

中盛评估咨询有限公司
关于上海证券交易所
《关于对江苏艾迪药业股份有限公司重大
资产购买事项的问询函》
之专项核查意见



二〇二四年八月

目 录

问题三、关于收益法估值	4
问题四、关于历次估值	32

上海证券交易所：

江苏艾迪药业股份有限公司（以下简称“公司”或“艾迪药业”）于近日收到上海证券交易所科创板公司管理部下发的《关于对江苏艾迪药业股份有限公司重大资产购买事项的问询函》（上证科创公函【2024】0282号，以下简称“《问询函》”）。中盛评估咨询有限公司对《问询函》有关问题进行了认真核查和逐项落实，形成了本专项核查意见。

如无特别说明，本专项核查意见中的简称或名词的释义均与《江苏艾迪药业股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》（以下简称“《重组报告书》”）中相同。除特别说明外，若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况，均为四舍五入原因造成。

本专项核查意见的字体代表以下含义：

问询函所列问题	黑体（加粗）
对问询函所列问题的回复、中介机构核查意见	宋体（不加粗）
重组报告书补充披露或修改的内容及补充2024年1-4月财务数据相关内容	楷体（加粗）

问题三、关于收益法估值

草案显示，本次交易选取收益法评估结果作为最终评估结果，南大药业100%股权估值为48,700万元，溢价率为379.47%。

请公司：（1）补充披露本次收益法估值的折现率计算具体过程，包括折现率各参数的预测依据、具体取值及其合理性。（2）结合尿激酶制剂的市场容量、竞争格局、近年销量波动、集采中标执行情况等，补充披露收益法评估中尿激酶制剂销量增长率的预测依据，说明预测期销量持续增长的合理性及可实现性。（3）结合低分子肝素钠原料药下游制剂的售价和销量波动，标的公司原料药的售价和销量波动，主要客户变动及在手订单等，补充披露收益法评估中该产品的销量和单价预测依据。（4）结合标的公司近三年原料采购价格波动、供应商稳定性、可比产品单位成本变动等，说明预测期内营业成本持续大幅低于报告期营业成本的合理性。（5）补充披露预测期首年营运资金较2023年营运资金大幅增加的测算依据及过程。（6）结合公司对于尿激酶制剂新适应症申请、临床应用范围拓宽、开发人源蛋白药物制剂的后续规划，说明研发费用预测是否已考虑相关规划及原因。请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、公司说明

（一）补充披露本次收益法估值的折现率计算具体过程，包括折现率各参数的预测依据、具体取值及其合理性

1、折现率计算具体过程

（1）折现率模型的选取

本次收益法评估采用企业自由现金流折现模型，选取加权平均资本成本（WACC）作为折现率，计算公式如下：

$$WACC = \left(\frac{1}{1 + D/E} \right) \times Re + \left(\frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times Rd$$

其中： R_e —权益资本成本；

R_d —付息债务资本成本；

E—权益价值；

D—付息债务价值；

T—企业所得税税率。

本次评估采用资本资产定价模型（CAPM）确定公司的权益资本成本，计算公式如下：

$$R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \varepsilon$$

其中： R_e —权益资本成本；

R_f —无风险利率；

β —权益系统性风险调整系数；

$(R_m - R_f)$ —市场风险溢价；

ε —特定风险报酬率。

（2）无风险利率（ R_f ）的预测依据及具体取值

无风险利率是指投资者投资无风险资产的期望报酬率，该无风险资产不存在违约风险。无风险利率通常可以用国债的到期收益率表示，选择国债时应当考虑其剩余到期年限与企业现金流时间期限的匹配性。本次评估采用评估基准日 2023 年 12 月 31 日十年期国债的到期收益率作为无风险收益率。根据中央国债登记结算有限责任公司编制，并在中国债券信息网发布的数据，评估基准日十年期国债的到期收益率为 2.56%（保留两位小数），本次评估以 2.56%作为无风险利率。

（3）市场风险溢价（ $R_m - R_f$ ）的预测依据及具体取值

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益，即超过无风险利率的风险补偿。本次评估采用中国证券市场指数和国债收益率曲线的历史数据计算中国的市场风险溢价。根据《资产评估专家指引第 12 号——收益法评估企业价值中折现率的测算》（中评协〔2020〕38 号）的要求，首先选取中国证券市场具有代表性的主要股票指数，包括上证指数、深证成指、沪深 300 及其成份股股息率，采用几何平均法分别计算近十年平均年化股票市场收益率，再选取中国债券信息网发布的各年末十年期国债

到期收益率的年度数据，作为近十年各年的无风险利率。然后，两者相减计算得到近十年各年的市场风险溢价。最后，将近十年各年的市场风险溢价剔除最大值和最小值之后进行算术平均，得到本次评估采用的市场风险溢价为 6.83%。

(4) 资本结构比率 (D/E) 的预测依据及具体取值

资本结构比率是指付息债务与权益资本的比率。经过计算，同行业可比上市公司的平均资本结构比率 (D/E) 为 16.00%，截至评估基准日的公司无付息债务，与被评估企业资本结构有一定差异，故本次采用企业自身资本结构 0.00% 计算折现率。

(5) 权益系统性风险调整系数 (β 系数) 的预测依据及具体取值

非上市公司的权益系统性风险调整系数 (以下简称“β 系数”) 通常由多家可比上市公司的平均 β 系数调整得到，即计算可比上市公司带财务杠杆的 β 系数 (β_L) 并调整为不带财务杠杆的 β 系数 (β_U)，在此基础上通过取平均值等方法得到评估对象不带财务杠杆的 β 系数 (β_U)，最后考虑评估对象适用的资本结构得到其带财务杠杆的 β 系数 (β_L)，计算公式如下：

$$\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1 - T) \times \frac{D}{E} \right]$$

式中：β_L—带财务杠杆的权益系统性风险调整系数；

β_U—不带财务杠杆的权益系统性风险调整系数；

T：企业所得税税率；

D/E：付息债务与权益资本价值的比例。

本次评估分别选取了与被评估单位从产品品类、业务结构、盈利模式等方面较为相似的上市公司，包括常山药业 (300255.SZ)、东诚药业 (002675.SZ)、海普瑞 (002399.SZ)、千红制药 (002550.SZ)、健友股份 (603707.SH) 和人福医药 (600079.SH) 6 家上市公司作为可比上市公司。可比上市公司的剔除财务杠杆调整后 β 系数的计算过程如下：

名称	带财务杠杆 原始 β_L	所得税税率 (%)	剔除财务杠杆 调整后 β_U
常山药业	0.3255	15.00	0.5172
东诚药业	0.6568	15.00	0.7475
海普瑞	0.6096	15.00	0.6434
千红制药	0.3060	15.00	0.5337
健友股份	0.4660	15.00	0.6160
人福医药	0.3399	25.00	0.5242
平均值			0.5970

根据上述可比上市公司带财务杠杆的 β 系数、企业所得税率、资本结构比率等数据，计算得到行业剔除财务杠杆调整后 β 系数平均值 $\beta_U = 0.597$ （保留三位小数），根据上述参数，计算得到评估对象的权益系统性风险调整系数：

$$\begin{aligned}\beta_L &= 0.597 \times [1 + (1 - 15\%) \times 0.00\%] \\ &= 0.597 \text{（保留三位小数）}\end{aligned}$$

（6）特定风险报酬率（ ε ）的预测依据及具体取值

特定风险报酬率为评估对象自身特定因素导致的非系统性风险的报酬率，调整的是评估对象与所选取的可比上市公司在企业规模、管理能力、供应商集中度等方面所形成的优劣势方面差异。各项风险报酬率的取值过程如下：

1) 企业规模

截至评估基准日，被评估企业总资产为 3.15 亿，而可比上市公司普遍资产达到数十甚至数百亿元。与同行业上市相比，被评估企业资产规模较小，在行业竞争、抵御经营风险等方面存在一定劣势，该方面的特定风险报酬率取 1.5%。

2) 经营管理能力

被评估企业为非上市的民营企业，在经营管理能力与内部控制方面更加健全、管理团队专业化水平更高、企业文化建设更加成熟的同行业可比上市公司相比存在一定差距。与同行业上市公司相比，被评估企业具有更高的经营管理风险，该方面的特定风险报酬率取 1%。

3) 供应商集中度

被评估企业近年采购金额中来源于前五大供应商占 95%以上，高于同行业

可比上市公司的供应商集中度。与同行业上市公司相比，被评估企业面临更高的供应商集中度风险，该方面的特定风险报酬率取 1%。

综合以上因素，特定风险报酬率为 3.5%。

根据首经贸资产评估研究院发布的《2023 年重大并购重组资产评估统计分析》，在对 2023 年 A 股 26 单重大并购重组项目中涉及收益法评估的交易案例进行分析后得出，近九成交易案例的特定风险报酬率在 0%-3%之间。本次评估特定风险报酬率为 3.5%，具备谨慎性和合理性。

(7) 权益资本成本 (Re) 的计算

将上述参数代入权益资本成本的计算公式，计算得出被评估单位的权益资本成本如下：

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta_L \times (R_m - R_f) + \varepsilon \\ &= 2.56\% + 0.597 \times 6.83\% + 3.5\% \\ &= 10.1\% \end{aligned}$$

(8) 付息债务资本成本 (Rd) 的确定

评估对象无付息债务，付息债务资本取 0%。

(9) 加权平均资本成本 (WACC) 的计算

将上述参数代入加权平均资本成本的计算公式，计算得出被评估单位的加权平均资本成本如下：

$$\begin{aligned} WACC &= \left(\frac{1}{1 + D/E} \right) \times R_e + \left(\frac{1}{1 + E/D} \right) \times (1 - T) \times R_d \\ &= 100.00\% \times 10.1\% + 0.00\% \times (1 - 15\%) \times 0.00\% \\ &= 10.1\% \end{aligned}$$

