



关于深圳证券交易所《关于对浙江英特集团股份有限公司的 重组问询函》资产评估相关问题回复核查意见

深圳证券交易所：

坤元资产评估有限公司（以下简称“评估机构”或“坤元评估”）已收悉由浙江英特集团股份有限公司董事会转来的深圳证券交易所《关于对浙江英特集团股份有限公司的重组问询函》（许可类重组问询函（2022）第14号）。本评估公司承办资产评估师已对重组问询函中资产评估相关问题进行了审慎核查，现回复如下，请予审核。

问题 4：

2020 年度、2021 年度及 2022 年 1-7 月，标的公司综合毛利率分别为 6.22%、6.52%和 6.62%，低于行业平均水平的 9.44%、9.01%和 8.89%，收益法评估中对标的公司 2023-2026 年毛利率的预测值分别为 6.31%、6.27%、6.24%、6.22%。

(2) 报告书提及，随着近年国家对药品价格管制的加强和市场竞争加剧，我国医疗改革的不断深入，国家对医疗费用的总体控制不断加强，诸如“两票制”、“带量采购”等政策的扩大实施，预计未来药品价格将进一步下探，对英特药业整体毛利率水平有一定的负面影响。请结合上述情况进一步论证收益法评估对标的公司毛利率的预测是否审慎、合理。请独立财务顾问和评估机构发表核查意见。

回复：

一、收益法评估对标的公司毛利率的预测合理及审慎性分析

（一）“两票制”、“带量采购”等政策的扩大实施使得行业毛利率面临挤压风险

近年来，伴随着医药卫生体制改革不断深化，医药流通行业在药品降价、控费、结构调整、竞争加剧等压力下加快转型升级步伐，在健康消费需求刚性增长



的基础上，行业整体呈现长期向好的态势。在“两票制”全面落地推动下，药品流通环节进一步压缩，行业优势资源向大型医药流通企业集中，头部企业的竞争趋于激烈；药品集中带量采购常态化实施，耗材带量采购逐步启动，中成药集采推进速度也在不断加快，集采范围不断扩大，从而推动以量换价和终端用药结构的调整，规模化运作和成本控制成为行业主旋律。

2021年9月，国务院办公厅发布《关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知》（国办发〔2021〕36号），提出“深化药品和医用耗材集中带量采购制度改革。常态化制度化实施国家组织药品集中带量采购，持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围。强化对集中采购机构的统一指导，规范地方开展集中带量采购，形成国家、省级、跨地区联盟采购相互配合、协同推进的工作格局”。到2025年，各省（自治区、直辖市）国家和省级药品集中带量采购品种达500个以上，高值医用耗材集中带量采购品种达5类以上。由此，集中带量采购已进入常态化、制度化阶段。从前七批药品集中采购情况来看，累计纳入近300个药品品种，基本是仿制药品种，平均降幅在50%左右，累计节约资金约3,000亿元。而且2019年和2021年这两年，药品总体价格水平呈持续下降态势，年均达到7%左右。

由上述可知，“两票制”、“带量采购”等政策的扩大实施使得行业竞争加剧、药品价格下降，医药流通企业采购供应链进入了靠规模、成本制胜的低利润率时代，因而面临持续受到毛利率挤压的风险。

（二）近年行业内上市公司毛利率普遍呈下降趋势

经查询同行业可比上市公司的公开披露财务数据，各公司近年毛利率水平具体如下：

可比公司	2022年1-6月	2021年度	2020年度
南京医药	6.50%	6.51%	6.36%
九州通	7.99%	8.04%	8.97%
柳药集团	11.99%	11.42%	12.44%
国药一致	11.60%	11.73%	11.83%
重药控股	8.47%	9.18%	9.36%
鹭燕医药	7.72%	7.82%	7.95%

可比公司	2022年1-6月	2021年度	2020年度
嘉事堂	7.99%	8.35%	9.18%
平均值	8.89%	9.01%	9.44%

从上表可以看出，自2020年以来，由于受到医保控费、药品“带量采购”等政策的影响，药品价格整体持续下探，行业竞争进一步加剧，行业内各上市公司在上述行业大背景影响下，毛利率普遍存在下降趋势。

