



WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 股东全部权益价值
估值报告

金证估报字【2024】第 0028 号
(共一册, 第一册)



金证（上海）资产评估有限公司

2024 年 08 月 29 日

目 录

声 明.....	2
摘 要.....	3
正 文.....	5
一、 委托人、被估值单位和其他估值报告使用人概况.....	5
二、 估值目的.....	9
三、 估值对象和估值范围.....	9
四、 价值类型.....	10
五、 估值基准日.....	10
六、 估值依据.....	10
七、 估值方法.....	11
八、 估值程序实施过程和情况.....	14
九、 估值假设.....	15
十、 估值结论.....	16
十一、 特别事项说明.....	17
十二、 估值报告使用限制说明.....	18
十三、 估值报告日.....	18
附 件.....	20

声 明

一、本次估值服务和估值报告属于咨询性质，并非《中华人民共和国资产评估法》和《资产评估准则》规范的资产评估行为和资产评估报告。同时，本估值报告不构成任何投资建议。对于委托人或其他任何潜在交易方依照本报告的估值结论协商的交易价格，估值机构不承担任何责任。

二、本估值报告的观点仅基于在估值委托合同约定的工作范围内，对从委托人、被估值企业、其他相关当事人以及其他第三方收集的资料进行阅读和分析，并采用行业通行的估值模型进行测算。工作范围不包括对商业、法律、税务、监管环境等其他因素进行考虑，不包括对被估值企业财务信息的审计、法律尽职调查、财务尽职调查、税务尽职调查、信息技术尽职调查。委托人和其他相关当事人依法对其提供资料的真实性、完整性、合法性负责，就本估值报告以及估值测算中所涉及的由委托人、被估值企业、其他相关当事人以及其他第三方收集提供的信息和数据，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

三、委托人或者其他资产估值报告使用人应当按照法律、行政法规规定及本估值报告载明的使用范围使用估值报告；委托人或者其他估值报告使用人违反前述规定使用估值报告的，本估值机构不承担责任。

四、本估值报告仅供委托人以及估值委托合同中约定的其他估值报告使用人使用。除此之外，其他任何机构和个人不能成为估值报告的使用人。

五、估值报告使用人应当正确理解和使用估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

六、本估值机构及估值人员与估值报告中的估值对象没有现存或者预期的利益关系；与相关当事人没有现存或者预期的利益关系，对相关当事人不存在偏见。

七、本估值报告中的分析、判断和结果受估值报告中假设和限制条件的限制，估值报告使用人应当充分考虑估值报告中载明的假设、限制条件、特别事项说明及其对估值结论的影响。

八、未征得出具估值报告的估值机构同意，估值报告的内容不得被摘抄、引用或者披露于公开媒体，法律、行政法规规定以及相关当事人另有约定的除外。

WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 股东全部权益价值

估值报告

摘要

特别提示：本摘要内容摘自估值报告正文，欲了解本估值业务的详细情况和正确理解估值结论，应当阅读资产评估报告正文。

金证（上海）资产评估有限公司接受上海海利生物技术股份有限公司、WuXi Biologics (Cayman) Inc. 的委托，采用市场法和收益法，对 WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 股东全部权益在 2024 年 4 月 30 日的市场价值进行了估值。现将估值情况摘要如下：

委托人：上海海利生物技术股份有限公司、WuXi Biologics (Cayman) Inc.。

被估值单位：WuXi Vaccines (Cayman) Inc.。

经济行为：根据《资产评估委托合同》，上海海利生物技术股份有限公司拟向 WuXi Biologics (Cayman) Inc. 转让其持有的 WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 30% 股权。

估值目的：股权转让。

估值对象：WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 的股东全部权益。

估值范围：WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 的全部资产和负债，包括流动资产、长期股权投资及负债。

价值类型：市场价值。

估值基准日：2024 年 4 月 30 日。

估值方法：市场法和收益法。

估值结论：本估值报告选取市场法估值结果作为估值结论。经市场法估值，被估值单位股东全部权益于估值基准日的市场价值为人民币 253,000.00 万元，大写贰拾伍亿叁仟万元整。估值基准日美元兑人民币汇率为 7.1063，被估值单位股东全部权益价值为美元 35,602.21 万元，大写叁亿伍仟陆佰零贰万贰仟壹佰美元。

估值结论使用有效期：为估值基准日起壹年，即有效期至 2025 年 4 月 29 日截止。

特别事项说明：本次对 WuXi Vaccines Ireland Limited 进行清查核实发现机器设备和在建工程已经按照生产工艺基本组装完毕，处于调试验证阶段，并按照疫苗生产 GMP 要求，机器设备和在建工程存放地属于高度管控区域，且 WuXi Vaccines Ireland Limited 与独立全球领先疫苗企业签署保密协议，估值人员未对机器设备及在建工程进行盘点，估值人员了解账面构成情况、获取部分设备购买合同及通过管理层访谈方式履行替代程序，提请报告使用者关注。

被估值单位提供的盈利预测主要包含 WuXi Vaccines Ireland Limited 和苏州药明海德生物科技有限公司，由于两家公司尚未正式大批量生产，并无历史数据可供参考，且盈利预测中重要参数主要依赖行业经验和对企业未来发展预期的主观判断，估值人员通过查询可比上市公司及行业的公开数据，来分析判断企业提供盈利预测的合理性，提请报告使用者关注。

WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 股东全部权益价值

估值报告

正文

上海海利生物技术股份有限公司、WuXi Biologics (Cayman) Inc.:

金证(上海)资产评估有限公司接受贵方的委托,采用市场法和收益法,对上海海利生物技术股份有限公司拟股权转让之经济行为所涉及的王uXi Vaccines (Cayman) Inc. 股东全部权益在 2024 年 4 月 30 日的市场价值进行了估值。现将估值情况报告如下:

一、委托人、被估值单位和其他估值报告使用人概况

(一) 委托人之一

企业名称: 上海海利生物技术股份有限公司

股票代码: 603718

股票简称: 海利生物

企业类型: 股份有限公司(上市、自然人投资或控股)

住 所: 中国(上海)自由贸易试验区临港新片区正博路 1881 号 19 幢一层 1002 室

法定代表人: 张海明

注册资本: 人民币 65,790.00 万元

经营范围: 许可项目: 兽药经营; 第三类医疗器械经营; 药品批发。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动,具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准)一般项目: 企业总部管理; 信息咨询服务(不含许可类信息咨询服务); 技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广; 第一类医疗器械销售; 第二类医疗器械销售; 货物进出口。(除依法须经批准的项目外,凭营业执照依法自主开展经营活动)

(二) 委托人之二

企业名称: WuXi Biologics (Cayman) Inc.

股票代码: 02269

股票简称: 药明生物

企业类型: 港股上市公司

注册地: PO Box 309 Ugland House Grand Cayman KY1-1104 Cayman Islands

注册资本: 人民币 65,790.00 万元

(三) 被估值单位

1. 基本情况

企业名称：WuXi Vaccines (Cayman) Inc.

企业类型：有限责任公司

注册地：PO Box 309 Ugland House Grand Cayman KY1-1104 Cayman Islands

注册资本：50,000.00 美元

2. 历史沿革

WuXi Vaccines (Cayman) Inc. (以下简称“药明海德”) 系于 2020 年 9 月在开曼群岛注册成立，WuXi Vaccines (Cayman) Inc. (以下简称“药明生物”) 持有公司 100.00% 股权。

2021 年 6 月 1 日，药明海德向药明生物发行 209,999,999.00 股股份，向海利生物发行 90,000,000.00 股股份，每股面值为 0.0001 美元。

本次发股完成后，药明海德的股权结构如下：

序号	股东名称	持股数 (股)	持股比例
1	药明生物	210,000,000.00	70.00%
2	海利生物	90,000,000.00	30.00%
	合计	300,000,000.00	100.00%

2021 年 7 月 21 日，药明海德向 WuXi Biologics Investments Limited (以下简称“药明投资”) 发行 7,490,700.00 股股份，向海利生物发行 3,210,300.00 股股份，每股面值为 0.0001 美元。

本次发股完成后，药明海德的股权结构如下：

序号	股东名称	持股数 (股)	持股比例
1	药明生物	210,000,000.00	67.59%
2	海利生物	93,210,300.00	30.00%
3	药明投资	7,490,700.00	2.41%
	合计	310,701,000.00	100.00%

2021 年 9 月 6 日，药明投资将其持有的药明海德 7,490,700.00 股股份转让给药明生物。

本次股份转让完成后，药明海德的股权结构如下：

序号	股东名称	持股数 (股)	持股比例
1	药明生物	217,490,700.00	70.00%
2	海利生物	93,210,300.00	30.00%
	合计	310,701,000.00	100.00%

2021 年 9 月 24 日，药明海德将其每股面值为 0.0001 美元的股份均拆分为每股面值为 0.00005 美元的股份，因此药明海德法定股本 50,000.00 美元将拆分为 1,000,000,000.00 股每股面值为 0.00005 美元的股份。

本次股份拆细完成后，药明海德的股权结构如下：

序号	股东名称	持股数 (股)	持股比例
1	药明生物	434,981,400.00	70.00%

2	海利生物	186,420,600.00	30.00%
合计		621,402,000.00	100.00%

2021年9月30日，药明海德向药明生物发行265,018,600.00股股份，向海利生物发行113,579,400.00股股份，每股面值为0.00005美元，之后股权结构再无变动。

截至估值基准日2024年4月30日，WuXi Vaccines (Cayman) Inc.的股东情况如下：

序号	股东名称	出资额（美元）	持股数（股）	出资比例
1	药明生物	35,000.00	700,000,000.00	70.00%
2	海利生物	15,000.00	300,000,000.00	30.00%
合计		50,000.00	1,000,000,000.00	100.00%

3. 企业经营概况

药明海德及其下属各级子公司（以下简称“药明海德”或“公司”）主要从事生物制品的研发制造服务、技术咨询和技术服务。致力于打造全球疫苗行业领先的一体化能力和技术平台，提供疫苗合同定制研发生产（CDMO）服务。

药明海德主要生产工厂分别位于爱尔兰及苏州。截至本报告出具日，爱尔兰工厂处于相关技术转移阶段，但尚未开始商业化生产；苏州工厂一期项目已于2024年一季度完工投产，二期项目仍在建设中，完成后可进入商业化规模生产阶段。目前，药明海德主要收入来源于爱尔兰海德合作方的项目进程款及为其他客户提供疫苗产品CRDMO（合同研究、开发及生产）业务。