2、折现率的合理性

根据首经贸资产评估研究院发布的《2023 年重大并购重组资产评估统计分析》，在对 2023 年 A 股 26 单重大并购重组项目中涉及收益法评估的交易案例进行分析后得出，交易案例中加权平均资本成本 WACC 最大值为 12.94%，最小值为 6.95%，没有异常值出现；中位数为 10.92%，平均值为 10.28%。

本次评估 WACC 的取值为 10.1%，与上述平均值水平差异较小，具备合理性。

以上内容已**摘要**在重组报告书之“第五节 交易标的评估情况”之“三、（四）折现率的确定”补充披露。

（二）结合尿激酶制剂的市场容量、竞争格局、近年销量波动、集采中标执行情况等，补充披露收益法评估中尿激酶制剂销量增长率的预测依据，说明预测期销量持续增长的合理性及可实现性

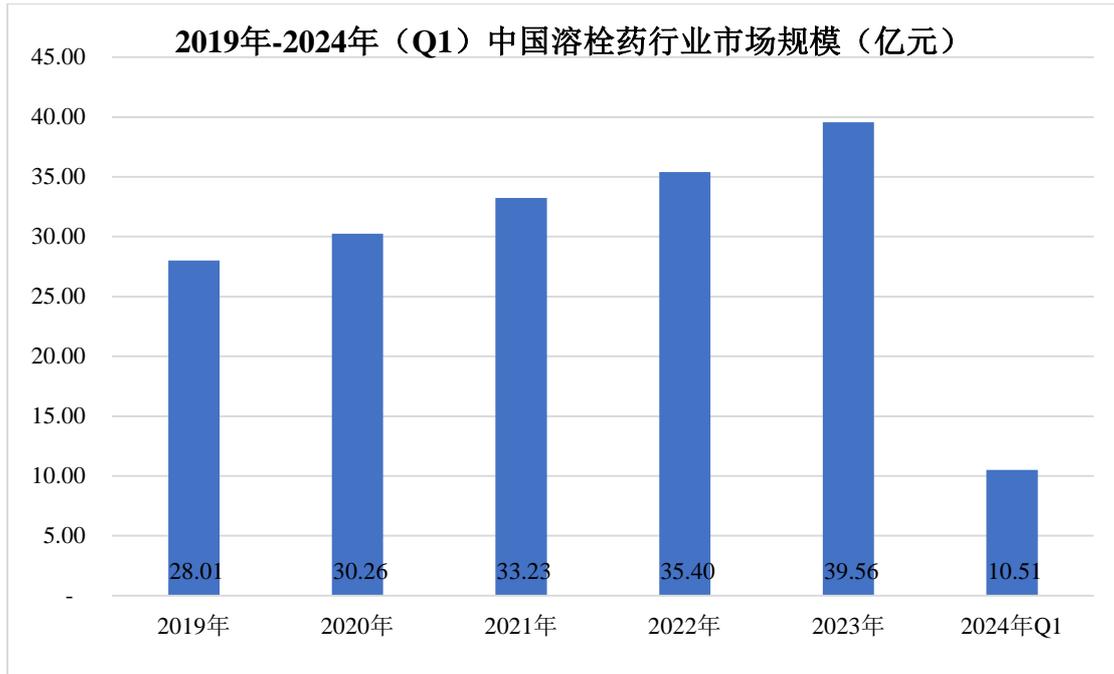
1、市场容量变化情况

（1）溶栓药行业市场容量情况

尿激酶制剂属于溶栓药物的一种，溶栓药（Thrombolytic Drugs），又称纤维蛋白溶解剂，是一种纤溶酶原激活物质，可以将纤溶酶原转化为纤溶酶，纤溶酶将血栓中的纤维蛋白降解成为可溶性物质，从而达到溶解血栓的目的。

血栓的高发群体包括老年人、糖尿病患者、高血压患者、肥胖人群以及具有不良饮食习惯者。在当下国人生活节奏持续加快、成年人体重超标比例持续攀升以及社会老龄化趋势日益加剧的背景下，我国动脉血栓栓塞疾病患者数量呈现出持续增长的态势。此外，随着我国医疗改革的深入推进，医疗卫生服务水平的不断提升以及国民医疗保健消费支出的持续增长，人们对于血栓疾病的认识程度也在不断加深，近年来我国溶栓药物市场规模呈现出稳定增长的态势。

根据智研瞻产业研究院统计数据，2019-2024 年中国溶栓药行业市场规模如下：



数据来源：智研瞻

2019年中国溶栓药行业市场规模 28.01 亿元，2023 年中国溶栓药行业市场规模 39.56 亿元，复合增长率 9.01%。此外，华经产业研究院发布的相关资料显示，预计至 2027 年中国溶栓药行业市场规模将增至 49.6 亿元，依据此预测，2023 年至 2027 年中国溶栓药行业市场规模的复合增长率将达到 5.82%。

（2）全国医院的注射用尿激酶制剂的销售情况

根据药融云数据库统计数据显示，2021 年至 2023 年全国医院的注射用尿激酶制剂的销售情况如下：

年度	含税销售额（万元）	增长率	销售量（万支）	增长率
2021 年	85,674.28	-	665.80	-
2022 年	90,159.88	5.24%	603.82	-9.31%
2023 年	90,564.91	0.45%	579.08	-4.10%

注：上表中注射用尿激酶制剂的销量均统一换算为 10 万单位规格的注射用尿激酶制剂进行统计。

2021 年至 2024 年各年度第一季度全国医院的注射用尿激酶制剂的销售情况如下：

年度	含税销售额（万元）	增长率	销售量（万支）	增长率
2021 年 1 季度	18,607.97	-	177.85	-

年度	含税销售额（万元）	增长率	销售量（万支）	增长率
2022年1季度	24,722.54	32.86%	161.11	-9.41%
2023年1季度	22,814.53	-7.72%	144.10	-10.56%
2024年1季度	24,628.16	7.95%	164.35	14.05%

注：上表中注射用尿激酶制剂的销量均统一换算为10万单位规格的注射用尿激酶制剂进行统计。

2021年至2023年间，全国注射用尿激酶制剂的销售额保持小幅度上升趋势，销量情况呈现逐年下降趋势。2024年一季度全国注射用尿激酶制剂较2023年同期相比销售额与销售量均呈现不同幅度的增长，主要系随着2024年十九省集采政策的逐步执行，集采地区医药机构采购需求量增加导致市场容量有所提升，注射用尿激酶制剂的全国总销量得以增长。以标的公司客户所在区域统计，2024年1-6月，标的公司对十九省区域客户实现的注射用尿激酶制剂销售数量较上年同期增长20.27%。

此外，国家医疗保障局办公室于2024年5月14日发布了《国家医疗保障局办公室关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知（医保办发[2024]8号）》，通知中提到在国家组织药品和高值医用耗材集中带量采购（简称“国家组织集采”）的基础上，省级联盟采购要进一步加强全国面上协同，条件具备的提升为全国性联盟采购，牵头省份应加强与国家医保局沟通协调，并邀请所有省份参加，形成全国联盟集中采购。根据以上通知及相关政策，预计注射用尿激酶制剂未来集采区域会逐步由十九省联盟扩大至全国范围，各地区医药机构采购需求量也会逐步增加。

本次收益法评估预测数据中，注射用尿激酶制剂在预测期2024年至2027年的增长率为5%、2028年的增长率为3%、2029年及以后保持稳定，低于行业市场规模的预计复合增长率和2024年一季度已实现的增长幅度，且集采政策的逐步执行以及未来集采区域的逐步扩大也会为注射用尿激酶制剂的销量带来一定增长。预测增长率较为谨慎，具有合理性。

2、尿激酶制剂的市场竞争格局

根据国家药品监督管理局网站查询，目前已取得注射用尿激酶产品批准文号的生产单位共计30家。而根据药融云数据库统计数据显示，在2021年至2024年第一季度期间实际实现注射用尿激酶制剂销售的企业为10家，主要包

括南大药业、武汉人福药业有限责任公司、马鞍山丰原制药有限公司等。具体的销售额及市场份额统计情况如下：

单位：万元

名称	2024年1季度		2023年度		2022年度		2021年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
南京南大药业有限责任公司	9,661.92	39.23%	35,955.67	39.70%	37,034.01	41.08%	37,563.02	43.84%
武汉人福药业有限责任公司	7,912.04	32.13%	29,107.85	32.14%	34,349.54	38.10%	35,746.85	41.72%
马鞍山丰原制药有限公司	2,230.99	9.06%	10,189.05	11.25%	7,366.91	8.17%	4,550.90	5.31%
其他	4,823.22	19.59%	15,312.34	16.91%	11,409.42	12.67%	7,813.51	9.13%
合计	24,628.17	100.00%	90,564.91	100.00%	90,159.88	100.00%	85,674.28	100.00%

注：上表数据为药融云数据库统计的全国医院端销售数据，系基于样本医院向病患销售药品的价格和数量进行统计，与南大药业向其下游客户销售产品的价格口径不同，因而与标的公司同期的收入有所不同。

如上表数据所述，2021年至2024年一季度，南大药业生产的注射用尿激酶制剂稳居我国人源尿激酶成品制剂市场份额第一，市场占有率分别为43.84%、41.08%、39.70%和39.23%；同期人福医药（600079.SH）子公司武汉人福药业有限责任公司占据人源尿激酶成品制剂市场份额的41.72%、38.10%、32.14%和32.13%，市场占有率第二，其他厂家尿激酶制剂产品的市场占有率近年来有所提高，但仍相对较低。2023年10月，注射用尿激酶制剂中选河南、陕西、内蒙古等十九省（区、兵团）组成的省际联盟集采，从2024年一季度实现销售数据来看，尿激酶制剂进入集采后市场竞争格局未发生明显变化，南大药业生产的注射用尿激酶制剂市场占有率排名仍处在第一位，具有较强的竞争力。

