

上海东洲资产评估有限公司
关于
中国证券监督管理委员会
《中国证监会行政许可项目审查一次反馈
意见通知书》（181154号）
之反馈意见回复

二〇一八年九月

中国证券监督管理委员会：

益丰大药房连锁股份有限公司（以下简称“上市公司”、“益丰药房”）收到贵会于2018年8月16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》181154号（以下简称《意见通知书》），上海东洲资产评估有限公司对贵会《意见通知书》中涉及我公司的相关问题进行了认真研究与落实，并按照《意见通知书》的要求对所涉及的事项进行了资料补充和问题答复，现提交贵会，请予审核。

如无特别说明，本回复中出现的简称均与《益丰大药房连锁股份有限公司发行股份及支付现金购买资产报告书》中的释义相同。

20、申请文件显示，收益法评估中，预计预测期内标的资产营业总收入将维持增长态势。申请文件同时称，“互联网+”时代下的电子商务在我国发展迅速，对于不同行业的实体店铺造成了不同的影响。网上医药产品零售已经起步，未来或将对传统药店零售业务产生冲击。请你公司：1) 补充披露收入预测涉及的重要参数，预测过程、预测依据及合理性。2) 结合标的资产所处行业的发展情况、市场地位、未来发展趋势、电子商务对实体店铺的影响及标的资产应对措施等，补充披露标的资产预测期营业收入增长的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露收入预测涉及的重要参数，预测过程、预测依据及合理性。

1、标的公司收入预测涉及的重要参数

本次评估通过预测各地区单店收入增长情况与门店数增长情况，得到单店收入与门店数两个指标来预测各地区销售收入，汇总得到收入总额。

2、主要预测过程如下：

单位（万元）

公司名称	项目 \ 年份	2018 全年	2019	2020	2021	2022
新兴药房	单店月收入	19.63	21.98	23.30	24.70	26.18
	增长率	6.00%	12.00%	6.00%	6.00%	6.00%
	门店数	316	326	331	336	341
	增加数量	25	10	5	5	5
沧州新兴	单店月收入	12.72	14.25	15.39	16.62	17.45
	增长率	8.00%	12.00%	8.00%	8.00%	5.00%
	门店数	74	75	75	75	75
	增加数量	4	1	0	0	0
北京新兴	单店月收入	15.95	16.75	17.76	18.65	19.21
	增长率	3.00%	5.00%	6.00%	5.00%	3.00%
	门店数	9	9	9	9	9
	增加数量	0	0	0	0	0
衡水为民	单店月收入	22.75	25.02	27.52	29.72	31.51
	增长率	3.00%	10.00%	10.00%	8.00%	6.00%
	门店数	38	38	38	38	38
	增加数量	1	0	0	0	0
衡水宏达	单店月收入	28.63	31.49	34.64	37.41	39.66
	增长率	23.36%	10.00%	10.00%	8.00%	6.00%
	门店数	14	14	14	14	14
	增加数量	0	0	0	0	0
唐山新兴	单店月收入	12.75	13.77	14.87	15.76	16.55

公司名称	项目 \ 年份	2018 全年	2019	2020	2021	2022
	增长率	3.00%	8.00%	8.00%	6.00%	5.00%
	门店数	16	16	16	16	16
	增加数量	0	0	0	0	0
张家口	单店月收入	9.80	10.39	11.02	11.68	12.26
	增长率	5.00%	6.00%	6.00%	6.00%	5.00%
	门店数	16	16	16	16	16
	增加数量	0	0	0	0	0

3、预测依据及合理性

单店销售收入是衡量门店经营的重要指标，新增门店的销售收入一般在开设之后的一到两年会有较快的增长，在后续两到三年增速逐步放缓，逐步达到稳定水平。标的公司从 2017 年到 2018 年第一季度以来，增加了较多的门店数，尤其是 2017 年大幅增加的新门店导致单店销售收入有较大的下滑，根据标的公司对新开门店的盈利情况的经验判断，预计在 2019 年基本达到稳定状态。

标的公司母公司门店数量根据其明确的开店计划进行预测，11 家原为标的公司子公司晋州新兴的门店，自 2018 年 4 月起并入母公司管理。由于各子公司近年来很少有门店数的增加，因此标的公司子公司门店数按照现有门店数同时仅考虑 2018 年 5 月的店面租赁合同签订情况进行确定。

二、标的公司预测期营业收入增长的可实现性。

1、行业发展情况：

(1) 医药零售行业政策导向

2016 年以来，随着国家深化供给侧结构性改革，国家相继出台《“健康中国 2030”规划纲要》、《“十三五”期间深化医药卫生体制改革规划》、《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》、《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》和《印发关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）的通知》等纲领性政策文件，各项改革举措将全面推行，行业发展面临新的机遇与挑战。

在此背景下，药品流通行业积极贯彻落实医改政策要求，努力探索创新发展思维，提高医药供应链管理水平和推进药事服务及健康管理服务模式升级，加速跨界资源融合，行业发展站上了新的起点。

