

中信证券股份有限公司

对

《汤臣倍健股份有限公司关于<中国证监会行政许可
项目审查二次反馈意见通知书>[190043 号]之反馈意
见回复》

之

核查意见

中信证券股份有限公司

对《汤臣倍健股份有限公司关于<中国证监会行政许可项目 审查二次反馈意见通知书>[190043 号]之反馈意见回复》 之核查意见

中国证券监督管理委员会：

贵会于 2019 年 3 月 27 日出具的 190043 号《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》已收悉。根据贵会的要求，中信证券股份有限公司就相关问题核查如下，请审阅。

如无特别说明，本核查意见中的简称或名词的释义与《汤臣倍健股份有限公司发行股份购买资产报告书》中相同。

问题 1. 申请文件及反馈回复显示, 本次交易对 LSG 采用市场法评估值作为评估结果。评估方法为可比上市公司法和可比交易案例法。两种评估方法加权平均计算 LSG 股东全部权益价值为 344,597.08 万元。1) 可比公司法评估中选取的三家可比上市公司为 Blackmores、A2Milk 及 Bellamy, LSG 与上述公司主营业务及产品存在较大差异。可比交易案例选取合生元收购 Swisse Wellness83%股权和上海医药收购 Vitaco, 可比交易中标的资产与 LSG 主要产品、主要市场和行业地位也存在一定差异。2) 本次市场法评估中可比公司法选择净利润指标和 EBITDA 指标作为本次市场法评估的价值比率, 修正因素选择盈利能力、资产质量、偿债能力、成长能力四个方面 8 个指标。评分结果显示大部分指标 LSG 得分较高。3) 因收集到的交易案例中标的公司的信息相对较少, 无法满足特性差异调整(修正系数)打分的要求, 评估时未对可比交易案例做特性差异调整及时间修正。4) 本次评估中多次运用权重赋值法。如可比公司法中对各公司赋值, 最终评估结果对可比公司法评估结果及可比交易案例结果进行赋值。赋值比例改变对 LSG 估值影响较大。请你公司: 1) 进一步补充披露本次交易采用市场法的评估结果作为评估结论及选取上述可比公司及可比交易案例的适当性。2) 结合各可比公司的主要财务数据、盈利情况等, 补充披露 LSG 各指标得分高于可比公司的合理性; 可比公司法评估中主要财务指标选取及评分结果的合理性及公允性。3) 进一步补充披露可比交易案例未做特性差异调整及时间修正的合理性, 对市场法评估结果的影响。4) 进一步补充披露市场法评估中对各可比公司赋值比例以及可比公司法 and 可比交易案例法加权平均赋值比例的合理性及公允性。请独立财务顾问和评估师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

(一) 本次交易采用市场法的评估结果作为评估结论适当, 可比公司及可比交易案例选取适当

1、本次交易采用市场法的评估结果作为评估结论的适当

(1) 评估方法选择的适当性

根据《资产评估基本准则》，确定资产价值的评估方法包括市场法、收益法和成本法三种基本方法。市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值，它具有评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点；收益法是企业整体资产预期获利能力的量化与现值化，强调的是企业的整体预期盈利能力。资产基础法是以在评估基准日重新建造一个与评估对象相同的企业或独立获利实体所需的投资额作为判断整体资产价值的依据，具体是指将构成企业的各种要素资产的评估值加总减去负债评估值求得企业价值的方法。

对于不同的评估标的，应根据实际情况选择合理的评估方法。

此次评估中，评估标的LSG具有以下特点：

A. LSG具有轻资产运营的特点：LSG生产主要采用外包模式，场地为租赁，同时其具有较好的资产周转率，占用的流动资产相对较少；另一方面，LSG核心资产为无形资产，其旗下品牌Life-Space在澳大利亚药房和中国线上益生菌补充剂市场份额排名靠前，具有很高的知名度，随其销售收入的快速增长，未来知名度会进一步增加，品牌价值更为明显。除品牌外，LSG的客户关系、管理团队、人力资源等一起驱动了企业的营利。上述优势均未在账面上体现，因此，LSG具备明显的轻资产运营、高品牌溢价的特点。

B. LSG处于以益生菌为主的健康食品类行业：LSG的主要主营业务为益生菌补充剂产品的研发、生产和销售，其旗下主要品牌为Life-Space，剂型以益生菌粉和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群，其产品的主要功能包括协助营养素的消化和吸收，帮助恢复可能已被抗生素破坏的有益细菌以及支持正常、健康的排便等。

C. LSG具备一定的存续期：LSG旗下主要品牌Life-Space创立于2009年，并于2015年开始在澳大利亚最大的药店澳洲大药房进行销售同时开始着手在中国线上销售，2016年创立天猫商城旗舰店。截至评估基准日，LSG已积累较为丰富的生产经营、市场营销经验，能够最大限度的对未来市场进行预测。

D. LSG销售市场及模式特点鲜明：LSG主要销售市场均为澳新地区，澳新地区以当地药房及超市为主要销售渠道，中国市场则以出口经销商为主要销售途径。

E. LSG轻资产运营的特点说明其核心竞争为可辨认或不可辨认的无形资产，如客户关系、管理团队、人力资源等，采用资产基础法评估无法完成体现其整体价值，因此资产基础法并不适用；收益法评估中，LSG自身的积累的生产经营以及市场经验使其能够对未来做出相对合理的判断，同时借助益生菌补充剂行业研究报告，可以对LSG未来盈利进行预测，因此LSG可以采用收益法进行评估；市场法评估中，LSG所处地区、产品特征、产销模式及经营方式等方面均存在明显特征，同时资本市场上可以获取类似的上市公司和交易案例，可采用市场法进行评估。

综上，此次评估采用市场法和收益法进行评估具备适当性。

（2）本次交易采用市场法评估结果作为评估结论适当

市场法和收益法在评估信息数量、质量和可靠性方面存在一定差异。

市场法中，LSG在所处地区、产品特征、产销模式及经营方式等方面有比较明确的特征，可以找到与其相似的可比案例和可比公司，构成市场法评估的可靠基础。

公开市场的上市公司和交易案例具有公开透明、监管严格、合法合规、相关数据可获得性较强等特点。上市公司和交易案例均可以通过检索公开资料获取相关信息，尤其是上市公司，可以通过查询其年报、半年报、季度报以及各种与生产经营相关的信息，对其进行全面了解，这些相关信息具备一定的适当性和可靠性。在目标公司与可比公司特点一致的前提下，对其成长性及运营风险等方面存在的差异，可采用定量或定性的方法进行合理比较，进而对价值比率进行修正。

其中，上市公司比较法中，澳大利亚健康食品公司Blackmores与LSG处于同一细分行业，产品重合度较高，A2 Milk以及Bellamy与LSG均属于上一级子行业中的同类企业，主打产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似，三家公司所处地区、产品特征、产销模式及经营方式相同，符合可比公司筛选标

准。Blackmores、Bellamy和A2 Milk经调整后EV/EBITDA的倍数分别为27.82、16.03和21.28，比较集中，可靠性较好。

可比交易案例法中，交易标的Swisse Wellness、Vitaco与LSG均处于同一细分行业，产品重合度较高，和LSG均有多个直接竞争的产品，有很好的可比性，符合筛选标准。Swisse Wellness和Vitaco均为澳新地区生产经营的企业，主要销售地区均为澳新地区，两个可比交易标的资产所处地区、主营业务、产品特征、产销模式、经营方式及交易特点相同，符合可比交易筛选标准。合生元收购Swisse Wellness 83%股权和上海医药收购Vitaco 100%股权的EV/EBITDA分别为14.71和14.70，两者接近，具备进行相对估值的可靠性。

从交易特点上看，LSG为澳大利亚企业，其前次100%股权出售依据国际惯例，采用公开竞标的出售方式，经过多个市场参与者多轮报价与谈判最终确定交易对方。澳大利亚上市公司Blackmores的EV/EBITDA倍数是本次出售流程的重要报价依据以及博弈谈判的重要参考指标，Blackmores等可比上市公司的价值比率反映了资本市场近期对于这类企业价值的判断。合生元收购Swisse Wellness，以及上海医药收购Vitaco也是本次交易报价及谈判的依据。考虑到上述交易分别发生于2015年和2016年，其后随着跨境电商的兴起、以及澳大利亚健康食品品牌在中国消费者中认可度的提升，其产品销量在中国市场有着比过去更高以及更明确的成长性，因此本次交易的估值倍数也有提高。

收益法方面，LSG近三年增速较高，2016财年销售收入3,925万澳元，2017财年增长为7,577万澳元，2018财年增长为12,241万澳元，三个财年复合增长率约为75%。高增长必然导致LSG企业价值的大幅增加，但成长型企业持续成长时期和成长速度往往较难预测，这为收益法未来预测带来一定的不确定性，故相对于收益法，市场法较为客观地为交易双方圈定了价格区间，更合理的反映该类企业在基准日时点市场环境下的市场价值，也符合国际市场交易惯例。

综上，此次交易采用市场法的评估结果作为评估结论具备适当性。

2、可比公司及可比交易案例选取适当

(1) 选取可比上市公司和可比交易案例的行业惯例

市场法评估时选取可比上市公司和可比交易案例的行业惯例：

A：应当和标的公司位于同一国家：不同国家的政治经济制度、税收制度、营业环境存在差异，同一国家、同一市场企业可比性优于不同国家企业。

B：和标的公司产品相同或相近：在缺少相同产品结构的情况下，寻找所属子行业上一级行业的同类企业。

C：和标的公司在生产经营模式、销售模式、销售市场等方面相似。

LSG是澳大利亚企业，产品为以益生菌补充剂为主，细分领域属于膳食补充剂，上一级子行业属于健康食品类；以品牌经营为主，原料基本外购，属于轻资产企业，固定资产占比很低；产品主要在澳新地区销售，并通过出口经销商销往中国，品牌知名度较高，在所处市场细分领域排名领先。

由于益生菌补充剂产品非常细分，没有单一生产此类产品的上市公司以及可比交易，本次选取LSG产品所属的膳食补充剂产品，以及寻找所属子行业健康食品同类企业作为可比公司及可比交易。根据欧睿分类，消费者健康可以分为OTC（非处方药），维生素和膳食营养补充剂，体重管理，及运动营养四大类。2018年，受人们健康生活趋势的推动，消费者健康领域在中国实现了强劲的增长。除OTC产品外，其他消费者健康类产品，包括维生素和膳食补充剂，运动营养，以及体重管理，普遍被中国消费者视为有疾病预防及增强免疫力等功效，仍持续快速增长。

（2）可比公司选取的适当性

LSG的主营业务为益生菌补充剂产品的研发、生产和销售，属于健康食品行业。其旗下最主要的品牌为Life-Space，占比超过80%，剂型以益生菌粉和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群。除了主打品牌之外，LSG还拥有Healthy Essentials品牌维生素营养液、鱼油、膳食补充剂以及两款有机认证的超级食品等约40种产品，以及Elmore Oil系列按摩油以及Corams系列婴儿祛风水等产品。LSG部分有代表性的产品情况如下：

产品类别	益生菌补充剂类产品	其他健康产品
------	-----------	--------

产品示例	婴幼儿益生菌粉	成人广谱益生菌	孕妇益生菌	眼部健康产品
规格	60 克粉剂/瓶	30 至 120 粒/瓶	60 粒/瓶	100 粒/瓶
单价	150-300 元	60 克/约 160 元	约 160 元	约 200 元
功效	支持健康的免疫系统的发展, 协助与营养素的消化和吸收等	支持正常, 健康的排便, 帮助营养素的消化和吸收, 支持健康的免疫系统	支持健康的免疫系统, 降低婴儿在出生后母亲湿疹的风险, 减轻或减少乳房疼痛和与母乳喂养相关的不适等	支持眼睛的健康和功能, 有助于保护眼睛的结构, 补充叶黄素等。
使用人群	婴幼儿	所有人群	孕妇	所有人群

根据LSG的主营业务和产品特征, 首先对澳大利亚市场的益生菌补充剂产品进行了调查。澳大利亚当地除了Life-Space外, 具有一定知名度的益生菌补充剂品牌还有 Inner Health Plus、BioCeuticals、Faulding、Nature’s Way 和 Blackmores等。上述品牌中, Inner Health Plus, Nature’s Way、Faulding等品牌所属企业均为非上市公司, 无法获取公开数据。BioCeuticals和Blackmores则为澳大利亚上市公司Blackmores旗下的品牌。

Blackmores 主营业务为健康产品的研发、生产和销售。旗下拥有 Blackmores、BioCeuticals、Fusion Health等品牌, 将近200种维生素、矿物质、草药及营养补充品等健康产品。其中BioCeuticals及Blackmores品牌均有益生菌补充剂产品。根据Blackmores官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式, 部分益生菌补充剂类产品及部分销量较高的产品如下:

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的膳食补充剂产品		
产品示例	每日益生菌	深海鱼油胶囊	孕妇黄金营养素	婴儿配方奶粉
规格	30 粒/瓶	400 粒/瓶	180 粒/瓶	900 克/罐
单价	约 200 元	约 300 元	约 400 元	约 369 元
功效	恢复和维持肠道菌群平衡和健康, 减少肠胃不适, 支持免疫力健康等	减少炎症和关节肿胀, 支持心脑血管系统的健康等	有效预防胎儿大脑和脊柱缺陷, 有益胎儿智力的综合发育	有助于婴幼儿健康成长
使用人群	所有人群	所有人群	孕妇	婴幼儿

LSG和Blackmores有多个直接竞争的益生菌补充剂产品, 例如与LSG成人广谱益生菌竞争的产品对比如下:

益生菌产品	LSG	Blackmores
产品示例	成人广谱益生菌	每日益生菌
规格	30 至 120 粒/瓶	30 粒/瓶
单价	约 160 元	约 200 元
功效	支持正常，健康的排便，帮助营养素的消化和吸，支持免疫系统健康等	恢复和维持消化道菌群平衡和健康，减少肠胃不适，支持免疫力健康等
使用人群	所有人群	所有人群

Blackmores和LSG主营业务基本相同，处于同一细分行业，即膳食营养补充剂行业，Blackmores旗下有和LSG直接竞争的产品，在主营业务与产品方面与LSG有很好的可比性。

在膳食补充剂细分行业除Blackmores之外，澳大利亚并无其他上市公司。依据评估惯例应寻找所属子行业上一级行业的同类企业。根据2017年发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）中，汤臣倍健及LSG所属的食品制造业健康食品对应的门类划分如下：

代码				类别名称	类别说明
门类	大类	中类	小类		
C	14			食品制造业	
		149		其他食品制造	
			1491	营养食品制造	指以新食品原料和其他富含营养成分的传统食材为原料，经各种常规食品制造技术生产的特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品和其他适用于特定人群的主辅食品生产活动
			1492	保健食品制造	指标明具有特定保健功能的食品，适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗为目的，对人体不产生急性、亚急性或慢性危害，以补充维生素、矿物质为目的的营养素补充等保健食品制造
			1493	冷冻饮品及食用冰制造	指以砂糖、乳制品、豆制品、蛋制品、油脂、果料和食用添加剂等经混合配制、加热杀菌、均质、老化、冻结（凝冻）而成的冷食饮品的造，以及食用冰的制造
			1494	盐加工	指以原盐为原料，经过化卤、蒸发、洗涤、粉碎、干燥、脱水、筛分等工序，或在其中添加碘酸钾及调味品等加工制成盐产品的生产活动

			1495	食品及饲料添加剂制造	增加或改善食品特色的化学品，以及补充动物饲料的营养成分和促进生长、防治疫病的制剂的生产活动
			1499	其他未列明食品制造	

其中膳食营养补充剂对应保健食品制造（C1492）四级子行业。LSG销量最高的产品为婴幼儿益生菌粉、其面对婴幼儿、儿童的产品销量均较高，合计占比超过40%，根据其主要产品特征及消费群体，在上一级子行业同类中对比，和营养食品制造（C1491），即以新食品原料和其他富含营养成分的传统食材为原料，经各种常规食品制造技术生产的特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品和其他适用于特定人群的主辅食品生产活动与LSG主营业务相似度最高，可以作为可比公司的查找范围。

查找了澳大利亚当地药房以及中国线上销售的相似的营养食品，结合当地机构访谈、投行研报、彭博数据、网上查询等方式，查找与LSG产品经常同时出现的企业。经过调查、分析比较，综合考虑行业细分差异以及生产经营模式、销售模式、销售市场等方面的相似程度，比较挑选出相对最具可比的2家澳大利亚营养食品类上市公司为A2 Milk和Bellamy。

A2 Milk主营业务为含A2型 β -酪蛋白的配方奶粉研发、生产和销售。主要产品牌为a2™，主要产品为婴幼儿配方奶粉。A2型配方奶粉的主要特征为优化DHA和ARA比例，含有益生元膳食纤维有助于维持肠道功能以及特别添加乳铁蛋白等，产品覆盖婴幼儿及儿童。Bellamy主营业务为生产及销售澳大利亚制造、认证的有机儿童辅食及配方奶粉。主要产品牌为Bellamy，主要产品包括有机婴幼儿配方奶粉及有机辅食。两家公司均为澳新地区企业，在营养食品领域有较高的品牌知名度，产品主要销往澳新地区和中国。

根据官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式，A2 Milk、Bellamy的代表产品和LSG销量较高的主打产品主要特征对比如下：

产品指标	LSG	A2 Milk	Bellamy
产品示例	婴儿益生菌粉	婴儿配方奶粉	益生元 GOS 高铁米粉
规格	60 克粉剂	900 克	125 克
使用频率	可食用 1 个月左右	可食用 2 周左右	可食用 1 周左右

单价	150-300 元	约 200-300 元	约 50 元
功效	支持健康的免疫系统的 发展,协助与营养素的消 化和吸收等	有助于婴幼儿视力的正 常发育;含益生元,膳食 纤维有助于维持正常的 肠道功能	提供辅助益生元、维生素 和铁元素,有助于大脑发 育和消化功能
使用人群	婴幼儿	婴幼儿	婴幼儿

根据对比, A2 Milk和Bellamy主打产品均为营养食品,面对的主要人群为婴幼儿,与LSG主打产品婴儿益生菌粉面对消费群体相同、消费频率类似、产品功效方面有较高相似性,均有利于婴幼儿消化功能、营养素吸收等特征。

综上分析,可比公司Blackmores、A2 Milk、Bellamy与LSG均具有以下共同特点:

A. 行业及产品分类:均属于健康食品行业,其中Blackmores主要产品均为膳食补充剂细分领域,与LSG产品重合度较高,和LSG均有多个直接竞争的产品,有很好的可比性;A2 Milk以及Bellamy与LSG均属于健康食品行业中的同类企业,主打产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似,符合可比公司筛选标准。

B. 生产经营及销售模式:均为澳新地区企业,轻资产,固定资产占比较低,以品牌营销为主要经营模式,原料基本外购,不覆盖上游的原料生产;主要销售市场均为澳新地区,澳新地区以当地药房及超市为主要销售渠道,中国市场则以出口经销商为主要销售途径;

C. 外部研究报告参考:在摩根大通和中信里昂证券等投行的研报中,都将三家上市公司列为相互比较的可比公司。

综上分析,根据LSG的情况,可比公司与LSG均位于澳大利亚,生产经营以及销售方式类似,Blackmores与其处于同一细分行业,有很好的可比性。A2 Milk以及Bellamy与LSG均属于上一级子行业中的同类企业,主打产品面对消费人群相同、产品功效、使用频率等指标相似,符合可比公司选取惯例,可比公司选取适当。

(3) 可比交易选取的适当性

由于健康产业是一个具有巨大市场潜力的新兴产业，在2015年，“十三五”规划中明确提出推进健康中国的战略蓝图，一系列相关政策的接连出台指明了健康产业的光明前景。在“十三五”政策的推动下，最近三年的健康产业出现了有代表性的并购案例，也是本次交易发生的政策及行业背景。

此次评估过程中，对与最近三年中国企业参与收购的健康食品行业并购案例进行了搜集，查询结果如下表：

收购方	标的	交易时间	标的国家	收购比例	说明
合生元	Swisse Wellness	2015	澳洲	83%	纳入可比交易
上海医药	Vitaco	2016	澳洲	100%	纳入可比交易
澳优乳业	Nutrition Care	2016	澳洲	75%	交易结构复杂，价值难以判断
中生联合	禾健	2016	中国	100%	非澳洲企业
西王食品	Kerr	2016	加拿大	80%	非澳洲企业
新希望集团	Australia Natural Care	2016	澳洲	-	未披露财务信息
飞鹤乳业	Vitamin World	2017	美国	100%	未披露财务信息，非澳洲企业
哈药集团	GNC	2018	美国	40%	债务重组，非控股权

查找到发生在最近3年，收购方为中国企业的8宗健康食品行业的案例。

A. 首先排除没有财务信息的案例；

B. 根据市场法评估时选取可比交易案例的原则，即应该和标的公司位于同一国家，不同国家的政治经济制度、税收制度、营业环境存在差异，同一国家、同一市场企业可比性优于不同国家企业，排除标的不是澳新地区企业的交易案例；

C. 交易方式：LSG前次100%股权出售属于控制权收购，本次交易评估方法与前次100%股权出售一致，考虑到交易方式的一致性，排除非控股权收购的案例；

D. 具体案例分析：澳优乳业收购Nutrition Care交易中，交易结构较为复杂，同时包括向原股东收购Nutrition Care以及澳洲土地资产，并且原股东继续持有部分股权并有分红安排。Nutrition Care实际对应的价值较难确定，从谨慎考虑，此交易也没有纳入可比交易中。

根据上述分析，此次评估选取了合生元收购 Swisse Wellness 和上海医药收购 Vitaco 两宗可比交易案例，纳入可比交易案例都是近三年中国企业对于澳大利亚健康食品行业的控股权收购，交易方案清晰、可以获得进行对比的财务数据。从交易方式、交易特征等方面与本次交易相同，具有较好的可比性。

Swisse Wellness的主营业务为健康产品的研发、生产和销售，以品牌营销为主要经营模式，原料基本外购，不覆盖上游的原料生产，以Swisse品牌在澳大利亚生产及销售以维生素补充剂为主的健康产品，拥有近100种维生素及营养补充剂产品，近30种护肤产品以及约20种运动营养及超级食品，其中包括约十余种益生菌补充剂产品。Swisse品牌产品主要覆盖膳食补充剂行业中维生素补充剂细分领域。Swisse Wellness主要生产及经营场所位于澳大利亚，主要销售区域为澳大利亚。

根据Swisse Wellness官网显示的产品分类及对应细分领域如下：

	维生素及补充剂	护肤产品	运动营养	超级食品
产品数量	102	29	17	6
代表产品	多种维生素、钙、镁、植物提取素、益生菌补充剂等	蜂蜜面膜、护肤水、润肤霜等	蛋白粉、氨基酸补充剂等	藻类、莓果类等提取物
产品形态	瓶装胶囊、片剂等	膏状、液体等	瓶装粉剂、片剂、粉剂等	瓶装液体、片剂等
细分领域	膳食补充剂	-	运动健康	-
所属行业	健康食品	化妆品制造	健康食品	营养食品

Swisse Wellness以多种维生素补充剂而知名，其主要产品为多种维生素补充剂类产品。

根据Swisse Wellness官网列示明星产品、以及天猫查询销量等方式，Swisse品牌部分益生菌补充剂类产品及部分销量较高的产品如下：

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的维生素及膳食补充剂产品		
产品示例	婴幼儿益生菌粉	葡萄籽片	女性多种维生素	钙+维生素片
规格	42 克	180 片/瓶	400 粒/瓶	150 片
单价	约 200 元	约 200 元	约 300 元	约 150-200 元
功效	滋养和恢复友好肠道菌群，支持并维持健康的胃肠系统及免疫系统等	抗氧化，保护视力及增强免疫力	有助于在压力期间提供支持，并协助产生能量、耐力和活力。	有助于预防和治疗骨质疏松症，促进钙向骨骼的吸收和释放
使用人群	婴幼儿	所有人群	女性	所有人群

LSG和Swisse Wellness有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，例如和LSG婴幼儿益生菌粉竞争的产品对比如下：

益生菌产品	LSG	Swisse Wellness
产品名称	婴幼儿益生菌粉	婴幼儿益生菌粉
规格	60 克粉剂/瓶	42 克粉剂/盒
单价	约 150-300 元	约 200 元
功效	支持健康的免疫系统的发展，协助与营养素的消化和吸收等	滋养和恢复友好肠道菌群，支持并维持健康的胃肠系统及免疫系统等
使用人群	婴幼儿	婴幼儿

Swisse Wellness和LSG主营业务基本相同，均处于同一细分行业，即膳食营养补充剂行业，Swiss品牌有和Life-Space品牌直接竞争的益生菌补充剂产品，在主营业务与产品方面与LSG均有较好的可比性。Swisse Wellness和LSG均为在澳大利亚进行经营生产的企业，主要的销售区域均为澳大利亚，并有部分产品通过出口经销商的方式覆盖其他地区，覆盖市场基本相同。

Vitaco是一家开发，生产和销售一系列健康、营养类产品的企业，旗下拥有Nutra-Life、Healtheries，Aussie Bodies等品牌，上百种营养补充剂产品、超级食品。根据披露的2016年数据，其中膳食补充剂收入占比约为44%，运动健康产品收入占比约为38%，营养食品收入占比约为18%。Vitaco主要生产及经营场所位于澳新地区，其主要销售市场是澳新地区，占比约为76%，约有11%的产品通过出口经销商的方式销往中国。