3、近年销量波动

2022年至2024年1-6月，标的公司注射用尿激酶制剂销量情况具体如下：

年度	销售量（万支）	增长率（%）
2022年	311.28	-
2023年	299.55	-3.77%
2024年1-6月	166.24	10.99% ^{注2}

注 1：表中注射用尿激酶制剂的销量均统一换算为 10 万单位规格的注射用尿激酶制剂进行统计；

注 2：2024 年 1-6 月对应增长率系按照年化后数据进行测算。

从销量来看，标的公司 2023 年注射用尿激酶制剂的销售量为 299.55 万支，较同期略有下滑，主要系由于 2023 年受市场竞争因素影响公司注射用尿激酶制剂的市场份额有小幅下降导致，整体保持稳定状态；2024 年 1-6 月，标的公司已实现尿激酶制剂销量为 166.24 万支，年化后较 2023 年上升 10.99%，较上年同期（2023 年 1-6 月销量 152.81 万支）上升幅度为 8.79%。

本次收益法评估预测数据中，注射用尿激酶制剂在预测期 2024 年的增长率为 5.00%，低于已实现销售数据，预测数据具备谨慎性和合理性。

4、集采中标执行情况

2023 年 10 月，南大药业注射用尿激酶制剂产品中选河南、陕西、内蒙古等十九省（区、兵团）组成的省际联盟集采，中标采购周期为 1 年。根据河南省医疗保障局网站公示的《十九省（区、兵团）药品联盟采购公告》，标的公司中标的采购需求量如下：

品种名称	采购需求量（万支）	统一换算为 10 万单位规格后 采购需求量（万支）
25 万单位 注射用尿激酶制剂	4.04	10.10
10 万单位 注射用尿激酶制剂	64.75	64.75
1 万单位 注射用尿激酶制剂	11.38	1.14
合计	-	75.99

截至 2024 年 6 月 30 日，标的公司集采中标部分注射用尿激酶制剂的已实现销售情况具体如下：

品种名称	销量（万支）	统一换算为 10 万单位规格后 销量（万支）
25 万单位 注射用尿激酶制剂	2.13	5.31
10 万单位 注射用尿激酶制剂	38.72	38.72
1 万单位 注射用尿激酶制剂	15.54	1.55
合计	-	45.59

截至 2024 年 6 月 30 日，标的公司已实现注射用尿激酶制剂的销售总量为

166.24 万支。其中，集采中标部分实现销售 45.59 万支，占集采中标总量 75.99 万支的比例为 59.99%，集采中标执行情况较为顺利。受集采中标部分采购影响，2024 年 1-6 月销量较上年同期销量与年化后较 2023 年全年销量均有一定幅度增长，且高于本次预测的销量增长率。

综上，根据药融云数据库统计，2021 年至 2024 年 1 季度，标的公司生产的注射用尿激酶制剂稳居我国尿激酶成品制剂市场份额第一。本次收益法评估收益预测中采用的尿激酶制剂销量增长率低于市场整体增速，亦低于 2024 年上半年已实现的销量增速，预测较为谨慎，具备合理性。

以上内容已**择要**在重组报告书“第五节 交易标的评估情况”之“三、（三）预测期的收益预测”补充披露。

（三）结合低分子肝素钠原料药下游制剂的售价和销量波动，标的公司原料药的售价和销量波动，主要客户变动及在手订单等，补充披露收益法评估中该产品的销量和单价预测依据

1、低分子量肝素钠原料药下游制剂的售价和销量波动情况

标的公司低分子量肝素钠原料药的下流制剂为低分子量肝素钠注射液和注射用低分子量肝素钠。根据国家药品监督管理局网站查询，国内目前已取得低分子量肝素钠注射液与注射用低分子量肝素钠批准文号的生产单位共计 5 家。其中，江苏万邦生化医药集团有限责任公司（以下简称“江苏万邦”）、齐鲁制药有限公司（以下简称“齐鲁制药”）、昆明积大制药股份有限公司（以下简称“昆明积大”）和百正药业股份有限公司（以下简称“百正药业”）4 家公司目前进行相关产品的销售，根据药融云数据库统计，上述企业近几年的销售情况具体如下：

(1) 江苏万邦

单位：万支、万元、元/支

产品名称	2500iu 注射用低分子量肝素钠			5000iu 注射用低分子量肝素钠		
	年份	销量	含税销售额	销售单价	销量	含税销售额
2021年	171.93	1,919.37	11.16	867.25	16,617.13	19.16
2022年	139.24	1,588.75	11.41	832.21	15,279.55	18.36
2023年前三季度	72.94	837.54	11.48	530.78	9,689.09	18.25
2023年第四季度	9.55	104.89	10.98	113.52	1,878.31	16.55
2024年第一季度	10.70	108.75	10.17	127.79	1,955.28	15.30

(2) 齐鲁制药

单位：万支、万元、元/支

产品名称	2500iu 低分子量肝素钠注射液			5000iu 低分子量肝素钠注射液		
	年份	销量	含税销售额	销售单价	销量	含税销售额
2021年	385.89	4,034.92	10.46	1,203.29	17,871.13	14.85
2022年	314.93	3,207.66	10.19	1,627.62	20,540.28	12.62
2023年前三季度	226.37	2,230.24	9.85	1,611.42	17,997.76	11.17
2023年第四季度	67.49	575.86	8.53	537.35	5,507.67	10.25
2024年第一季度	68.16	547.92	8.04	567.48	5,879.07	10.36

(3) 昆明积大

单位：万支、万元、元/支

产品名称	4250iu 低分子量肝素钠注射液			
	年份	销量	年份	销量
2021年	490.08	8,191.50	16.71	
2022年	451.73	7,579.05	16.78	
2023年前三季度	260.62	4,480.91	17.19	
2023年第四季度	52.73	901.00	17.09	
2024年第一季度	56.71	966.22	17.04	

(4) 百正药业

单位：万支、万元、元/支

产品名称	4250iu 低分子量肝素钠注射液		
年份	销量	含税销售额	销售单价
2021年	134.91	5,797.98	42.98
2022年	165.80	7,003.42	42.24
2023年前三季度	172.76	6,895.58	39.91
2023年第四季度	49.30	2,063.22	41.85
2024年第一季度	45.46	1,385.11	30.47

根据上述统计数据，下游制剂产品自 2023 年第四季度起销量均呈现不同幅度的下降，自 2024 年第一季度起，销量基本保持稳定；销售单价方面，除齐鲁制药 5000iu 低分子量肝素钠注射液外，均保持小幅度下降，部分产品降幅较为明显。

由于注射用低分子量肝素钠以及低分子量肝素钠注射液产品的同适应症领域产品那屈肝素注射液和依诺肝素注射液于 2023 年纳入国家第八批集采范围，而那屈肝素注射液和依诺肝素注射液纳入集采后售价降幅较大。在 2023 年下半年至 2023 年底逐步执行集采价格后，注射用低分子量肝素钠和低分子量肝素钠注射液产品的销售量和销售价格均受到了不同程度的影响。进入 2024 年第一季度以来，低分子量肝素钠相关产品的销售情况逐步趋于稳定。

2、标的公司原料药的售价和销量波动情况

标的公司 2021 年至 2024 年 1-6 月的低分子量肝素钠原料药的销售情况具体如下：

单位：Kg、万元、万元/Kg

年份	销量	金额	销售单价
2021年	1,395.24	19,642.14	14.08
2022年	925.92	12,086.76	13.05
2023年前三季度	663.33	8,107.67	12.22
2023年第四季度	23.49	172.42	7.34
2024年第一季度	45.43	252.54	5.56
2024年第二季度	119.43	638.43	5.35

销量方面，受同适应症领域竞品进入集采范围影响，2023 年第四季度、2024 年第一季度，标的公司的低分子量肝素钠原料药产品的销量呈现较大幅度的下降，2024 年第二季度销量有所回升。2023 年底及 2024 年初，下游制剂产品的销售情况处于大幅度波动状态，下游制剂厂商为应对价格波动风险，对低分子量肝素钠原料药的备货量有所减少。在原有库存量逐步消耗及价格基本稳定后，2024 年第二季度起逐步恢复了原材料的采购，标的公司低分子量肝素钠原料药 2024 年第二季度销量较一季度相比增加 162.89%。

销售价格方面，受到上游原材料肝素钠价格的影响，低分子量肝素钠原料药的销售单价呈现逐年下降趋势。2023 年第四季度，低分子量肝素钠原料药销售单价大幅度下降，2024 年年初销售单价下降幅度逐步放缓并趋于平稳状态，下游制剂厂商也逐步恢复采购。考虑到上述因素，本次评估销售单价主要依据低分子量肝素钠原料药受市场变动影响后的价格进行预测。

3、主要客户的变动情况

报告期内，标的公司低分子量肝素钠原料药的主要客户为江苏万邦、昆明积大与合肥未来医药有限公司（以下简称“合肥未来”），2024 年 1-6 月新增客户齐鲁制药。具体销售占比情况如下：

客户	2024年1-6月	2023年度	2022年度
江苏万邦	25.73%	76.61%	76.75%
昆明积大	43.63%	19.58%	19.15%
合肥未来	-	3.81%	4.10%
齐鲁制药	30.64%	-	-
合计	100.00%	100.00%	100.00%

2022 年度、2023 年度，江苏万邦为标的公司低分子量肝素钠原料药的第一大客户，销售额占比均高于 75%。2023 年底至 2024 年初，下游制剂厂商对低分子量肝素钠原料药的备货量有所减少，江苏万邦在 2023 年第四季度、2024 年第一季度期间未向标的公司采购低分子量肝素钠原料药产品，自 2024 年第二季度起逐步恢复采购，使得 2024 年 1-6 月向江苏万邦的销售占比有所下降。

