

民生证券股份有限公司

关于南宁八菱科技股份有限公司之 深圳证券交易所中小板关注函的回复

深圳证券交易所中小板公司管理部：

南宁八菱科技股份有限公司（以下简称“公司”或“上市公司”）于 2019 年 4 月 1 日收到深圳证券交易所《关于对南宁八菱科技股份有限公司的关注函》（中小板关注函【2019】第 203 号）（以下简称“《关注函》”），要求公司重大资产重组财务顾问（以下简称“民生证券”或“独立财务顾问”）对有关事项发表意见，现对《关注函》中的有关问题回复如下：

问题一、3 个月期间内，弘润天源 100%股权的估值上限由 30 亿元变更为 18 亿元，你公司披露因标的公司第四季度业绩出现下滑而影响其评估值。

请补充披露两次估值的依据及合理性，选取标的公司同行业上市公司或相关收购案例作为参照进行解释定价的合理性，并请独立财务顾问和评估机构发表专业意见。

回复：

1、初始估值的依据及合理性

根据公司与王安祥女士签署的《关于支付现金购买资产之框架协议》，弘润天源 100%股权的价格不超过 30 亿元，仅为双方预估的交易价格，具体交易价格以具有证券期货业务资格的资产评估机构评估的评估值作为参考，由双方协商予以确定。本次估值主要参考了承诺利润的市场市盈率水平、挂牌时的历史成交水平、标的公司最近一年全部股权的评估报告以及近期上市公司收购价格，具体如下：

①参考承诺利润的市盈率水平符合市场状况

上述预估的交易价格是根据弘润天源所处的行业地位、发展前景、技术储备、盈利能力等情况初步拟定的，根据王安祥女士的承诺，标的公司 2019-2021

年经审计后的净利润累计不低于 10 亿元人民币，按年平均承诺利润确定的市盈率约为 9 倍，与目前资本市场并购的市盈率水平相当，具备合理性。

②与挂牌时的历史成交水平相比较

标的公司在中小企业股份转让系统挂牌期间，2017 年曾发生股权转让行为，2017 年 2 月-4 月，股东刘志刚以协议转让方式向 4 名股东累计转让 10,105,263 股股票，转让单价为 49.48 元/股。按照当时 4,800 万股的总股本计算，弘润天源的市值为 23.75 亿元。

初始商定的交易价格不超过 30 亿元，与市值 23.75 亿元相比增幅为 26.32%。考虑到股权协议转让至今标的公司的业务发展前景和盈利能力情况，以当时弘润天源挂牌期间的协议转让价格确定的市值来估算的交易价格具有一定的合理性。

③标的公司最近一年内的评估报告

上海市大华资产评估有限公司于 2018 年 6 月 30 日出具了《北京弘润天源生物技术股份有限公司部分股权拟转让行为涉及的全部股东权益价值资产评估报告》（沪大华资评报（2018）第 471 号），根据该评估报告，以 2017 年 12 月 31 日为评估基准日，标的公司全部股东权益的价值为 25.80 亿元。标的公司初始估值不超过 30 亿元，与该评估价值接近，具有合理性。

④近期上市公司收购价格

根据上市公司罗普斯金（002333）公开披露信息，罗普斯金曾于 2018 年 7 月 23 日与王安祥签署《意向协议》，拟以现金方式收购王安祥所持有的标的公司部分股权；2018 年 10 月 8 日，基于标的公司战略调整，前述收购进程终止。

根据罗普斯金于 2018 年 8 月 3 日在关于深圳证券交易所问询函的回复公告中，就拟购买标的股权相关事项作出的进一步说明，罗普斯金拟收购标的公司 20%-30%的股份，最终价格将以标的公司的审计、评估结果为基础，结合最终确定的收购比例，由双方另行协商确定，罗普斯金预计本次交易的总额不超过 7 亿元。由此可算出，罗普斯金对标的公司全部股权价值的预估上限为 23-35 亿元，公司对标的公司全部股权的估值上限 30 亿元在罗普斯金预估值上限区间内，具有合理性。

