

中信证券股份有限公司

关于

**深圳证券交易所《关于对汤臣倍健股份有限
公司的重组问询函》**

之

核查意见



中信证券股份有限公司
CITIC Securities Company Limited

二〇一八年八月

中信证券股份有限公司
关于深圳证券交易所《关于对汤臣倍健股份有限公司的重组
问询函》之核查意见

深圳证券交易所：

汤臣倍健股份有限公司（以下简称“公司”、“汤臣倍健”）于 2018 年 7 月 20 日收到深圳证券交易所出具的【2018】第 30 号《关于对汤臣倍健股份有限公司的重组问询函》（以下简称“问询函”）。

中信证券股份有限公司（以下简称“中信证券”、“独立财务顾问”）作为汤臣倍健的独立财务顾问，就本次问询函所提问题逐项进行了认真核查，并发表核查意见如下（如无特别说明，本文件中所涉及的简称与《汤臣倍健股份有限公司重大资产购买报告书(草案)》、《汤臣倍健股份有限公司发行股份购买资产预案》一致）：

3、报告显示，上市公司比较法中，选取 Blackmores、A2 Milk、Bellamy 为可比上市公司，以上三家公司主要产品皆为非益生菌补充剂产品的保健食品，且种类宽泛，可比性较差，请选取主要产品为益生菌补充剂产品的可比公司或交易案例进行比较，并核实说明市场法估值的公允性。请财务顾问及评估机构发表核查意见。

【回复】

（一）可比公司的可比性说明

市场法评估在选取可比上市公司或可比交易案例时，最重要原则是可比性。

市场法评估时选取可比上市公司和可比交易案例的原则是：

（1）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。

(2) 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，则在寻找所属子行业上一级行业的同类企业。

(3) 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 是澳大利亚本地企业，产品为以益生菌为主的保健品，且产品有较高的市场知名度；以品牌经营为主，原料基本外购，属于典型的轻资产企业，固定资产占比很低；产品主要在澳洲和中国市场销售，且在澳洲以线下销售为主（当地药房），在中国则是线上销售（跨境电商）为主。

针对 **LSG** 的上述特点，本次评估首先对澳洲市场的所有益生菌品牌进行了调查。澳大利亚当地除了 **Life-Space** 外，具有一定知名度的益生菌品牌还有 **Inner Health Plus**、**BioCeuticals**、**Faulding**、**Nature's Way** 和 **Blackmores** 等，均为澳洲本土品牌。上述品牌中，**Inner Health Plus** 品牌所属企业的主要产品为益生菌，其余企业产品都比较多元。受限于 **Inner Health Plus**、**Nature's Way**、**Faulding** 等均为非上市公司，无法获取公开数据，只有 **BioCeuticals** 和 **Blackmores** 属于澳大利亚上市公司 **Blackmores** 旗下的品牌，**Blackmores** 是澳洲最知名的保健品品牌之一，经营多种保健食品，同时 **Blackmores** 在业务、经营、市场等方面和 **LSG** 具有较高的相似度，故 **Blackmores** 具有较好的可比性。

由于无法在澳洲找到单一生产益生菌可比上市公司，根据评估行业惯例在澳洲快消类健康食品行业进行搜索、筛选，寻找和标的公司在业务、经营、市场等方面近似的可比公司。根据 **LSG** 的特点，查找了澳洲当地药房销售、在中国线上销售以及“澳洲代购”的澳洲主要品牌，结合当地机构访谈，投行研报、彭博数据、网上查询等方式，查找和 **Life-Space** 经常同时出现且可比性较好的品牌和企业。

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 3 家澳大利亚上市公司为 **Blackmores**、**A2 Milk**、**Bellamy**。这三家公司和标的企业 **LSG** 相比，具有以下共同特点：

(1) 销售市场：均为澳大利亚企业，其主要销售市场是澳洲和中国；

(2) 销售模式：澳大利亚市场以当地药房为主要销售渠道，中国市场则以跨境电商为主要销售途径；

(3) 行业分类：属于快速消费品的健康食品类，品牌知名度较高；

(4) 生产经营模式：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；

(5) 3 家上市公司在投行研报中被列为可比公司。

可见，本次选取的可比上市公司虽然在产品细分类别上和标的公司存在差异，但所选公司在经营模式、产品市场、销售模式上相似，可比性较好。同时可比公司在不同细分产品类别上的差异，已经通过财务指标差异调整予以考虑，根据财务指标对可比公司的价值比率进行了修正，能够合理反映本次交易的估值水平。