为应对市场环境变化，标的公司积极拓展客户，并于 2024 年新增客户齐鲁制药，齐鲁制药生产的低分子量肝素钠注射液在国内的市场份额位于前列，市

场潜力较大。

4、在手订单情况

(1) 已签订订单情况

低分子量肝素钠原料药的采购周期较短，截至 2024 年 6 月 30 日，标的公司已签订的在手订单主要来自于江苏万邦，在手采购订单情况具体如下：

客户名称	签订时间	采购量 (Kg)
江苏万邦	2024.5	96.00
江苏万邦	2024.6	22.00
江苏万邦	2024.6	12.00
合计	-	130.00

截至 2024 年 6 月 30 日，上述在手订单已实现销售的采购量为 45.13Kg，尚有 84.87Kg 的订单尚未交货或尚未确认收入。

(2) 潜在订单情况的预测

①江苏万邦

根据江苏万邦 2023 年及 2024 年第一季度注射用低分子量肝素钠的销量情况，在统一换算为 2500iu 规格后，其注射用低分子量肝素钠在 2023 年前三季度的月均销售数量与 2024 年第一季度的月均销售数量分别为 126.06 万支和 88.76 万支，销量下降 29.59%。考虑到江苏万邦已于 2024 年第二季度恢复正常采购，对其在 2024 年 7 月至 2024 年底期间的采购量，按其终端产品注射用低分子量肝素钠产品对应期间的销量降幅保持一致进行预测。

②昆明积大

2024 年上半年，昆明积大保持正常采购且与 2023 年采购量基本保持一致，预计 2024 年下半年依然维持同等水平进行采购。

③合肥未来

2024 年上半年，合肥未来未进行低分子量肝素钠原料药的采购。由于其本身历史年度制剂销量较低，基于谨慎性考虑预计下半年标的公司对其销售量为 0。

④齐鲁制药

齐鲁制药系 2024 年新增客户，于 2024 年 3 月完成第一批次采购。2024 年 3-6 月，齐鲁制药合计向南大药业采购 50.00Kg 低分子量肝素钠原料药，预计 2024 年下半年的采购量与上半年保持一致。

基于上述预测，标的公司 2024 年 1-6 月已销售低分子量肝素钠原料药数量、在手订单未销售部分与预计下半年可获取订单合计数量为 588.92Kg，略高于收益法评估中预测 2024 年低分子量肝素钠原料药销量。

综上，本次收益法评估预测数据中，对于低分子量肝素钠原料产品的销量、销售单价预测系结合市场变动情况、下游制剂厂商的终端产品销量和单价变动情况以及在手订单数量等情况综合判断得出，具备合理性。

以上内容已择要在重组报告书“第五节 交易标的评估情况”之“三、（三）预测期的收益预测”补充披露。

（四）结合标的公司近三年原料采购价格波动、供应商稳定性、可比产品单位成本变动等，说明预测期内营业成本持续大幅低于报告期营业成本的合理性

1、原材料采购价格波动情况

（1）注射用尿激酶制剂的原材料采购价格情况

1) 2021 年至 2023 年原材料采购价格变化情况

标的公司注射用尿激酶制剂的主要原材料为尿激酶粗品，2021 年至 2023 年单位销售成本中对应的尿激酶粗品采购成本具体如下：

年度	尿激酶粗品单位不含税采购成本（元/支）	变动幅度
2021 年	63.07	
2022 年	58.60	-7.09%
2023 年	48.48	-17.27%

注：上表中计算单位成本时，注射用尿激酶制剂的销量均统一换算为 10 万单位规格的注射用尿激酶制剂进行统计后进行计算。

2020 年全球突发公共卫生事件，尿液收集的不便加剧了尿激酶粗品的短缺，严重影响了尿激酶制剂原料的供应，导致尿激酶制剂的价格大幅上升。在《关于印发国家短缺药品清单的通知》（国卫办药政发〔2020〕25 号文件）中，尿激酶注射剂被列入国家临床必需易短缺药品重点监测清单；2022 年 8 月 9 日，

工业和信息化部办公厅、国家卫生健康委员会办公厅等四部门联合发布了《关于加强短缺药品和国家组织药品集中采购中选药品生产储备监测工作的通知》，其中对包括维生素 K1 注射剂、尿激酶注射剂、甘露醇注射剂等短缺药品监测品种及生产企业进行了公示。随着突发公共卫生事件好转，原料逐渐供应充足，尿激酶粗品采购价格自 2022 年下半年开始呈下行趋势。2022 年、2023 年单位采购成本较上年同期分别下降 7.09%和 17.27%。

2) 2024 年 1-6 月原材料采购价格情况

2024 年 1-6 月，标的公司采购的尿激酶粗品各批次明细具体如下：

单位：万支、元/支

批号	可生产 10 万单位规格注射用尿激酶制剂数量	换算后销售成本中尿激酶粗品单位价格
批号 1	4.81	23.01
批号 2	21.63	22.74
批号 3	20.28	22.73
批号 4	22.78	22.74
批号 5	20.76	22.74
批号 6	21.06	22.67
批号 7	20.99	16.54
批号 8	21.14	16.57
批号 9	21.12	16.62
批号 10	20.52	16.61
批号 11	21.06	16.48
合计	216.16	19.74

2024 年 1-6 月，南大药业 10 万单位规格注射用尿激酶制剂对应采购尿激酶粗品平均的单位成本已降至 19.74 元/支，低于收益法评估中 2024 年预测原材料单位成本 25.08 元/支。考虑到在 2024 年实际销售产品中包含部分 2023 年末的库存商品，预测数据与实际成本将基本保持一致。

3) 本次评估中尿激酶粗品价格下降的合理性分析

①全球突发公共卫生事件前尿激酶粗品价格处于较低水平

南大药业在 2017 年至 2019 年部分批次的尿激酶粗品采购成本如下：

单位：万支、元/支

采购年度	批号	可生产 10 万单位规格注射用尿激酶制剂数量	换算后销售成本中尿激酶粗品单位价格
2017	批号 1	18.82	12.82
2017	批号 2	20.45	12.82
2017	批号 3	20.53	12.82
2017	批号 4	19.17	12.82
2017	批号 5	20.52	12.77
2017	批号 6	21.35	12.82
2018	批号 7	21.19	12.93
2018	批号 8	20.50	12.90
2018	批号 9	21.32	13.79
2018	批号 10	20.36	13.79
2018	批号 11	22.66	14.22
2018	批号 12	11.54	14.11
2018	批号 13	23.28	14.60
2019	批号 14	23.62	14.60
2019	批号 15	23.59	16.28
2019	批号 16	10.42	19.47
合计		436.84	13.56

由上表可见，在 2020 年以前，即全球突发公共卫生事件前，尿激酶粗品的价格处于较低水平。

②下游制剂进入集采对尿激酶粗品价格的影响

2023 年 6 月河南省医保局发布《十九省（区、兵团）药品联盟采购公告》，将对含尿激酶注射剂在内的 24 种药品执行联合集采；2023 年 10 月，注射用尿激酶中选联合集采，中标价（终端医院售价）为 80.00 元/支（10 万单位）、161.33 元/支（25 万单位）和 13.73 元/支（1 万单位）。

此外，根据国家医疗保障局办公室于 2024 年 5 月 14 日发布的《国家医疗保障局办公室关于加强区域协同做好 2024 年医药集中采购提质扩面的通知（医保办发[2024]8 号）》，预计注射用尿激酶制剂未来集采区域会逐步由十九省联盟扩大至全国范围，各地区医药机构采购需求量也会逐步增加。

随着 2024 年集采中标的逐步执行以及考虑后续年度集采区域范围的扩大，终端医院药品售价逐步下降，价格持续下降的因素将传导至上游原材料供应厂商，使得尿激酶粗品价格将有所下降。

综上，本次评估预测中 2024 年尿激酶粗品的价格主要依据南大药业 2023 年底的库存情况并结合 2024 年尿激酶粗品的实际采购价格进行预测。考虑到一方面受突发公共卫生事件好转的影响尿激酶粗品其上游原料市场供应量逐步恢复，另一方面尿激酶粗品下游制剂受集采影响价格将持续下降，故预计尿激酶粗品价格在 2025 年及 2026 年进一步下降。且预测 2026 年价格下降后单位销售成本中尿激酶粗品单位价格为 17.35 元，高于全球突发公共卫生事件前的尿激酶粗品的单位价格，尿激酶粗品价格的下降具有合理性，预测数据具备谨慎性和合理性。

(2) 低分子量肝素钠原料药的原材料肝素钠的采购价格情况

南大药业低分子量肝素钠原料药的主要材料为肝素钠，2021 年至 2024 年 6 月，肝素钠的采购价格情况如下：

单位：万元、Kg、万元/Kg

年度	金额	数量	单价	单价变动幅度
2021 年	16,398.57	1,427.59	11.49	
2022 年	9,778.31	948.14	10.31	-10.22%
2023 年	5,821.57	654.08	8.90	-13.70%
2024 年 1-6 月	642.48	171.34	3.75	-57.87%

2021 年至 2024 年 6 月，肝素钠的采购价格呈现逐年下降趋势，2024 年降幅较大。2021 年以来，肝素钠原料药采购价格呈下降趋势主要系国内生猪供应量上升，肝素钠的上游原材料猪小肠价格下降，带动肝素钠原料药价格下降。2024 年 1-6 月，肝素钠原料药采购单价下降幅度较大，主要原因一方面系国内肝素制剂受集采政策影响价格下降，下游制剂厂家将降价压力传导至上游原料药供应商；另一方面，由于肝素钠原料药供应商的国外客户调整库存策略和供应链方案，使得肝素钠原料药的境外市场需求下滑，导致肝素钠原料药供应商为了去库存而竞争加剧。国内外肝素钠原料药市场竞争激烈，导致了肝素钠原料药价格大幅下降。南大药业主要供应商之一常山药业（300255.SZ）2023 年

年度报告显示，由于国内肝素制剂产品市场竞争和国外肝素原料药行业需求降低，其肝素原料药销量和销售价格在 2023 年同比出现大幅下降。受肝素行业境外需求下降、肝素粗品市场价格下跌等因素影响，常山药业（300255.SZ）在 2023 年计提存货跌价准备 63,153.94 万元。