综上所述，上市公司与王安祥就标的公司的股权估值进行预估时，双方参考了市场市盈率水平、标的公司挂牌时的历史成交价格、标的公司最近一年的评

估价值以及近期上市公司收购价格，不超过 30 亿元为预计价格，最终交易价格以具有证券期货业务资格的资产评估机构评估的评估值作为参考进行确定，预估价格具有合理性。

2、估值调整原因及合理性

在初始估值时，上市公司虽已知晓标的公司 2018 年第四季度受外部因素影响导致业绩出现下滑的事实，但与标的公司管理层深入探讨后，认为公安部门要求标的公司协助调查的事项已经结束，预计该事件对标的公司未来的经营不会产生重大影响，因此，交易双方根据既往的业绩完成情况对未来三年的业绩进行了正常预估。

随着对标的公司尽职调查工作的持续开展，上市公司了解到尽管标的公司 2019 年第一季度已开始正常对外营业，但受前述外部因素影响，一季度的业务量大幅减少，主要是标的公司的经营模式是以提供服务类项目为主，经销商在服务执行过程中需要带领终端客户至标的公司的经营场所接受服务，或将客户的信息（样本）提交到标的公司进行下一步检测分析，由于标的公司经营场所暂停营业，包括实验室暂停运营，导致服务项目无法完成，除少部分经销商可以接受延期交付服务外，大部分经销商在标的公司协助调查期间暂停了与标的公司的业务合作，由此导致一季度产生损失。目前，标的公司与经销商正在缓慢恢复之中，受此影响，预计二季度业绩相比去年同期也会有一定幅度的下降，从而导致 2019 年全年的经营业绩难以达到初始预期。

为了保持正常经营及防止前述事件的再次发生，目前，标的公司正在对经销商队伍进行全面梳理整顿，截止 2019 年 2 月底，发现有 4 家经销商不符合标的公司经销管理要求，标的公司已停止这 4 家经销商的业务合作，由于这 4 家经销商销售金额约占 2017 年及 2018 年销售总额的 23.25%，在目前没有新的经销商接替这部分市场份额的情况，出于对未来经营预期的谨慎性考量，标的公司重新调整了未来三年的经营目标。

依据上述情况，并充分考虑政策变化、市场环境、竞争对手、员工队伍、新增固定资产等因素对未来业绩的影响，标的公司对未来三年的业绩预测进行了重新估算，未来三年标的公司营业收入及盈利预测如下：

项目\年份	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入（万元）	30,139.00	37,221.00	41,522.00
净利润（万元）	16,020.02	20,815.83	23,441.58

2019 年预测的营业收入相比于 2018 年略增 3.98%，主要是前述事件影响了 2019 年一、二季度的经营业务，但随着销售网络的不断完善，预计 2019 年业务呈逐步恢复的态势并在后期有所增长；预计 2020 年业务可恢复至正常水平且有 23%左右的增长，2021 年有可能增长 11%左右，主要是为了控制经营风险，坚持稳健的经营策略，标的公司下调了经营目标。同时，考虑到标的公司未来发展需求和合规要求，增加了经营用房产、新建库房及细胞储存设施，从而导致固定费用有较大幅度的增加，降低了未来三年的净利润。

依据上述盈利预测情况，交易双方初步商定对 2019 年至 2021 年的业绩承诺进行调整，即由原先的不低于 10 亿元下调为不低于 6 亿元。评估机构根据上述盈利预测情况，采用收益法对标的公司进行评估，标的公司的初步评估结果约为 17.8 亿元（具体以正式的评估报告书为准）。

综上，前述标的公司盈利预测及估值调整是上市公司深入了解标的公司实际情况、动态分析标的公司的未来预期，对标的公司盈利预测及估值进行的动态修正，相较于初始盈利预测及估值更加合理、谨慎。考虑到公司产业转型的需要，虽然标的公司因前述事件对 2019 年度的业绩产生了不利影响，并基于谨慎的考虑下调了未来两年的经营目标，但仍保持了适度增长，因此，上市公司计划继续以现金支付方式收购标的公司 51%的股权，有利于改善上市公司的经营业绩，拓展上市公司未来的发展空间。