医药分开政策有望推动医药零售行业快速发展：根据国务院办公厅 2015 年《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》和 2016 年《进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》要求，着力破除以药养医机制，力争到 2017 年底试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右，并在全部公立医院实现药品零加成；虽然短期由于取消医院“药品加成”削弱了药店的药品价格竞争优势，但从长期来看，参考发达国家的发展经验，“医药分业”将使大部分医药终端市场由医院向药店转移，医药零售药店充满了巨大的发展空间。可见当下，政策对处方外流的主要引导方向是零售药店。综合来看，零售药店尤其是连锁零售药店是处方外流的最大获益者。

（2）改革推动市场持续增长

国内医药零售业稳健增长：2011-2016 五年间，医药零售 5 年销售实现了 11% 的复合增速；2016 年零售销售规模达 3375 亿元，同比增长 8.5%；和医药行业整体增速一样，呈现增长放缓趋势。根据《中国医药健康产业蓝皮书 2017 版》统计数据显示，2016 年中国医院市场、零售药店市场和第三终端市场的规模各自占比较往年略有变化、医院市场占比进一步下降至 62%；零售药店市场占比平稳为 17%；第三终端市场占比扩大至 21%。但 2017 年 1 月 6 日全国卫生计生工作会议上，国家卫生计生委主任李斌表示，今年公立医院改革将在所有城市推开，全部取消药品加成。在深化公立医院改革的大背景下，部分处方药市场将从医院药房释放到零售零售，将对药店的渠道和专业管理提出更高要求。医改实施医药分家，从流通环节（两票制、营改增）、取消医院加成、采购联网等措施，已经使得药品在医院从盈利业务成为成本单位。同时随着处方外流、招标降价等政策落实，医药零售行业仍然能维持较高的增长。

2、标的公司的市场地位情况

根据 MDC“2015-2016 年度中国药品零售企业综合竞争力排行榜”，新兴药房在华北地区排名第 2。根据商务部 2017 年《药品流通行业运行统计分析报告》，新兴药房在全国医药零售企业零售总额排名中位列第 23 位。由此可见，新兴药房在河北省占有较大的市场份额。

3、医药零售行业未来发展趋势

(1) 药品流通行业发展模式加速转变

“十三五”期间，人民群众对医疗卫生服务和健康保健的需求将大幅增加，药品、保健品和健康服务的市场规模将加快增长，为药品流通行业发展提供了广阔的空间。随着促进新型城镇化与现代服务业协调发展的国家政策实施，药品流通行业将从消费主导的资源配置模式逐步转向资本市场主导的资源配置模式。在《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》的引领下，行业业态重组将持续加速，批零业务一体化发展将成为主流，全国性、区域性药品零售品牌企业将陆续上市重组。以互联网技术为基础的创新型流通企业将借助资本市场进一步发力。同时，药品流通行业也面临新模式、新业态、新技术的挑战，市场竞争将更加充分，企业管理能力和成本控制能力将受到严峻考验。药品流通企业要及时寻找创新升级、做大做强的有效路径，“补短板、调结构”，逐步由粗放型经营向集约化、质量效益创新型经营转变。

(2) 资本市场对企业整合助力不断增强

“十三五”期间，药品流通企业将在资本市场的助力下加速整合，不断实现强强联合。从各上市公司披露的年报可以看出，药品流通企业并购交易较为活跃。如瑞康医药 2016 年在全国范围内收购医疗器械经销商，打造全国器械营销平台，已完成了全国 20 多个省市的并购布局。同时，零售连锁药店将成为上市公司竞相追逐的对象。当前，药品零售行业集中度较低，上市企业数量与批发业相比较少，尚处于上市发展初期，未来药品零售企业的并购发展将进入快速阶段。随着多家上市零售连锁企业跑马圈地、扩张网点，中小型单体药店将主动或被动地接受洗牌，行业整合势必加剧，零售药店连锁率将不断提升。在几类募资方式中，短期借款仍然是药品流通上市公司主要的募资方式。

(3) 大型医药零售企业将不断进行横向整合以提升综合竞争力

零售药店的竞争能力与企业规模密切相关。随着新版 GSP 的推行和监管政策的日益严格，单体药店及中小型连锁药店企业的软硬件投入成本不断加大，加之人力成本、房租成本的提升以及采购议价能力的缺乏，单体药店及中小型连锁药店企业的经营压力日益增大。大型零售药店连锁企业拥有完善的采购、物流、销售体系，形成了较强的规模优势和品牌影响力，与经营规模小、竞争能力弱的

企业相比竞争优势较为明显。凭借区域先发优势、规模优势及管理优势，大型零售药店未来将加大横向并购力度，进一步扩大经营规模和覆盖区域，巩固市场领先地位。

（4）药品零售经营方式不断创新

2017年，药品零售行业步入机会年。随着公立医院改革的全面展开以及医保控费等配套政策的陆续出台，“医药分开”改革趋势日益明显。医疗机构、医保机构、零售药店三方信息共享试点和零售药店分类分级管理试行将为药品零售行业发展提供重要机遇，零售药店承接医疗机构外配处方工作即将拉开序幕。

同时，随着国家宏观经济增速放缓，医疗机构药品“零差率”政策实行，药品零售行业销售增速将有所放缓，利润率可能持续走低。在此背景下，融合创新、转型升级是其发展的必由之路。发展新业态、组织新产品、打造新环境、运用新技术、尝试新模式和新营销、拓展新领域将成为主流趋势，企业的规范化和专业化经营将成为必然选择，以消费者体验为中心的健康咨询、用药指导、数据检测、辅助诊断等专业药事服务也将催生更多“新零售”模式。