根据Vitaco官网显示Vitaco产品分类及对应细分领域如下：

项目	维生素及补充剂	运动营养	营养食品
----	---------	------	------

项目	维生素及补充剂	运动营养	营养食品
对应品牌	Nutra-Life, Healtheries, Wagner	Aussie Bodies, Musashi, Balance, Bodytrim	Healtheries, Earth
收入比例	44%	38%	18%
代表产品	多种维生素、钙、镁、植物提取素、益生菌补充剂等	蛋白质食品、能量食品、减肥食品等	儿童营养片、奶嚼品、草本茶、健康膳食等
产品形态	瓶装胶囊、片剂等	瓶装粉剂、片剂、粉剂等	咀嚼片、食品等
细分领域	膳食补充剂	运动健康	-
所属行业	健康食品	健康食品	营养食品

Vitaco销量最高并最有代表性的是维生素补充剂以及运动健康产品，根据官网列示明星产品以及天猫查询销量等方式，Vitaco部分益生菌补充剂类产品及销量较高的产品如下：

产品类别	益生菌类产品	部分有代表性的健康产品		
产品示例	儿童益生菌	蔓越莓胶囊	蛋白粉	牛奶嚼片
规格	60粒	100粒	750克	50片
单价	约200-250元	约200-250元	约300元	约100元
功效	帮助儿童建立健康的肠道菌群和强壮的免疫系统	支持膀胱和尿路健康，作为抗氧化剂保护人体免受自由基的有害影响	补充蛋白质，提高蛋白质摄入量	补充钙质和其他营养
使用人群	儿童	女性	所有人群	儿童

LSG和Vitaco旗下Nutra-Life品牌有多个直接竞争的益生菌补充剂产品，例如和LSG成人广谱益生菌竞争的产品对比如下：

益生菌产品	LSG	Vitaco (Nutra-Life 品牌)
产品名称	成人广谱益生菌	强效益生菌
规格	30至120粒/瓶不同规格	30至60粒/瓶不同规格
单价	约200元	约200元
功效	支持正常，健康的排便，帮助营养素的消化和吸，支持免疫系统健康等	维护健康的胃肠道功能；维持免疫力，包括降低轻度上呼吸道感染风险；保持泌尿道和生殖道健康等
使用人群	所有人群	所有人群

Vitaco和LSG主营业务基本相同，均处于同一行业，即健康食品行业。Vitaco旗下Nutra-Life品牌有和Life-Space品牌直接竞争的益生菌补充剂产品，在主营业务与产品方面与LSG均有较好的可比性。Vitaco和LSG均为在澳新地区进行经营生产的企业，主要的销售区域均为澳新地区，并有部分产品通过出口经销商的方式覆盖到以中国为主的其他地区，覆盖市场基本相同。

综上，可比交易标的资产Swisse Wellness和Vitaco均具有以下共同特点：

A. 行业分类：均属于健康食品行业，Swisse Wellness主要产品健康食品行业中的维生素补充剂细分领域；Vitaco主要产品为健康食品行业中的膳食补充剂及运动健康产品。Swisse Wellness和Vitaco与LSG主要产品面对消费人群相似、产品功效、使用频率等指标相似，和LSG均有多个直接竞争的产品，有很好的可比性。

B. 生产经营及销售模式：均为澳新地区企业，轻资产，固定资产占比较低，以品牌营销为主要经营模式，原料基本外购，不覆盖上游的原料生产；主要销售市场均为澳新地区，澳新地区以当地药房及超市为主要销售渠道，中国市场则以出口经销商为主要销售途径。

C. 交易特点：均为中国企业收购澳大利亚企业的控股权收购，交易方式及披露的信息较为清晰，两个可比交易也在多个研报中被列为健康食品行业有代表性的交易。

综合上述分析，可比交易案例中的交易标的Swisse Wellness、Vitaco与LSG主营业务相同，主要产品均属于同一行业，产销模式相似，交易方案与本次交易情况一致，合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco两宗可比交易案例的选取适当。

综上所述，根据LSG行业、生产经营模式以及交易特点，可比公司Blackmores、A2 Milk和Bellamy与LSG均属于同一国家地区、产销模式类似、符合可比公司选取惯例。可比交易案例中的交易标的Swisse Wellness、Vitaco与LSG均属于同一国家地区、产销模式类似，交易特点相似，符合可比交易选取惯例。本次交易可比公司及可比交易案例选取适当。

(二) 结合各可比公司的主要财务数据、盈利情况等，LSG 各指标得分合理，可比公司法评估中主要财务指标选取及评分结果合理及公允

1、可比公司的主要财务数据及盈利情况

(1) Blackmores 主要财务数据及盈利情况如下表

单位：百万澳元

项目	2016年6月30日	2017年6月30日	2018年6月30日
主营业务收入	598.44	552.16	601.14
利息支出	2.27	4.56	4.35
营业利润	148.39	88.21	108.60
净利润	100.01	59.01	70.01
项目	2016年6月30日	2017年6月30日	2018年6月30日
总资产	443.36	412.17	464.85
现金与现金等同	37.65	34.25	36.47
应收账款与票据	133.20	130.50	145.79
总负债	262.77	233.36	271.52
总计流动负债	192.28	142.56	174.47
总股东权益	180.59	178.82	193.33

Blakemore 2018财年与2016财年主营业务收入基本保持一致，2017年因中国区销售收入下降而导致整体收入下降，2018年Blakemore加强了对中国市场的投入，最终导致2018财年较2017财年出现上升。净利润方面，2018财年较收入相当的2016财年出现下降，主要为成本费用全面上升导致，其中，增幅最大的为销售和市场营销费用大幅。

Blakemore的现金与现金等同物、应收账款与票据基本维持稳定。总资产及净值因2017年分红较多，而出现略微下浮。2017年的流动负债因当年的销售收入略有下滑。

(2) Bellamy 主要财务数据及盈利情况如下表

单位：百万澳元

项目	2016年6月30日	2017年6月30日	2018年6月30日
主营业务收入	234.08	240.18	328.70
利息支出	0.01	1.36	0.23

营业利润	54.24	43.46	60.27
净利润	38.33	30.42	43.27
项目	2016年6月30日	2017年6月30日	2018年6月30日
总资产	143.50	156.64	280.81
现金与现金等同	32.58	17.48	87.63
应收账款与票据	33.52	33.84	43.74
总负债	60.28	65.38	73.45
总计流动负债	60.12	65.35	73.41
总股东权益	83.22	91.26	207.36

Bellamy 2016 年与 2017 年盈利指标保持稳定，2018 年因改变中国区销售策略而导致销量增加，从而导致销售收入出现大幅增加，对应的 2018 财年盈利和净利率也出现大幅增加。总资产、应收账款与票据、总负债、总计流动负债以及总股东权益方面，Bellamy 2016 财年和 2017 财年财务情况基本相当，2017 财年现金及现金等价物出现较大下降，主要为 2017 财年购买存货导致。2018 财年，Bellamy 进行了增资，导致总资产和净资产相应增加，同时因销售收入的增加，其他对应资产和负债也有所增加。

(3) A2 Milk 主要财务数据及盈利情况如下表

单位：百万澳元

项目	2016年6月30日	2017年6月30日	2018年6月30日
主营业务收入	323.47	519.03	850.25
利息支出	0.03	-	-
营业利润	48.41	133.62	259.03
净利润	27.93	85.66	180.39
项目	2016年6月30日	2017年6月30日	2018年6月30日
总资产	200.98	328.12	661.60
现金与现金等同	66.33	115.46	311.72
现金与现金等同	42.66	65.56	54.75
总负债	73.71	97.74	152.79
总计流动负债	73.46	97.64	152.68
总股东权益	127.27	230.38	508.81

因继续增加产品知名度和销售渠道以及采取了能够使用中国市场的措施，

A2 Milk 2016 财年~2018 财年的主营业务收入持续增加，导致营业利润和净利润随之出现大幅增加。随着销售收入的增加，A2 Milk 的总资产、现金与现金等价物、总负债、总计流动负债、总股东权益等财务指标也出现大幅增加的情况。

2、LSG 各指标得分的合理性

此次评估以LSG为基准对可比上市公司进行打分，即以LSG分值为100分，根据指标与LSG对应指标的差异对各可比上市公司进行打分。因为本次评估选用盈利价值比率作为价值比率，首先判断各方面指标对盈利价值比例的影响大小，确定不同的调整幅度。由于企业成长能力相比其他方面的指标，对盈利价值比率影响最大，故而将成长能力打分幅度确定为80~120分之间，其他3个方面指标打分幅度确定为90~110分之间，具体各项指标评判标准如下：

盈利能力指标：LSG和可比公司均为以销售健康食品行业，盈利能力指标是体现企业价值重要指标，但企业价值已在此次采用的价值比率市盈率及EV/EBITDA中体现，因此盈利指标按照正常打分幅度确定，即90~110之间。

资产质量指标：资产质量主要采用周转率体现，周转率差异能够在一定范围内体现反映不同企业的价值差异，属正常指标，因此此次评估也将打分幅度确定在90~110之间。

偿债能力：LSG和可比公司均属于品牌营销为主的健康营养类企业，原材料基本外购，不覆盖上游的原材料生产，因此总资产中流动资产占比较大，同时该类企业属快速消费品行业，业务周期较短，结算快，由此现金较为充足，负债少，财务负担较低，偿债能力也较强。相对而言，偿债能力引起的企业价值差异最小，但为体现差异，仍将打分确定在90~110之间。

成长能力指标：本次评估选择的价值比率为EV/EBITDA，各项指标中最有影响力的是成长能力，故而本次成长能力的打分幅度应相对其余三项指标重要性有一定的提升。LSG高速成长的特征较为明显，2016财年销售收入3,925万澳元，2017财年增长为7,577万澳元，2018财年增长为12,241万澳元，三个财年复合增长率约为75%。成长性好的企业未来给股东带来较高收益的可能性大，相应企业

价值也会增加，为合理反映成长能力指标带来的企业价值的差异，此次评估在对成长性指标适当扩大打分范围，将范围扩大至80~120。

根据上述判断标准与分值对应关系，打分区间具体如下表：

	低	较低	较高	高
盈利能力指标	90~95	95~100	100~105	105~110
资产质量指标	90~95	95~100	100~105	105~110
偿债能力指标	90~95	95~100	100~105	105~110
成长能力指标	80~90	90~100	110~120	110~120

A. 盈利能力指标

(a) 总资产报酬率：总资产报酬率= (利润总额+利息支出)/平均总资产×100%。

LSG与三家可比公司计算盈利能力指标相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

公司名称	2018 财年				2017 财年		
	净利润	股东权益	调整税前利润	总资产	股东权益	总资产	股东权益
Blackmores	70.0	193.3	103.7	464.9	193.3	412.2	178.8
Bellamy	43.3	207.4	61.2	280.8	207.4	156.6	91.3
A2 Milk	180.4	508.8	261.1	661.6	508.8	328.1	230.4
LSG	20.7	29.4	33.0	82.6	29.4	41.0	19.1

注：LSG报告期内非经常损益为2017年内LSG原股东同一控制下企业合并导致，属于会计准则下的数据调整，并非反映LSG的经营实质。因此应将扣非前净利润作为计算盈利指标的基础

该指标表示企业全部资产获取收益的水平，全面反映了企业的获利能力和投入产出状况。该指标越高，表明企业投入产出的水平越好，企业的资产运营越有效，因此对应分值应越高。根据公式计算如下：

公司	总资产报酬率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	24.64	低	90~95	94	1.06
Bellamy	28.08	低	90~95	95	1.05
A2 Milk	52.76	较低	95~100	100	1.00
LSG	55.19	基准	100	100	1.00

(b) 净资产收益率：净资产收益率=净利润/平均净资产×100%。

LSG与三家可比公司计算盈利能力指标相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

公司名称	2018 财年		2017 财年
	净利润	股东权益	股东权益
Blackmores	70.0	193.3	178.8
Bellamy	43.3	207.4	91.3
A2 Milk	180.4	508.8	230.4
LSG	20.7	29.4	19.1

注：LSG报告期内非经常损益为2017年内LSG原股东同一控制下企业合并导致，属于会计准则下的数据调整，并非反映LSG的经营实质。因此应将扣非前净利润作为计算盈利指标的基础

该指标反映了企业所有者所获投资报酬的大小。它是被所有者关注的、对企业具有影响的指标。它是企业资产综合利用效果的指标，也是衡量企业利用债权人和所有者权益总额所取得盈利的重要指标。该指标越高，表明企业净资产的使用效率就越高，企业盈利能力越强，经营管理水平越高，因此分值应越高，三家上市公司指标根据公式计算后均低于LSG，且相差较大。

公司	净资产收益率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	37.62	低	90~95	90	1.11
Bellamy	28.98	低	90~95	89	1.12
A2 Milk	48.81	低	90~95	93	1.08
LSG	85.26	基准	100	100	1.00