2、供应商的稳定性

（1）尿激酶粗品的供应商情况

2022 年至 2024 年 6 月，南大药业尿激酶粗品的供应商采购情况具体如下：

年度	供应商	占比
2022 年	艾迪药业	39.23%
	江西浩然生物制药有限公司	60.77%
2023 年	艾迪药业	100.00%
2024 年 1-6 月	艾迪药业	100.00%

2022 年 7 月上市公司投资南大药业以后，与南大药业展开战略合作，南大药业将向上市公司优先采购尿激酶粗品，上市公司优先保障向南大药业提供尿激酶粗品，双方基于市场化原则签署尿激酶粗品购销协议或者订单，在上市公司供货价不高于市场同类产品供货价的前提下，南大药业应优先向上市公司采购尿激酶粗品。从 2022 年 9 月开始，南大药业所有的尿激酶粗品均从艾迪药业进行采购。预计未来年度尿激酶粗品仍将全部从上市公司进行采购，供应商情况较为稳定。

（2）肝素钠的供应商情况

2022 年至 2024 年 6 月，标的公司肝素钠的供应商采购情况具体如下：

单位：万元

年度	供应商	金额	占比
2022 年	常山药业（300255.SZ）	3,776.90	38.63%
	山东万邦赛诺康生化制药股份有限公司	3,804.53	38.91%
	南京新百药业有限公司	2,196.89	22.47%
2023 年	常山药业（300255.SZ）	2,347.32	40.32%
	山东万邦赛诺康生化制药股份有限公司	2,327.13	39.97%

年度	供应商	金额	占比
	南京新百药业有限公司	1,147.12	19.70%
2024年1-6月	山东万邦赛诺康生化制药股份有限公司	642.48	100.00%

2022年至2024年6月，标的公司肝素钠的供应商为常山药业（300255.SZ）、山东万邦赛诺康生化制药股份有限公司（以下简称“山东万邦”）和南京新百药业有限公司。2022年、2023年，三家供应商的采购额占比相对稳定；2024年1-6月，标的公司肝素钠全部从山东万邦进行采购，主要系由于2024年上半年的采购批量较小，集中于同一供应商进行采购更有利于成本控制。

随着2024年下半年肝素钠采购量的增加，为控制向单一供应商采购的风险，标的公司将会继续向其他供应商进行采购。此外，供应商南京新百药业有限公司因股东变化及业务调整等原因，2024年起不再进行肝素钠的销售，标的公司后续会向常山药业（300255.SZ）、山东万邦两家供应商进行采购。标的公司报告期内向南京新百药业有限公司采购的占比相对较低，南京新百药业有限公司的肝素钠停供预计不会对标的公司生产经营造成不利影响。

3、可比产品单位成本变动

报告期内，标的公司注射用尿激酶制剂分为1万单位、10万单位、25万单位三种不同规格，可比产品即为不同规格间的尿激酶制剂比较。而不同规格的尿激酶制剂主要成本均为材料成本中的尿激酶粗品，单位成本受尿激酶粗品采购价格变动影响，不同规格的单位成本变动趋势保持一致。

报告期内，标的公司低分子量肝素钠原料药系单一产品，无其他可比产品。低分子量肝素钠原料药的主要生产成本为材料成本中的肝素钠，单位成本主要受肝素钠价格的影响，单位成本变动趋势与原材料肝素钠采购价格变化趋势保持一致。

综上所述，**报告期内**，标的公司直接材料成本占主营业务成本的比例分别为93.38%、92.51%和**92.53%**，主营业务成本的变动主要受原材料采购价格变动影响。尿激酶制剂原材料尿激酶粗品价格受公共卫生事件不利影响的逐渐消除和进入集采范围后终端销售价格下降的双重影响，采购价格下降幅度较为明

显；低分子量肝素钠原料药受同适应症领域竞品进入集采范围影响，销售价格和原材料肝素钠采购价格均大幅下降。上述因素综合导致了预测期内营业成本较报告期营业成本下降较多，预测期内原材料价格变化情况与实际情况基本相符，预测数据具备合理性。

（五）补充披露预测期首年营运资金较 2023 年营运资金大幅增加的测算依据及过程

1、预测期首年营运资金较 2023 年营运资金大幅增加的测算依据

收益法评估预测期首年营运资金较 2023 年营运资金大幅增加，主要原因系 2023 年底标的公司应付艾迪药业 9,336.01 万元的货款中包含 5,860.25 万元的超期账款，使得 2023 年底标的公司应付账款账面余额较高。2024 年，该部分超期账款已陆续回款，在本次评估过程中按照双方约定的正常的付款账期进行预测，使得 2024 年营运资金中的应付账款大幅度减少，进而导致营运资金大幅增加。具体情况如下：

标的公司与艾迪药业约定的付款条件为：满足结算条件且供方开具增值税专用发票后，需方不应晚于供方开具增值税专用发票后的 150 个自然日支付货款。2023 年末，标的公司应付艾迪药业的货款为 9,336.01 万元，因标的公司注射用尿激酶产品已参与十九省（区、兵团）药品联盟采购，考虑到未来产品采购价格可能有下降趋势，故与艾迪药业就 2024 年原材料采购价格进行谈判，在价格达成共识前延期支付了部分超期账款 5,860.25 万元，具体如下表所示：

单位：万元

账龄	金额（万元）
180 天-210 天	3,598.46
210 天-240 天	2,261.79
合计	5,860.25

2024 年以来，双方就原材料采购价格经多次谈判后已基本达成一致，后续超期账款已陆续全部回款，且未来年度南大药业将严格执行合同约定的付款期限，故在本次评估过程中对 2024 年及后续年度应付艾迪药业的货款按照双方约定的 150 个自然日账期进行预测。

2、首年营运资金增加额的测算过程

(1) 营运资金和营运资金增加额的定义及计算公式

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金。营运资金的增加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

本次评估所定义的营运资金和营运资金增加额分别为：

营运资金=最佳货币资金保有量+存货+应收款项+其他经营性流动资产-应付款项-其他经营性流动负债

营运资金增加额=当期营运资金-上期营运资金

(2) 首年营运资金增加额的测算过程

上述公式中各参数的具体计算方法如下：

1) 最佳货币资金保有量

最佳货币资金保有量=月付现成本费用×最佳货币资金保有量月数

其中：

月付现成本费用=营业成本+税金+期间费用-折旧和摊销

最佳货币资金保有量月数参考企业历史年度现金周转情况，并结合预测年度各项周转率水平综合分析确定。

2) 按周转率预测的应收款项

按周转率预测的应收款项：

应收款项=营业收入总额÷应收账款周转率

其中，应收款项主要包括应收账款、应收票据以及与经营业务相关的其他应收账款等诸项（预收账款、合同负债作为应收款项的减项处理）。

3) 其他经营性流动资产

其中待抵扣进项税在预测未来年度增值税时已进行抵扣，未来年度不再预测；其中待摊费用为租赁费，未来年度考虑一定租金增长率进行预测。

4) 应付款项

A、按周转率预测的应付款项

应付款项=营业成本总额÷应付款项周转率

其中，应付款项主要包括应付账款以及与经营业务相关的其他应付账款等诸项（预付款项作为应付款项的减项处理）。

B、按金额预测的应付款项

主要包括应付账款中应付艾迪药业的货款、应付职工薪酬和应交税费。其中应付艾迪药业的货款按照各年度采购艾迪药业的货款总额结合双方约定的账期情况进行预测；应付职工薪酬及应交税费根据未来各年度预测的人员工资、应交各类税金的金额结合企业历史年度的支付周期进行预测。

5) 其他经营性流动负债

其他经营性流动负债中的待缴纳增值税在预测未来年度增值税时已进行考虑，未来年度不再预测；已背书未到期票据形成的其他经营性流动负债，由于相关票据均为与尿激酶粗品货款相关，未来年度按照相关款项的变化情况进行预测。

6) 存货

存货=营业成本总额÷存货周转率

根据上述计算方法，南大药业 2023 年及 2024 年的营运资金计算如下：

金额单位：人民币万元

项目\年度	2023 年	2024 年
最佳货币资金保有量 (A)	2,954.25	2,030.50
存货余额 (B)	5,703.33	3,440.72
应收款项合计 (C)	4,804.37	3,529.02
其中：按周转率预测部分	4,804.37	3,529.02
其他经营性流动资产 (D)	804.46	18.13
应付款项合计 (E)	15,276.21	7,087.80
其中：按周转率预测部分	5,446.88	3,276.88
应付艾迪药业货款	9,336.01	3,286.64
应付职工薪酬	365.66	382.84
应交税费	127.66	141.44

项目\年度	2023年	2024年
其他经营性流动负债（F）	704.70	441.71
期末营运资金（A+B+C+D-E-F）	-1,714.50	1,488.86

$$\begin{aligned}
 \text{首年营运资金增加额} &= 2024\text{年期末营运资金} - 2023\text{年期末营运资金} \\
 &= 1,488.86 - (-1,714.50) \\
 &= 3,203.36\text{万元}
 \end{aligned}$$