（5）医药改革预期增强

2016年12月27日国务院发布《关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》（国发〔2016〕78号）明确提出：“推动医药分开，医疗机构应按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供，不得限制处方外流。探索医院门诊患者多渠道购药模式，患者可凭处方到零售药店购药。推动企业充分竞争和兼并重组，提高市场集中度，实现规模化、集约化和现代化经营。调整市场格局，使零售药店逐步成为向患者售药和提供药学服务的重要渠道。”2017年2月9日国务院办公厅发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》（国办发〔2017〕13号）明确提出：“推进医药分开。医疗机构应按药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方。门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。”随着药占比、零差率、两票制、医保控费、分级诊疗、医生多点执业等一系列医改措施的稳步推进，“医药分开”、“医院处方外流”成为大势所趋，药品零售行业逐步迎来新的增量市场。

4、电子商务对实体店铺的影响及标的资产应对措施

根据商务部 2017 年《药品流通行业分析报告》2017 年医药电商直报企业销售总额约 736 亿元，占同期全国医药市场总规模的 3.7%。其中 B2B（企业对企业）业务销售额约 693 亿元，占医药电商销售总额的 94.1%；B2C（企业对顾客）业务销售额约 44 亿元，占医药电商销售总额的 5.9%。

从上述统计数据可以看出，实际医药电商直接销售给顾客的销售额仅为 44 亿元，占同期全国医药市场总规模的 0.22%，体量相当有限。

我国医药电商销售额较低，发展水平不高主要有以下原因：（1）医保支付制度不完善，线上消费医保支付尚未全面展开。（2）药品配送时滞问题，由于网购药品配送需要时间，对于急性病用药，患者更倾向于到线下药店购买。（3）长期用药患者往往具有年龄大的特点，更习惯于在线下药店购买。

故虽然我国医药电商发展具有很大空间，但受制于多种因素，目前对线下连锁药店的影响有限。

新兴药房除了巩固线下模式打下的良好基础之外，也顺应“互联网+”时代的发展趋势，设立线上销售模式，借助天猫、京东等多种渠道发展电商业务。因此对于未来“互联网+”的冲击，被评估单位仍能保持一定的先行竞争力。

三、评估师核查意见

评估师认为，随着近年相关政策及规划的不断颁布，“医药分开”、“医院处方外流”成为大势所趋，药品零售行业逐步迎来新的增量市场。具有一定销售规模的医药零售企业未来年度将进入快速发展阶段。新兴药房是一家以石家庄中心，立足于河北市场的医药连锁企业，位于全国医药零售企业排名前列，具有一定的规模优势，未来年度营业收入增长具有可实现性。。

21、申请文件显示，2016年、2017年和2018年1-3月，标的资产主营业务毛利率水平分别为35.04%、32.89%和32.85%。收益法评估中，预测期内，预计标的资产毛利率水平分别为35.2%、36.09%、36.51%、36.49%、36.41%和36.39%。请你公司补充披露：1) 预计预测期毛利率高于报告期毛利率水平的原因及合理性。2) 结合标的资产所处行业的发展情况、市场地位、主要竞争对手情况及未来市场空间情况等，补充披露收益法评估中，预测期毛利率水平的可实现性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司预计预测期毛利率高于报告期毛利率水平的原因及合理性。

预测期内的毛利率为考虑了其他业务收入与成本的综合毛利率。由于其他业务收入多为医药生产厂商支付的陈列服务费等，相关的租金、人工成本已在主营业务成本中反映，故其他业务毛利率较高，导致新兴药房综合毛利率高于其主营业务毛利率。

2016年、2017年、2018年1-3月新兴药房综合毛利率水平为36.90%、34.37%、33.82%。企业自2017年毛利水平下降主要原因系2017年企业收购了较多门店，并于2017年及2018年分别完成了对恒康宏达及衡水为民的收购。新收购的门店由于其体量有限、药品结构与被评估单位的药品结构存在差异，且非统一采购，故导致收购门店的毛利率低于新兴药房。新兴药房收购后，会对相应门店进行统一管理，逐步将各门店药品结构统一，并与新兴药房进行统一采购，控制其采购成本。随着门店整合的不断推进，预计新兴药房整体毛利率水平将逐步恢复到2016年36.90%的毛利率水平。

二、收益法评估中，预测期毛利率水平的可实现性

1、行业发展情况

请参见本回复第20题回复之“二、标的资产预测期营业收入增长的可实现性”之“1、行业发展情况”。

2、标的公司市场地位情况

请参见本回复20题回复之“二、标的资产预测期营业收入增长的可实现性”

之“2、标的公司的市场地位情况”。

3、竞争对手情况

(1) 标的公司在河北省占有率及主要竞争对手情况

根据专业医药数据研究机构中康 CMH 监测数据,2017 年河北省药店零售市场规模为 173.00 亿元,新兴药房在河北省的零售业务收入为 82,437.14 万元,据此计算,新兴药房在河北省药店零售市场的市场份额为 4.77%。通过查询国家企业信用信息公示系统及大众点评网相关信息,河北省内主要竞争者情况如下:

序号	河北省主要竞争者名称	门店数量(家)	占河北省药店总数比例(注)
1	河北神威大药房连锁有限公司	717	3.33%
2	衡水龙马医药连锁有限公司	386	1.79%
3	河北华佗药房医药连锁有限公司	369	1.71%
4	河北唐人医药股份有限公司	298	1.38%
5	河北狮城百姓大药房连锁有限公司	171	0.79%

注:河北省零售药店总数 2017 年统计数据尚未公布,此处根据《河北省食品药品监督管理局 统计报告(2017 年上半年)》公告的上半年河北省药店总数 21,542 家近似测算。

新兴药房在河北省的门店数量为 453 家,占河北省药店总数比例为 2.10%,仅次于河北神威大药房连锁有限公司。由上表可见,河北省区域市场主要竞争者所占市场份额总体比例较低,包括新兴药房在内的主要参与者占据河北省药店总数的比例为 11.11%,与我国零售药店目前集中度较低,较为分散的行业特征相符。根据商务部发布的《药品流通行业运行统计分析报告(2017 年)》,2017 年 30 家区域零售连锁企业的销售总额为 522 亿元,占全国零售市场总额的 13.0%;销售额前 100 为的药品零售企业门店家数为 58,355 家,占全国零售药店门店总数的 12.90%。同时,截止 2017 年 11 月,全国药品零售连锁率为 50.5%,仍有进一步提升空间。

(2) 标的公司在北京市占有率及主要竞争对手情况

根据专业医药数据研究机构中康 CMH 监测数据,2017 年北京市药店零售市场规模为 89.00 亿元,新兴药房在北京市的销售额为 1,858.83 万元,据此计算,新兴药房在北京市药店零售市场的市场份额为 0.21%,市场份额占比较低,主要与标的公司聚焦河北的经营策略有关。新兴药房在北京市的门店数量为 9 家,市场份额及门店家数在北京市较少,主要系新兴药房长期以来一直立足河北

市场，着力加强在本地市场渗透力度，在此基础上选择性进入周边北京市场，择机开设部分门店，作为零售体系的补充。

通过查询国家企业信用信息公示系统及大众点评网相关信息，北京市主要竞争者情况如下：

序号	北京市主要竞争者名称	门店数量（家）
1	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	334
2	北京金象大药房医药连锁有限责任公司	164
3	北京好药师大药房连锁有限公司	53
4	北京德威治医药连锁有限责任公司	41
5	北京德威治医药连锁有限责任公司	34

此外，根据商务部发布的《药品流通行业运行统计分析报告》，2015-2017年，新兴药房分别位列医药零售企业销售额排名的 29 名、25 名和 23 名，在河北省医药零售企业中仅次于河北华佗药房连锁有限责任公司。

4、未来市场空间

以区域市场医药零售规模与当地 GDP 比值测算，北京市和河北省比值分别为 0.32%、0.38%，分别位列第 20 名和第 26 名，低于上述 30 个省市的中位数 0.42%，未来河北省和北京市医药零售业仍有进一步提升空间。

2016 年河北省和北京市单个药店服务人数分别为 3,934 人和 3,674 人，在 30 个省市中分别排名第 17 位和第 21 位，同期上述 30 个省市中位数为 3,285 人/店，单店服务居民人数高于中位数，即河北省和北京市药店数量饱和度较全国整体水平更低。从市场规模看，2016 年河北省医药零售市场规模为 120 亿元，北京市市场规模为 80 亿元，在上述 30 个省市地区分别排名第 11 名和第 21 名。综合药店密集度和市场规模看，河北省和北京市未来医药零售市场仍有进一步拓展的空间。

河北省和北京市 2016 年药店连锁率分别 34.65%和 45.21%，在上述 30 个省市中处于较低水平，未来通过并购整合提升连锁率的空间较大。新兴药房作为河北省内规模较大的连锁药店企业，未来并购小规模药店的潜在机会较多。

5、未来毛利率水平可实现性分析

评估人员查询医药零售行业内主要上市公司毛利率水平如下所示：

证券代码	证券名称	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
603883.SH	老百姓	36.06%	35.31%	35.86%
603939.SH	益丰药房	39.62%	40.04%	40.58%
002727.SZ	一心堂	41.28%	41.52%	41.82%
603233.SH	大参林	40.22%	40.26%	41.68%
平均值		39.30%	39.28%	39.98%

被评估单位预测期内毛利率为 35.20%、36.09%、36.51%、36.49%、36.41% 和 36.39%，均低于可比上市公司水平，预测较为谨慎合理。

新兴药房为河北省内规模较大的连锁药店企业，具有较大的市场份额。在近期医药改革相关政策的颁布，药品零售行业将迎来增量市场的大背景下，新兴药房逐步整合 2016、2017 年收购门店，毛利率逐步回升至 2016 年水平，具有可实现性。根据天健会计师事务所（特殊普通合伙）出具的新兴药房审计报告，新兴药房 2018 年 1-6 月综合毛利率为 35.29%，高于 2018 年 1-3 月综合毛利率 33.82%，与本次评估预测 2018 年全年毛利率水平 35.20% 相近。