综上，根据LSG反应实际盈利能力的扣非前净利润数据计算，LSG总资产报酬率以及净资产报酬率均高于可比公司，资产盈利能力较强，因此LSG盈利能力指标得分均高于可比公司具备合理性。

B. 资产质量指标

(c) 总资产周转率：总资产周转率=总资产周转率（次）=销售（营业）收入净额÷平均资产总额。

LSG与三家可比公司计算总资产周转率相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

公司名称	2018 财年	2017 财年
------	---------	---------

	营业收入	总资产	总资产
Blackmores	601.1	464.9	412.2
Bellamy	328.7	280.8	156.6
A2 Milk	850.2	661.6	328.1
LSG	122.4	82.6	41.0

总资产周转率是考察企业资产运营效率的一项重要指标，体现了企业经营期间全部资产从投入到产出的流转速度，反映了企业全部资产的管理质量和利用效率。通过该指标的对比分析，可以反映企业本年度以及以前年度总资产的运营效率和变化，发现企业与同类企业在资产利用上的差距，促进企业挖掘潜力、积极创收、提高产品市场占有率、提高资产利用效率。该数值越高，表明企业总资产周转速度越快，销售能力越强，资产利用效率越高，分值应越高。三家可比上市公司的总资产周转率根据公式计算后均低于LSG。

公司	总资产周转率	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	1.37	低	90~95	91	1.08
Bellamy	1.50	低	90~95	93	1.04
A2 Milk	1.72	较低	95~100	96	1.04
LSG	1.98	基准	100	100	1.00

(d) 应收账款周转率：应收账款周转率=最近12个月主营业务收入 / 历年同期平均应收帐款。

LSG与三家可比公司计算应收账款周转率相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

公司名称	2018 财年		2017 财年
	营业收入	应收账款	应收账款
Blackmores	601.1	145.8	130.5
Bellamy	328.7	43.7	33.8
A2 Milk	850.2	54.8	65.6
LSG	122.4	18.3	18.1

应收账款周转率就是反映公司应收账款周转速度的比率，它说明一定期间内公司应收账款转为现金的平均次数。该数值越高，表示公司从获得应收账款变成

现金所需要的时间越短，收账速度块，资产利用效率越高，因此分值应该高。相对于LSG，Blackmores的应收账款周转率偏低，Bellamy稍高，A2 Milk最高。

公司	应收账款周转率	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	4.35	低	95~100	98	1.02
Bellamy	8.47	较高	100~105	102	0.98
A2 Milk	14.13	高	105~110	107	0.93
LSG	6.72	基准	100	100	1.00

C. 偿债能力指标

(e) 已获利息倍数：已获利息倍数=息税前利润总额/利息支出。

LSG与三家可比公司计算已获利息倍数相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

可比公司	2018 财年	
	利息支出	调整税前利润（亏损）
Blackmores	4.3	103.7
Bellamy	0.2	61.2
A2 Milk	-	261.1
LSG	1.1	33.0

已获利息倍数是指上市公司息税前利润相对于所需支付债务利息的倍数，可用来分析公司在一定盈利水平下支付债务利息的能力，该指标越高，说明其偿债能力越强，因此分值也应越高。LSG和可比公司均属于品牌营销为主的健康食品企业，原材料基本外购，不覆盖上游的原材料生产，因此总资产中流动资产占比较大，相比于一般生产企业，具有资产负债率低、业务周期较短、结算快、现金较为充足、负债少、财务负担较低的特点。所以整体债务风险较低，故而偿债能力引起的盈利能力价值比例的修正影响相对较小。此外，已获利息倍数反映的是持续经营活动的偿债能力，速动比率反映的是短期强制清偿的偿债能力。LSG和可比公司都是持续健康发展的企业，强制清偿的可能性很低，已获利息倍数比速动比率相比更为重要，相比之下已获利息倍数比速动比率修正幅度略高。三家可比上市公司中，A2 Milk无财务支出，而Bellamy指标远高于LSG，表明这两家公司无负债或负债相对较少，优于LSG，而Blackmores则相对较差。

公司	已获利息倍数	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	24.87	低	90~95	91	1.10
Bellamy	267.07	高	105~110	110	0.91
A2 Milk	-	高	105~110	110	0.91
LSG	31.08	基准	100	100	1.00

(f) 速动比率：速动比率=速动资产/流动负债×100%。

LSG与三家可比公司计算速动比率相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

可比公司	2018 财年		
	应收账款与票据	现金与现金等同	流动负债
Blackmores	145.8	36.5	174.5
Bellamy	43.7	87.6	73.4
A2 Milk	54.8	311.7	152.7
LSG	18.3	21.0	53.0

速动比率是衡量企业流动资产中可以立即变现用于偿还流动负债的能力。速动比率越高，说明企业用来偿债的速动资产就越多，偿债能力就越强，因此分值就应该越高。三家可比上市公司根据公式计算，指标均高于LSG，得分也高于LSG。

公司	速动比率	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	1.04	较高	100~105	100	1.00
Bellamy	1.79	较高	100~105	102	0.98
A2 Milk	2.40	较高	100~105	102	0.98
LSG	0.74	基准	100	100	1.00

D.成长能力指标

(g) 平均销售增长率：主营业务收入增长率=(当前周期主营业务收入 - 前一年同期主营业务收入) / 前一年同期主营业务收入× 100%。

LSG与三家可比公司计算成长能力指标相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

销售收入	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2017 增长率 (%)	2018 增长率 (%)	平均增长率 (%)

Blackmores	598.44	552.16	601.14	-7.73	8.87	0.57
Bellamy	234.08	240.18	328.70	2.61	36.86	19.73
A2 Milk	323.47	519.03	850.25	60.46	63.82	62.13
LSG	39.25	75.77	122.41	93.04	61.55	77.29

销售增长率属于成长指标，是评价企业成长状况和发展能力的重要指标。根据三家可比公司中2016财年至2018财年的数据，A2 Milk平均销售增长率与LSG类似，略低于LSG。根据Bellamy2017财年披露，受到部分非经常性经营因素的影响，2016至2017财年业务增长及利润率有一定偏离。2017财年至2018财年其销售收入增长率为36.68%，增速较好，并预测未来仍有较高增长。Blackmores近三年增速较缓，低于其他可比公司的增长水平。三家公司平均销售增长率均低于LSG， 打分低于LSG。

公司	平均销售增长率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	0.57	低	80~90	85	1.18
Bellamy	19.73	低	80~90	88	1.14
A2 Milk	62.13	较低	90~100	97	1.03
LSG	77.29	基准	100	100	1.00

(h) 平均营业利润增长率：营业利润增长率=(当前周期营业利润(亏损) - 前一年同期营业利润(亏损)) / 前一年同期营业利润(亏损) × 100%。

LSG与三家可比公司计算成长能力指标相关的财务数据如下表：

单位：百万澳元

营业利润	2016 财年	2017 财年	2018 财年	2017 增长 率 (%)	2018 增长 率 (%)	平均增长 率 (%)
Blackmores	148.39	88.21	108.60	-40.56	23.12	-8.72
Bellamy	54.24	43.46	60.27	-19.87	38.68	9.40
A2 Milk	48.41	133.62	259.03	176.02	93.86	134.94
LSG	10.53	15.08	32.99	43.21	118.77	80.99

营业利润增长率是企业本年营业利润增长额与上年营业利润总额的比率，它反映企业营业利润的增减变动情况。营业利润率越高，说明企业百元单位销售额提供的营业利润越多，企业的盈利能力越强；反之，此比率越低，说明企业盈利

能力越弱。因此打分应与指标同向变化。A2 Milk的平均营业利润增长率高于LSG，而Blackmores和Bellamy则低于LSG并差异较大。

公司	平均营业利润增长率 (%)	比较结果	对应区间	打分	修正系数
Blackmores	-8.72	低	80~90	80	1.25
Bellamy	9.40	低	80~90	86	1.16
A2 Milk	134.94	高	110~120	111	0.90
LSG	80.99	基准	100	100	1.00

2、主要财务指标选取的合理性及公允性

根据《资产评估执业准则——企业价值》的要求，市场法评估中，应对可比企业和标的公司间的差异进行修正。由于可比案例和标的公司在盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力等财务指标方面表现存在一定差异，故需对其差异情况进行修正。

此次评估对以上四个方面能力分别选取两项财务指标进行对比，并进行打分，根据打分结果最终计算出修正系数，修正系数=LSG得分/可比公司得分。

选择具体指标时，遵循以下原则：一是选定的指标应具有较强的横向、纵向可比性，尽可能排除偶然或异常事项的影响；二是各项指标的设立在整体均衡的基础上应突出相互的制衡性，整个指标体系要具备“此消彼长”的内在机制，提高操控整个指标体系的困难程度；三是指标体系的确定要充分考虑到数据的公开可获取程度及数据可靠性，在现行法规框架下，通过对部分必要信息的分析判断取得尽可能公平合理的评价结果。按照以上原则，对盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四个方面最终选取了净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、流动资产周转率、速动比率、已获利息倍数、营业收入增长率及营业利润增长率8个财务指标。

3、评分结果的合理性及公允性

(1) 指标对比及打分结果

按照上述公式，计算Blackmores、Bellamy以及A2 Milk各具体财务指标，各类指标计算结果如下表：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率 (%)	平均营业利润增长率 (%)
Blackmores	24.64	37.62	1.37	4.35	24.87	1.04	0.57	-8.72
Bellamy	28.08	28.98	1.50	8.47	267.07	1.79	19.73	9.40
A2 Milk	52.76	48.81	1.72	14.13	-	2.40	62.13	134.94
LSG	55.19	85.26	1.98	6.72	31.08	0.74	77.29	80.99

根据各指标不同的数据分别确定打分范围，综合考虑指标的重要程度，并按照以上判断标准与LSG进行对比，对三家可比上市公司打分区间判断如下：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	低	低	低	较低	高	较高	低	低
Bellamy	低	低	低	较高	高	较高	低	低
A2 Milk	较低	低	较低	高	高	较高	较低	高

在打分区间范围内，根据对于各项财务指标的综合判断及分析，最终打分结果如下：

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Blackmores	94	90	91	98	91	100	85	80
Bellamy	95	89	93	102	110	102	88	86
A2 Milk	100	93	96	107	110	102	97	111
LSG	100							

财务指标打分结果与对应财务指标数据匹配，计算过程合理。

(2) 打分差异对评估结果影响的敏感性分析

考虑到在具体分析和分值上不可避免带有一定的主观性，为更全面说明打分分值变化对评估结果的影响，将各指标打分做了敏感性分析。具体是将各单个指

标打分幅度增加（减少）1分，计算其对LSG企业价值影响的比例。打分幅度增加（减少）1分，是指三家可比公司在某项指标比LSG高（低）的则增加1分，比LSG低（高）则减少1分。

以速动比率的打分为例，在打分幅度增加一分的情况下修正系数及对估值结果影响如下：

公司	速动比率	比较结果	对应区间	打分	修正系数	打分幅度增加1分	打分幅度增加1分修正系数
Blackmores	1.04	较高	100~105	100	1.00	101	0.99
Bellamy	1.79	较高	100~105	102	0.98	103	0.97
A2 Milk	2.40	较高	100~105	102	0.98	103	0.97
LSG	0.74	基准	100	100	1.00	100	1.00

根据上述打分幅度增加1分后的修正系数，对于估值的影响为-0.48%。

对与各项指标打分幅度对于估值影响的敏感性分析的结果如下：

敏感性分析项目	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	已获利息倍数	速动比率	平均销售增长率	平均营业利润增长率
打分幅度增加1分对应系数的变化率	0.11%	0.38%	0.38%	-0.27%	0.00%	-0.48%	0.38%	0.16%
打分幅度减少1分对应系数的变化率	-0.27%	-0.48%	-0.48%	-0.16%	-0.16%	0.11%	-0.48%	-0.27%

符合打分原则的情况下，因为单项指标主观偏差导致的对应系数变化率较小，对评估结果的影响相对较小。

综合以上分析，各项财务指标打分结果与对应财务指标数据相匹配，打分结果及修正系数计算合理。

（3）本次评估财务指标选取具备合理性，财务指标打分具备公允性

根据《资产评估执业准则——企业价值》的要求，市场法评估中，应对可比企业和标的公司间的差异进行修正。由于可比案例和标的公司在盈利能力、营运

能力、偿债能力及成长能力等财务指标方面表现存在一定差异，故需对其差异情况进行修正。

修正系数时，应遵循以下原则：一是选定的指标应具有较强的横向、纵向可比性，尽可能排除偶然或异常事项的影响；二是各项指标的设立在整体均衡的基础上应突出相互的制衡性，整个指标体系要具备“此消彼长”的内在机制，提高操控整个指标体系的困难程度；三是指标体系的确定要充分考虑数据的公开可获得程度及数据可靠性，在现行法规框架下，通过对部分必要信息的分析判断取得尽可能公平合理的评价结果。