公司于 2018 年 12 月 28 日披露了《关于筹划重大资产重组暨关联交易的提示性公告》及 2019 年 1 月 26 日披露了《关于对深圳证券交易所关注函回复的公告》，上述公告中披露了标的公司估值不高于 30 亿，交易方王安祥承诺标的公司 2019-2021 年经审计后的净利润累计不低于 10 亿元人民币。公司于 2019 年 3 月 28 日披露了《关于重大资产重组变更为支付现金收购北京弘润天源基因生物技术有限公司不超过 51%股权的公告》，该公司中披露了根据评估机构对标的公司的初步评估结果，标的公司的评估总价预计不超过 18 亿元，同时，公司与交

易方王安祥初步商定承诺标的公司 2019-2021 年经审计后的净利润累计不低于 6 亿元人民币，本次公告与前两次公告就标的公司的估值及净利润产生很大差异，其主要原因：一是前两次公告的标的公司的估值及净利润是由交易双方根据标的公司既往的业绩完成情况对未来三年的业绩进行的正常预估，排除了偶发因素，由于专业水平的限制，交易双方之间的预估难免产生误差，因此，在交易双方签署的《关于支付现金购买资产之框架协议》中约定，具体交易价格以具有证券期货业务资格的资产评估机构评估的评估值作为参考，由双方协商予以确定；二是参考了标的公司在中小企业股份转让系统挂牌期间的股权转让价格来初步估算本次交易，2017 年 2 月-4 月，股东刘志刚以协议转让方式向 4 名股东累计转让 10,105,263 股股票，转让单价为 49.48 元/股，按照当时 4,800 万股的总股本计算，弘润天源的市值为 23.75 亿元，考虑到上述股权转让至今标的公司的业务发展前景和盈利能力情况，初始商定的交易价格不超过 30 亿元，与市值 23.75 亿元相比增幅为 26.32%。

公司已在 2018 年 12 月 28 日披露的《关于筹划重大资产重组暨关联交易的提示性公告》（公告编号:2018-154）、2019 年 1 月 7 日披露的《关于向王安祥女士支付定金暨关联交易的公告》（公告编号:2019-014）、2019 年 2 月 27 日披露的《关于签署〈南宁八菱科技股份有限公司与王安祥关于支付现金购买资产框架协议之补充协议二〉的公告》（公告编号:2019-036）中对本次交易可能存在的风险及不确定性进行了充分提示，并提醒了投资者注意阅读公告披露的风险提示内容并注意投资风险。

3、独立财务顾问意见

独立财务顾问认为：本次交易初始估值是由交易双方根据标的公司所处的行业地位、发展前景、技术储备、盈利能力等情况初步拟定的，参考了市场市盈率水平、挂牌时的历史成交价格、标的公司最近一年全部股权的评估价值以及近期上市公司收购价格，具有一定的合理性。

尽职调查期间，根据标的公司实际情况，出于对未来经营业绩预期的谨慎性考量，并充分考虑各种因素对 2019 年及以后年度业绩的影响，标的公司对 2019 年及以后年度业绩预测进行了重新估算，依据该盈利预测，评估机构采用收益法

对标的公司进行评估，标的公司初步评估结果约为 17.8 亿元（具体以正式的评估报告书为准）。

本次标的公司盈利预测及估值调整是根据标的公司实际情况、动态分析标的公司的未来预期进行的动态修正，相较于初始盈利预测及估值更加合理和谨慎。

鉴于本次交易方案变更后，依据《上市公司重大资产重组管理办法》相关规定，本次收购不构成重大资产重组，因此民生证券不再作为上市公司收购弘润天源控股权事项的独立财务顾问。

问题二、2018 年 12 月 27 日，你公司与弘润天源实际控制人王安祥签订的《框架协议》，王安祥承诺标的公司 2019-2021 年经审计后的净利润累计不低于 10 亿元。请结合在手订单或意向合同等情况详细说明标的公司业绩承诺的依据及合理性，请独立财务顾问发表专业意见。