(二) 可比交易案例的可比性说明

本次评估选取的 2 个可比交易案例为 Swisse 和 Vitaco，所选取案例的标的公司与 LSG 相比，也同样具有经营模式、产品市场、销售模式相似的特点。

本次交易属于中国企业收购澳洲保健品公司，本次市场法评估时选取的案例也是中国企业收购澳洲保健品公司，而且交易发生在最近 3 年内，可比性较强。

综上所述，本次选取的可比公司及可比交易具有可比性，能够合理反映本次交易的估值水平。

(三) 市场法评估结果的选取和公允性说明

1、评估方法的公允性说明

本次市场法评估同时采用了上市公司比较法和交易案例比较法进行评估，选择的可比对象具有较好的可比性。本次选取的可比上市公司除产品细分类别外，在经营模式、产品市场、销售模式上都具有相似性。本次可比公司在不同细分产品类别上的差异，已经通过财务指标差异调整予以考虑，根据财务指标对可比公司的价值比率进行了修正。本次市场法评估时选取的案例也是中国企业收购澳洲保健品公司，而且交易发生在最近 3 年内，可比性较强。

2、从相对估值角度分析标的资产评估合理性

(1) 与国内同业上市公司相对估值情况对比分析

国内从事保健食品相关业务的 A 股上市公司市盈率水平如下：

证券代码	证券简称	2017 年度/市盈率
300146	汤臣倍健	28.82
002626	金达威	24.34
600530	交大昂立	35.83
算术平均		29.66
中位数		28.82
LSG（2017 年度）		56.22
LSG（2018 财年预测数）		29.92

(2) 与澳大利亚上市公司相对估值情况对比分析

澳大利亚从事快消品健康食品相关业务的上市公司动态市盈率如下：

证券代码	证券简称	2018 财年预测市盈率
BKL	Blackmores Limited	39.76
ATM	A2 Milk Company Ltd	26.56
BAL	Bellamy' s Australia Ltd	26.43
算术平均		30.92
中位数		26.56
LSG		29.92

注：LSG 2018 财年为 2017 年 7 月至 2018 年 6 月，可比澳大利亚上市公司市盈率计算中的 2018 财年净利润同样按照该区间计算

上述数据显示，相较于国内 A 股市场，本次交易中 LSG 静态市盈率高于同行业 A 股可比上市公司水平，按照 2018 财年测算的市盈率数据与境内可比公司的平均水平相当。相较于澳洲市场，LSG 的 2018 财年动态市盈率低于澳大利亚可比公司平均值，处于行业中游水平。

(3) 与同行业可比交易比较

近年国内上市公司收购保健品标的公司交易情况如下：

公告日期	上市公司	收购标的	标的公司 主要产品	EV/EBITDA
2015.09	合生元	Swisse Wellness83%股权	维生素及营养补充品	14.71
2016.08	上海医药	Vitaco100%股权	营养、健康及保健类 品牌产品	14.70
算术平均				14.71
LSG				19.32

此次评估的 EV/EBITDA 倍数略高于交易案例的平均倍数。2016 年以来，随着中国海外健康食品的代购以及跨境电商平台的迅速发展，澳大利亚企业可靠的产品质量和品牌赢得了中国用户的欢迎，获得了良好的市场预期，从而导致同类企业业绩出现增长较快，导致估值倍数增加。此外，LSG 是专注保健食品中增长最快之一细分领域之一，比上述全品类保健品牌应当获得更高的倍数。对比本次评估结果和交易案例，此次评估采用的 EV/EBITDA 倍数相对合理。

（四）核查意见

经核查，独立财务顾问中信证券认为：

本次选取的可比上市公司除产品细分类别外，在经营模式、产品市场、销售模式上具有相似性，本次可比公司在不同细分产品类别上的差异，已经通过财务指标差异调整予以考虑，根据财务指标对可比公司的价值比率进行了修正。本次市场法评估时选取的案例也是中国企业收购澳洲保健品公司，而且交易发生在最近 3 年内，可比性较强。

相较于国内 A 股市场，本次交易中 LSG 静态市盈率高于同行业 A 股可比上市公司水平，按照 2018 财年测算的市盈率数据与境内可比公司的平均水平相当。相较于澳洲市场，LSG 的 2018 财年动态市盈率低于澳大利亚可比公司平均值，处于行业中游水平。此次评估的 EV/EBITDA 倍数略高于交易案例的平均倍数。2016 年以来，随着中国海外健康食品的代购以及跨境电商平台的迅速发展，澳大利亚企业可靠的产品质量和品牌赢得了中国用户的欢迎，从而导致同类企业业绩出现增长较快，同时获得了良好的市场预期，导致估值倍数增加。对比本次评估结果和交易案例，此次评估采用的 EV/EBITDA 倍数相对合理，评估结果相对合理和公允。

（本页无正文，为《中信证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对汤臣倍健股份有限公司的重组问询函>之核查意见》之盖章页）

中信证券股份有限公司

2018 年 8 月 1 日