（三）标的公司毛利率趋势预测的分析思路

历史年度标的公司由于防疫物资等原因导致综合毛利率小幅上升，但由于该等因素的影响不是长期及可持续的，如果该等因素影响减弱，伴随着“两票制”、“带量采购”政策的常态化、制度化运行以及医保控费等政策的约束，药品和医疗器械降价趋势存在延续的可能，这将使得标的公司自身定价空间受到限制，服务费空间同步压缩，从而对毛利率有负面影响。

为应对上述“带量采购”政策，标的公司实时保持对带量采购（集采）品种的盘点，进行整体利润率的测算，对不盈利的品种进行停采或者再谈判，在付款方式、毛利率、库存承接方面争取相应的利益，尽量减少对整体利润的影响。经内部梳理，2022年1-9月标的公司涉及可能纳入集采的相关品种的不含税销售额占总额的比例在7%以内，对于毛利率的下降影响相对有限。

基于上述政策负面影响及积极应对措施的分析，结合同行业上市公司的近年实际经营表现，本次收益法评估中认为，标的公司毛利率水平的整体变动趋势应当与行业走势趋同，因而对标的公司2023-2026年毛利率的预测值考虑逐年小幅下降态势，分别为6.31%、6.27%、6.24%、6.22%。

二、评估机构核查意见

经核查，考虑到医药行业政策的长期持续影响，并经与行业内可比公司的历史实际经营表现进行比较分析后，评估师认为未来年度毛利率的预测具有合理和审慎性。

问题 6. 报告书显示，标的公司收益法评估过程中，未来各年销售费用率、管理费用率的预测值呈稳中有降趋势，财务费用预测值则大幅低于历史发生值，且未纳入利息支出的预测。请结合对标的公司未来主营业务收入增长的预测、所处行业地位、业务模式等因素，补充说明对标的公司销售费用率、管理费用率预测的合理性；结合标的公司付息债务情况，补充说明未对财务费用中的利息支出进行预测，以及财务费用预测值大幅低于历史发生值的原因。请独立财务顾问和评估机构发表核查意见。

回复：

一、结合对标的公司未来主营业务收入增长的预测、所处行业地位、业务模式等因素，补充说明对标的公司销售费用率、管理费用率预测的合理性

（一）未来主营业务收入增长的预测、所处行业地位、业务模式的描述

1、公司所处行业地位

英特药业是浙江省医药流通区域龙头企业之一，省内县以上医疗机构、连锁药店已基本实现全覆盖。标的公司招标市场品种满足率达 90%，药品供应保障能力保持浙江省龙头地位。截至 2021 年末，标的公司下游批发客户超 20,000 余家，配送终端 33,000 余个；上游方面，英特药业已经与世界前 50 强制药企业中的 40 余家有业务合作，除原料药企业外，英特药业与国内 100 强制药企业中的 90 余家建立了合作关系。英特药业围绕“内涵式增长、外延式扩张、整合式发展、创新式提升”的发展路径，近年来通过收购兼并及设立子公司的方式，省内布局日趋完善，市场覆盖能力不断增强，市场竞争力进一步提升，对省内医疗机构的辐射影响力得到进一步加强。

根据商务部市场运行和消费促进司于 2022 年 8 月发布的《2021 药品流通行业运行统计分析报告》中 2021 年药品批发企业主营业务收入前 100 位排序，英特集团位列第 10 名（基本等同于英特药业位列第 10 名）。

2、公司业务模式

英特药业主营业务系医药产品批发及零售业务，涵盖药品、医疗器械两大类产品。其中以批发业务为主，主要覆盖浙江省内的医疗机构、零售药店和其他医

药流通企业等。根据客户是否纳入集中采购体系，批发业务分为招标市场和非招标市场两种销售模式，其中招标市场系英特药业主要的目标市场，通过参与浙江省药械采购平台招标的方式获取订单；非招标市场则通过公司销售人员与该等客户建立业务沟通的方式获取订单并实施配送。医药零售业务即通过自有零售药店为终端消费者提供医药产品，主要通过英特怡年、英特一洲、临安康锐等多个子公司经营。