以上内容已**摘要**在重组报告书“第五节 交易标的评估情况”之“三、（三）预测期的收益预测”补充披露。

（六）结合公司对于尿激酶制剂新适应症申请、临床应用范围拓宽、开发人源蛋白药物制剂的后续规划，说明研发费用预测是否已考虑相关规划及原因

项目	研发背景及研发内容	研发周期	预计研发费用及承担主体
尿激酶制剂新适应症申请	<p>①研发背景：近年来国内外肾病科医生结合临床治疗需求，将尿激酶应用于患者血液透析过程中导管功能不良或透析导管封管，取得良好的疗效；</p> <p>②研发内容：探索 10 万单位尿激酶制剂在血液透析导管功能不良或导管封管中的应用。</p>	<p>①收集数据，夯实尿激酶用于血液透析过程中溶栓或抗栓治疗的循证医学证据，预计时间周期为 3 年；</p> <p>②视可行性情况开展为期 2 年的尿激酶+导管药械组合的多中心注册临床研究（第三类医疗器械申请）。</p>	<p>① 第一阶段研发费用预计 200-300 万元，时间周期约 3 年；</p> <p>② 第二阶段研发费用预计 400-600 万元，时间周期 2 年；</p> <p>③ 相关研发费用主要由标的公司承担。</p>
拓宽 50 万单位尿激酶制剂临床应用范围	<p>①项目背景：目前尿激酶制剂适应症中虽然有脑梗溶栓，但是对其用法用量没有明确说明，适用人群和禁忌人群也尚不明确，因此影响了临床医生的使用信心，限制了其在脑梗溶栓治疗中的应用；</p> <p>②项目内容：拓展 50 万单位尿激酶制剂在脑梗溶栓领域的应用。</p>	<p>①现阶段重点工作在于市场推广，相关研发费用较小；</p> <p>②未来拟开展尿激酶溶栓用法用量的探索性 I 期临床（IIT）、尿激酶溶栓治疗 AIS 的单/双中心验证性临床研究（IIT）、尿激酶溶栓治疗 AIS 的多中心真实世界研究（IIT）。</p>	现阶段几乎很少发生研发费用，费用由标的公司承担。
开发人源蛋白药物制剂	<p>①研发背景：《国家药监局关于无参比制剂品种仿制研究的公告》的相关要求；</p> <p>②研发内容：重点围绕人源蛋白有效成分开展后续药物制剂的开发工作，药品注册分类包括仿制药、改良新药、创新药，剂型包括水针、粉针等，同时计划布局国外注册。</p>	研发周期存在一定的不确定性，在现有法规框架下及 CDE 要求下开展相关研究工作，稳步推进人源蛋白药品相关研发工作。	研发费用由上市公司承担。

如上表所述，“尿激酶制剂新适应症申请”为一项中远期规划，研发周期相对较长，相关研发费用主要由标的公司承担，近三年，预计每年发生的研发费用小于 100 万元，不会对标的公司的经营业绩产生重大不利影响；“拓宽 50 万单位尿激酶制剂临床应用范围”现阶段重点工作在于市场推广，相关研发费用较小，主要由标的公司承担；“开发人源蛋白药物制剂”将由艾迪药业主导研发并作为

药品上市许可持有人，注册获批后，在法规允许的条件下，可向标的公司采购相关原料药。因此，上述三项后续规划，与尿激酶相关的研发费用主要由标的公司承担；其他人源蛋白药物开发的研发费用由上市公司承担，产品获批上市后，标的公司可向公司采购相关原料药，或由标的公司为上市公司提供加工服务。本次评估系基于南大药业的现状水平进行预测，未考虑并购整合后的协同效应，因此未考虑相关规划为标的公司带来的收入增长，也未考虑相关规划产生的研发费用，具有合理性。

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1、本次评估折现率各参数的预测依据充分，具体取值数据均来自公开渠道或通过计算取得，折现率与相关交易的统计数据相比差异较小，本次收益法估值的折现率具备合理性；

2、受溶栓类药物需求量增加以及纳入集采范围等因素影响，注射用尿激酶制剂的整体市场容量有所上升；依据公开数据，2021年至2024年一季度，标的公司注射用尿激酶制剂的市场份额稳定保持第一；2024年1-6月，已实现尿激酶制剂销售量较同期增长8.79%，且集采中标执行情况较好。收益法评估中预测销量增长率低于行业整体增长率和2024年1-6月已实现销量增长率，预测数据具备谨慎性和合理性；

3、本次收益法评估预测数据中，对于低分子量肝素钠原料产品的销量、销售单价预测系结合市场变动情况、下游制剂厂商的终端产品销量和单价变动情况以及在手订单数量等情况综合判断得出，具备合理性；

4、预测期内营业成本较报告期营业成本下降较多，主要系原材料价格下降幅度较大导致，预测期内原材料价格变化情况与实际情况基本相符，预测数据具备合理性；

5、预测期首年营运资金较2023年营运资金大幅增加主要系2023年底标的公司应付账款账面余额较高，而在评估过程中按双方约定的付款账期进行预测，具备谨慎性和合理性；

6、本次评估主要基于南大药业的现有产品，针对现有适应症市场水平进行预测，未考虑相关规划所带来的对于销售收入增长、成本变动、经济效益等方面的影响，故本次评估研发费用的预测也未考虑相关规划，具有合理性。

问题四、关于历次估值

草案显示，2021年12月，南京市科技成果转化服务中心向陈雷转让南大药业1.33%股权，以2020年12月31日为评估基准日，南大药业100%股权的收益法评估结果为8,701.80万元。2022年7月，上市公司受让南大药业19.9646%股权，确定的南大药业100%股权估值为43,076万元。本次交易中，以2023年12月31日为评估基准日，南大药业100%股权的收益法评估结果为48,700万元，前期估值与本次交易存在差异主要是估值方法和估值基准日不同，标的公司的盈利能力有所提升。此外，2023年末，南大药业未分配利润-1,845.89万元。

请公司：（1）补充披露标的公司历史上长期亏损的具体原因，并说明标的公司扭亏为盈的具体时点，以及相关亏损因素是否已消除，会否对标的公司持续经营能力产生影响。（2）结合南大药业2021年以来主要财务指标、主营业务发展等情况，并对比本次收益法估值与2021年末收益法估值的重要假设、参数及依据，说明本次估值结果与2021年收益法估值结果存在显著差异的合理性。（3）结合标的公司报告期内业绩下降、预测期内业绩先降后增的情况，补充说明标的公司盈利能力较2022年7月有所提升的具体表现。请独立财务顾问、评估机构和审计机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、公司说明

（一）补充披露标的公司历史上长期亏损的具体原因，并说明标的公司扭亏为盈的具体时点，以及相关亏损因素是否已消除，会否对标的公司持续经营能力产生影响

1、历史上长期亏损主要系原管理水平薄弱及经营规模受限导致

标的公司成立于1998年7月，经查阅相关历史资料，截至2011年，标的公司连续亏损，2012年，标的公司扭亏为盈。2012年至今，除2015年标的公司存在小幅亏损外，其他年度均盈利。标的公司2012年以前长期亏损的主要原因如下：

（1）历史期间标的公司管理水平较为薄弱，导致应收款项较大且无法追

回

2003 年及以前，由于标的公司原管理水平较为薄弱，标的公司整体的管理和销售工作存在较大的提升空间，使得标的公司应收账款持续增加并导致标的公司经营活动现金流量持续为负。2003 年至 2007 年期间，标的公司的历任管理层积极追讨 2003 年前产生的应收账款，但因基础资料缺失及相关亲历人员变动较大，导致大部分应收账款无法追回，标的公司对相关无法追回的应收账款全额计提坏账并核销，导致大额亏损。

2007 年至 2009 年 9 月期间，标的公司股东会委托南京泰德医药有限责任公司管理标的公司的生产经营，南京泰德医药有限责任公司管理未取得预期效果，标的公司在此期间经营情况未有改善。

2009 年 9 月，标的公司调整生产经营策略并更换管理层团队，标的公司经营状况逐步改善。

(2) 生产场地较小，销售规模受限

标的公司自成立之初，主要销售聚维酮碘、低分子量肝素钠原料药、尿激酶制剂及相关产品。2010 年之前，标的公司原有尿激酶制剂冻干粉车间生产场地较小且不具备技改的硬件基础，产能不足限制了标的公司注射用尿激酶制剂销售规模的提升，标的公司整体销售规模一直处于较低水平，2010 年（含）之前，标的公司营业收入均低于 2,000 万元。

此外，在标的公司成立初期，标的公司将更多精力集中于保证产品生产的稳定性等方面，对于注射用尿激酶制剂等产品的市场推广投入不足，导致对应产品收入也相对较低，尿激酶制剂产品的市场占有率处于较低水平。

综上，标的公司历史上长期亏损主要系原管理水平薄弱且变动较多导致销售及应收账款管理不善，以及原有生产场地受限，导致注射用尿激酶制剂等产品经营规模受限所致。

以上内容已**择要**在重组报告书“第四节 交易标的基本情况”之“十五、标的公司历史上长期亏损的具体原因”进行了补充披露。

2、扭亏为盈的具体时点，相关亏损因素是否已消除，会否对标的公司持续经营能力产生影响

2012年，标的公司净利润为238.09万元，实现扭亏为盈。除2015年为亏损153.02万元以外，至今一直处于盈利状态。标的公司采取了优化管理团队、改善生产环境等措施，目前相关亏损因素已彻底消除，具体如下：

(1) 调整经营管理战略，市场化招聘管理层，加强客户资质及应收账款管理

2009年9月起，标的公司股东会调整了经营管理战略，并通过市场化招聘聘任陈雷担任标的公司总经理，聘请姚繁狄担任标的公司副总经理兼财务负责人，并陆续在研发、生产、采购等部门加强了人才梯队建设。自更换管理团队后，标的公司的管理水平明显提升，在保证产品质量、完善供应链管理、提升研发水平等方面采取了一系列措施，同时加强了对客户资质的审查，注重客户回款的及时性，提高了现款现货的客户比例，仅对于部分大型优质客户给予一定的信用期。自2011年末起，标的公司应收账款余额占当期营业收入比重逐渐下降。报告期各期末应收账款情况如下：

单位：万元

项目	2024年1-4月/ 2024年4月30日	2023年度/ 2023年12月31日	2022年度/ 2022年12月31日
应收账款余额	2,507.96	3,032.19	6,614.10
营业收入	11,837.34	40,349.05	48,688.59
应收账款余额占营业收入比例	21.19%	7.51%	13.58%

如上表所示，标的公司2022年末、2023年末应收账款余额占当期营业收入比例分别为13.58%、7.51%，占比较小；2024年4月末，应收账款余额占当期营业收入比例为21.19%，主要系1-4月实现营业收入金额相对较小，使得占比有所提升。