药明海德的业务范围包括疫苗原液、制剂、工艺放大、质量控制实验室等一体化生产和供应服务，能够满足国内外客户对疫苗研发生产质量、批量、交付时间和成本的要求，提供从疫苗开发到大规模商业化生产、分发的端到端服务。药明海德应该是全球第一家疫苗专属CDMO企业。

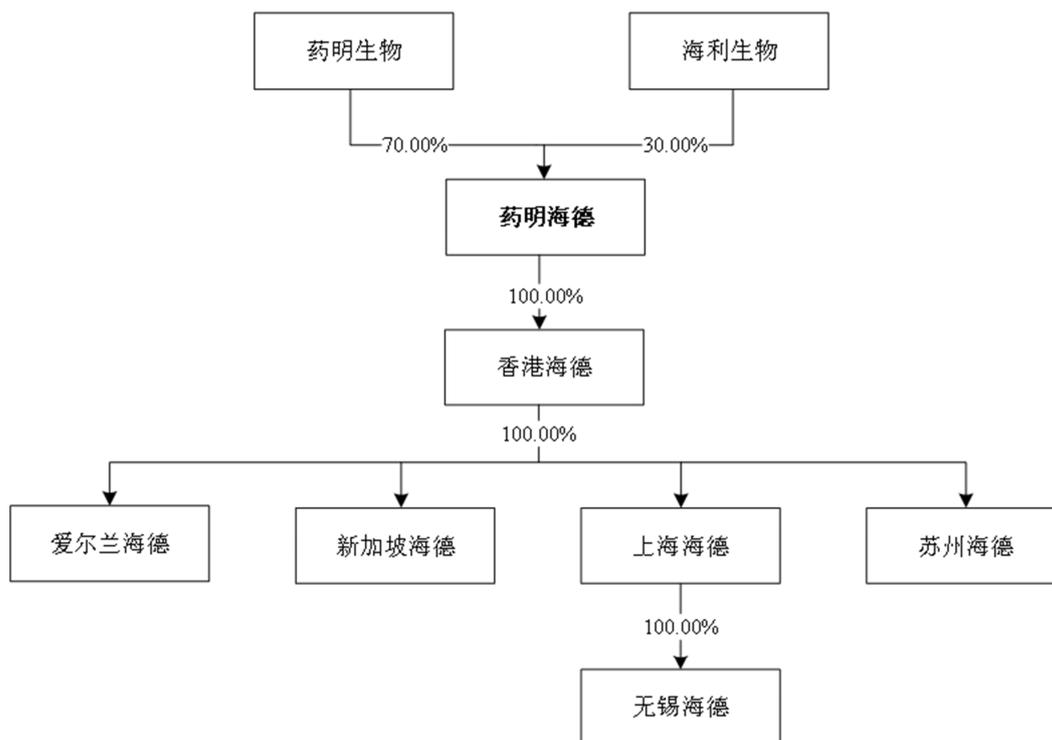
公司服务对象主要为全球疫苗开发企业、非营利组织等，有疫苗开发需求的均可以是其潜在客户。

药明海德的市場核心竞争优势主要体现在以下6个方面：（1）质量体系完备；（2）合规体系完善；（3）历史服务过的项目多；（4）业务的专属性强；（5）服务专业资质；（6）价格优惠合理。

药明海德在人力资源方面和药明体系合作较为紧密；核心技术方面可共享药明系的专利技术，药明海德不用额外缴纳专利授权费；销售网络方面公司在美国有专业的业务拓展专员开辟新业务。

4. 经营管理结构

截至估值基准日，药明海德股权结构及控制的下属企业情况如下：



药明海德及其拥有的各级控股企业概况如下：

级次	企业名称	企业简称	职能定位	成立时间	注册资本	持股比例	
						直接	间接
一级	WuXi Vaccines (Cayman) Inc.	药明海德	持股平台	2020年9月	50,000.00 美元		
二级	WuXi Vaccines (Hong Kong) Limited	香港海德	持股及销售平台	2019年5月	0.10 万港元	100%	
三级	WuXi Vaccines Ireland Limited	爱尔兰海德	境外工厂	2019年6月	0.10 万欧元		100%
三级	上海药明海德生物科技有限公司	上海海德	持股及销售平台	2018年8月	50,000.00 万元	100%	
四级	无锡药明海德生物技术有限公司	无锡海德	持股平台	2021年3月	5,000.00 万元	100%	
三级	苏州药明海德生物科技有限公司	苏州海德	境内工厂	2022年10月	20,000.00 万元	100%	
三级	WuXi Vaccines Singapore Private Limited	新加坡海德	持股平台	2022年11月	100.00 万美元		100%

其中，除 WuXi Vaccines (Hong Kong) Limited 的业务性质为国际销售合约服务以外，其余子公司的业务性质均为生物制剂发现、开发及生产服务。

5. 近年资产、财务、经营状况

企业近两年一期（合并报表）的财务状况和经营成果概况如下：

金额单位：万元

项目	2022年12月31日	2023年12月31日	2024年4月30日
资产总计	447,858.49	497,553.63	450,042.64
负债合计	348,758.74	288,826.65	244,311.77
所有者权益合计	99,099.75	208,726.97	205,730.87
归属于母公司所有者权益合计	99,099.75	208,726.97	205,730.87

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1-4 月
营业收入	105,250.15	98,264.32	37,305.51
利润总额	4,342.53	4,282.56	-2,457.38
净利润	3,209.81	3,828.81	-2,094.33
归属于母公司所有者的净利润	3,209.81	3,828.81	-2,094.33

企业近两年一期（母公司报表）的财务状况和经营成果概况如下：

金额单位：万元

项目	2022 年 12 月 31 日	2023 年 12 月 31 日	2024 年 4 月 30 日
资产总计	95,570.87	197,846.50	200,028.01
负债合计	237.09	230.24	182.61
所有者权益合计	95,333.78	197,616.26	199,845.40

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1-4 月
营业收入	0.00	0.00	0.00
利润总额	-107.75	2,472.59	1,285.35
净利润	-107.75	2,472.59	1,285.35

被估值单位近两年一期的财务报表均已经德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见审计报告。

（四）估值委托合同约定的其他估值报告使用人

估值委托合同约定无其他估值报告使用人。

除委托人、估值委托合同中约定的其他估值报告使用人之外，其他任何机构和个人不能成为估值报告的使用人。

二、估值目的

根据《资产评估委托合同》，上海海利生物技术股份有限公司拟向 WuXi Biologics (Cayman) Inc. 转让其持有的 WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 30% 股权，为此需要对 WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 的股东全部权益价值进行估值，为上述经济行为提供价值参考依据。

三、估值对象和估值范围

（一）估值对象和估值范围概况

本次估值对象为 WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 的股东全部权益。

本次估值范围为 WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 的全部资产和负债，包括流动资产、长期股权投资及负债。母公司报表总资产账面价值 2,000,280,131.85 元，总负债账面价值 1,826,083.00 元，所有者权益账面价值 1,998,454,048.85 元；合并报表总资产账面价值 4,500,426,438.94 元，

总负债账面价值 2,443,117,694.24 元，所有者权益账面价值 2,057,308,744.70 元，归属于母公司所有者权益账面价值 2,057,308,744.70 元。

（二）估值范围内主要资产概况

本次估值范围中的主要资产包括流动资产和长期股权投资。

流动资产主要包括货币资金和应收款项。

长期股权投资为 1 家直接控股的二级子公司、4 家间接控股的三级子公司以及 1 家间接控股的四级子公司，分别为 WuXi Vaccines (Hong Kong) Limited、WuXi Vaccines Ireland Ltd、上海药明海德生物科技有限公司、苏州药明海德生物科技有限公司、WuXi Vaccines Singapore Private Limited 以及无锡药明海德生物技术有限公司。

四、价值类型

经与委托人沟通，考虑估值目的、市场条件、估值对象自身条件等因素，本次估值选取的价值类型为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

五、估值基准日

本项目估值基准日是 2024 年 4 月 30 日。

估值基准日是由委托人在考虑经济行为的实现、会计期末、利率和汇率变化等因素的基础上确定的。

六、估值依据

（一）经济行为依据

1. 《资产估值委托合同》。

（二）权属依据

1. 《Land Registry》;
2. 《Subject to Contract/Contract Denied》;
3. 《WuXi Platform License Agreement》;
4. 《Deed of Transfer dated 30 July 2021》;
5. 《Fully Executed and Stamped Lease dated 7 June 2019》;
6. 房屋租赁合同;
7. 商标注册证;
8. 重要资产购置合同或凭证;

9. 其他权属证明文件。

(三) 取价依据

1. 企业提供的部分合同、协议等；
2. 企业管理层提供的未来收益预测资料；
3. 国家宏观经济、行业、区域市场及企业统计分析资料；
4. 同行业可比上市公司公开发布的相关资料；
5. 基准日近期国债收益率、贷款利率；
6. 其他相关取价依据。

(四) 其他参考依据

1. 企业提供的资产清单和估值申报表；
2. 德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）出具的审计报告；
3. 企业提供的原始财务报表、账册、会计凭证；
4. 企业提供的经营信息和资料；
5. 估值人员现场调查记录及收集的其他相关估价信息资料；
6. 金证（上海）资产评估有限公司技术资料库；
7. 估值基准日有效的企业会计准则及应用指南；
8. 其它有关参考依据。

七、估值方法

(一) 估值方法选择

企业估值的基本方法主要包括收益法、市场法、资产基础法。

收益法是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。

市场法是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

资产基础法是指以被估值单位估值基准日的资产负债表为基础，合理估值企业表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的估值方法。

根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，以及三种估值基本方法的适用条件，本次估值选用的估值方法为市场法和收益法。估值方法选择理由如下：

不适宜采用资产基础法的理由：被估值企业主营业务为生物制剂发现、开发及生产服务，公司的商业模式、服务平台、客户资源、供销网络、人才团队、研发能力、经营资质等无形资产难以在资产基础法中逐一计量和量化反映，故资产基础法难以全面反映企业的真实价值。

适宜采用市场法的理由：被估值企业同行业类似上市公司较多，可比公司股价及经营和财务数据相关信息公开，具备资料的收集条件，故适用市场法估值。

适宜采用收益法的理由：被估值企业未来收益期和收益额可以预测并用货币计量，获得预期收益所承担的风险也可以量化，故适用收益法估值。

（二）市场法简介

企业估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

由于可收集到至少三个与估值对象同行业的可比上市公司，且可比上市公司相关数据容易收集，本次估值采用上市公司比较法。

上市公司比较法估值的基本步骤如下：

1.选择可比企业

从中国 A 股和香港联交所中选择与被估值单位属于同一行业，或者受相同经济因素的影响的上市公司。通过比较被估值企业与上述上市公司在业务结构、经营模式、经营规模、资产配置和使用情况、所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素后，进一步筛选得到与被估值单位进行比较分析的可比企业。