本次市场法评估结合行业实际情况，分别从盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四个方面，选取净资产收益率、总资产报酬率、总资产周转率、应收账款周转率、速动比率、平均营业收入增长率及平均营业利润增长率8个财务指标，同时采用统一的打分幅度和打分原则进行打分，最终的出相应的修正结果。

综上，本次市场法评估对财务指标的选取具备合理性，财务指标打分具备公允性。

（三）可比交易案例未做特性差异调整及时间修正合理，进行修正后会导 致市场法评估结果的上升

此次市场法评估中，除了可比上市公司外，还搜集到了3宗中国企业收购澳大利亚标的的可比交易案例，无论是从产品类型，还是在资产所处地区、购买方、主营业务、产品特征、产销模式、经营方式及交易特点都具有一定的可比性，因此在可比上市公司的基础上，增加可比交易案例的对比。

1、可比交易案例修正，可比交易案例和可比上市公司权重处理原则

由于可比交易案例和评估标的存在着个体差异和时间差异，故而：

（1）如果可比交易案例的具体财务经营数据可以获得且数据较为准确，行业时间变化差异可以观察且能取得较为准确的数据，则应该对可比交易案例进行特性差异调整和时间价值调整，以调整之后的比准数据作为可比交易案例比较法的结果。在这种情况下，可比交易案例和可比上市公司两种方法的结果适合取算

术平均，作为评估结论。

(2) 如果受可比交易案例的披露数据的充分性、可靠性的制约，无法对可比交易案例进行较为准确的修正，那么在这种情况下，分以下三种情况进行处理：

A. 无法定量修正，且可比交易案例数据明显异常，比如明显高于或低于当时一般水平，且无法分析得出合理原因的，则应该剔除，不应纳入计算。比如2015年至2016年的3起交易案例中，合生元收购 Swisse Wellness、上海医药收购 Vitaco、澳优乳业收购 Nutrition Care 的 EV/EBITDA 倍数分别为 14.71 倍、14.70 倍、33.05 倍。通过对行业动态、当时市场的分析，结合交易案例公告时的可获得资料，澳优乳业收购 Nutrition Care 的 33.05 倍高于当时正常范围，并受限于公开资料的详实程度，无法获得合理解释，故将澳优乳业收购 Nutrition Care 案例进行了剔除。

B. 无法定量修正，但是可以定性分析，分析后认为如果进行修正，则修正后结果的调整方向会向着可比上市公司法的结果靠拢，从而缩小可比交易案例和可比上市公司法两种结论的差异，即可比上市公司法的结果可靠性相对更高。这种情况下，虽然无法定量修正，但应该适当考虑权重，赋予可比上市公司法更高的权重，以部分抵消可比交易案例未修正对评估结果的影响。

C. 无法定量修正，也无法定性分析修正后调整方向的，则可比交易案例的结果和可比上市公司法的结果宜考虑算术平均，或者综合分析，只取一种方法的结果作为评估结论。

2、可比交易案例的公开数据无法满足对特性差异调整和时间差异调整量化计算的要求

(1) 两宗交易案例披露的财务数据无法满足进行个体特性修正

Swisse Wellness披露的财务数据：

单位：千澳元

项目	2015 年财年	2014 年财年	2013 年财年
主营业务收入	313,065	125,551	149,730
利息支出	7,693	7,680	2,745

营业利润	102,531	-7,201	-8,544
净利润	73,750	-39,410	-17,321

单位：千澳元

项目	2015年6月30日	2014年6月30日	2013年6月30日
总资产	200,205	77,362	86,327
现金与现金等同	57,219	14,146	797
应收账款与票据	297	6,960	3,433
总负债	176,610	123,683	96,809
总计流动负债	135,625	57,159	95,073
总股东权益	20,595	-46,321	-10,482

Vitaco披露的财务数据：

单位：千澳元

项目	2016年财年	2015年财年	2014年财年 ¹
主营业务收入	212,800	160,130	149,742
利息支出	2,849	-1,440	-6,461
营业利润	-5,581	6,556	17,258
净利润	-9,137	4,417	12,302

注 1：Vitaco2014 财年部分财务数据未披露，已披露数据单位为新西兰元，依据披露的汇率 1 澳元=0.885 新西兰元换算

单位：千澳元

项目	2016年6月30日	2015年3月30日	2014年3月30日 ¹
总资产	223,767	206,603	-
现金与现金等同	9,920	3,753	885
应收账款与票据	33,998	29,094	-
总负债	84,425	110,338	-
总计流动负债	42,861	109,287	-
总股东权益	139,342	96,265	-

注 1：Vitaco2014 财年部分财务数据未披露，已披露数据单位为新西兰元，依据披露的汇率 1 澳元=0.885 新西兰元换算

根据评估准则，价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑：（a）选择的价值比率有

利于合理确定评估对象的价值；（b）计算价值比率的数据口径及计算方式一致；
（c）应用价值比率时尽可能对可比企业和被评估单位间的差异进行合理调整。

以上指标中，Swisse Wellness 2014财年及2013财年均为亏损状态，而2015财年销售收入和净利润出现大幅增长，亏损企业盈利能力指标以及成长能力指标的准确性会受到较大影响。Vitaco 由于2016财年调整了会计年度，2016财年对应的财务数据为2015年3月31日至2016年6月30日15个月，且未对12个月数据进行单独披露。2016 财年收入增加的情况下净利润出现大幅下降，但因其只公布了15个月损益数据，无法对其进行适当的扣非调整。因此，以上数据较难准确的计算出各项财务指标。

综上所述，本次评估收集到的交易案例中披露了可比交易标的的一些财务数据，但是由于自身财务情况的特殊原因，部分可计算的财务指标异常；并且受到披露数据的详实程度的限制，无法进行较准确的调整。故而以此为基础做的特性差异调整修正的数据的准确程度存在较大不确定性，审慎起见未对可比交易案例进行特性差异调整。

（2）可比上市公司财务指标不适合进行较为准确的时间修正

可比交易的时间修正需要使用可比上市公司对应可比交易发生时间点的历史数据。合生元收购Swisse Wellness的公告时间为2015年9月，上海医药收购Vitaco公告时间则为2016年8月，三家可比上市公司历史财务指标如下表：

除倍数外，单位为百万澳元

Blackmores	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年
净利润	70.01	59.01	100.01	46.56
市盈率	36.97	27.97	22.63	27.81
EBITDA	117.50	96.49	155.44	77.82
EV/EBITDA	22.47	17.59	14.72	16.75
Bellamy	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年
净利润	43.27	-0.81	38.33	9.07
市盈率	39.64	—	25.65	44.59
EBITDA	64.57	2.83	54.55	12.52
EV/EBITDA	25.92	504.39 ¹	17.48	31.45

A2Milk	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年
净利润	180.39	85.66	27.93	-1.95
市盈率	42.44	31.60	41.31	—
EBITDA	261.04	136.16	50.93	2.23
EV/EBITDA	28.34	19.44	22.23	186.45

注 1: Bellamy 因 2017 年利润为负值, 无法统计市盈率情况, EV/EBITDA 数据也偏离较大不宜作为参考

Bellamy 于 2014 年 8 月上市, 依据评估惯例, 上市首年, 即 2015 财年股价波动较高, 其市盈率及 EV/EBITDA 指标不适合作为修正的参考。A2Milk 2015 财年及之前, 都属于亏损或者微利状况, 到 2016 财年开始才进入较为持续稳定的经营状况。同时由于 2015 财年利润亏损, 无法获得市盈率以及合理的 EV/EBITDA 指标, 不适合作为时间修正的参考。因此, 若进行时间修正, 仅 Blackmores 一家上市公司的数据可作为参考, 样本过少, 很难消除因个体原因导致的差异, 此外, Blackmores 在 2015 财年股价波动较大, 所以以此为基础计算的时间价值修正系数可靠性较低。

综上所述, 两宗交易案例不满足进行个性特性修正和时间修正的条件。

3、对可比交易案例修正系数的定性分析

(1) 特性差异调整方向的定性分析

利用公开披露的数据可对可比交易案例的修正方向进行了定性分析。

对于 Vitaco 的财务数据进行了按比例估算, 将期间为 15 个月财务数据按比例进行平均处理, 以净利润为例:

$$\begin{aligned}
 & \text{2016 财年净利润(12 个月数据)} \\
 & = \text{2016 财年净利润 (年报披露 15 个月数据)} \times \frac{12}{15}
 \end{aligned}$$

依照上述方式计算盈利能力、资产质量、偿债能力、成长能力四个方面 8 个指标, 同时按照此次评估的打分原则进行了打分, 模拟结果如下:

企业简称	盈利能力指标		资产质量指标		偿债能力指标		成长能力指标	
	总资产	净资产	总资	应收账	速动	已获利	平均销	平均营业

	报酬率 (%)	收益率 (%)	产周转率	款周转率	比率	息倍数	售增长率 (%)	利润增长率 (%)
Swisse Wellness	79.42	-573.35	2.26	86.28	0.42	14.33	66.60	-769.78
Vitaco	-1.02	-6.20	0.99	6.75	-0.96	1.02	32.89	-201.08
LSG	55.19	85.26	1.98	6.72	0.74	31.08	77.29	80.99
打分结果	总资产报酬率	净资产收益率	总资产周转率	应收账款周转率	速动比率	已获利息倍数	平均销售增长率	平均营业利润增长率
Swisse Wellness	105	110	104	110	90	100	98	120
Vitaco	90	90	85	100	90	100	91	80

以上打分中：Swisse Wellness 2014财年及2013财年均有较大亏损，且净资产为负，因此其净资产收益率和平均营业利润增长率指标无法获得有意义的数据，但考虑到其2013财年至2015财年营业利润及净利润均增长较快，其中营业利润从-8,544千澳元，扭亏并增长至102,531千澳元，净利润从-17,321千澳元增长至73,750千澳元，因此将此净资产收益率和平均营业利润增长率两项打分为最高值。

按照以上打分结果特性差异调整后，计算的模拟倍数如下表：

交易案例	EV/EBITDA 交易倍数	修正系数	修正后结果
Siwisse	14.71	0.85	12.53
Vitaco	14.70	1.50	22.04
平均值	14.71		17.28

最终修正后的EV/EBITDA为17.28，高于修正之前的平均值14.71，且更趋于可比上市公司价值比率，这说明LSG本身指标优于两宗交易案例。（2）进行时间修正调整方向的定性分析

合生元收购Swisse Wellness公告时间为2015年9月，应采用2015财年至2018财年数据进行修正，因为2015财年只有Blackmores的数据具备可参考性，仅参考Blackmores的2015财年至2018财年的EV/EBITDA倍数变化进行时间价值修正，时间修正系数的计算结果为1.34；

上海医药收购Vitaco时间则为2016年8月，采用三家可比公司2016财年至2018财年的EV/EBITDA倍数变化的平均值进行时间价值修正，时间修正系数的计算结果为1.42。具体修正系数计算过程见下表。

Blackmores	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年	2018 /2015 财年系数	2018 财 /2016 财年系数
EV/EBITDA	22.47	17.59	14.72	16.75	1.34	1.53
Bellamy	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年		
EV/EBITDA	25.92	504.39	17.48	31.45		1.48
A2Milk	2018 财年	2017 财年	2016 财年	2015 财年		
EV/EBITDA	28.34	19.44	22.23	186.45		1.28
平均值					1.34	1.42

根据上述计算，时间修正系数以及修正结果模拟测算如下：

交易案例	EV/EBITDA	时间修正系数	修正后 EV/EBITDA
Swisse Wellness	14.71	1.34	19.71
Vitaco	14.70	1.42	20.87
平均值	14.71		20.29

综上，模拟进行时间系数修正后的EV/EBITDA倍数为20.29，高于修正之前的平均值14.71，与可比上市公司价值比率接近，在近几年澳大利亚健康食品发展较快，带来可比上市公司价值比率有所上升的背景下，具备合理性。

4、可比交易案例未做特性差异调整和时间差异调整、但采用权重方式消除了未做差异调整的影响

综上所述，由于可比交易案例能够公开取得的标的资产数据个体特性的问题，无法对可比交易案例进行较为准确的量化修正，但可以通过综合分析得出的定性判断：即如果进行特性差异调整，或时间修正调整，调整方向都是会使价值比率提高，从而缩小可比交易案例的价值比率结果和可比上市公司的价值比率结果的差异。故而本次评估对可比交易案例未做特性差异和时间差异的调整，但同时采用了权重的方式部分抵消无法量化修正对评估结果的影响，具备合理性。

同时，可比交易案例的调整定性分析比较明确，评估时又采用了权重的方式部分抵消了无法量化修正对评估结果的影响，所以市场法的评估结果仍具有较高

的可靠性和准确性，相比收益法，市场法更适合用来作为定价方法。

（四）市场法评估中对各可比公司赋值比例合理及公允，可比公司法 and 可比交易案例法加权平均赋值比例的合理及公允

1、市场法评估中对各可比公司赋值比例合理性及公允

三家可比公司在主营业务、主要产品、产销模式上相似，均符合可比公司选取标准。但产品在细分领域上仍存在一定差异，此次评估对不同可比公司赋权重正式考虑到了这一点，各上市公司主要产品情况如下：