回复：

1、业绩承诺的依据及合理性

2018 年 12 月 27 日，公司与王安祥女士签署的《框架协议》，王安祥承诺标的公司 2019-2021 年经审计后的净利润累计不低于 10 亿元人民币。上述业绩承诺指标为双方根据标的公司业绩预期及总体估值初步商定的结果，并剔除了标的公司 2018 年第四季度因受外部因素影响出现业绩下滑的异常情况。从弘润天源已签署协议、销售网络以及与经销商签署的合作协议看，同时结合弘润天源的历史总体经营情况，前述业绩承诺具有一定的合理性。

（1）从在手订单或意向合同等情况看

弘润天源主要产品分为两大类：一是细胞技术服务，具体包括：免疫细胞储存、成纤维细胞储存、胎盘/脐带干细胞储存、细胞/原生蛋白委托培养等；二是健康管理服务，具体包括：健康评估检测、肿瘤预警检测、肠道功能初级评估检测、器官功能调理等。

其中细胞储存类业务，标的公司与最终客户签订《细胞委托储存协议书》，储存期限一般分为 10 年、20 年、30 年或终生储存等，标的公司根据存储年限分期确认业务收入。截至 2018 年 12 月 31 日，与标的公司签订《细胞委托储存协

议书》的最终客户数量为 929 人，2018 年确认收入约为 223 万元，未来待确认收入的递延收益为 3,949 万元。标的公司三名人员被取保候审事项没有对标的公司上述协议的继续履行造成不利影响。

健康管理服务类业务是基于细胞生物技术为客户提供检测评估及功能调理等服务，客户类型主要高净值个人客户，服务周期一般在 1 周或 30 天之内，标的公司不与最终客户直接签订意向性合同，标的公司主要是通过与经销商签订合作协议，由经销商向目标客户推广标的公司的服务和产品，并最终为带来消费客户，标的公司为经销商的消费客户提供相关的服务和产品，标的公司服务完成后一次性确认收入。标的公司拥有遍布全国各主要城市的经销商渠道，拥有不断扩大和完善的市场网络。

综上，标的公司细胞储存类业务客户签订了协议，每年可实现稳定增长的业务收入，为标的公司贡献部分业绩；同时，标的公司与经销商签订长期合作协议，拥有遍布全国各主要城市的经销商渠道，拥有不断扩大和完善的市场网络，健康管理服务类业务每年可为标的公司贡献较大金额的业绩。

（2）从历史总体经营情况看

弘润天源主要是通过终端直销和渠道经销的方式，以细胞生物技术基础，为亚健康高净值客户人群提供检测评估、健康管理、生物样本储存等全产业链健康解决方案。终端直销方式是弘润天源营销团队直接向目标客户推广服务和产品，并直接为消费者提供服务和产品。弘润天源自建营销团队负责营销推广，同时负责产品策划、技术服务、技术咨询以及客户服务。渠道经销方式是通过经销商渠道，由经销商向目标客户推广弘润天源的服务和产品，并最终为弘润天源带来消费客户，弘润天源为经销商的消费客户提供相关的服务和产品。弘润天源负责经销商的招募、产品培训、提供产品策划、技术服务、技术咨询以及客户服务等。

弘润天源依靠其众多且仍在不断扩大和完善的市场网络，近几年业务高速增长，2015 年-2017 年，弘润天源营业收入从 8,415.69 万元增长到 33,806.51 万元，复合增长率为 100.43%，净利润从 4,123.18 万元增长到 20,994.91 万元，复合增长率为 125.65%，营业收入及净利润均保持了高速增长，增长的主要原因是随着市场网络的不断扩大，带来了消费客户人群的增加，以及对销售措施的改进及新业务的增加，也带来了销售收入的增长。在保持高速增长的同时，弘润天