2.分析调整财务报表

将被估值企业与可比企业的业务情况和财务情况进行比较和分析，并做必要的调整，以使可比企业的与被估值单位的各项数据口径更加一致、可比。

3.选择、计算、调整价值比率

根据被估值单位所属行业特征、所处经营阶段等因素，在盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率中选择适用的价值比率，并计算各可比上市公司的价值比率。接下来，分析可比企业与被估值单位的主要差异因素，建立指标修正体系，将可比企业与被估值单位相关财务数据和经营指标进行比较，并对差异因素进行量化调整，将可比交易案例中的价值比率修正至适用于被估值企业的水平。

4.运用价值比率

在计算并调整可比企业的价值比率后，与估值对象相应的财务数据或指标相乘，计算得到需要的权益价值或企业价值。最后，对被估值单位的非经营性资产、负债和溢余资产价值进行调整，并考虑流动性对估值对象价值的影响，最终得到被估值单位股权的估值。

(三) 收益法简介

根据被估值单位所处行业、经营模式、资本结构、发展趋势等情况，本次收益法估值选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型，即将未来收益年限内的企业自由现金流量采用适当折现率折现并加总，计算得到经营性资产价值，然后再加上溢余资产、非经营性资产及负债价值，并减去付息债务价值，最终得到股东全部权益价值。企业自由现金流折现模型的计算公式如下：

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

企业整体价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产及负债价值

1.经营性资产价值

经营性资产价值包括详细预测期的企业自由现金流量现值和详细预测期之后永续期的企业自由现金流量现值，计算公式如下：

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_{n+1}}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中：V—估值基准日企业的经营性资产价值；

F_i —未来第*i*个收益期的预期企业自由现金流量；

F_{n+1} —永续期首年的预期企业自由现金流量；

r—折现率；

n—详细预测期；

i—详细预测期第*i*年；

g—详细预测期后的永续增长率。

(1) 企业自由现金流量的确定

企业自由现金流量是指可由企业资本的全部提供者自由支配的现金流量，计算公式如下：

企业自由现金流量=净利润+税后的付息债务利息+折旧和摊销-资本性支出-营运资本增加

(2) 折现率的确定

本次收益法估值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：

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + R_e \times \frac{E}{D + E}$$

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。

本次估值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。

（3）收益期限的确定

根据法律、行政法规规定，以及被估值单位企业性质、企业类型、所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等因素分析，确定收益期限为无限年。本次估值将收益期分为详细预测期和永续期两个阶段。详细预测期自估值基准日至 2031 年 12 月 31 日截止，2032 年起进入永续期。

（4）收益预测口径

被估值单位及其子公司经营管理一体化程度较高，为更好地分析被估值单位及其下属企业历史的整体盈利能力水平和发展趋势，进而对未来作出预测，本次采用合并报表口径进行收益预测和收益法估值。

2. 溢余资产价值

溢余资产是指估值基准日超过企业生产经营所需，估值基准日后企业自由现金流量预测中不涉及的资产。本次收益法对于溢余资产单独分析和估值。

3. 非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与被估值单位日常经营无关的，估值基准日后企业自由现金流量预测中不涉及的资产与负债。本次收益法对于非经营性资产、负债单独分析和估值。

4. 付息债务价值

付息债务是指估值基准日被估值单位需要支付利息的负债。本次收益法对于付息债务单独分析和估值。

八、估值程序实施过程 and 情况

自接受估值业务委托起至出具估值报告，主要估值程序实施过程和情况如下：

（一）明确业务基本事项

与委托人进行接洽，明确以下估值业务基本事项：（1）委托人、产权持有人和委托人以外的其他估值报告使用人；（2）估值目的；（3）估值对象和估值范围；（4）价值类型；（5）估值基准日；（6）估值项目所涉及的需要批准的经济行为的审批情况；（7）估值报告使用范围；（8）估值报告提交期限及方式；（9）估值服务费及支付方式；（10）委托人、其他相关当事人与估值机构及其估值专业人员工作配合和协助等需要明确的重要事项。

（二）订立业务委托合同

在业务基本事项的基础上，对是否承接项目进行分析和评价。决定承接项目后，与委托人签订估值业务委托合同，约定估值机构和委托人权利、义务、违约责任和争议解决等内容。

（三）编制估值计划

根据估值业务具体情况编制估值计划，包括估值业务实施的主要过程及时间进度、人员安排等。

（四）调查估值对象

采用适当的手段，对估值对象进行调查，获取估值业务需要的资料，了解估值对象现状。

（五）收集整理估值资料

根据估值业务具体情况，收集估值业务需要的资料，主要包括：（1）委托人或者其他相关当事人提供的涉及估值对象和估值范围等资料；（2）从政府部门、各类专业机构以及市场等渠道获取的其他资料。根据估值业务具体情况对收集的资料进行分析、归纳和整理，形成评定估算和编制估值报告的依据。

（六）评定估算形成结论

根据估值目的、估值对象、价值类型、资料收集等情况，分析各项估值方法的适用性，选择估值方法。在此基础上，根据所采用的估值方法，选取相应的公式和参数进行分析、计算和判断，形成测算结果，并对形成的测算结果进行综合分析，形成估值结论。

（七）编制出具估值报告

估值专业人员在评定、估算形成估值结论后，编制初步估值报告。估值机构按照内部质量控制制度，对初步估值报告进行内部审核。项目负责人根据内部审核意见对初步估值报告进行修改和完善后，在不影响对估值结论进行独立判断的前提下，与委托人或者委托人同意的其他相关当事人就估值报告有关内容进行沟通，根据沟通结果对估值报告进行合理完善后，出具并提交正式估值报告。

九、估值假设

本估值报告分析估算采用的假设条件如下：

（一）一般假设

1.交易假设：即假定所有待估值资产已经处在交易的过程中，估值人员根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2.公开市场假设：即假定资产可以在充分竞争的市场上自由买卖，其价格高低取决于一定市场的供给状况下独立的买卖双方对资产的价值判断。

3.持续经营假设：即假定一个经营主体的经营活动可以连续下去，在未来可预测的时间内该主体的经营活动不会中止或终止。

(二) 特殊假设

1.假设估值基准日后被估值单位所处国家和地区的法律法规、宏观经济形势，以及政治、经济和社会环境无重大变化；

2.假设估值基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策除公众已获知的变化外，无其他重大变化；

3.假设与被估值单位相关的税收政策、信贷政策不发生重大变化，税率、汇率、利率、政策性征收费用率基本稳定；

4.假设估值基准日后被估值单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；

5.假设被估值单位完全遵守所有相关的法律法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；

6.假设委托人及被估值单位提供的基础资料、财务资料 and 经营资料真实、准确、完整；

7.假设估值基准日后无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对被估值单位造成重大不利影响；

8.假设估值基准日后被估值单位采用的会计政策与编写本估值报告时所采用的会计政策在重要方面基本保持一致；

9.假设估值基准日后被估值单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式、业务结构与目前基本保持一致，不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境不可预见性变化的潜在影响；

10.假设估值基准日后被估值单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；

11.被估值单位全资子公司 WuXi Vaccines Ireland Limited 与独立全球领先疫苗企业签订了 20 年期合约生产协议，假设 20 年合约到期后被估值单位可以与客户顺利续期。

本估值报告估值结论在上述假设条件下在估值基准日时成立，当上述假设条件发生较大变化时，本估值机构将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

十、估值结论

(一) 市场法估值结果

经市场法估值，被估值单位估值基准日股东全部权益估值为 253,000.00 万元，比审计后母公司账面所有者权益增值 53,154.60 万元，增值率 26.60%；比审计后合并报表归属于母公司所有者权益增值 47,269.13 万元，增值率 22.98%。

(二) 收益法估值结果

经收益法估值，被估值单位估值基准日股东全部权益估值为 225,000.00 万元，比审计后母公司账面所有者权益增值 25,154.60 万元，增值率 12.59%；比审计后合并报表归属于母公司所有者权益增值 19,269.13 万元，增值率 9.37%。

(三) 估值结论

收益法估值得出的股东全部权益价值为 225,000.00 万元，市场法估值得出的股东全部权益价值为 253,000.00 万元，两者相差 28,000.00 万元。

收益法和市场法估值结果出现差异的主要原因是两种估值方法考虑的角度不同，收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力；市场法是从可比公司的市场估值倍数角度考虑的，反映了当前现状企业的市场估值水平。

截至估值基准日，被估值单位下属爱尔兰工厂和苏州工厂尚未开始大批量正式生产，收益法采用的数据主要依赖企业的行业经验和对企业未来发展预期的主观判断。而市场法采用的数据直接来源于资本市场，考虑到市场法采用的数据更加真实、可靠，估值结果更加客观，故选择市场法估值结果作为最终的估值结论。

根据上述分析，本估值报告估值结论采用市场法估值结果，即：被估值单位估值基准日的股东全部权益价值估值结论为人民币 253,000.00 万元，大写贰拾伍亿叁仟万元整。

本估值报告没有考虑控制权对估值对象价值的影响。本估值报告在市场法估值中考虑了缺乏流动性对估值对象价值的影响。

(四) 估值结论的使用有效期

本估值报告所揭示的估值结论仅对估值报告中描述的经济行为有效，估值结论使用有效期为自估值基准日起一年，即自估值基准日 2024 年 4 月 30 日至 2025 年 4 月 29 日。

十一、特别事项说明

本次对 WuXi Vaccines Ireland Limited 进行清查核实发现机器设备和在建工程已经按照生产工艺基本组装完毕，处于调试验证阶段，并按照疫苗生产 GMP 要求，机器设备和在建工程存放地属于高度管控区域，且 WuXi Vaccines Ireland Limited 与独立全球领先疫苗企业签署保密协议，估值人员未对机器设备及在建工程进行盘点，估值人员了解账面值构成情况、获取部分设备购买合同及通过管理层访谈方式履行替代程序，提请报告使用者关注。

被估值单位提供的盈利预测主要包含 WuXi Vaccines Ireland Limited 和苏州药明海德生物科技有限公司，由于两家公司尚未正式大批量生产，并无历史数据可供参考，且盈利预测中重要参数主要依赖行业经验和对企业未来发展预期的主观判断，估值人员通过查询可比上市公司及行业的公开数据，来分析判断企业提供盈利预测的合理性，提请报告使用者关注。

本次估值历史年度及估值基准日的账面值利用德勤华永会计师事务所(特殊普通合伙)出具的《WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 审计报告》，报告编号为“德师报(审)字(24)第 S00572 号”，报告出具日为 2024 年 8 月 29 日，审计意见为无保留意见。