三、评估师核查意见

评估师认为新兴药房为河北省内规模较大的连锁药店企业，具有较大的市场份额。在近期医药改革相关政策的颁布，药品零售行业将迎来增量市场的大背景下，新兴药房逐步整合 2016、2017 年收购门店，毛利率逐步回升至 2016 年水平，具有可实现性。

22、申请文件显示，本次交易采用了市场法及收益法进行资产评估，并以市场法的结果作为最终评估结论。请你公司：**1）**补充披露市场法评估中所选取可比案例的可比性及可比对象的充分性。**2）**补充披露市场法评估中，各可比交易的修正系数确定依据及合理性。**3）**补充披露标的资产所在行业近年来颁布的相关政策及规划对标的资产收益法和市场法评估结果准确性的影响，并结合近三年可比案例情况，补充披露选择市场法评估结果作为定价依据的合理性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、市场法评估中所选取可比案例的可比性及可比对象的充分性。

根据《资产评估执业准则-企业价值》规定，资产评估专业人员所选择的

可比企业与被评估单位应当具有可比性。可比企业应当与被评估单位属于同一行业，或者受相当经济因素的影响。资产评估专业人员应当关注业务结构、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，恰当选择与被评估单位进行比较分析的可比企业。

本次评估根据以上准则要求及行业特点确定本次可比案例选择的标准如下：

1、可比公司与被评估单位同处一个行业，受相同经济因素影响

对于交易案例，交易标的企业与被评估单位要求同属一个行业，经营业务相同或相似或与被评估公司在所属业务市场、产品、增长预期、行业周期具有相似的特征。评估人员参照证监会《上市公司行业分类指引》，新兴药房所处行业为“批发和零售业”门类下的“零售业（F52）”，本次选取可比公司应处于零售业。

2、交易案例的时间跨度趋近

收集的交易案例的交易日期并非评估基准日，因此会存在由于上述两个日期差异所产生的交易价格差异，因此为了便于对比，在选择交易案例比较法的评估对象时，应该尽量选择交易日期与评估基准日接近的可比交易案例，本次选取距评估基准日3年内发生的交易案例。

3、交易行为性质类似

经查询公开市场连锁药房收购主要有两种方式即股权收购和资产收购。考虑到本次交易为股权收购，故选择交易案例也应为股权收购。

4、交易案例信息获取的详细程度

不同交易案例在企业经营、交易条款方面可能与被评估企业存在较大差异，如果无法获取足够的交易案例信息，其隐藏的交易条件对交易价格的影响将无法量化，会直接影响评估结果。本次评估优先选取能够获得相关审计及评估报告的交易案例。

5、可比公司与被评估单位业务结构类似

业务结构的可比性标准是指可比对象应当与被评估企业在主要业务收入、利润的结构上相似，并已稳定经营一段时间。新兴药房收入及利润来源主要为药品及器械销售，故本次选取可比公司应主要从事医药零售业务。

6、可比公司与被评估单位经营模式类似

经营模式的可比性标准是指同行业的企业即使从事于同一业务，其中也会存在多种经营模式，而不同的经营模式可能导致财务指标上的巨大差异和经营风险

的差异。新兴药房属于传统的医药零售行业，其主要业务基本由 460 余家自营门店线下销售完成，故本次选取可比公司主要业务应通过自营门店线下销售展开。

7、可比公司与被评估单位企业规模可比

企业规模的可比划分标准各行业略有不同，被评估单位属于医药零售行业，是一家以石家庄为业务重心的连锁药店，故本次可比公司应选择具有一定规模的连锁药店。

8、可比公司与被评估单位资产配置和使用情况可比

资产配置和使用情况的可比性标准是指在选择可比对象时应当关注企业的资源配置是否合理以及资源是否有效使用。被评估单位店铺以租赁为主，主要考虑购买店铺需要耗费大量资金，会为企业带来较多负债并产生大额的财务费用。故本次选取的可比公司应主要以租赁店铺为主。

根据上述选择标准，对我国资本市场近三年公开披露的信息进行了查询及筛选，筛选后的交易案例情况如下：

项目/公司	郴州有限公司	广西有限公司	兰州惠仁堂	天津有限公司	国大药房
所属行业	零售业	零售业	零售业	零售业	零售业
时间跨度	三年以内	三年以内	三年以内	三年以内	三年以内
披露情况	重组草案、评估报告、 审计报告	重组草案、评估报告、审 计报告	公告、评估报告、审 计报告	公告、评估报告、审 计报告	公告、评估报告
交易行为	股权收购	股权收购	股权收购	股权收购	股权收购
主营业务	医药零售	医药零售	医药零售	医药零售	医药零售
经营模式	自营、线下	自营、线下	自营、线下	自营、线下	自营为主、线下
企业规模	连锁药房	连锁药房	连锁药房	连锁药房	连锁药房
资产配置	租赁门店为主	租赁门店为主	租赁门店为主	租赁门店为主	租赁门店为主