Blackmores 主营业务为健康产品的研发、生产和销售，与 **LSG** 属于同一细分领域，即健康食品行业膳食补充剂。旗下拥有将近200种维生素、矿物质、草药及营养补充品等健康产品。其中 **BioCeuticals** 及 **Blackmores** 品牌均有益生菌补充剂产品，多个产品与 **LSG** 直接竞争。

A2 Milk 和 **Bellamy** 的主营业务均为婴儿配方奶粉及营养产品的研发、生产和销售，属于健康食品行业营养食品细分领域。主打产品均为配方食品，面对的主要人群为婴幼儿，与 **LSG** 主打产品婴儿益生菌粉面对消费群体相同、消费频率类似、产品功效方面有较高相似性，均有利于婴幼儿消化功能、营养素吸收等特征，有很好的可比性。但是细分领域方面，**A2 Milk** 以及 **Bellamy** 是 **LSG** 细分领域上一级子行业，即营养食品行业的同类企业，可比性弱于与 **LSG** 属于同一子行业膳食补充剂的 **Blackmores**。

从评估案例来看，不同的可比公司之间如果出现差异也会采用赋值的方式进行处理，部分案例如下赋值情况如下表：

案例	可比公司/案例数量及权重	对不同可比公司/案例赋权重原因	赋权方案
茂业物流股份有限公司挂牌整体转让	3个案例 赋权 40:30:30	根据评估对象自身状况及所处位置，给予距离较近，区位条件及经营业态与标的接近的案例较高权重	其中案例 A 及案例 B 区位条件及经营业态相对案例 C 可比性较弱，给予 30% 的权重；案例 C 区位条件与标的接近，可比性强，给予 40% 的权重。
天茂实业集团股份有限公司增持国	3个案例 赋权 40:50:10	根据评估对象业务范围以及规模，根据可比公司与标的业务范围可比性，以及规模	案例 A、案例 B 与评估对象均为纯寿险公司，案例 C 还经营财险业务，案例 B 在总资产、净资产、净资本、营业收入、

中国人寿保险股份有限公司		方面的可比性，对 3 家可比公司按照一定权重加权	净利润方面都小于案例 A 和案例 C，评估对象为属中小型寿险公司，因此案例 B 与标的公司在业务以及规模方面可比性最强，给予 50%权重，案例 A 业务可比度高，但规模可比性差于案例 B，给予 40%权重，案例 C 业务及规模方面可比性最差，给予 10%权重
广东天际电器有限公司发行股份支付现金购买江苏新泰材料科技股份有限公司	3个案例 赋权 35:40:25	权重根据目标产品在相关公司收入占比、目标产品产能行业占比情况综合确定	目标产品在案例 A 收入占比 23%，产能 2500 吨，给予权重 35%；目标产品在案例 B 收入占比 48%，产能 2000 吨，给予权重 40%；目标产品在案例 C 收入占比 5%，产能 2000 吨，给予权重 25%
南华生物医药股份有限公司收购湖南远泰生物技术有限公司	3个案例 赋权 35:35:30	根据经营范围及业务类型相似度,对于可比公司进行赋权	案例 A, 案例 B 经营范围均为细胞工程，与被评估单位的经营范围及业务类型相似度最高，故取此两家对比公司的权重各为 35%，案例 C 经营范围为制药，可比度较低，给予权重 30%

以上案例中，若可比公司或可比案例之间在行业、经营范围、产品等方面的可比程度较在差异，则会根据不同情况分别赋权重；根据行业惯例，若3个可比公司或可比案例中出现两个可比程度相对一致的情况，会采用算术平均值（1/3）最近的整数作为赋值，如案例1采用取了4:3:3，而案例4则采取了3:3.5:3.5。此次评估中，Blackmores较另外两家可比公司A2 Milk和Bellamy更为可比，而后两者可比性相当，因此与茂业物流案例情况最为相近，其赋权方式的参考价值最高。此次评估以此为基础，对Blackmore分别取整数的情况进行了计算，结果见下表：

	BKL	BAL	ATM	平均 EV/EBITDA
修正后 EV/EBITDA	27.82	16.03	21.28	21.71
权重分配方案 1	0.40	0.30	0.30	22.32
权重分配方案 2	0.50	0.25	0.25	23.24
权重分配方案 3	0.60	0.20	0.20	24.15

从以上结果出发，最终确定 Blackmores、A2Milk 和 Bellamy 权重分别为 0.40、0.30 和 0.30。该结果最为审慎原则，评估结果具备公允性。

2、可比公司法和可比交易案例法加权平均赋值比例的合理性及公允性

此次评估中，市场法同时采用了可比上市公司法和可比交易案例法进行评估，但两种方法仍存在差异，具体如下：

（1）特性差异调整

上市公司可比法按照评估惯例对价值比率进行了修正，考虑到三家公司成长性及运营风险等方面存在的差异，对盈利能力、营运能力、偿债能力及成长能力四个方面8个财务指标进行打分及修正。同时充分考虑LSG成长能力的特征，以及成长能力指标的重要性及带来的企业价值的差异，此次评估在对成长能力指标适当扩大打分范围，对三家可比公司的特性差异进行了调整。

本次评估收集到的交易案例中交易标的虽然披露了一些财务数据，但是由于自身财务情况的特殊原因，部分可计算的财务指标异常。例如Swisse Wellness 2014财年及2013财年均有较大亏损，净资产收益率以及营业利润增长率等指标数据大幅偏离正常值，参考价值较低。Vitaco 2016财年调整了会计年度，2016财年对应的财务数据为2015年3月31日至2016年6月30日15个月，且未对12个月数据进行单独披露导致财务指标无法获得相同口径（12个月）的财务数据，并且由于披露数据的详实程度的限制，无法进行较准确的调整。故而以此为基础做的特性差异调整修正的数据的准确程度存在较大不确定性。

（2）时间差异调整

时间价值方面，上市公司的价值比率EV/EBITDA中的EV采用了可比上市公司在评估基准日公司前20天的平均值，EBITDA为2018财年数据。可比公司及LSG对价值比率进行修正的四个方面8个指标采用了2018年澳大利亚财年的财务数据。

此次评估采用的交易案例合生元收购Swisse Wellness和上海医药收购Vitaco的公告时间分别为2015年9月和2016年6月，距离此次评估基准日2018年8月31日时间较长。2015年之后，随着中国国内居民可支配收入的增加、海外经销商的兴起以及健康意识的加强，健康食品行业迎来了快速发展期，行业价值指标也有所变化。

此次评估中，2015财年可供参照的样本只有Blackmores，样本数量较少、时间价值系数计算基础数据的可靠性较差，审慎起见未进行时间价值修正。

(3) 赋值方式的合理性

此外，由于可比上市公司在EV/EBITDA的基础上进行了特性差异调整，修正全面且无时间性差异，可比性强，因此应适当加重赋值；而可比交易案例无论是在修正程度还是时间性上均存在一定差异，且较难采用相对准确的参数进行修正，可比性相对较差，因此应适当降低权重。因此，对于可比公司和可比交易进行赋值能够更合理的反映目标公司的价值。

从评估案例来看，不同评估方法存在明显差异的情况下，会采用权重方式进行处理。如资产基础法评估中计算资产成新率时，经常会采用对不同方法赋值的方式确定；2015年江苏中超电缆股份有限公司拟收购河南虹锋电缆股份有限公司的评估报告中，对土地评估采用了市场比较法和基准地价方法分别进行评估，最终按照6:4的权重确定了评估结果。

综合以上原因，此次评估对可比上市公司法和可比交易案例法进行赋值的方式具备合理性。

(4) 赋值结果合理性

从审慎的角度，若对于可比交易进行模拟特性差异调整和时间修正，根据不同的修正方式结果如下表：

交易案例	EV/EBITDA 未调整	特性差异 修正系数	时间修 正系数	EV/EBITDA		
				只进行特性 差异调整	只进行时间系 数修正	全部修正
Siwisse	14.71	0.85	1.34	12.50	19.71	16.73
Vitaco	14.70	1.50	1.42	22.05	20.87	31.18
平均值	14.71			17.28	20.29	23.96

不同修正方式及计算方案下市场法EV/EBITDA结果如下：

	可比交易法 EV/EBITDA	可比公司法 EV/EBITDA	市场法 EV/EBITDA
本次评估	14.71	22.81	19.28

只进行特性差异调整	17.28	22.81	20.05 (算术平均)
			20.60 (加权平均)
只进行时间系数修正	20.29	22.81	21.55 (算术平均)
			21.80 (加权平均)
全部修正	23.96	22.81	23.49 (算术平均)

根据上述计算，模拟特性差异以及时间修正后的交易案例EV/EBITDA倍数为23.96，可比上市公司法的EV/EBITDA倍数为22.81，两者直接算术平均后为23.38，高于本次赋权重方式得到的EV/EBITDA倍数19.28，本次采用赋权方式评估更为谨慎。

可比交易案例的特性差异及时间修正系数计算依据的可靠性相对较差，本次未对交易案例进行上述修正，而是采用对上市公司法和可比交易案例法采用赋权的方式予以考虑。对可比交易案例和可比上市公司按照不同权重计算后结果如下：

上市公司倍数	交易案例倍数	可比公司权重	可比交易权重	加权后结果	说明
22.32	14.71	10%	90%	15.47	由于可比交易法未进行特性差异调整以及时间修正，可比性差于可比公司法，因此可比交易权重应当低于可比公司权重，该部分系数未选取
		20%	80%	16.23	
		30%	70%	16.99	
		40%	60%	17.75	
		50%	50%	18.52	
		60%	40%	19.28	选取权重
		70%	30%	20.04	可比公司权重比例越高，加权后的评估值越高，从谨慎角度出发，该部分系数未选取
		80%	20%	20.80	
		90%	10%	21.56	

上表中，随着可比上市公司法权重的增加，加权后结果逐渐增加。考虑到赋值主要是为了体现两种方法的差异，可比上市公司在EV/EBITDA的基础上进行了特性差异调整，修正全面且无时间性差异，可比性强，应适当加重赋值；可比交易案例无论是在修正程度还是时间性上均存在一定差异，且较难采用相对准确的参数进行修正，可比性相对较差，应适当降低权重。因此，可比公司权重小于可比交易权重的情形未选取。

可比公司权重比例越高，加权后的评估值越高，从谨慎角度出发，此次评估最终选择了6:4的权重比例，较为合理。

综合以上分析，此次评估采用对可比上市公司和可比交易案例采用6:4的权重比例较为谨慎，具备合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问中信证券认为：

本次交易采用市场法的评估结果作为评估结论及选取的可比公司及可比交易案例具备适当性。结合各可比公司的主要财务数据、盈利情况等，LSG 各指标得分分析合理，可比公司法评估中主要财务指标选取及评分结果具备合理性及公允性。关于可比交易案例未做特性差异调整及时间修正的分析具备合理性。此次评估采用的可比上市公司和可比交易案例的权重比例较为谨慎，具备合理性。

问题 2.申请文件及反馈回复显示：LSG 主要产品为 Life-Space 品牌益生菌，其报告期收入占比分别为 79.72%、83.56%和 90.75%，占比较高且逐年增长。益生菌产品仅有单一品牌 Life-Space。请你公司：1) 补充披露 Life-Space 品牌旗下产品的核心竞争力、市场占有率、主要产品销售单价等具体情况以及与相关竞争品牌及产品的对比情况。2) 进一步补充披露益生菌产品是否存在其他品牌、品类储备及培育状况、目前市场表现。3) 结合上述因素及益生菌产品市场需求及行业竞争格局变化趋势等进一步补充披露如未来市场竞争程度加剧、产品及品牌热度下降情况下，标的资产持续盈利能力的稳定性及拟采取的改善措施。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

(一) Life-Space 益生菌品牌旗下产品的核心竞争力、市场占有率、主要产品销售单价等具体情况以及与相关竞争品牌及产品的对比情况

1、LSG的核心竞争力分析

(1) 品牌知名度及美誉较高

(a)) Life-Space产品在澳洲市场份额排名前二、境内销量排名前三，品牌知名度高

Life-Space品牌于2009年创立，2015年开始在澳大利亚最大的药店澳洲大药房进行销售。同时，开始着手在中国线上销售后，Life-Space品牌获得澳大利亚和中国消费者的高度认可，品牌知名度迅速提升，Life-Space品牌产品在澳洲市场及国内线上销售平台的排名处于领先地位。