本估值报告中，所有以万元为金额单位的表格或者文字表述，若存在合计数与各分项数值之和出现尾差的情况，均系四舍五入原因造成。

估值人员执行估值业务的目的是对估值对象价值进行估算并发表专业意见，并不承担相关当事人决策的责任。

委托人及被估值单位所提供的资料是进行本次估值的基础，委托人和被估值企业应对所提供资料的真实性、合法性和完整性承担责任。

在估值基准日以后的有效期内，如果资产数量及作价标准发生变化，对估值结论造成影响时，不能直接使用本估值结论，须对估值结论进行调整或重新估值。

十二、估值报告使用限制说明

本次估值报告属于咨询性质，并非《中华人民共和国资产评估法》和《资产评估准则》规范的资产评估报告，不得作为资产评估报告使用。

本估值报告的使用范围如下：仅供委托人和估值委托合同中约定的其他估值报告使用人使用；仅限用于本估值报告载明的估值目的；仅限在本估值报告载明的估值结论使用有效期内使用；未征得本估值机构同意，估值报告的内容不得被摘抄、引用或者披露于公开媒体，法律、行政法规规定以及相关当事人另有约定的除外。

委托人或者其他估值报告使用人应当按照法律、行政法规规定和估值报告载明的使用范围使用估值报告；委托人或者其他估值报告使用人未按照前述规定使用估值报告的，估值机构不承担责任。

除委托人、估值委托合同中约定的其他估值报告使用人之外，其他任何机构和个人不能成为估值报告的使用人。

估值报告使用人应当正确理解估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

本估值报告经估值机构盖章后方可正式使用。

十三、估值报告日

估值报告日为 2024 年 08 月 29 日。

（此页以下无正文）

(本页无正文，系金证估报字【2024】第 0028 号估值报告签章页)

估值机构：金证（上海）资产评估有限公司



估值报告日：2024 年 08 月 29 日

地址：上海市黄浦区龙华东路 868 号外滩中心办公 A 座 1303 室

邮编：200023 电话：021-63081130 传真：021-63081131 电子邮箱：contact@jzvaluation.com

附 件

- 附件一、 被估值单位专项审计报告
- 附件二、 委托人营业执照
- 附件三、 被估值单位营业执照/注册证书
- 附件四、 估值对象涉及的主要权属证明资料
- 附件五、 委托人和相关当事人的承诺函
- 附件六、 估值机构营业执照副本
- 附件七、 估值机构备案文件或者资格证明文件
- 附件八、 估值汇总表



WuXi Vaccines (Cayman) Inc. 股东全部权益价值

估值说明

金证估报字【2024】第 0028 号

(共一册, 第一册)



金证（上海）资产评估有限公司

2024 年 08 月 29 日

目 录

第一部分 关于估值说明使用范围的声明.....	3
第二部分 估值说明正文.....	4
第一章 合并口径资产清查说明.....	4
一、 货币资金-银行存款.....	4
二、 应收账款.....	4
三、 预付账款.....	4
四、 其他应收款.....	4
五、 存货.....	4
六、 合同资产.....	5
七、 其他流动资产.....	5
八、 长期应收款.....	5
九、 固定资产-房屋建筑物类.....	5
十、 固定资产-设备类.....	6
十一、 在建工程.....	8
十二、 使用权资产.....	8
十三、 无形资产-土地使用权.....	9
十四、 无形资产-其他无形资产.....	9
十五、 长期待摊费用.....	10
十六、 递延所得税资产.....	10
十七、 短期借款.....	10
十八、 应付账款.....	11
十九、 合同负债.....	11
二十、 应付职工薪酬.....	11
二十一、 应交税费.....	11
二十二、 其他应付款.....	11
二十三、 一年内到期的非流动负债.....	11
二十四、 租赁负债.....	11
二十五、 递延收益.....	12
二十六、 递延所得税负债.....	12
二十七、 其他非流动负债.....	12
第二章 市场法估值说明.....	13
一、 市场法的定义、原理、应用前提和具体估值方法选取.....	13
二、 宏观、区域经济因素分析.....	14
三、 行业现状与发展前景.....	16
四、 企业业务分析.....	22
五、 市场法估值过程.....	22
六、 市场法估值结果.....	30
第三章 收益法估值说明.....	31
一、 收益法的应用前提及选择的理由和依据.....	31

二、	收益预测的假设条件.....	31
三、	宏观、区域经济因素分析.....	32
四、	行业现状与发展前景.....	32
五、	企业业务分析.....	33
六、	估值计算及分析过程.....	33
七、	收益法估值结果.....	49
第三部分	估值结论.....	50
一、	估值结论.....	50

第一部分 关于估值说明使用范围的声明

本估值说明仅供国有资产监督管理机构（含所出资企业）、相关监管机构和部门使用。除法律、行政法规规定外，材料的全部或者部分内容不得提供给其他任何单位和个人，不得见诸公开媒体。

第二部分 估值说明正文

第一章 合并口径资产清查说明

一、货币资金-银行存款

银行存款账面值 174,084,667.51 元，共有 16 个账户。估值人员对各银行账户进行了函证，取得了各银行账户的银行对账单和银行存款余额调节表。对于外币账户，在原币金额的基础上，按估值基准日的国家外汇牌价折算为人民币的价值。

经核实，未发现账面值不实。

二、应收账款

应收账款账面余额 245,174,426.53 元，坏账准备 4,949,431.10 元，账面净额 240,224,995.43 元，系企业经营应收的货款、项目款、技术开发费，估值人员核对了账簿记录，收集了凭证、合同等相关资料，核实交易事项的真实性、账龄、业务内容和金额等，核实结果账、表、单金额相符，未发现账面值不实。

三、预付账款

预付账款账面值 1,086,587.82 元，系预付的货款、保险费等。估值人员核对了账簿记录，收集了凭证、合同等相关资料，核实交易事项的真实性、账龄、业务内容和金额等，核实结果账、表、单金额相符，未发现账面值不实。

四、其他应收款

其他应收款-其他应收款账面余额 916,235.10 元，坏账准备 0.00 元，账面净额 916,235.10 元，系押金、保证金、员工借款、代扣代缴个税等。估值人员核对了账簿记录、收集了凭证等相关资料，核实交易事项的真实性、账龄、业务内容和金额等，核实结果账、表、单金额相符，未发现账面值不实。

五、存货

存货账面余额 76,559,358.83 元，存货跌价准备 787,579.81 元，账面价值 75,771,779.02 元，包括原材料、在产品（自制半成品）。

估值人员将存货清查申报表与总账、明细账及财务报表进行核对，查阅相关账簿记录和原始凭证，以确认存货的真实存在及权属状况。另外，估值人员了解企业的存货内控制

度，并通过查阅最近的存货进出库单等，掌握存货的周转情况，并对存货的品质、库存时间进行核查。最后，估值人员与企业存货保管人员共同对存货进行了抽盘，并结合盘点日至估值基准日之间的存货出入库记录倒推计算出估值基准日存货的实有数量。

（一）原材料

原材料账面余额 43,071,542.92 元，原材料跌价准备 346,877.20 元，账面价值 42,724,665.72 元，主要包括 WBPk014 原液（ENG）、Pod 连接组件、1L 培养基方瓶等。

（二）在产品（自制半成品）

在产品（自制半成品）账面余额 33,487,815.91 元，在产品（自制半成品）跌价准备 440,702.61 元，账面价值 33,047,113.30 元，主要包括为正在生产线上尚未结转完工的生产成本和已办理入库的半成品等。

六、合同资产

合同资产账面值 22,853,910.99 元，为技术服务款。

估值人员核对了账簿记录、收集了合同、凭证等相关资料，核实交易事项的真实性、账龄、业务内容和金额等，核实结果账、表、单金额相符，未发现账面值不实。

七、其他流动资产

其他流动资产账面值 43,821,638.78 元，系跨月进项税、预交企业所得税等。估值人员核对了账簿记录、收集了纳税申报表、完税凭证等相关资料，未发现账面值不实。

八、长期应收款

长期应收款账面余额 2,592,181.37 元，减值准备 0.00 元，账面价值 2,592,181.37 元，系租赁押金、保证金。估值人员核对了账簿记录、收集了租赁合同等相关资料，核实交易事项的真实性和金额等，核实结果账、表、单金额相符，未发现账面值不实。

九、固定资产-房屋建筑物类

（一）估值范围

纳入本次估值范围的房屋建筑物为 WuXi Vaccines Ireland Limited 拥有的房屋建筑物。估值基准日房屋建筑物类资产的数量及账面价值如下表所示：

金额单位：元

建筑物类别	项数	账面原值	账面价值
房屋建筑物	1	2,956,923,212.30	2,813,819,753.65
房屋建筑物类合计	1	2,956,923,212.30	2,813,819,753.65

建筑物类别	项数	账面原值	账面价值
减：减值准备			
房屋建筑物类合计	1	2,956,923,212.30	2,813,819,753.65

(二) 房屋建筑物概况

纳入估值范围的房屋建筑物为 WuXi Vaccines Ireland Limited 拥有的房屋建筑物，分布于 Townland of HAYNESTOWN，基本概况如下：

序号	宗地名称	取得日期	坐落	用地性质	土地用途	准用年限	账面原值	账面净值
1	coloured Green as plan(s) DVP1G	2019/6/7	situate in the Townland of HAYNESTOWN	租赁	工业	999 年	2,956,923,212.30	2,813,819,753.65

纳入估值范围的房屋建筑物类资产已办理《土地权证》，权利人为 INDUSTRIAL DEVELOPMENT AGENCY (IRELAND)。

本次对 WuXi Vaccines Ireland Limited 的实物资产（主要为固定资产-机器设备、固定资产-房屋建筑物和在建工程）清查核实发现固定资产-机器设备和在建工程已经按照生产工艺进行组装完毕，处于调试验证阶段，按照疫苗生产 GMP 要求，固定资产-机器设备和在建工程所在区域属于管控区域，且 WuXi Vaccines Ireland Limited 与独立全球领先疫苗企业签署保密协议，估值人员未对固定资产-机器设备及在建工程进行盘点，估值人员了解账面值构成情况、获取部分设备购买合同及通过管理层访谈方式履行替代程序。

十、固定资产-设备类

(一) 估值范围

纳入本次估值范围的设备类资产包括机器设备、车辆和电子设备。估值基准日各类设备的数量及账面价值如下表所示：

金额单位：元

设备类别	数量（台/辆/套）	账面原值	账面价值
机器设备	706	110,612,925.59	97,349,819.02
车辆	1	332,608.51	153,237.55
电子及其他设备	202	3,487,737.58	3,117,714.33
设备类合计	909	114,433,271.68	100,620,770.90
减：减值准备		0.00	0.00
设备类合计	909	114,433,271.68	100,620,770.90