(2) 2014年，标的公司新车间投入使用，产能受限情况得到解决，注射用尿激酶制剂销售规模不断提升

2013年6月，标的公司开始在南京江北新区建设冻干粉针剂车间，该车间于2014年建成投入使用。该冻干粉针剂车间具备年产尿激酶制剂500万支的产能，并规划了其他原料药和制剂产品，有效解决了标的公司产能受限的不利因素。

在注射用尿激酶产品产能受限情况得到解决后，标的公司凭借优异的产品

质量和稳定的供应能力不断提升销售规模和市场占有率。根据药融云数据库统计，2014 年至今，南大药业的注射用尿激酶制剂已连续多年占据国内医院端市场占有率第一的地位。

综上，随着标的公司 2009 年起经营管理战略的调整以及 2014 年新车间的投入使用，标的公司核心产品注射用尿激酶产品销售规模逐步增大，市场占有率保持行业前列，且未再发生大额应收账款无法收回的情形。标的公司历史长期亏损的因素已经消除，相关因素不会对标的公司持续经营能力产生影响。

（二）结合南大药业 2021 年以来主要财务指标、主营业务发展等情况，并对比本次收益法估值与 2021 年末收益法估值的重要假设、参数及依据，说明本次估值结果与 2021 年收益法估值结果存在显著差异的合理性

经对比两次交易的评估报告，本次评估与 2021 年收益法评估在重要假设、参数及依据方面不存在实质差异，导致两次交易标的公司评估值差异较大的原因系两次评估对应的预测期业绩有明显提升，前次评估系以 2016-2020 年标的公司的经营业绩为基础对未来期间进行预测，因 2016-2020 年标的公司业绩规模较小，故前次评估对应的预测期间经营业绩规模亦较小；鉴于 2021 年以来，受益于标的公司尿激酶制剂产品销量及单价的提升，标的公司营业收入和利润水平较历史期间有明显提升，本次评估以 2021-2023 年以及 2024 年 1-5 月标的公司实现的业绩为基础，并充分考虑集采对标的公司主要产品销售的影响后进行预测，因本次评估对应的历史期间及预测期利润均提升较多，故估值提升较多，具有合理性。具体说明如下：

1、主要财务指标、主营业务发展情况

2016 年至 2020 年，标的公司注射用尿激酶制剂的年均销量约为 230 万支，经审计的净利润平均约为 520 万元，其中，2020 年度实现净利润仅为 404.14 万元，相对较低，基于 2016 年至 2020 年的历史业绩情况，2021 年收益法评估的预测期间 2021 年至 2025 年整体净利润水平较低，基于预测期净利润水平并结合折现率等数据计算得出评估结果为 8,701.80 万元。

2021 年至 2023 年，标的公司的主营业务未发生重大变化，主要产品与 2020 年及以前年度一致，均为注射用尿激酶制剂和低分子量肝素钠原料药。2021 年至 2023 年，标的公司净利润分别为 3,096.35 万元、3,874.10 万元和

2,905.14 万元，较 2016 年至 2020 年期间提升较大主要原因为注射用尿激酶制剂产品的销量和售价均大幅提升所致。2021 年至 2023 年标的公司注射用尿激酶制剂产品年均销量提升至约 300 万支，且售价提升至约 100 元/支，注射用尿激酶制剂的销量及售价提升使得标的公司的营业收入、毛利额及净利润较以前年度有所提升。

本次交易的收益法评估中，预测的产品销量系基于标的公司近三年的实际销量及行业增长趋势情况进行预测，产品售价亦充分考虑了注射用尿激酶制剂纳入十九省联盟省际集采后对售价的影响。

2、重要假设、参数对比

依据江苏国德资产评估有限公司于 2021 年 5 月 14 日出具的《南京市科技成果转化服务中心拟转让所持有的南京南大药业有限责任公司 1.33%的股权价值资产评估报告》（苏国德评报字（2021）第 070 号），收益法评估下，南大药业于评估基准日 2020 年 12 月 31 日的资产账面净值为 2,679.21 万元，评估值为 8,701.80 万元。

依据中盛评估出具的关于本次收购《资产评估报告》（中盛评报字[2024]第 0090 号），收益法评估下，南大药业评估基准日 2023 年 12 月 31 日的净资产账面价值为 10,157.01 万元，评估价值为 48,700.00 万元。

关于两次收益法评估采用的重要假设、参数及依据对比情况具体如下：

项目	本次收益法评估		2021年收益法评估	
	参数	依据	参数	依据
重要假设				
预测期	2024年至2029年		2021年至2025年	
依据历史数据期间	2021年至2023年以及2024年1-5月		2016年至2020年	
收入增长	① 尿激酶制剂和低分子量肝素钠以2021年至2024年1-5月期间的销量和售价为基础，并充分考虑集采的影响进行预测 ② 受托加工业务与2023年实际发生额一致		预测期内各年收入与2019、2020年保持一致	
主营业务成本	参照历史年度各项成本数据并考虑未来业务规模变化带来的变动情况进行预测		参照历史年度各项成本数据进行预测	
期间费用	参照历史年度期间费用占收入比例或考虑未来业务规模变化带来一定的增长率进行预测		按照历史年度期间费用占收入比例进行预测	
关键参数				
D/E: 付息债务与权益资本价值的比例	0	采用企业自身资本结构，付息债务为0	0.1017	采用同行业上市公司平均值
T: 企业所得税税率	15%	实际所得税税率	15%	实际所得税税率
β_U : 剔除财务杠杆调整后 β 系数	0.597	取同行业可比公司平均值	0.3618	取同行业可比公司平均值
β_L : 权益系统性风险调整系数	0.597	公式计算: $\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1-T) \times \frac{D}{E} \right]$	0.3931	公式计算: $\beta_L = \beta_U \times \left[1 + (1-T) \times \frac{D}{E} \right]$
R_f —无风险利率	2.56%	十年期国债的到期收益率	3.14%	十年期以上记账式国债平均到期收益率
$(R_m - R_f)$ —市场风险溢价	6.83%	根据中国证券市场指数和国债收益率曲线的历史数据计算出的近十年中国的市场风险溢价的算数平均值	6.07%	成熟股票市场风险溢价+中国国家风险补偿

项目	本次收益法评估		2021年收益法评估	
	参数	依据	参数	依据
ε —特定风险报酬率	3.50%	企业规模特定风险报酬率取1.5%+经营管理能力特定风险报酬率取1%+供应商集中度特定风险报酬率取1%	4.06%	采用Grabowski-King回归方程测算结果规模超额收益率为3.06%+小规模企业特殊风险1%
R_d —付息债务资本成本	0%	无付息债务，根据标的公司本次评估基准日的付息债务资本取0%	5.35%	企业贷款实际利率
R_e —权益资本成本	10.10%	公式计算： $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \varepsilon$	9.59%	公式计算： $R_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \varepsilon$
WACC	10.10%	公式计算： $WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + R_e \times \frac{E}{D + E}$	9.12%	公式计算： $WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + R_e \times \frac{E}{D + E}$

(1) 重要假设

从重要假设来看，两次评估针对收入、成本和费用的评估方法不存在实质性的差异，导致两次评估值存在较大差异的原因系两次评估对应的预测期净利润差异较大。两次评估预测期净利润均以历史期间实现的利润情况并考虑未来市场变化进行的估计，而 2021 年以来，标的公司营业收入、净利润均实现了较快的增长，增长幅度超过了标的公司 2021 年评估时点的预期。具体而言：

2016 年至 2020 年，标的公司注射用尿激酶制剂的年均销量约为 230 万支，经审计的净利润平均约为 520 万元，且 2020 年度实现净利润仅为 404.14 万元，相对较低，基于 2016 年至 2020 年的历史业绩情况，2021 年收益法评估的预测期间 2021 年至 2025 年预计净利润水平较低，2021 年评估预测 2021 年至 2025 年可实现净利润合计 3,362.74 万元（其中 2021 年至 2023 年预测净利润合计 2,026.82 万元，前述预计利润实现情况系以 2016 年至 2020 年数据为基础，于 2021 年 5 月出具评估报告时点来看，2021 年评估预测期间净利润的设定具有合理性），基于预测期净利润水平并结合折现率等数据计算得出评估结果为 8,701.80 万元。

而标的公司 2021 年至 2023 年实际实现净利润远高于前次评估预测数，系尿激酶制剂产品销量及单价增长超预期所致，本次收购收益法评估，系以前述 2021 年至 2023 年实现的净利润，同时参考标的公司 2024 年 1 月至 5 月已经实现的业绩，并考虑集采对标的公司主要产品售价及销量的影响后预测，2021 年至 2023 年标的公司各年度净利润分别为 3,096.35 万元、3,874.10 万元和 4,138.54 万元（以剔除特殊因素影响后计算），本次评估预测期前三年即 2024 年至 2026 年预计净利润分别为 4,118.09 万元、3,949.77 万元和 3,782.97 万元，因此本次评估预测期净利润预计实现情况亦具备合理性，基于预测期净利润水平并结合折现率等数据计算得出评估结果为 48,700.00 万元。

综上，2021 年收益法评估与本次评估相比，在重要假设的制定原则上不存在重大差异，但由于 2021 年至 2023 年标的公司主要产品销量、毛利率、净利润水平均较过往年度增长较大，使得本次收益法评估依据企业自由现金流折现模型计算得出的评估结果较 2021 年评估增长较大，于评估时点来看，两次评估

均具备可靠基础，两次评估值存在较大差异具有合理性。

(2) 关键参数及依据

关键参数方面，两次评估均选取加权平均资本成本（WACC）作为企业自由现金流折现模型中折现率指标。

具体对比两次评估计算 WACC 过程中选取的各项指标：

①在选取企业所得税率、剔除财务杠杆调整后 β 系数、无风险利率指标时，两次评估均采用同种方法进行取值；

②对于付息债务与权益资本价值的比例和付息债务资本成本，两次评估取值存在差异主要系由于两次评估基准日的公司自身付息债务情况不同导致；

③对于市场风险溢价，2021 年评估使用成熟股票市场风险溢价加国家风险补偿计算得出，本次评估采用近十年年化股票市场收益率与十年期国债到期收益率差值的平均值计算得出；