本次评估将上述筛选后交易案例均确定为可比交易案例。

综上所述，本次评估所选取可比公司均属于零售行业，交易行为性质基本相同，且在主营业务、经营模式、企业规模、资产配置等方面具有可比性。

二、补充披露市场法评估中，各可比交易的修正系数确定依据及合理性。

本次评估主要从企业内部因素、地域因素、交易因素对可比案例价值比率进行修正。因被评估单位作为比较基准和调整目标，将被评估单位各指标系数均设为 100，可比案例各指标系数与被评估单位比较后确定。

1、企业内部因素修正

根据连锁药店运营特点及市场对连锁药店的评定标准，对企业内部因素，主要从企业规模、运营能力、盈利能力、业务能力 4 个方面 9 个指标进行修正。

(1) 企业规模

衡量连锁药店企业规模的主要指标包括门店总数、核心区域门店数、自营门店率。

门店总数是能直观反映连锁药店规模的指标之一，门店数量越多说明该连锁药店规模越大，销售额越高。对于可比交易案例中门店总数高于被评估单位的需要向上修正，反之则向下修正。

一般而言，单个门店收入受其所处城市经济、人口水平影响较大，省会城市往往是该省内经济最发达、人口最多的城市，故本次评估将各标的公司位于省会城市的门店确定为核心区域门店。由于国大药房业务范围较广，将其位于北京、上海、广东省内门店确定为核心区域门店。对于可比交易案例中核心区域门店数高于被评估单位的需要向上修正，反之则向下修正。

自营门店率是能体现在现有规模下门店质量的一个重要指标，自营门店率越高，越容易获取更高的利润。可比交易案例中，仅国大药房存在加盟的形式，对其进行向下修正。

(2) 运营能力修正

衡量连锁药店企业规模的主要指标包括流动资产周转率、流动负债周转率。

流动资产周转率是评价企业资产利用率的重要指标，周转率越快，资产利用率越高，可以减少企业运营中需要补充的流动资金。对于可比交易案例中流动资产周转率高于被评估单位的需要向上修正，反之则向下修正。

流动负债周转率是评价企业负债利用率的重要指标，周转率越慢，说明企业可以获得较长的账期，有效减少企业运营中需要补充的流动资金。对于可比交易案例中流动负债周转率高于被评估单位的需要向下修正，反之则向上修正。

(3) 盈利能力修正

衡量连锁药店盈利能力的主要指标包括销售净利润率、销售费用收入比。

销售净利润率是反映连锁药店盈利能力的综合指标，销售净利润率越高，净利润越高。对于可比交易案例中销售净利润率高于被评估单位的需要向上修正，

反之则向下修正。

销售费用收入比是反映连锁药店人工、房租等主要费用情况的指标，销售费用收入比越低，盈利能力越强。对于可比交易案例中费用收入比高于被评估单位的需要向下修正，反之则向上修正。

(4) 业务能力修正

衡量连锁药店业务能力的主要指标包括单店月收入、月均坪效。

单店月收入是衡量连锁药店单个门店盈利能力的重要指标，单店收入越高，企业收入及净利润越高。对于可比交易案例中单店收入高于被评估单位的需要向上修正，反之则向下修正。

月均坪效=月均销售额/门店营业面积。坪效是零售行业中体现门店布局合理性、面积控制的常用指标，坪效越高，企业收入及净利润越高。对于可比交易案例中坪效高于被评估单位的需要向上修正，反之则要向下修正。

(5) 内部因素综合修正

考虑到企业规模、运营能力、盈利能力、业务能力对价值比率的影响有所差异，评估师对这四个方面影响因素设置权重分别为 30%、20%、30%、20%。

企业内部因素修正表如下：

项目	比较内容	郴州有限公司	广西有限公司	兰州惠仁堂	天津有限公司	国大药房
企业规模	门店总数	94.00	96.00	96.00	95.00	136.00
	核心区域门店数	87.00	88.00	89.00	89.00	111.00
	自营门店率	100.00	100.00	100.00	100.00	97.00
运营能力	流动资产周转率	106.00	100.00	101.00	103.00	101.00
	流动负债周转率	94.00	99.00	100.00	93.00	99.00
盈利能力	销售净利润率	106.00	104.00	99.00	100.00	97.00
	费用收入比	105.00	101.00	102.00	99.00	104.00
业务能力	单店收入	105.00	102.00	102.00	103.00	101.00
	坪效	107.00	102.00	103.00	100.00	102.00
内部因素修正		100.57	99.13	98.95	97.83	105.91

2、地域因素修正

连锁药店的经营状况与其门店所在的主要区域有相当大的关联，区域的人口情况、经济发展水平、消费能力及区域竞争情况明显影响着企业的收入及利润情况。新兴药房主要业务及门店均位于石家庄省内，故确定被评估单位所在区域为石家庄省。根据可获得公开信息，本次评估确定可比交易案例郴州有限公司、广

西有限公司、兰州惠仁堂、天津有限公司所在区域为湖南省、广西省、甘肃省、天津市。国大药房由于其在全国主要省市均有开展业务，故以全国平均水平确认。

（1）人口情况修正

人口密度越高，药店客流量越大，收入及净利润越高。对于可比交易案例中人口密度高于被评估单位的需要向上修正，反之则要向下修正。

（2）经济发展水平修正

人均地区生产总值是当地经济发展水平的体现，人均地区生产总值越高，当地经济发展水平越好，连锁药店收入及净利润也越高。对于可比交易案例中人均地区生产总值高于被评估单位的需要向上修正，反之则要向下修正。