(二) 设备概况

企业共拥有设备 909 台（套），按其不同用途分为机器设备、车辆、电子及其他设备三类，具体构成如下：

(1) 机器设备：共 706 台（套），系 WuXi Vaccines Ireland Limited 以及苏州药明海德生物科技有限公司拥有的设备，主要包括 DSP 蛋白层析系统、超滤渗滤系统、USP 005 Peristaltic Pump 323 蠕动泵、QC 超低温冰箱（-80℃）等设备，主要分布于生产车间。

(2) 车辆：共 1 辆，系 WuXi Vaccines Ireland Limited 拥有的运输设备，位于爱尔兰。

(3) 电子及其他设备：共 202 台（套），系苏州药明海德生物科技有限公司以及上海药明海德生物科技有限公司拥有的设备，主要包括电脑、服务器、空调、办公家具等，主要分布于办公楼。

企业对于设备类资产采用年限平均法计提折旧，各类设备的折旧政策如下：

设备类别	折旧年限	残值率	年折旧率
机器设备	10 年	5%	9.50%
车辆	5 年	5%	19.00%
电子及其他设备	3-5 年	5%	19.00%-31.67%

（三）清查核实

1. 核实方法

(1) 核对账目：将被估值单位提供的设备类资产清查申报明细表与日记账、总账、报表以及固定资产台账核对，检查是否相符，并核对了部分设备类原始入账的会计凭证等。

(2) 资料收集：估值人员按照重要性原则，收集了主要设备的购置合同、发票、付款凭证、技术资料、工艺说明；收集了设备日常维护与管理制度等估值相关资料。

(3) 现场勘察：估值人员和企业相关人员共同对估值基准日申报的部分设备类资产进行了盘点与查看，核对设备名称、规格型号、生产厂家、数量、购置日期、启用日期等基本信息；了解设备的原始制造质量、维护保养情况、运行状态及故障频率、利用率、工作环境状况等使用信息；了解设备的预计使用年限和完损程度等成新状况；填写了典型设备的现场调查表。

2. 核实结论

本次对 WuXi Vaccines Ireland Limited 的实物资产（主要为固定资产-机器设备、固定资产-房屋建筑物和在建工程）清查核实发现固定资产-机器设备和在建工程已经按照生产工艺进行组装完毕，处于调试验证阶段，按照疫苗生产 GMP 要求，固定资产-机器设备和在建工程所在区域属于管控区域，且 WuXi Vaccines Ireland Limited 与独立全球领先疫苗企业签署保密协议，估值人员未对固定资产-机器设备及在建工程进行盘点，估值人员了解账面值构成情况、获取部分设备购买合同及通过管理层访谈方式履行替代程序。

本次对除 WuXi Vaccines Ireland Limited 以外的公司拥有的部分设备进行了盘点，现场勘察和清查核实表明，设备账、卡、物基本相符，设备管理工作和维护保养情况良好，在用设备性能可靠，质量稳定，均处于正常运行状态。

十一、在建工程

(一) 估值范围

在建工程账面余额 925,965,668.83 元，减值准备 0.00 元，账面价值 925,965,668.83 元，为在建工程-设备安装工程，系 WuXi Vaccines Ireland Limited、苏州药明海德生物科技有限公司、上海药明海德生物科技有限公司以及 WuXi Vaccines Singapore Private Limited 拥有的尚未结转固定资产的设备款项。主要包括 DP16 和 DP17 两个制剂工厂、BSL2 改造工程服务、BSL2 灭菌柜等尚未结转固定资产的设备款项。

(二) 清查核实

核对账目：根据被估值单位提供的在建工程清查申报明细表，首先与被估值单位的资产负债表相应科目核对使总金额相符；然后与被估值单位的在建工程明细账、台账核对使明细金额及内容相符；最后对部分在建工程核对了原始记账凭证等。

资料收集：估值人员按照重要性原则，根据在建工程的类型、金额等特征收集了项目合同、付款凭证等估值相关资料。

现场勘查：估值人员和被估值单位相关人员共同对估值基准日申报的在建工程进行了现场勘查。

现场访谈：估值人员向被估值单位调查了解了在建工程的质量、用途等信息；调查了解了在建工程账面原值构成等相关会计政策与规定。

核实结果：本次对 WuXi Vaccines Ireland Limited 的实物资产（主要为固定资产-机器设备、固定资产-房屋建筑物和在建工程）清查核实发现固定资产-机器设备和在建工程已经按照生产工艺进行组装完毕，处于调试验证阶段，按照疫苗生产 GMP 要求，固定资产-机器设备和在建工程所在区域属于管控区域，且 WuXi Vaccines Ireland Limited 与独立全球领先疫苗企业签署保密协议，估值人员未对固定资产-机器设备及在建工程进行盘点，估值人员了解账面价值构成情况、获取部分设备购买合同及通过管理层访谈方式履行替代程序。

本次对除 WuXi Vaccines Ireland Limited 以外的公司的部分在建工程进行盘点，经现场核实，该部分在建工程—设备安装工程账面价值组成为设备原价及相关费用，估值基准日时尚未投入使用，基准日后调试完毕，陆续投入使用。

十二、使用权资产

使用权资产账面原值 35,285,809.52 元，账面价值 23,880,487.89 元，共计 5 项，系租赁的房屋。

估值人员查阅了使用权资产的相关租赁合同和计算表，根据合同条款复核了使用权资产的入账和折旧过程。

十三、无形资产-土地使用权

(一) 估值范围

纳入本次估值范围的土地使用权共有 1 宗，概况如下表所示：

金额单位：元

序号	取得日期	证载权利人	用地性质	土地用途	准用年限	账面原值	账面价值
1	2017/11/22	INDUSTRIAL DEVELOPMENT AGENCY (IRELAND)	租赁	工业	999 年	7,239,043.44	7,207,642.85

(二) 土地使用权概况

根据土地的相关的权属证明文件记载，估值范围内土地的登记状况如下表所示：

序号	宗地名称	坐落	权利性质	用途	使用期限起	使用期限止
1	coloured Green as plan(s) DVP1G	situate in the Townland of HAYNESTOWN	租赁	工业	2019/6/7	2019/6/7+999.00Y

(三) 清查核实

1. 核实方法

(1) 核对账目：将被估值单位提供的无形资产-土地使用权清查申报明细表与被估值单位的日记账、总账、报表核对，检查明细金额和内容是否相符。

(2) 资料收集：估值人员收集了土地的权证等权属证明资料，并核对上述资料中土地的相关信息与无形资产-土地使用权清查申报明细表中填写的内容是否相符。

(3) 现场勘查：估值人员和被估值单位相关人员共同对估值基准日申报的土地进行了查看，核实了土地的坐落、用途等。

2. 核实结论

经过清查核实，土地实际的账面值情况、登记状况、权利状况与无形资产-土地使用权清查申报明细表中填写的信息相符。

十四、无形资产-其他无形资产

(一) 估值范围

无形资产-其他无形资产账面原值 6,500,020.70 元，账面净值 4,518,759.66 元，减值准备 0.00 元，账面价值 4,518,759.66 元，系苏州药明海德生物科技有限公司、WuXi Vaccines Ireland Limited 以及上海药明海德生物科技有限公司拥有的 16 项外购软件，7 项已注册商标。其中，账外的 7 项已注册商标如下，权利人为上海药明海德生物科技有限公司。

商标权清单

序号	注册证号	商标名称	标样	核定使用商品/服务类别	注册日期	有效期至
1	69635681	图形		42 类-网站服务	2024/3/28	2034/3/27
2	67828517	图形		42 类-网站服务	2024/3/28	2034/3/27
3	67836315	图形		40 类-材料加工	2023/5/14	2033/5/13
4	53837049	WUXI VACCINES		42 类-网站服务	2022/6/14	2032/6/13
5	53849218	WUXI VACCINES		40 类-材料加工	2022/6/14	2032/6/13
7	53704295	WUXI VACCINES		40 类-材料加工	2022/4/14	2032-04-13
8	53705469	WUXI VACCINES		42 类-网站服务	2022/4/14	2032/4/13

(二) 清查核实

对于外购软件，估值人员在核对总账、明细账的基础上，查验了相关的采购合同和发票，并对软件的使用情况进行现场勘查；对于商标权，估值人员查验了商标注册证，并在发证单位网站查询核实商标权的真实性、有效性。未发现账面值不实。

十五、长期待摊费用

长期待摊费用账面价值 57,913,756.07 元，系苏州药明海德生物科技有限公司拥有的租入固定资产改良支出，包括 9 号楼装修总包、ENG 楼宇监控系统等。

估值人员调查了解了长期待摊费用发生的原因，查阅了长期待摊费用的部分相关合同协议和记账凭证，对形成日期、原始发生额和尚存受益月数进行了核实，复核长期待摊费用的摊销过程，未发现账面值不实。

十六、递延所得税资产

递延所得税资产账面值 5,147,603.07 元。系由于企业计提减值准备、存货跌价准备等形成的可抵扣暂时性差异产生。

经核实，企业计提递延所得税资产的金额符合企业会计准则及税法相关规定。

十七、短期借款

短期借款账面值 53,612,034.82 元，系银行借入的期限在 1 年以下（含 1 年）的借款。

估值人员查阅了相关借款合同，核对了借款金额、合同签订日期、还款付息方式和利率，未发现账面值不实。

十八、应付账款

应付账款账面值 237,998,255.09 元，系采购应付的货款、材料款等。

估值人员在了解企业的采购模式和商业信用情况的基础上，按照重要性原则，收集了凭证、合同等相关资料，未发现账面不实。

十九、合同负债

合同负债账面值 91,756,194.44 元，为预收客户的生产费、技术开发费等。

估值人员在了解合同负债形成原因的基础上，按照重要性原则，对相应的合同和凭证进行了抽查，未发现账面值不实。

二十、应付职工薪酬

应付职工薪酬账面值 13,107,470.71 元，系应付职工的工资、养老金、年终奖等。

估值人员在了解企业员工构成和薪酬体系的基础上，核实了估值基准日近期的职工薪酬计提及发放凭证，未发现账面值不实。

二十一、应交税费

应交税费账面值 12,810,668.54 元，系企业所得税、印花税和个人所得税等。

估值人员在了解企业应负担的税种、税率以及缴纳方式等税收政策的基础上，查阅了估值基准日近期的纳税申报表和完税凭证，未发现账面值不实。

二十二、其他应付款

其他应付款-其他应付款账面值 1,432,877,493.58 元，系应付的设备款、工程款、关联方往来款、职工借款等。

估值人员按照重要性原则对部分款项的合同和凭证进行了抽查，未发现账面值不实。

二十三、一年内到期的非流动负债

一年内到期的非流动负债账面值 11,973,086.42 元，系将在一年之内到期的房屋租赁负债。

估值人员查阅了相关房屋租赁合同和租赁负债计算表，未发现账面值不实。

二十四、租赁负债

租赁负债账面值 14,040,940.40 元，系资产负债表日承租人企业尚未支付的租赁付款额的期末账面价值。

估值人员查阅了相关房屋租赁合同和租赁负债计算表，未发现账面值不实。

二十五、递延收益

递延收益账面值 16,920,726.68 元，系收到的政府补助资金。
估值人员查阅了相关入账凭证，未发现账面值不实。

二十六、递延所得税负债

递延所得税负债账面值 3,007,715.13 元。系由于离岸利息收入形成的递延所得税负债。
经核实，企业计提递延所得税负债的金额符合企业会计准则及税法相关规定。