截至本核查意见出具日，Life-Space已成为澳新地区和中国最具影响力、最受欢迎的益生菌品牌之一。在澳大利亚，Life-Space益生菌产品在澳大利亚境内各大药业连锁均有销售，已成为澳大利亚排名领先的连锁药房澳洲大药房益生菌产品最大供应商。根据Aztec统计，在澳洲线下药店市场，Life-Space益生菌产品的市场份额从2015年的3%增长为2018年的43.80%，市场份额排名第一；根据情报通数据，Life-Space益生菌产品在阿里系平台（天猫、淘宝）2018年度的累计零售额排名市场前列。

(b) 品牌形象专业、值得信赖，品牌美誉度高

LSG以“澳大利亚的益生菌专家”作为Life-Space的品牌定位，通过多种方式打造专业、值得信赖的品牌形象。LSG通过自有媒体、付费媒体以及博客/专栏等免费媒体，借助内部营销团队以及外聘市场机构，对下游分销商、药店销售人员及消费者进行专业知识教育和品牌维护，赢得了消费者的良好口碑，进一步提高了Life-Space品牌的美誉度，累积了大批忠实消费者，市场口碑较好，品牌的美誉度较高。

(2) 产品细分门类广，有利于终端消费者的识别和选购

LSG的益生菌产品门类齐全，拥有约26个益生菌产品，剂型以益生菌粉和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群，协助营养素的消化和吸收。LSG针对消费群体分类进行的产品定位清晰，促进了终端消费者的识别和选购。

LSG在澳大利亚的主要竞争对手包括Inner Health Plus、Blackmores、NutraLife、Bioglan等品牌，其中Inner Health Plus在2018年以前均为市场排名

第一的益生菌品牌。从产品定位上来说，Life-Space益生菌和Inner Health Plus主要定位为专业益生菌产品品牌，其他竞争对手均为综合健康食品厂商旗下的益生菌子品牌。此外，从品类布局上来说，Inner Health Plus主要产品按照益生菌功能进行分类，并未拥有Life-Space益生菌全年龄段覆盖的全面布局，其余竞争者的品类及产品功能则相对更加单一。

此外，Life-Space益生菌亦在产品形态上进行较为完善的布局。有别于以Inner Health Plus为代表的传统液体及冷链产品研发企业，LSG创新研发出固体产品，如粉剂、胶囊，并凭借长保质期、便携性、多重菌种多样性、常温易储存、无需冷链使销售地域更广阔等特点，能更大范围满足消费者的需求。

LSG销量靠前产品的名称及包装图列示如下：

产品名称	产品包装图	产品规格
婴儿益生菌粉 (Probiotic Powder for Baby)		60 克粉剂； 每克 70 亿活细菌
成人广谱益生菌 (Broad Spectrum Probiotic)		30, 60, 90, 120 粒； 每粒 320 亿活细菌
儿童益生菌粉 (Probiotic Powder for Children)		60 克
孕妇益生菌 (Probiotic for Pregnancy and Breastfeeding)		60 粒； 每粒 230 亿活细菌
成人 640 亿益生菌 (Double Strength Probiotics)		30 粒； 每粒 640 亿活细菌

产品名称	产品包装图	产品规格
1000 亿益生菌粉 (100 Billion Probiotic Powder)		30 克粉剂
60+老人益生菌 (Probiotics for 60+ Years)		60 粒; 每粒 300 亿活细菌
成人 640 亿益生菌 (Double Strength Probiotics)		30 粒; 每粒 640 亿活细菌
消化酶 (Digestive Enzymes)		60 粒
孕妇和哺乳期 DHA+ (Pregnancy & Breastfeeding DHA+)		60 粒
泌尿生殖盾益生菌 (Life-Space Urogen)		60 粒; 每粒 110 亿活细菌
儿童 DHA+ (Children's DHA+)		60 粒
儿童钙+维生素 D (Children's Calcium + D)		60 粒

(3) 分销渠道成熟、稳定，有利于产品快速销售

LSG的产品主要销售于澳洲与中国。LSG在澳洲市场主要通过药店销售，其中，Chemist Warehouse在药房渠道占比近一半，LSG与澳洲大药房具有长期稳定的合作关系。同时，LSG在Priceline Pharmacy、Terry White、Good Price等药房销售，也取得了较快的销售增长。同时，LSG即将在2019年进入Coles、Woolworths等大型连锁超市进行销售。

LSG的益生菌产品以跨境电商等方式销售到中国市场，已经稳定合作的主要跨境出口经销商包括HVK、PBX、Aus Nourish等，稳定合作的终端销售伙伴包括阿里巴巴（淘宝和天猫）、唯品会、网易考拉和京东等。

LSG与澳洲境内的零售终端、跨境电商、中国境内线上销售终端渠道建立了成熟、稳定的合作关系，销售渠道优势明显。

2、Life-Space益生菌旗下产品的市场占有率情况

在澳大利亚，Life-Space益生菌产品在澳大利亚境内各大药业连锁均有销售，已成为澳大利亚排名领先的连锁药房澳洲大药房益生菌产品最大供应商。根据Aztec统计，在澳洲线下药店市场，Life-Space益生菌产品的市场份额从2015年的3%增长为2018年的43.80%，市场份额排名第一。

Life-Space益生菌亦有较大比例的产品通过经销商方式销往以中国为代表的亚洲市场，尤其在中国市场享有较大的知名度并赢得了较多消费者的认可。根据情报通数据，Life-Space益生菌产品在阿里系平台（天猫、淘宝）2018年度的累计零售额排名市场前列。

3、Life-Space益生菌产品销售单价情况

报告期内，Life-Space益生菌前十大产品平均售价与其前五大主要澳大利亚市场竞争对手的主要品类价格情况如下表所示：

单位：澳元

	2017 年度平均售价	2018 年度平均售价	2019 年至今平均售价
LSG	23.89	22.25	23.60
Inner Health Plus	27.53	33.90	32.35
Nature's Way	14.12	13.50	13.60

Blackmores	21.13	20.10	19.70
Bioglan	21.00	21.10	17.30
Bioceuticals	41.37	46.65	50.60

如上表所示，Life-Space 益生菌主要产品历史售价较为稳定。相比其他竞争者，Life-Space 益生菌主要产品售价属于中等偏上水平，在保持较高的产品专业度的同时，亦有较强的竞争力。

（二）LSG 将重点发展 Life-Space 品牌下的各细分品类益生菌产品

LSG 专注于益生菌产品品牌，旗下益生菌产品门类齐全，拥有约 26 个益生菌产品，剂型以益生菌粉和胶囊为主，针对从孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人到老年人群，针对消费群体分类进行的产品定位清晰。除益生菌品牌外，LSG 还拥有 Healthy Essentials 等其他油类品牌，销售规模较小。

针对目标公司旗下其他非益生菌品牌，由于品牌影响力不强，整体销售规模占比较小，LSG 及上市公司未来拟作为非重点品类维持该等品牌在当前的经营策略，将重点投入资源，发展 Life-Space 品牌下的各细分品类益生菌产品。

（三）本次交易完成后，上市公司与 LSG 业务的协同效应将得到进一步显现，目标公司核心产品 Life-Space 益生菌的持续盈利能力的稳定性将得到进一步提升

1、目标公司净利润和盈利能力可以保持一定稳定性

（1）目标公司收益法预测期业绩和实际完成情况说明

目标公司 2018 年度实际业绩完成情况与收益法预测情况对比如下：

单位：万人民币

	2018 年实际	2018 年预测	实际/预测	2019 年预测	增长率
收入	71,903.40	71,999.90	99.87%	100,334.25	39.54%
成本	31,842.36	28,551.21	111.53%	38,890.50	22.13%
全部期间费用	27,372.46	30,450.20	89.89%	39,530.98	44.42%
营业利润	12,688.59	12,998.49	97.62%	21,912.77	72.70%
净利润	8,439.76	7,833.25	107.74%	15,338.94	81.75%
扣除交易相关金额后（交易相关金额系因 LSG 被收购事项发生，与 LSG 日常经营相区别）					

交易相关金额	4,975.31	4,506.99	110.39%	1,995.21	-59.90%
扣除交易相关金额后营业利润	17,663.90	17,505.48	100.90%	23,907.97	35.35%
扣除交易相关金额后净利润	11,922.48	10,988.14	108.50%	16,735.58	40.37%

注 1:收益评估中采用澳元进行预测。为提供可读性,此处预测数将澳元转化为人民币,汇率参照 LSG 2018 年利润表平均换算汇率 4.9407 进行计算

注 2: 交易相关金额主要为澳洲佰盛重大现金购买 LSG 100%股权,导致 LSG 所发生的相关中介机构费用、额外薪酬支出等,扣除交易相关金额后利润为扣除交易影响后的模拟利润

如上表所示,目标公司2018年度业绩基本达到预测情况。其中,目标公司2018年收益法预测净利润约为7,833.25万元,实际完成8,439.76万元,完成比例为107.74%,超额完成收益法预测净利润。若考虑扣除前次重大现金购买及本次交易导致LSG发生的交易相关金额,目标公司2018年收益法预测扣除交易相关金额后净利润约为10,988.14万元,实际完成11,922.48万元,完成比例提升至108.50%,仍然超额完成收益法预测净利润。

根据收益法预测,目标公司2019年收入预计为100,334.25万元,较2018年提升39.54%,预计扣除交易相关金额后营业利润为23,907.97万元,较2018年提升35.35%,预计扣除交易相关金额后净利润为16,735.58万元,较2018年提升40.37%,收入增速预计与历史增速相符,利润增速预计与收入增速基本匹配。

综上所述,本次交易完成后,目标公司通过整合上市公司的资源,将进一步发展其核心品牌Life-Space益生菌在中国以及澳大利亚的市场销售,整体业绩表现将继续稳步增长。

(2) 目标公司的净利润及盈利能力可以保持一定的稳定性

根据评估模型,未来三年目标公司净利润预测情况如下表所示:

单位:万澳元

年度	2019 年	2020 年	2021 年
净利润金额	3,104.62	4,524.29	6,336.70

注:净利润金额为实际预测金额,未扣除非经常性的一次性交易费用预测数影响

LSG整体产品定位面向中高端市场,主要目标客户群体包括新一代中产阶级以及母婴群体,该目标群体更加关注产品的品牌、功效和质量。

根据评估模型，假设成本及期间费用、税率不发生变动的情况下，若仅仅因为单价发生变动（假设销量不变），目标公司价格变化率与净利润率的敏感性分析如下表所示：

平均售价变化率	净利润变化率		
	2019年	2020年	2021年
-10%	-46%	-42%	-38%
-5%	-23%	-21%	-19%
0%	0%	0%	0%
5%	23%	21%	19%
10%	46%	42%	38%

根据LSG管理层对于LSG未来产品及销售价格的定位，出现价格下降的可能性较低。由于目标公司产品毛利率较高，即使目标公司产品价格出现一定幅度下跌，目标公司仍能维持盈利。

2、上市公司拟采取以下措施保证目标公司盈利能力的稳定性

本次交易完成后，上市公司将持有汤臣佰盛100%股权，从而间接全资持有LSG 100%股权。本次交易有助于加强上市公司对LSG的管理与控制，上市公司将与LSG在生产、研发、销售等方面寻求更多的协同，实现优势互补。

交易完成后，随着上市公司与LSG业务的协同效应的进一步显现，Life-Space益生菌的持续盈利能力的稳定性将得到进一步提升。LSG持续盈利能力稳定性的保障措施如下：

（1）持续增强Life-Space益生菌的品牌知名度和品牌影响力

在快速消费品市场，品牌是核心价值所在，产品的品牌知名度和影响力对于产品销量有着决定性作用。LSG自创立以来，专注于益生菌健康食品的研发、生产和销售，其主要品牌Life-Space益生菌拥有完整的细分领域产品布局，细分品类超过20种，品类及目标客户覆盖了孕妇、婴儿、儿童、青少年、成年人及老年人群。Life-Space益生菌拥有较强的品牌建设、维护能力，自2015年进驻澳洲最大药房Chemist Warehouse，并开始在中国线上销售后，Life-Space品牌获得

澳大利亚和中国消费者的高度认可，品牌知名度迅速提升，Life-Space品牌产品在澳洲市场及国内线上销售平台的排名领先。

考虑到中国益生菌补充剂市场2013-2018年历史复合增长率较高，且预计未来年化复合增长率仍然保持较高水平，整体发展迅速。上市公司将进一步加深对高速增长的益生菌补充剂市场的布局，持续向LSG投入资源，贯彻大单品战略，持续提升Life-Space益生菌的品牌知名度和品牌影响力，增强标的公司的持续盈利能力。

（2）进一步确保目标公司产品的质量符合相关监管要求，避免品牌风险

健康食品销售情况及品牌影响力受产品自身的安全性、有效性等因素影响较大，LSG对其产品的质量控制高度重视。产品质量与研发、采购、生产、检测等环节的技术投入和质量管理高度相关，对产品各流程严格的质量控制和统一的操作规范，直接决定了消费者对LSG产品的认可、消费意愿以及向周围潜在客户推荐LSG产品的积极性。