源的毛利率水平也长期保持在 85%以上，盈利质量保持在较高水平。

2018 年第 4 季度，标的公司业务受外部因素影响出现了下滑，标的公司管理层其时预计该事项不会对 2019 年度的经营业绩造成重大影响，可以作为偶发性因素剔除，因此交易双方按照历史的高增长水平对标的公司未来的经营业绩进行了合理预期，王安祥承诺标的公司 2019-2021 年经审计后的净利润累计不低于 10 亿元人民币。

综上，标的公司细胞储存类业务客户签订了协议，每年可实现稳定增长的业务收入；同时，标的公司与经销商签订长期合作协议，拥有不断扩大和完善的网络，健康管理服务类业务每年可为标的公司贡献较大金额的业绩。从弘润天源历史经营情况来看，弘润天源长期保持了较高的成长速度和盈利能力，主营业务毛利率较高，前述业绩承诺是基于当时的业绩预期及总体估值作出的，具有一定的合理性。

2、独立财务顾问意见

王安祥前述业绩承诺指标为交易双方根据标的公司业绩预期及总体估值初步商定的结果；标的公司细胞储存类业务客户签订了协议，每年可实现稳定的业务收入；同时，标的公司与经销商签订长期合作协议，拥有不断扩大和完善的网络，健康管理服务类业务每年可为标的公司贡献较大金额的业绩；从历史总体经营情况来看，标的公司长期保持了较高的成长速度和盈利能力，以交易双方签订《框架协议》时市场环境来看，若剔除 2018 年第四季度偶发性因素对经营业绩的影响，弘润天源的管理层认为标的公司能继续维持较高的成长速度，该业绩承诺具有一定的合理性。

问题三、标的公司最近两年又一期年的毛利率分别为 85.34%、90.96%和 91.13%。请补充披露标的公司 2018 年度的毛利率情况，结合同行业上市公司或相关收购案例，分析说明标的公司毛利率较高的原因及合理性，并请独立财务顾问和会计师事务所发表专业意见。

回复：

1、结合同行业上市公司或相关收购案例，分析说明标的公司毛利率较高的原因及合理性

标的公司 2018 年度营业收入 289,863,794.25 元，营业成本 30,921,006.18 元，毛利率 89.33%，标的公司产品分类如下：

产品类别	营业收入	营业成本	毛利率
细胞技术服务	50,829,202.86	10,110,298.96	80.11%
健康管理服务	239,034,591.39	20,810,707.22	91.29%
合计	289,863,794.25	30,921,006.18	89.33%

(1) 细胞技术服务毛利率分析

公司细胞技术服务主要包括免疫细胞储存、成纤维细胞储存、胎盘/脐带干细胞储存以及细胞委托培养等，毛利率为 80.11%，与中源协和毛利率相当，高于同行业上市公司同类业务平均毛利率水平，主要系公司细胞委托培养业务毛利率较高所致，细胞委托培养的终端客户主要是美容院的高端消费群体，产品溢价和毛利率均较高。同行业上市公司同类业务毛利率情况如下：

上市公司	营业收入	营业成本	毛利率	数据来源
冠昊生物	18,373,115.14	9,507,687.43	48.25%	2018 年度半年报
中源协和	247,628,414.11	44,933,388.74	81.85%	2018 年度半年报
南华生物	5,271,228.80	2,524,078.48	52.12%	2018 年度半年报
平均	-	-	60.74%	-

(2) 健康管理服务毛利率分析

标的公司健康管理服务具体包括：健康评估检测、肿瘤预警检测、肠道功能初级评估检测、器官功能调理等。

目前从事健康评估类的上市公司主要有两类：一类如迪安诊断、美年健康等，主要从事诊断产品、诊断服务和健康体检等业务，主要面向大众消费群体，需具备医疗机构执业许可；另一类如华大基因、贝瑞基因等主要从事基因测序、体外基因检测产品、试剂的研发生产和销售等，主要面向医疗机构、科研机构及大众消费群体。标的公司的健康管理服务则是基于细胞技术的免疫功能评估、肿瘤预警、器官功能检测及调理，主要面向以美容院为依托的高端消费群体，产品定位及服务群体与前述上市公司完全不同，故毛利率不具有可比性。