二十七、其他非流动负债

其他非流动负债账面值 555,013,108.43 元，系应付的生产费。
估值人员查阅了相关生产合同协议，未发现账面值不实。

第二章 市场法估值说明

一、市场法的定义、原理、应用前提和具体估值方法选取

(一) 市场法的定义和原理

企业估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。

市场法依据的基本原理是市场替代原理，即一个正常的投资者为一项资产支付的价格不会高于市场上具有相同用途的替代品的现行市价。根据这一原则，相似的企业应该具有类似的价值。因此，具有相似性的被估值企业价值与可比对象价值可以通过同一经济指标联系在一起，即：

$$\frac{V_1}{X_1} = \frac{V_2}{X_2}$$
$$V_1 = \frac{V_2}{X_2} \times X_1 = \frac{P_2}{X_2} \times X_1$$

其中， $\frac{V}{X}$ 为价值比率， V_1 为被估值企业的价值， V_2 为可比对象的价值。 X 为其计算价值比率所选用的经济指标。由于价值的体现较为复杂，不能直接观测到，而在有效市场中，企业的市场交易价格可以在一定程度上反映其价值。因此对于可比对象，估值人员一般使用其市场交易价格 P_2 作为替代，计算价值比率。因此价值比率的确定成为市场法应用的关键。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法和交易案例比较法都是通过对市场上可比交易数据的分析得出被估值企业的价值，所不同的只是可比对象的来源不同，前者来源于公开交易的证券市场，后者来源于个别的股权交易案例。对于上市公司比较法而言，基本模型中的 V_2 可选取上市公司的股权价值或企业价值。对于交易案例比较法而言，基本模型中的 V_2 可选取案例的交易价格。

(二) 上市公司比较法的定义、原理和应用前提

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

上市公司比较法的应用前提如下：

- (1) 有一个充分发展、活跃的资本市场；
- (2) 在上述资本市场中存在着足够数量的与估值对象相同或相似的可比上市公司；
- (3) 能够收集到可比上市公司的交易价格信息、财务信息及其他相关资料。

（三）交易案例比较法的定义、原理和应用前提

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法的应用前提如下：

- （1）有一个充分发展、活跃的资本市场；
- （2）在上述资本市场中存在着足够数量的标的企业与估值对象相同或相似的可比交易案例；
- （3）能够收集到可比交易案例的交易价格信息、财务信息及其他相关资料。

（四）具体估值方法的选取理由

由于可收集到至少三个与估值对象同行业的可比上市公司，且可比上市公司相关数据容易收集，本次估值采用上市公司比较法。

二、宏观、区域经济因素分析

2024 年上半年，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，有效落实各项宏观政策，国民经济运行总体平稳，稳中有进，生产稳定增长，需求持续恢复，就业物价总体稳定，居民收入继续增加，新动能加快成长，高质量发展取得新进展。

初步核算，上半年国内生产总值 616836 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.0%。分产业看，第一产业增加值 30660 亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 236530 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 349646 亿元，增长 4.6%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%。从环比看，二季度国内生产总值增长 0.7%。

（一）夏粮再获丰收，畜牧业总体平稳

上半年，农业（种植业）增加值同比增长 4.0%。夏粮生产再获丰收。全国夏粮总产量 14978 万吨，比上年增加 363 万吨，增长 2.5%。上半年，猪牛羊禽肉产量 4712 万吨，同比增长 0.6%，其中，牛肉、禽肉产量分别增长 3.9%、6.3%，猪肉、羊肉产量分别下降 1.7%、0.9%；牛奶产量增长 3.4%，禽蛋产量增长 2.7%。二季度末，生猪存栏 41533 万头，同比下降 4.6%；上半年，生猪出栏 36395 万头，下降 3.1%。

（二）工业生产较快增长，装备制造业支撑作用明显

上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%。分三大门类看，采矿业增加值增长 2.4%，制造业增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.0%。装备制造业增加值增长 7.8%，高技术制造业增加值增长 8.7%，增速分别快于全部规模以上工业 1.8 和 2.7 个百分点。分经济类型看，国有控股企业增加值增长 4.6%；股份制企业增长 6.5%，外商及港澳台投资企业增长 4.3%；私营企业增长 5.7%。分产品看，3D 打印设备、新能源汽车、集成电路产品产量同比分别增长 51.6%、34.3%、28.9%。6 月份，规模以上工业增加值同比

增长 5.3%，环比增长 0.42%。6 月份，制造业采购经理指数为 49.5%，与上月持平；企业生产经营活动预期指数为 54.4%，比上月上升 0.1 个百分点。1-5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 27544 亿元，同比增长 3.4%。

（三）服务业继续恢复，现代服务业发展良好

上半年，服务业增加值同比增长 4.6%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业，批发和零售业增加值分别增长 11.9%、9.8%、6.9%、6.6%、5.7%。6 月份，全国服务业生产指数同比增长 4.7%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长 13.5%、9.7%、5.4%。1-5 月份，规模以上服务业企业营业收入同比增长 8.5%。6 月份，服务业商务活动指数为 50.2%；服务业业务活动预期指数为 57.6%，比上月上升 0.6 个百分点。其中，航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。

（四）市场销售保持增长，服务消费增势较好

上半年，社会消费品零售总额 235969 亿元，同比增长 3.7%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 204559 亿元，增长 3.6%；乡村消费品零售额 31410 亿元，增长 4.5%。按消费类型分，商品零售 209726 亿元，增长 3.2%；餐饮收入 26243 亿元，增长 7.9%。部分基本生活类和升级类商品销售良好，限额以上单位粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长 9.6%、5.6%；通讯器材类、体育娱乐用品类商品零售额分别增长 11.3%、11.2%。全国网上零售额 70991 亿元，同比增长 9.8%。其中，实物商品网上零售额 59596 亿元，增长 8.8%，占社会消费品零售总额的比重为 25.3%。6 月份，社会消费品零售总额同比增长 2.0%，环比下降 0.12%。上半年，服务零售额同比增长 7.5%。

（五）固定资产投资规模扩大，高技术产业投资增长较快

上半年，全国固定资产投资（不含农户）245391 亿元，同比增长 3.9%；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.5%。分领域看，基础设施投资增长 5.4%，制造业投资增长 9.5%，房地产开发投资下降 10.1%。全国新建商品房销售面积 47916 万平方米，同比下降 19.0%；新建商品房销售额 47133 亿元，下降 25.0%。分产业看，第一产业投资增长 3.1%，第二产业投资增长 12.6%，第三产业投资下降 0.2%。民间投资增长 0.1%；扣除房地产开发投资，民间投资增长 6.6%。高技术产业投资同比增长 10.6%，其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 10.1%、11.7%。高技术制造业中，航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业投资分别增长 38.3%、12.1%；高技术服务业中，电子商务服务业、科技成果转化服务业投资分别增长 24.1%、17.4%。6 月份，固定资产投资（不含农户）环比增长 0.21%。

（六）货物进出口较快增长，贸易结构持续优化

上半年，货物进出口总额 211688 亿元，同比增长 6.1%。其中，出口 121298 亿元，增长 6.9%；进口 90390 亿元，增长 5.2%。进出口相抵，贸易顺差 30909 亿元。一般贸易进出

口增长 5.2%，占进出口总额的比重为 65.0%。民营企业进出口增长 11.2%，占进出口总额的比重为 55.0%，比上年同期提高 2.5 个百分点。机电产品出口增长 8.2%，占出口总额的比重为 58.9%。6 月份，进出口总额 36705 亿元，同比增长 5.8%。其中，出口 21871 亿元，增长 10.7%；进口 14834 亿元，下降 0.6%。

（七）居民消费价格温和回升，工业生产者价格降幅收窄

上半年，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.1%，一季度为同比持平。分类别看，食品烟酒价格下降 1.4%，衣着价格上涨 1.6%，居住价格上涨 0.2%，生活用品及服务价格上涨 0.9%，交通通信价格下降 0.7%，教育文化娱乐价格上涨 2.0%，医疗保健价格上涨 1.4%，其他用品及服务价格上涨 3.3%。在食品烟酒价格中，鲜果价格下降 7.8%，鲜菜价格下降 2.7%，猪肉价格持平，粮食价格上涨 0.5%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.7%。6 月份，全国居民消费价格同比上涨 0.2%，环比下降 0.2%。

上半年，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.1%，降幅比一季度收窄 0.6 个百分点。其中，6 月份同比下降 0.8%，环比下降 0.2%。上半年，工业生产者购进价格同比下降 2.6%。其中，6 月份同比下降 0.5%，环比上涨 0.1%。

（八）就业形势总体稳定，城镇调查失业率下降

上半年，全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比一季度下降 0.1 个百分点，比上年同期下降 0.2 个百分点。6 月份，全国城镇调查失业率为 5.0%，与上月持平，比上年同月下降 0.2 个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为 5.0%；外来户籍劳动力调查失业率为 4.8%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 4.7%。31 个大城市城镇调查失业率为 4.9%。全国企业就业人员周平均工作时间为 48.6 小时。二季度末，外出务工农村劳动力总量 18997 万人，同比增长 1.6%。

（九）居民收入继续增长，农村居民收入增长快于城镇居民

上半年，全国居民人均可支配收入 20733 元，同比名义增长 5.4%，扣除价格因素实际增长 5.3%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 27561 元，同比名义增长 4.6%，实际增长 4.5%；农村居民人均可支配收入 11272 元，同比名义增长 6.8%，实际增长 6.6%。从收入来源看，全国居民人均工资性收入、经营净收入、财产净收入、转移净收入分别名义增长 5.8%、6.4%、2.1%、5.0%。全国居民人均可支配收入中位数 17358 元，同比名义增长 5.9%。