在仓储和配送方面，英特药业主要使用自有仓库对产品进行仓储，主要通过自有的配送团队进行产品配送，拥有专业化的现代医药物流体系，配送对象包括医院、药房、社区诊所等。

3、未来主营业务收入增长的预测

2021年，全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。统计显示，全国七大类医药商品销售总额26064亿元，扣除不可比因素同比增长8.5%，增速同比加快6.1个百分点。其中，药品零售市场销售额为5449亿元，扣除不可比因素同比增长7.4%。药品批发市场销售额为20615亿元，扣除不可比因素同比增长8.65%。

立足行业的稳健发展，随着国际国内医药产业链合作逐步深入，“互联网+医疗健康”体系不断完善，供应链服务持续创新，人工智能快速发展，药品流通行业将迎来新的更大的发展空间。我国人口增长，老龄化进程加快，人们生活水平不断提高，医保体系不断健全，居民支付能力和大健康理念持续增强，全社会医药健康服务需求将不断增长，为药品使用提供了增长基础，未来我国医药流通行业的总体发展仍将呈现稳步增长的态势。

结合行业的整体发展、标的公司所处的行业地位及竞争力，预计标的公司未来年度主营业务收入仍将与行业趋势保持一致，实现稳步增长。

（二）标的公司销售费用率、管理费用率预测的合理性分析

1、销售费用预测分析

销售费用主要由职工薪酬、仓储保管费、劳务费、租赁费、业务招待费、销售服务费和折旧摊销等构成，采用了不同的方法进行了预测。对于折旧摊销以公

司的销售用长期资产规模按财务折旧摊销方法模拟测算后预测；对于其他费用，主要结合标的公司的业务模式、行业地位采用了趋势预测分析法预测，其中对于费用投入与营业收入增长高度正相关的，考虑基本同比增长；对于与营业收入增长弱相关的，考虑增幅小于收入增长率。随着营业收入的稳定，销售费用同时趋于稳定。

未来各年销售费用预测如下：

单位：元

项目/年度	2022年4-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	永续期
薪酬类	259,740,000	389,195,900	412,742,300	429,458,400	442,342,200	442,342,200
办公类	42,738,700	58,670,700	61,510,400	63,503,300	65,027,400	65,027,400
市场类	209,956,100	292,508,700	310,205,500	322,768,800	332,451,900	332,451,900
其他类	11,803,200	19,159,500	19,740,000	20,140,700	20,442,800	20,442,800
折旧摊销类	6,429,000	7,166,100	6,568,500	5,514,300	5,541,200	5,541,200
销售费用	530,667,000	766,700,900	810,766,700	841,385,500	865,805,500	865,805,500
费用率	2.32%	2.36%	2.36%	2.35%	2.35%	2.35%

从上表看，预测期销售费用率水平基本保持在2.35%左右，保持稳中有降，变动不大。其出现小幅向下波动的主要原因系由于办公和其他费用中的租赁费、办公费、水电费等以及折旧摊销费用与营业收入增长不完全正相关所致。

2、管理费用预测分析

管理费用主要由职工薪酬、租赁费、劳务费、办公费、物管费和折旧摊销等构成，通常与营业收入变动的关联度弱于销售费用，其预测思路与上述的销售费用基本相同。从构成上来看，管理费用大致可分为薪酬类、办公类、其他类和折旧摊销类，未来各年管理费用预测如下：

单位：元

项目/年度	2022年4-12月	2023年	2024年	2025年	2026年	永续期
薪酬类	244,907,900	324,890,800	338,666,200	348,284,300	355,598,300	355,598,300
办公类	53,063,700	65,519,400	67,897,800	69,547,700	70,799,600	70,799,600
其他类	10,145,400	13,902,500	14,323,700	14,614,500	14,833,700	14,833,700
折旧摊销类	24,702,200	27,534,500	25,238,300	21,187,500	21,290,900	21,290,900
管理费用	332,819,200	431,847,200	446,126,000	453,634,000	462,522,500	462,522,500
费用率	1.45%	1.33%	1.30%	1.27%	1.25%	1.25%