标的公司健康管理服务毛利率较高主要基于以下两方面原因：①标的公司利用先进的细胞生物技术平台为高净值客户提供个性化的健康管理服务，达到科学预防疾病、延缓免疫衰老、提高生活质量等目的，产品附加值相对于普通检测类产品要高得多；较高的附加值体现在标的公司的产品定价较高，因此有较强的盈利能力。②健康管理业务的主要成本为技术服务、折旧等固定费用，直接材料及变动成本较低，也具有技术服务的特点，直接的营业成本较低，也体现在标的公司产品的毛利率较高。

综上，标的公司产品服务价格较高，但固定成本及变动成本相对很低，导致毛利率较高。

2、独立财务顾问意见

标的公司提供的服务依托先进的细胞生物技术平台，所面向的消费群体多为高端消费者，产品附加值较高；同时标的公司的固定成本及变动成本相对很低，故毛利率较高，具有其合理性。

问题八、2019年3月27日，你公司与王安祥签订《框架协议》的第三份补充协议，将本次现金收购标的公司的股权比例由100%调整为不超过51%。

请详细说明收购标的估值调整后，王安祥的业绩承诺情况及其合理性，请独立财务顾问和评估机构发表专业意见。

回复：

1、收购标的估值调整后的业绩承诺情况及合理性

本次收购标的估值调整是基于交易双方对标的公司未来经营业绩的预期下调导致的，因此收购标的估值调整后，王安祥的业绩承诺情况也将相应进行调整。目前，交易双方尚未签署正式的交易协议及业绩承诺及补偿协议，具体的业绩承诺金额及补偿条款尚未明确，交易双方将在签署正式交易文件时一并披露相应的业绩承诺情况，并分析其合理性。

2、独立财务顾问意见

收购标的估值调整后，王安祥的业绩承诺情况也将相应进行调整。目前，交易双方尚未签署正式的交易协议及业绩承诺协议，具体的业绩承诺金额及补偿条款尚未明确，交易双方将在签署正式交易文件时一并披露相应的业绩承诺情况，并分析其合理性。

鉴于本次交易方案变更后，依据《上市公司重大资产重组管理办法》相关规定，本次收购不构成重大资产重组，因此民生证券将不再作为本次收购的独立财务顾问。

问题九、请你公司聘请的独立财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构详细说明针对此次交易提供专业服务的时间表及具体工作情况，并说明在你公司变更交易方案期间开展工作的具体情况。

回复：

财务顾问提供专业服务的时间表及具体工作情况如下：

2018年12月25日至12月27日，项目组知悉本次交易初步方案，填写内幕信息知情人登记表，并进场对标的公司进行初步尽职调查。

2019年1月6日至1月18日，1月21日至1月25日，2月14日至2月22日，项目组正式进场对标的公司进行了尽职调查，取得了标的公司业务、财务、法律等相关资料，访谈了标的公司高管，查看了实验室及办公场所，并对主要客户、供应商及银行发放了询证函。

2019年2月28日至3月15日，项目组实地走访了标的公司位于北京、上海、深圳、哈尔滨、沈阳等地的主要经销商，对经销商进行了访谈，并取得了相关底稿资料。

2019年3月24日，财务顾问组织中介机构及交易双方根据尽职调查情况及预评估的结果召开中介机构协调会，讨论项目的可行性。经参考预评估结果、上市公司2018年末的财务状况及交易双方的交易诉求，交易双方及各中介机构确定了对交易方案进行变更，变更后本次交易将不构成重大资产重组，本次交易将不再需要聘请独立财务顾问。

2019年4月1日-3日，财务顾问组织交易双方及中介机构通过电话会议等

方式讨论关注函的回复及时间安排。

2019年4月1日至今，财务顾问协调交易双方及中介机构对关注函进行回复。

(本页无正文，为《民生证券股份有限公司关于南宁八菱科技股份有限公司之深圳证券交易所中小板关注函的回复》之盖章页)

民生证券股份有限公司

2019年4月19日