总的来看，上半年我国经济运行总体平稳，转型升级稳步推进。同时也要看到，当前外部环境错综复杂，国内有效需求依然不足，经济回升向好基础仍需巩固。下阶段，要坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，更大力度激发市场活力和内生动力，巩固和增强经济回升向好态势，促进经济持续健康发展。

三、行业现状与发展前景

（一）行业简介

1. 生物 CDMO 行业

随着医药制造产业链分工的逐步深化，在药物筛选研发、临床试验、原料药及制剂委托生产加工和销售等各个环节先后出现了一批成熟的外包服务公司，根据所处阶段的不同，可将医药外包服务分为合同定制研发（CRO，Contract Research Organization）、合同定制生产（CMO，Contract Manufacturing Organization）和医药合同销售（CSO，Contract Development Sales Organization）三大类，其中合同定制生产（CMO）主要是指接受制药公司的委托，提供产品研发、生产时所需要的工艺开发、配方开发、制剂生产以及包装等服务，是全球医药行业专业化分工的产物。目前 CMO 企业逐步增强研发实力，转型升级为 CDMO（Contract Development Manufacturing Organization）。

CDMO（Contract Development and Manufacturing Organization），即定制研发生产机构，主要为跨国药企及生物技术公司提供临床新药工艺开发和制备，以及已上市药物工艺优化和规模化生产服务的机构，即为临床前和临床试验研究用药的生产、以及商业化药品生产。制药企业受医疗经费、创新药潜在收益率下降等影响，逐渐剥离生产职能，并与第三方 CMO 机构建立定制合同生产，实现专业化分工。

2. CDMO 历史阶段

CDMO 行业起源于 20 世纪 90 年代的欧美国家，发展至今经历约四个阶段：

萌芽期：20 世纪 90 年代之前，CDMO 公司较少，主要包括药企的剩余产能、精细化工公司（如 Lonza）、专业化 CMO 公司（如专门生产软胶囊的 R.P.Scherer）等。

黄金发展期：20 世纪 90 年代中末期，大型药企的很多专利药到期，盈利能力大幅下降，纷纷出售工厂以降低资金、人员投入，CDMO 公司通过并购优质产能快速发展，与此同时，创新药企逐渐成长并纷纷上市，轻资产运营的模式对 CDMO 需求大增，海外 CDMO 行业迎来黄金十年，中国 CDMO 行业萌芽。

稳定发展期：2008 年，金融危机严重影响医药研发企业的资金来源，依附于医药创新链条的 CDMO 行业亦受到重创，小型 CDMO 公司发展受挫甚至破产，大型 CDMO 公司（如 Lonza）则加大收购力度，发展壮大；2010 年后，随着经济逐渐恢复，医药研发创新投资热情重燃，海外 CDMO 行业发展稳定，中国 CDMO 行业则处于积累阶段。

产业转移+升级期：2015 年，中国国务院印发文件提出开展上市许可持有人制度（MAH 制度）试点，并正式于 2016 年实施试点，叠加 2015 年药品监督管理局开展的临床试验改革带来的创新药投资热情，中国 CDMO 行业进入高速发展期，海外 CDMO 行业则持续进行产业升级，拓展新兴技术领域。

3. CDMO 行业分类

依据产品类型，CDMO 可分为小分子 CDMO、大分子 CDMO、细胞基因疗法 CDMO（CGT CDMO）三大细分领域，其中每个领域所需的工艺技术、仪器装备、人员要求均不一样。小分子 CDMO 公司产品包括基础化学品、非 GMP+GMP 中间体、原料药、制剂等，反应仪器为反应釜；大分子 CDMO 公司产品包括原液及生物制剂，反应仪器为一次性反应器和不锈钢

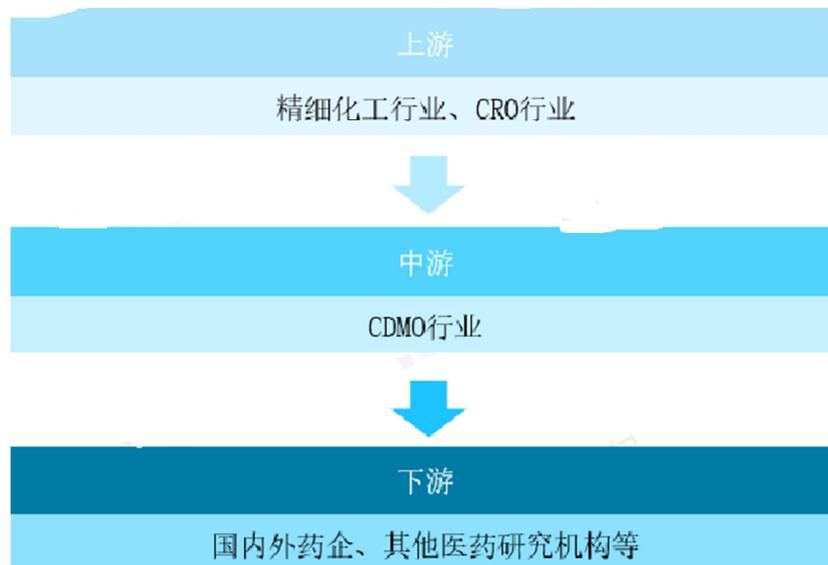
钢罐；CGT CDMO 公司产品包括质粒、病毒、细胞及最终制剂，反应仪器为细胞培养、分离仪器等。

（二）生物 CDMO 行业现状与前景

1. 行业产业链

如下图，CDMO 行业上游主要包括两个行业，其中之一为 CRO 行业。CRO 是制药产业链中不可缺少的环节。精细化工行业提供的基础化学原料经过分类加工后可形成专用医药原料，可由 CDMO 企业逐渐加工形成原料药起始物料、cGMP 中间体、原料药和制剂。医药 CDMO 行业的业务链一般是从专用医药原料开始。CDMO 下游行业为医药行业。为稳定供应链、控制外包服务质量，目前各大跨国制药企业更倾向与少数核心供应商建立长期战略合作伙伴关系。这种合作关系是建立在长时间考核和磨合的基础上，双方相互支持、互惠互利。

图：行业产业链



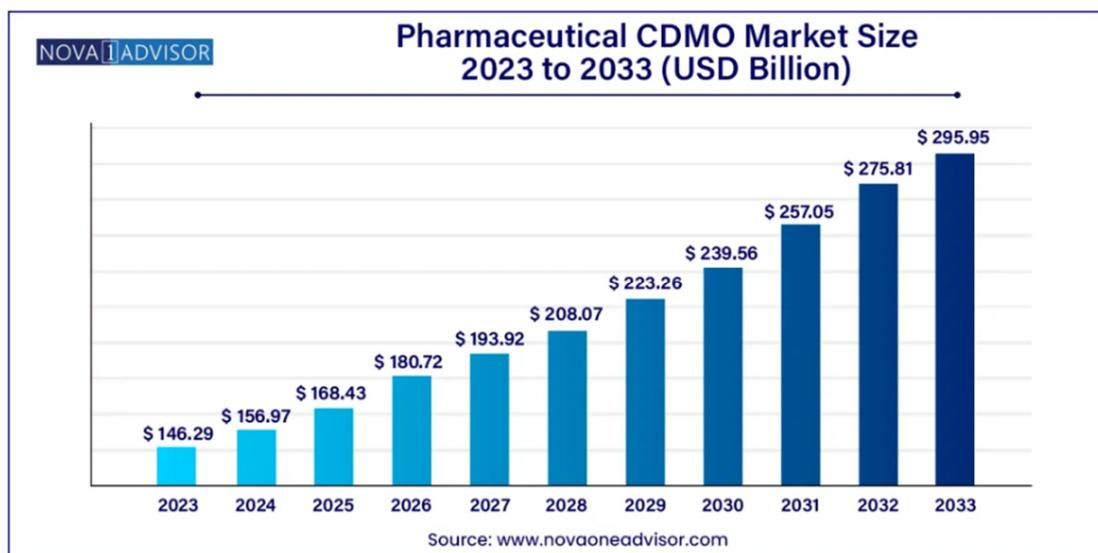
2. 市场规模

CDMO 在药物创新产业链中扮演着重要角色，伴随着我国创新药行业不断发展，近年来 CDMO 行业的发展势头强劲，迎来了快速增长。2017 年至 2021 年，中国 CDMO 市场规模从 132.00 亿元增长至 473.00 亿元，复合年增长率为 37.70%。根据 Nova One Adviso 的最新报告，2023 年全球医药 CDMO 市场规模为 1,462.90 亿美元。其中，包括原研生物制剂、生物仿制药以及细胞和基因疗法在内的全球大分子原料药 CDMO 市场估值为 116.00 亿美元，2024-2033 年的复合年增长率为 7.30%；2023 年全球小分子 CDMO 市场规模大约为 1,136.7 百万美元，预计 2030 年达到 2,501.9 百万美元，2024-2030 期间年复合增长率(CAGR)为 11.9%；2023 年中国细胞与基因治疗 (CGT) CMO/CDMO 行业市场规模超 180.00 亿元，预计 2025 年

全球 CGT 市场规模突破 300 亿美元我国 CDMO 行业显示出高于全球水平的增长速度，中国 CDMO 市场占比全球市场比重逐年增长。

目前生物药产业规模正处于高速增长的阶段。根据弗若斯特沙利文数据显示，2018 年至 2022 年，全球生物药市场规模从 2,611 亿美元增长至 3,638 亿美元，年复合增长率为 8.6%。全球范围内生物药在整体医药市场中的占比攀升，在 2022 年已接近四分之一，并预计在 2026 年及 2030 年将分别扩大至 31.8%和 37.5%。

图：全球生物 CDMO 规模



3. 竞争格局

据沙利文报告显示，2023 年全球销售额前十的药品中，有 5 个属于单抗、3 个化药、1 个多肽和 1 个疫苗。其中生物药所占比例正在逐年加大，并且随着越来越多生物药的获批上市，生物药行业的重心逐渐由工艺研究转向了生产规模的放大和商业化量产。2018 年至 2022 年，全球生物药 CDMO 市场规模的整体体量出现显著增长，已从 133.00 亿美元跃升至 293.00 亿美元，预计将在 2026 年和 2030 年分别达到 581 亿美元和 1,004 亿美元。