（3）地区消费能力修正

人均社会消费品零售额，是反映地区人均社会消费品支出的重要指标，人均社会消费品零售额越高，该地区连锁药店收入及净利润也越高。对于可比交易案例中人均社会消费品零售额高于被评估单位的需要向上修正，反之则要向下修正。

（4）竞争情况修正

每万人拥有药房数能够充分体现该地区的竞争情况，每万人拥有药房数越多，说明该地区竞争越激烈，连锁药店获得高收入、高利润的可能性降低。对于可比交易案例中每万人拥有药房数高于被评估单位的需要向下修正，反之则要向上修正。

（5）地域因素综合修正：

考虑到人口情况、经济发展水平、地区消费能力、竞争情况对价值比率的影响有所差异，评估师对这四个方面影响因素设置权重分别为 20%、20%、30%、30%。

地域因素修正表如下：

项目	比较内容	郴州有限公司	广西有限公司	兰州惠仁堂	天津有限公司	国大药房
人口情况	人口密度	99	98	97	109	97
经济水平	人均地区生产总值	100	99	98	109	102
竞争情况	人均药房数	103	97	102	105	97
消费水平	人均社会消费品零售总额	93	84	80	125	105
地域因素修正		98.60	93.70	93.60	112.60	100.40

3、交易因素修正

通过对交易公告查询，交易案例在交易时间、交易条件、交易方式均有差异，

故本次评估从上述 3 个方面对其进行修正。

(1) 交易时间修正

中信医药流通行业指数是聚焦于医药流通行业的指数之一，充分反映了市场对于医药流通行业预期及估值水平的变化，对于可比交易案例时点中信医药流通行业指数高于本次评估基准日的需要向上修正，反之则要向下修正。

社会消费品零售总额一定程度上反映了市场总规模，经对比可比交易案例时点月均社会消费品零售总额均低于本次评估基准日，故需要向下修正。

(2) 交易条件修正

本次交易设定了业绩承诺条款，经查询各交易案例交易公告，郴州有限公司、广西有限公司、天津有限公司、国大药房股权交易均未设定业绩承诺条款，兰州惠仁堂承诺业绩三年与本次交易业绩承诺期限一致，但业绩承诺复合增长率不同。对于可比交易案例未设定业绩承诺条款及承诺业绩复合增长率低于被评估单位的需要向下修正。

(3) 交易方式修正

由于本次交易涉及发行股份，获得的股权具有锁定期，且股价有一定的波动性，而交易案例均为现金支付，故可比交易案例需向下修正。

(4) 交易因素综合修正

考虑到交易时间、交易条件、交易方式对价值比率的影响有所差异，评估师对这三个方面影响因素设置权重分别为 40%、40%、20%。

交易因素修正表如下：

项目	郴州有限公司	广西有限公司	兰州惠仁堂	天津有限公司	国大药房
交易时间	102.00	102.00	89.00	89.00	96.50
交易条件	85.00	85.00	97.00	85.00	85.00
交易方式	96.00	96.00	96.00	96.00	96.00
交易因素修正	94.00	94.00	93.60	88.80	91.80

4、综合因素修正

考虑到企业内部因素、地域因素、交易因素对价值比例的影响有所差异，评估师对这三个方面的影响因素设置权重分别为 40%、20%、40%。

根据上述权重计算综合因素修正如下：

项目	郴州有限公司	广西有限公司	兰州惠仁堂	天津有限公司	国大药房
内部因素	100.57	99.13	98.95	97.83	105.91

地域因素	98.60	93.70	93.60	112.60	100.40
交易因素	94.00	94.00	93.60	88.80	91.80
综合因素修正	97.55	95.99	95.74	97.17	99.16

三、资产所在行业近年来颁布的相关政策及规划对标的资产收益法和市场法评估结果准确性的影响。

1、医药零售行业近年来颁布的相关政策

2016年12月，商务部发布《全国药品流通行业发展规划(2016-2020年)》。规划提出五大任务，其中包括：提升行业集中度；发展现代绿色医药物流；推进“互联网+药品流通”；提升行业开放水平；完善行业标准体系等细分目标。行业发展的具体目标为：到2020年，培育形成一批网络覆盖全国、集约化和信息化程度较高的大型药品流通企业。药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额40%以上；药品零售连锁率达50%以上。

2016年12月，国务院发布《关于印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划的通知》(国发〔2016〕78号)明确提出：“推动医药分开，医疗机构应按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供，不得限制处方外流。探索医院门诊患者多渠道购药模式，患者可凭处方到零售药店购药。推动企业充分竞争和兼并重组，提高市场集中度，实现规模化、集约化和现代化经营。调整市场格局，使零售药店逐步成为向患者售药和提供药学服务的重要渠道”。

2017年2月，国务院办公厅发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》(国办发〔2017〕13号)明确提出：“推进医药分开。医疗机构应按药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方。门诊患者可以自主选择到医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。”

2、近三年可比案例估值定价方式

评估师查询了中国市场近三年连锁药店收购案例，根据公开资料能明确其估值定价方式的案例情况如下：

序号	基准日/ 公告日	上市公司	交易行为	标的公司	作价方式	估值调整条款
----	-------------	------	------	------	------	--------