LSG已建立一套符合TGA认证标准以及GMP质量管理体系法规要求的完善的质量控制体系，标的公司在产品生产的各个环节均严格按照GMP执行。LSG全资子公司Ultra Mix亦拥有TGA颁发的TGA认证以及GMP证书。

报告期内，LSG严格按照相关法律法规及主管部门的要求组织研发、生产、销售活动，未出现过重大质量事故、质量纠纷，未曾受到过产品质量方面的处罚情况。

本次交易完成后，上市公司将继续对Life-Space益生菌产品质量控制方面的严格要求，确保产品符合境内外监管要求，避免出现损害LSG品牌形象的相关风险，维护LSG品牌形象。

（3）提高目标公司管理效率

交易完成后，LSG将充分利用上市公司管理经验完善、规范自身经营管理，按照上市公司内部控制和规范管理的要求，并结合自身经营特点、业务模式及组

织架构对原有内部控制制度、财务制度及管理制度进行适当地调整，以提高运营效率、有效控制风险，使各方面达到上市公司的标准。

（4）优化供应链体系

上市公司会根据整合计划协助LSG优化供应链体系，利用上市公司的行业资源协助LSG与更多优质益生菌供应商进行合作，丰富其益生菌原材料供应来源，减少供应商集中度较高的风险，提高盈利稳定性。

（5）上市公司旗下品牌较为多样，Life-Space品牌益生菌完善了上市公司的品牌门类和布局

汤臣倍健致力于为用户健康创造价值，坚持“一路向C”的核心战略，正实施从产品营销向价值营销的战略升级。致力于从单一产品提供商逐步升级至健康干预的综合解决方案提供商，成为膳食补充剂行业的领导企业，为消费者的健康创造更大价值。

在膳食补充剂及健康食品行业，上市公司旗下已经拥有汤臣主品牌、健力多、健之宝以及无限能、健乐多等多样品牌，缺少专注于益生菌产品的品牌。上市公司本次交易主要看重目标公司在益生菌产品领域的布局及较好的品牌价值，后续将利用自身在行业内的经验、优势，帮助LSG更好发展益生菌品牌。

本次交易完成后，上市公司不存在对Life-Space益生菌单一品类产品依赖的情况。

（6）增强协同及交叉销售

汤臣倍健作为中国膳食补充剂的标杆企业，与标的公司具有较好的协同效应，收购LSG后，可以帮助Life-Space品牌快速进入实体店面渠道，扩大知名度和销售，同时提高上市公司的品牌知名度，增加交叉销售机会，促进业绩增长，进一步提升标的公司的综合竞争力和持续盈利能力。

二、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问中信证券认为：

1、目标公司在品牌价值、产品品类以及市场份额方面拥有较强核心竞争力，相比竞争者优势较为明显；

2、上市公司拟将 Life-Space 益生菌作为其大单品战略中益生菌产品的主打品牌，投入较多资源将其做大做强，重点发展 Life-Space 品牌下的各细分品类益生菌产品；

3、上市公司与 LSG 业务的协同效应将得到进一步显现，目标公司核心产品 Life-Space 益生菌的持续盈利能力的稳定性将得到进一步提升。

问题 3.申请文件显示，LSG 报告期向前五名供应商合计采购占比分别为 67.80%、67.80%和 55.84%，采购占比较高，且报告期对第一大供应商丹尼斯克采购额占比分别为 41.50%、49.70%、54.63%，在益生菌原材料供应商中采购占比高达 80%以上。请你公司：1）结合 LSG 向丹尼斯克和可替代同类供应商采购的原料情况、产品质量差异等进一步补充披露 LSG 是否对丹尼斯克存在重大依赖。2）补充披露 LSG 益生菌菌种采购金额占丹尼斯克同类产品销售额的比例，并说明 LSG 与丹尼斯克业务合作的稳定性及对 LSG 生产经营的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

一、关于反馈问题的回复

（一）LSG 不存在重大依赖丹尼斯克的情况

1、丹尼斯克产品与可替代同类供应商相比不存在质量差异

根据定义，益生菌是一类对宿主有益的活性微生物，是定植于人体肠道、生殖系统内，能产生确切健康功效从而改善宿主微生态平衡、发挥有益作用的活性有益微生物的总称。Life-Space 益生菌产品在“以多种菌株复配，为人体肠道提供多样化益生菌群，帮助维持肠道健康”的研发理念指导下进行开发，目前菌株供应商已包括丹尼斯克、科汉森、Biosearch等多家世界排名领先的益生菌原材料供应商。

目标公司最大的益生菌原材料供应商为丹尼斯克，丹尼斯克隶属美国杜邦集团，是全球最大的健康配料、生物酶和益生菌供应商之一。丹尼斯克在益生菌菌种研究方面亦为全球领先者，主要通过其位于芬兰赫尔辛基的临床检测研发中心进行益生菌领域最新菌种、配方及相关科研信息和理念的研究。

丹尼斯克对于益生菌领域的研发优势主要体现在如人乳寡糖的商业化等尚未实现大规模商业化的益生菌领域前沿领域。而LSG实际从丹尼斯克处采购的益生菌菌种，仅为携带单一功能的普通益生菌，与其从其他益生菌原材料供应商处采购的原材料菌种从产品质量、功效、储存方式上并无本质性区别。

在行业内，存在同类的丹麦科汉森公司与Probi AB等其他世界排名领先的益生菌原材料供应商，其所提供的益生菌原材料菌种与丹尼斯克并无本质性区别。因此，丹尼斯克所供给的益生菌菌种产品具备可替代性。

2、最终产成品功效与益生菌原材料菌种无直接联系

目前全球对于益生菌的研究日益深入，针对相同保健功能可选择的菌株非常多，比如经临床研究证明具有增强免疫力功能的菌株就包含丹尼斯克的HN001，森永的M-16V，Biosearch的LC40等。以Life-Space益生菌主打的成人产品为例，其共含有15种有益菌种，合计320亿个活性益生菌，如何进行15种有益菌种的调配，具体配比以及生产方式等核心因素决定产品的最终功效，这些因素完全由LSG把控，与供应商所提供的益生菌菌种并无直接联系。LSG可以结合自身需求和不同供应商提供的菌种，研发出相适应的产品，菌种配比系LSG自身对益生菌应用的核心竞争力的体现。

综合考虑相关领域的前瞻性研究以及消费者对于最终产品功效多元化的需求，LSG在进行最终益生菌产品配方的设计时，采用了研发、供应商管理、质量控制以及品牌管理等部门紧密合作的研发模式，综合考虑益生菌菌株的功能性、菌株稳定性、供货价格、供货周期等多方面因素。此外，Life-Space益生菌产品相比Inner Health Plus的一大优势为其可以在常温下存放，无需冷柜的便携特点。该等特点主要因为在LSG产品设计之初已经充分考虑到了常温储存所带来的益生菌损耗，并通过选择经过冻干技术处理后稳定性更好的菌株、控制生产过程

的温度和湿度、选择阻隔性更好的包装材料等手段来降低益生菌的损耗，以保证消费者在产品有效期内仍能补充充足的益生菌数。目前与LSG合作的主要供应商均掌握该等冻干技术。

综合上述情况，考虑到就达到益生菌菌株的基础功效而言，各供应商所提供的菌株并无实质性区别，因此LSG在选择供应商时更多考虑的是供货价格、供货周期等商业因素。

3、已与同类供应商建立供应渠道，合作关系稳定提升

为丰富供应商渠道并获得更多最新益生菌菌种和相关资讯，目标公司亦于近年开始加深与包括丹麦科汉森公司与Probi AB等其他世界排名领先的益生菌原材料供应商的合作。其中，丹麦科汉森公司已逐渐成为目标公司较为重要的益生菌菌种供应商。

科汉森由Christian D.A. Hansen创办于1874年，现为全球排名领先的生物科技公司，为各种食品、糕点糖果、饮料、膳食补充剂及动物饲料行业开发和生产菌种、酶、益生菌和天然色素。科汉森在丹麦、美国、法国和德国均有产品研发中心，并在包括中国在内的超过30个国家开展业务。科汉森为上市公司，2017年销售收入约为10.97亿欧元。

报告期内，LSG向丹尼斯克、科汉森及其他益生菌供应商采购金额和占比变化情况如下表所示：

单位：万澳元

供应商	2018 年		2017 年度		2016 年度	
	采购总额	占比	采购总额	占比	采购总额	占比
丹尼斯克	4,807.88	82.83%	2,370.71	87.59%	1,369.83	87.64%
科汉森	334.13	5.78%	155.83	5.76%	45.09	2.88%
其他益生菌供应商	660.60	11.39%	180.09	6.65%	148.10	9.48%
合计	5,803.09	100%	2,706.63	100%	1,563.02	100%

根据上表可以看出，LSG 报告期内逐步增加向除丹尼斯克外包括科汉森、Probi AB 在内的其他益生菌供应商采购金额及比例。其中科汉森 2018 年采购金额为 334.13 万澳元，较 2016 年度采购金额增加 641.03%；其他益生菌供应商

2018 年采购金额为 660.60 万澳元，较 2016 年度采购金额增加 346.05%。而丹尼斯克虽然采购金额逐年提升，但 2018 年采购占比由 2017 年度的 87.59%降至 82.83%。

由此可见 LSG 亦在逐步增加并丰富其益生菌原材料供应来源，减少供应商集中度较高的风险。此外，针对供应商集中度相对较高的风险，上市公司已在报告书重大风险提示相关章节进行风险提示，提请投资者关注标的公司供应商集中度相对较高的风险。

(二) LSG 与丹尼斯克合作稳定，其与丹尼斯克的合作关系不会对 LSG 生产、经营造成重大影响

丹尼斯克与 LSG 合作超过 5 年，双方合作关系稳定。报告期内，LSG 向丹尼斯克采购金额占丹尼斯克澳大利亚整体销售额的比例较大，并已成功获得丹尼斯克/杜邦集团内部“第一等级”(Tier One Status)的客户评级，为丹尼斯克重要客户。根据与丹尼斯克的访谈情况，丹尼斯克表示后续拟继续保持和 LSG 稳定的合作关系。

考虑到丹尼斯克所提供的益生菌菌种与其他益生菌原材料供应商所提供菌种并无本质性差别，且 LSG 已于近年开始加深与包括丹麦科汉森公司在内的其他世界排名领先的益生菌原材料供应商的合作，因此即使未来减少或停止从丹尼斯克采购，亦不会对 LSG 的生产、经营产生重大影响。

二、中介机构核查意见

经核查，独立财务顾问中信证券认为：

1、LSG 第一大供应商丹尼斯克所提供的产品从功效上具有替代性，同时 LSG 已与同类供应商建立供应渠道，合作关系稳定提升，因此不存在对丹尼斯克重大依赖的情况；

2、LSG 与丹尼斯克合作稳定，其与丹尼斯克的合作关系不会对 LSG 生产、经营造成重大影响。

问题 4.请你公司补充披露独立财务顾问和会计师对标的资产主要经营实体 LSG 报告期内的业绩真实性和关联交易核查报告，并请独立财务顾问和会计师说明核查的充分性。核查报告内容包括但不限于：1) 独立财务顾问和会计师对 LSG 收入真实性、成本费用及负债完整性、主要资产真实性的核查手段、核查范围以及主要财务报表科目的核查覆盖率。2) 收入核查方面，结合 LSG 直销模式和经销模式的收入占比、会计政策和会计处理差异等说明对直销、经销等各经营模式的核查手段及核查范围、覆盖率等；对经销模式下终端销售的具体核查情况。3) 对汤臣佰盛及 LSG 关联方识别的准确性、关联方清单的完整性，LSG 主要客户、供应商与其原股东、董监事及高级管理人员的关联关系的核查情况；对 LSG 报告期关联交易内容、金额、关联交易的必要性及定价公允性的核查情况及核查覆盖率。4) 对 LSG 报告期内合并报表中涉及的合并抵消交易及 LSG 合并财务报表数据与合并报表范围内主要经营实体的财务数据的勾稽关系的核查情况。

一、关于反馈问题的回复

独立财务顾问和会计师已按照要求对 LSG 报告期内业绩真实性及关联交易情况出具专项核查报告，具体核查参见《中信证券股份有限公司关于 Life-Space Group Ltd 报告期内业绩真实性及关联交易的核查报告》及《普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）关于 Life-Space Group Ltd 报告期内业绩真实性及关联交易的核查报告》。

（本页无正文，为中信证券股份有限公司对《汤臣倍健股份有限公司关于〈中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书〉[190043 号]之反馈意见回复》之核查意见之签章页）

法定代表人： _____

张佑君

财务顾问主办人： _____

李 威

康昊昱

项目协办人： _____

崔 集

屈亚楠

周嘉成

叶裕加

黄子真

杨碧轩

中信证券股份有限公司

2019 年 4 月 2 日