从管理费用率来看，预测期费用率水平逐年下降，主要原因如下：

薪酬类费用中主要为管理人员的薪酬，根据标的公司的薪酬政策，管理人员

主要按年薪制核定薪酬，薪酬根据个人绩效或组织绩效考核结果、岗位因素和标的公司利润完成情况核定，与标的公司效益情况挂钩，但其变动幅度与收入变动不成正比。

另外，办公类、其他类费用均存在固定费用和可变费用，与销售收入不完全正相关，因此预计上述费用未来年度的变动比例低于销售收入增长率。

折旧摊销以标的公司的管理用长期资产规模按财务折旧摊销方法模拟测算后预测，该金额与营业收入的变动关系不大。

因此，随着收入规模的增加，固定费用增长幅度小于收入增长幅度，由此使得预测期各年的管理费用率呈现小幅逐年下降的趋势。

二、结合标的公司付息债务情况，补充说明未对财务费用中的利息支出进行预测，以及财务费用预测值大幅低于历史发生值的原因

（一）未对财务费用中的利息支出进行预测的原因

本次评估采用了企业自由现金流折现模型。评估计算中，首先由企业自由现金流量折现计算企业自由现金流价值，并分析公司溢余资产、非经营性资产（负债）的价值，确定公司的整体价值，并扣除公司的付息债务后确定公司的股东全部权益价值。计算公式为：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

其中，企业整体价值由企业自由现金流量折现计算得到。企业自由现金流也称为实体自由现金流量，系包括全部资本投资者共同支配的现金流量，全部资本投资者包括股东和付息债务的债权人，因此企业自由现金流量计算中无需扣除付息债务对应的利息支出。与该现金流相对应，采用的折现率是企业资本的加权平均资本成本（WACC），是由权益资本成本（与股东权益对应）和债务资本成本（与债权人权益对应）按照资本结构加权平均计算得到。

经由上述企业自由现金流量按照加权平均资本成本折现计算并经调整后得到的企业整体价值包含了股东权益和债权人权益（即付息债务价值），扣除付息债务价值后即得到股东全部权益价值。本次扣除的付息债务价值系按照截至评估基准日公司合并财务报表列示的短期借款（2,804,585,025 元）和长期借款（5,000,000.00 元）的合计数 2,809,585,025 元确定。

由上述模型的计算方式可知，本次评估所采用的企业自由现金流折现模型不涉及财务费用中利息支出的预测。

（二）财务费用预测值大幅低于历史发生值的原因

1、标的公司历史年度和预测期财务费用分析

标的公司 2020 年至 2022 年 1-3 月，各年财务费用具体如下：

单位：人民币元

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
利息支出	154,278,745	153,432,649	45,047,627
利息收入	-9,444,357	-11,660,418	-2,873,522
手续费	4,853,798	3,814,133	1,170,970
现金折扣等其他	-6,326,786	-6,942,319	-2,407,008
合计（全部）：	143,361,400	138,644,045	40,938,067
其中：利息收入与手续费金额合计	-4,590,559	-7,846,285	-1,702,552

由上表可见，标的公司历史年度财务费用主要为利息支出。

本次评估预测时，由于所采用的系企业现金流折现模型，因此不涉及利息支出的预测；对于现金折扣等其他费用，由于不确定性太强，无法合理预计，故未予以考虑；即预测中仅考虑手续费及货币资金利息收入。预测期未来各年财务费用预测如下：

单位：人民币元

项目/年度	2022 年 4-12 月	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	永续期
利息收入	-8,783,100	-12,657,400	-13,421,300	-13,963,500	-14,381,700	-14,381,700
手续费	3,924,100	5,506,700	5,839,800	6,076,100	6,258,400	6,258,400
合计	-4,859,000	-7,150,700	-7,581,500	-7,887,400	-8,123,300	-8,123,300

经上述历史年度与预测期相比，预测期财务费用大幅低于历史年度的主要原因系因评估所采用的模型原因不涉及利息支出的测算所致。同时，经与历史年度利息收入、手续费金额的合计数据相比，评估预测金额不存在较大差异。

三、评估机构核查意见

经核查，评估师认为：结合对标的公司未来主营业务收入增长的预测、所处行业地位、业务模式等因素的分析，标的公司销售费用率、管理费用率预测呈稳中有降趋势具有合理性；本次采用企业自由现金流折现模型经调整计算确定标的公司股权价值，在付息债务的扣减中已经考虑了财务费用中的利息支出的影响，故利息支出未进行预测这一做法符合评估模型的内涵；由于标的公司的历史财务费用主要由因利息支出构成，预测期不涉及利息支出的测算，因此财务费用大幅

低于历史发生值，这一差异形成的原因是可解释及合理的。