序号	基准日/ 公告日	上市公司	交易行为	标的公司	作价方式	估值调整条款
1	2018.01	益丰药房	股权收购	江西天顺大药房医药连锁有限公司	协商定价	以交割后 12 个月内的年净利润及日均销售额进行考核，并按完成比例调整股权收购价格
2	2018.01	益丰药房	股权收购	无锡九州医药连锁有限公司	协商定价	以 2018 年至 2020 年净利润及零售含税销售额为考核指标，并按完成比例调整股权收购价格
3	2017.11	大参林	股权收购	福建省国晟医药连锁有限公司（整合后）	销售额倍数定价	无
4	2017.09	国药一致	股权收购	国药控股大药房	公开挂牌	无
5	2016.12	一心堂	资产收购	绵阳老百姓大药房连锁有限公司	销售额倍数定价	交割后过渡期年销售总额作为核算最终股权收购款的定价基数
6	2016.12	一心堂	资产收购	广元市老百姓大药房连锁有限责任公司	销售额倍数定价	交割后过渡期年销售总额作为核算最终股权收购款的定价基数
7	2016.12	一心堂	资产收购	曾理春先生个体经营药店	销售额倍数定价	交割后过渡期年销售总额作为核算最终股权收购款的定价基数
8	2016.11	一心堂	资产收购	四川贝尔康大药房连锁有限公司	销售额倍数定价	交割后过渡期年销售总额作为核算最终股权收购款的定价基数
9	2016.10	一心堂	资产收购	四川区域门店	销售额倍数定价	2015 年 10 月 1 日至 2016 年 9 月 30 日销售总额作为核算最终股权收购款

序号	基准日/ 公告日	上市公司	交易行为	标的公司	作价方式	估值调整条款
						的定价基数
10	2016.09	一心堂	资产收购	四川三台县门店	销售额倍数定价	交割后过渡期 年销售总额作 为核算最终股 权收购款的定 价基数
11	2016.09	一心堂	资产收购	重庆宏声桥大药房连 锁有限公司	销售额倍数定价	交割后过渡期 年销售总额作 为核算最终股 权收购款的定 价基数
12	2015.12	老百姓	股权收购	郴州有限公司	收益法评估结果 基础上考虑少数 股权折价	无
13	2015.12	老百姓	股权收购	广西有限公司	收益法评估结果 基础上考虑少数 股权折价	无
14	2015.08	老百姓	股权收购	天津有限公司	收益法	无
15	2015.08	老百姓	股权收购	兰州惠仁堂	收益法	无

注：销售额倍数定价计算公式为：股权收购款=标的公司年含税销售总额×估值倍数；序号1-2未达成考核指标所需扣减股权收购款公式：扣减股权收购款=（1-实际净利润/约定净利润）×股权收购款

四、选择市场法评估结果作为定价依据的合理性

随着近年相关政策及规划的不断颁布，“医药分开”、“医院处方外流”成为大势所趋，药品零售行业逐步迎来新的增量市场。具有一定销售规模的医药零售企业未来年度将进入快速发展阶段。运用收益法评估在预测中难以准确量化上述政策在未来年度对企业经营的影响。而市场法是从当下资本市场投资者对该企业及其所处行业的认可程度及发展预期，充分反映上述政策对企业股权价值的影响。同时，根据查询近三年交易案例定价方式可以发现，近年在连锁药店的估值定价方式中，销售额倍数定价方法运用逐步增加，该方法与市场法评估原理相同。故在可比案例资料完备，市场交易公正公平的情况下，市场法较收益法能够更加直接的反映在市场买卖双方充分博弈情形下的企业价值，本次评估以市场法的结果作为最终评估结论具有合理性。

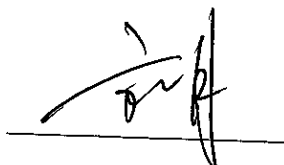
五、评估师核查意见

评估师认为，本次评估在近三年公开交易市场上根据行业相同、交易行为相

同、交易时间跨度较近、业务结构类似、经营模式类似、企业规模类似、资产配置类似等条件进行筛选后，最后确定的可比案例，具有充分性及可比性。本次评估从企业内部因素、地域因素、交易因素对价值比率进行综合修正，修正系数确定具有合理性。市场法是从当下资本市场投资者对该企业及其所处行业的认可程度及发展预期，能充分反映近期医药零售行业政策对企业股权价值的影响，且与近期可比案例估值定价方式原理相同，具有合理性。

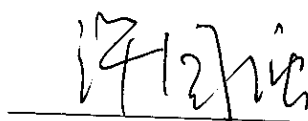
(此页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于中国证券监督管理委员会〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉181154号之反馈意见回复》的盖章页)

签字资产评估师：

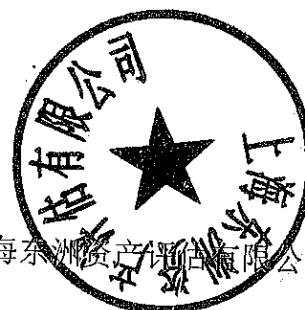


方明

签字资产评估师：



许国强



上海东洲资产评估有限公司

2018年9月26日