正信（北京）资产评估有限公司

2021年05月07日