④对于特定风险报酬率，2021 年评估采用回归方程测算加上小规模企业特殊风险计算得出，本次评估采用企业规模、经营管理能力、供应商集中度特定风险报酬率之和；

⑤对于权益系统性风险调整系数、权益资本成本及 WACC，两次评估系经相同公式计算得出。

总体而言，两次评估选取各项参数均系依据评估行业常用方法及合理标准进行取值或计算，部分单项参数之间的数值差异系评估基准日的时间差异导致的取值不同所致。从结果而言，2021 年评估和本次评估计算的 WACC 结果分别为 9.12%和 10.10%，差异较小。

综上，2021 年评估与本次评估相比，在重要假设、关键参数选取及依据方面不存在重大差异。两次评估结果的差异主要系所依据的历史经营数据差异较大导致，标的公司 2021 年至 2023 年盈利能力较过往年度提升较大，使得两次评估结果存在较大差异，评估结果具备合理性。

(三) 结合标的公司报告期内业绩下降、预测期内业绩先降后增的情况，补充说明标的公司盈利能力较 2022 年 7 月有所提升的具体表现

2023年，标的公司营业收入和净利润有所下滑，其中，营业收入下滑主要系受尿激酶制剂单价下降以及低分子量肝素钠原料药因下游客户制剂产品的竞品进入集采导致的销量及售价下滑两方面的影响；净利润下滑主要系受50万单位注射用尿激酶制剂计提1,451.06万元存货跌价准备的影响，该项存货跌价非持续影响事项，剔除该因素影响后，南大药业2023年度净利润为4,138.54万元，较2022年提升6.83%。报告期内，标的公司持续保持良好的盈利能力，主营业务毛利率从2022年的35.79%提升至2023年的42.83%。

预测期内，标的公司业绩先降后增，主要系标的公司基于核心产品尿激酶制剂进入集采可能导致产品售价下降，而对2024年、2025年的产品售价进行了谨慎估计，并非标的公司产品竞争力下降导致。

综合来看，自2021年（2022年7月收购的评估基准日为2021年12月31日）至预测期，标的公司核心产品尿激酶制剂的毛利率持续提升，净利润水平稳中有升，标的公司持续保持较高的盈利能力。具体分析如下：

1、标的公司报告期内业绩下降的原因

2022年及2023年，标的公司盈利情况对比具体如下表：

单位：万元

项目	2023年度	2022年度
营业收入	40,349.05	48,688.59
其中：注射用尿激酶制剂	31,043.79	33,941.40
低分子量肝素钠原料药	8,280.09	12,086.76
营业成本	23,066.80	31,263.09
营业毛利	17,282.25	17,425.50
毛利率	42.83%	35.79%
期间费用	12,342.26	12,956.96
资产减值损失	-1,925.70	-195.94
营业利润	2,873.03	4,240.55
利润总额	3,147.34	4,223.84
净利润	2,905.14	3,874.10

项目	2023年度	2022年度
净利润 (剔除特殊事项影响)	4,138.54	3,874.1

2023 年较 2022 年，标的公司的收入及净利润有所下降，具体原因如下：

(1) 主要产品收入下降导致 2023 年度营业收入有所减少

2023 年，标的公司营业收入有所下降，主要系主要产品注射用尿激酶制剂平均销售单价较上期有所下降，导致 2023 年度尿激酶制剂产品收入较上期减少 2,897.61 万元；低分子量肝素钠原料药受下游客户制剂产品的竞品被纳入集采范围影响，销量有所下降，导致 2023 年度低分子量肝素钠原料药收入较上期减少 3,806.67 万元。

受益于 2023 年度原材料尿激酶粗品采购单价随着市场供需逐步回归平衡而有所下降，当年度尿激酶制剂产品毛利率有所上升，使得营业收入有所下降的情况下，营业毛利净额较上期仍保持基本稳定。

(2) 净利润下降系特殊因素导致

2023 年度净利润较上年度有所下降主要系当年度资产减值损失较大所致。2023 年末，标的公司对预计无法形成销售的 50 万单位注射用尿激酶制剂产品根据可变现净值与成本孰低原则 100%计提跌价准备金额 1,451.06 万元。具体原因详见本专项核查意见之“问题五、关于经营风险”之“一、补充披露标的公司部分大规格的注射用尿激酶制剂产品销售情况不及预期的具体原因”之回复。

2、预测期内业绩先降后增的原因

本次收购收益法评估预测数据中，预测业绩情况具体如下表：

单位：万元

项目	2024年度 (E)	2025年度 (E)	2026年度 (E)	2027年度 (E)	2028年度 (E)	2029年度 (E)	永续期 (E)
一、营业收入	29,643.77	25,155.18	25,102.92	26,145.50	26,802.31	26,802.31	26,802.31
其中尿激酶制剂收入	25,392.25	20,903.66	20,851.40	21,893.98	22,550.79	22,550.79	22,550.79
尿激酶制剂销量 ^注	314.52	330.25	346.76	364.10	375.02	375.02	375.02
销量增长率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	3.00%	0.00%	0.00%
平均单价	80.73	63.30	60.13	60.13	60.13	60.13	60.13

项目	2024年度 (E)	2025年度 (E)	2026年度 (E)	2027年度 (E)	2028年度 (E)	2029年度 (E)	永续期 (E)
减：营业成本	13,762.89	11,091.99	11,315.76	11,679.12	11,888.23	11,640.89	11,640.89
税金及附加	192.15	244.34	239.91	250.84	257.70	254.64	254.64
销售费用	8,489.12	6,715.46	6,500.59	6,821.50	7,025.84	7,033.52	7,033.52
管理费用	1,095.71	1,131.72	1,202.03	1,241.72	1,278.23	1,313.49	1,313.49
研发费用	1,468.61	1,548.50	1,632.52	1,720.59	1,787.21	1,827.29	1,827.29
财务费用	49.65	49.65	49.65	49.65	49.65	49.65	49.65
二、营业利润	4,585.64	4,373.52	4,162.46	4,382.08	4,515.45	4,682.83	4,682.83
三、利润总额	4,585.64	4,373.52	4,162.46	4,382.08	4,515.45	4,682.83	4,682.83
减：所得税费用	467.55	423.75	379.49	399.22	409.24	428.33	428.33
四、净利润	4,118.09	3,949.77	3,782.97	3,982.86	4,106.21	4,254.50	4,254.50

注：上述注射用尿激酶制剂的销量均统一换算为 10 万单位规格的注射用尿激酶进行统计及预测。

如上表，收益法评估预测期间内 2024 年至 2026 年净利润水平有所下降主要系标的公司主要产品尿激酶制剂受纳入十九省集采范围影响，销售单价有所下滑进而影响标的公司整体营业收入规模所致。随着 2026 年预测尿激酶制剂销售单价进入稳定区间，2026 年至 2028 年，标的公司的预测营业收入规模将随着销量的增长而逐年提升，净利润水平亦随之稳步提升。2029 年，预测标的公司营业收入保持稳定，当年度净利润较前期有所提升的原因主要系部分资产已于 2028 年折旧、摊销完毕，当年度折旧摊销金额有所减少所致。预测期内业绩先降后升具备合理性。

3、标的公司盈利能力提升的具体表现

依据厦门嘉学资产评估房地产估价有限公司于 2022 年 7 月 15 日出具的《江苏艾迪药业股份有限公司股权收购涉及的南京南大药业有限责任公司股东全部权益价值估值分析报告》（嘉学评估咨字（2022）832003 号），标的公司 100.00% 股权的市场价值为 43,300.00 万元。该次评估基准日为 2022 年 4 月 30 日，在计算相关指标数据时，采用的数据时间口径为上一完整年度，即 2021 年度。

较 2022 年 7 月评估所采用的 2021 年度经营数据，至 2023 年度，标的公司

的毛利率水平、每股收益、经营活动现金流量净额等均有所提升，2024年1-4月，标的公司毛利率水平、净利率水平较2023年度仍呈上升趋势，盈利能力提升较为明显，具体如下：

单位：万元

项目	2024年1-4月	2023年度	2022年度	2021年
毛利率	56.14%	42.83%	35.79%	31.43%
净利润	1,718.05	2,905.14	3,874.10	3,096.35
净利润 (剔除特殊事项影响)	1,718.05	4,138.54	3,874.10	3,096.35
净利率	14.51%	10.26%	7.96%	5.28%
经营活动现金流量净额	3,058.09	5,991.73	5,634.29	1,203.16
每股收益(元)	0.29	0.69	0.65	0.52

二、中介机构核查意见

经核查，评估机构认为：

1、标的公司历史上亏损主要系由于销售规模受限、管理水平较为薄弱导致应收款项较大且无法追回等因素导致，目前相关亏损因素已消除，不会对标的公司持续经营能力产生不利影响；

2、本次估值结果与2021年收益法估值结果存在较大差异的原因主要系业绩预测所基于不同期间历史经营数据的差异较大导致，具有合理性；

3、标的公司预测期内2024年至2026年净利润有所下降主要系受主要产品注射用尿激酶制剂进入集采范围、预计销售单价将有所下降导致，后期随着销售单价逐步稳定，预测业绩随销量上升而有所提升；2023年业绩下降主要系计提了单笔大额存货跌价准备导致，剔除该特殊因素影响后，标的公司2023年毛利率水平、每股收益、经营活动现金流量净额等较2021年均有较大提升。

(本页无正文，为中盛评估咨询有限公司关于上海证券交易所《关于对江苏艾迪药业股份有限公司重大资产购买事项的问询函》之专项核查意见之签字盖章页)

签字资产评估师:



2024年8月1日