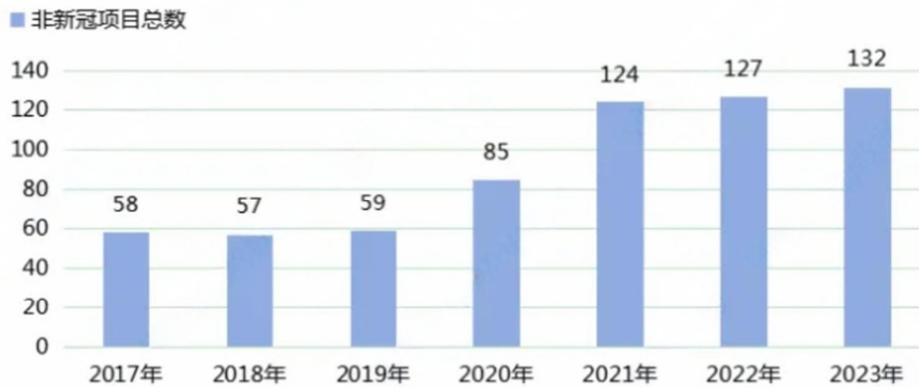
很明显，生物医药行业的加速发展与重心后移，导致全球范围内对生物药产能的需求加大，生物药 CDMO 因此迎来了发展机遇。

同时，由于近两年下游单品持续快速放量，生物药 CDMO 之外，化药大分子 CDMO 如多肽、寡核酸 CDMO 的需求也在快速提升，相关重点布局企业也因此《CDMO 榜》中多个出现。

1) 药明海德

作为国内大分子 CDMO 当之无愧的龙头企业，药明生物多年建立的竞争优势仍相对明显，剔除新冠商业化项目的影响，非新冠收益同比大增 37.7%，且非新冠后期及商业化生产项目同比激增 101.7%；2023 年综合项目数同比增长 18.7%达到 698 个，其间新增项目 132 个，创下单财年内非新冠项目新增数目历史新高。

图：2017-2023 年药明生物“非新冠”项目数趋势



2) 九州药业

九州药业作为一家领先的 CDMO 企业，始终秉承“关爱生命、维护健康”的使命和“成为全球药物创新解决方案的卓越生命健康企业”的愿景，以最高效的交付效率、最贴心的客户服务为宗旨，支持全球客户的药物开发。公司管理层有效地执行五年战略规划，持续深化与合作伙伴关系，大力拓展 CDMO 业务布局，实现高质量发展。2023 年，九州药业实现营业收入 55.23 亿元，较上年同比增长 1.44%；归属于母公司净利润 10.33 亿元，较上年同比增长 12.17%。

九州药业原料药 CDMO 项目管线日益丰富，已经形成了可持续的临床前/临床 I、II、III 期的漏斗型项目结构；在制剂 CDMO 业务方面，进一步强化了研发、生产、注册一体的制剂 CDMO 服务体系；在多肽和偶联业务方面，随着技术和生产团队的不断壮大以及新技术的开发应用，业务量正在稳步上升。

3) 凯莱英

凯莱英通过为国内外制药公司、生物技术公司提供贯穿药物研发至商业化的药物全生命周期的卓越 CDMO 服务及解决方案，高效和高质量的研发与生产服务可加快创新药的临床研究及商业化应用，成为创新药物全球产业链中不可或缺的一部分。

2023 年实现营业总收入 78.25 亿元，剔除大订单后收入 54.05 亿元，同比增长 24.37%；2023 年毛利率为 51.16%，同比提升 3.79 个百分点，恒定汇率下同比提升 1.64 个百分点。其中小分子业务实现收入 66.20 亿元，剔除大订单后收入 42.00 亿元，同比增长 25.60%；新兴服务业务实现收入 11.99 亿元，同比增长 20.42%。

4. 影响因素

1) 生物药制造需求

目前生物药产业规模正处于高速增长的阶段。根据弗若斯特沙利文数据显示，2018 年至 2022 年，全球生物药市场规模从 2,611 亿美元增长至 3,638 亿美元，年复合增长率为 8.6%。全球范围内生物药在整体医药市场中的占比攀升，在 2022 年已接近四分之一，并预计在 2026 年及 2030 年将分别扩大至 31.80% 和 37.50%。

图：全球范围内生物药市场规模情况，2018-2030E



2) 相关制度政策

2019 年 12 月正式实施的《我国药品管理法》明确国家对药品管理实行药品上市许可持有人 (MAH) 制度, 对持有人的条件、权利、义务、责任等都做出了全面系统的规定。药品上市许可人可以专注于研发创新, 将生产环节委托给 CDMO 企业, 降低投入成本, 同时借助 CDMO 企业在研发和生产环节上的优势, 更灵活的进行资源优化配置。这一制度不仅落实了药品全生命周期的主体责任, 而且大大激发了市场活力, 鼓励新药创新, 药品上市许可人对 CDMO 服务的市场需求不断增长。

(三) 发展趋势

1. 外包增加

出于成本效益和专业化的考虑, 制药公司继续将药物开发和生产的各个环节外包给 CDMO, 对灵活性、效率和获得先进技术的需求推动了这一趋势。

2. 生物制剂和生物仿制药

随着对生物药和生物仿制药需求的增加, CDMO 正在扩大其在生物制药开发和生产方面的能力, 包括细胞系开发、生物工艺优化和生物制剂的大规模生产。

3. 先进疗法

人们对细胞和基因疗法等先进疗法的兴趣与日俱增。CDMO 正在投资专门的基础设施和专业知识和专业知识, 以支持这些新型疗法的开发和生产。

4. 虚拟制药模式

缺乏内部制造能力的小型虚拟制药公司越来越依赖 CDMO 将其产品推向市场。创新型初创企业和生物技术公司的崛起推动了这一趋势。

5. 综合服务

CDMO 正在扩大服务范围, 提供从早期开发到商业生产和监管支持的端到端解决方案。这种综合方法简化了药物开发流程, 加强了合作伙伴之间的合作。

6.质量与合规性

随着监管标准越来越严格，CDMO 正在优先考虑质量保证和合规性。

四、企业业务分析

药明海德及其下属各级子公司（以下简称“药明海德”或“公司”）主要从事生物制品的研发制造服务、技术咨询和技术服务。致力于打造全球疫苗行业领先的一体化能力和技术平台，提供疫苗合同定制研发生产（CDMO）服务。

药明海德主要生产工厂分别位于爱尔兰及苏州。截至本报告出具日，爱尔兰工厂处于相关技术转移阶段，但尚未开始商业化生产；苏州工厂一期项目已于 2024 年一季度完工投产，二期项目仍在建设中，完成后可进入商业化规模生产阶段。目前，药明海德主要收入来源于爱尔兰海德合作方的项目进程款及为其他客户提供疫苗产品 CRDMO（合同研究、开发及生产）业务。

药明海德的业务范围包括疫苗原液、制剂、工艺放大、质量控制实验室等一体化生产和供应服务，能够满足国内外客户对疫苗研发生产质量、批量、交付时间和成本的要求，提供从疫苗开发到大规模商业化生产、分发的端到端服务。药明海德应该是全球第一家疫苗专属 CDMO 企业。

公司服务对象主要为全球疫苗开发企业、非营利组织等，有疫苗开发需求的均可以是其潜在客户。

药明海德的市場核心竞争优势主要体现在以下 6 个方面：（1）质量体系完备；（2）合规体系完善；（3）历史服务过的项目多；（4）业务的专属性强；（5）服务专业资质；（6）价格优惠合理。

药明海德在人力资源方面和药明体系合作较为紧密；核心技术方面可共享药明系的专利技术，药明海德不用额外缴纳专利授权费；销售网络方面公司在美国有专业的业务拓展专员开辟新业务。

五、市场法估值过程

（一）可比上市公司的选取

本次市场法估值对于可比上市公司的选取标准如下：

- （1）在中国 A 股和香港联交所的上市公司，且截至估值基准日至少已上市两年。
- （2）与估值对象同属于医药生物行业，且主要经营业务为医药 CDMO。
- （3）根据相关上市公司公告的文件，估值基准日近期末发生重大资产重组等可能使股票价格存在异常波动的重大事件。
- （4）估值基准日近期股票正常交易，未处于停牌等非正常交易状态。
- （5）鉴于 ST 股票较可能因市场中的投机、炒作等因素使得股票价格较大程度偏离其实际价值，故将 ST 股票剔除出可比公司范围。

根据上述选取标准，最终选取得到可比上市公司如下：

证券代码	证券简称	上市日期	主营业务	公司简介
603259.SH	药明康德	2018年5月7日	小分子化学药的发现、研发及生产的全方位、一体化平台服务，以全产业链平台的形式面向全球制药企业提供各类新药的研发、生产及配套服务、医疗器械检测及境外精准医疗研发生产服务。	无锡药明康德新药开发股份有限公司的主营业务是为全球生物医药行业提供一体化、端到端的新药研发和生产服务。公司主营业务可以分为化学业务、测试业务、生物学业务、细胞及基因疗法 CDMO 业务、国内新药研发服务业务五大板块，服务范围覆盖从概念产生到商业化生产的整个流程，服务区域包括中国、美国、欧洲及其他区域。
603456.SH	九洲药业	2014年10月9日	化学原料药及医药中间体的研发、生产与销售。	浙江九洲药业股份有限公司主营业务为医药定制研发和生产（CDMO）服务，包含小分子化学药物、多肽药物、偶联药物和小核酸药物。公司产品涵盖合同定制类、抗感染类、中枢神经类药物、非甾体类药物、降血糖类药物。
002821.SZ	凯莱英	2016年11月17日	为国内外制药公司、生物技术公司提供药品全生命周期的一站式 CMC 服务、高效和高质量的研发与生产服务。	凯莱英医药集团（天津）股份有限公司是一家全球领先的服务于新药研发和生产的 CDMO 一站式综合服务商。为国内外大中型制药企业、生物技术公司提供高效和高质量的研发与生产服务，助推创新药的临床研究与商业化应用。主要包括临床阶段药品、商业化阶段药品、技术服务，公司是全球第五大创新药原料药 CDMO 公司。

（二）价值比率的选择和计算

价值比率是指以价值或价格作为分子，以财务数据或其他特定非财务指标等作为分母的比率。价值比率是市场法对比分析的基础，由资产价值与一个与资产价值密切相关的指标之间的比率倍数表示，即：

$$\text{价值比率} = \frac{\text{价值}}{\text{与价值密切相关的指标}}$$

1. 权益价值比率和企业整体价值比率

按照价值比率分子的计算口径，价值比率可分为权益价值比率与企业整体价值比率。权益价值比率主要指以权益价值作为分子的价值比率，主要包括市盈率（P/E）、市净率（P/B）等。企业整体价值比率主要指以企业整体价值作为分子的价值比率，主要包括企业价值与息税前利润比率（EV/EBIT）、企业价值与息税折旧摊销前利润比率（EV/EBITDA）、企业价值与销售收入比率（EV/S）等。

2. 盈利价值比率、资产价值比率、收入价值比率和其他特定价值比率

价值比率可以按照分母的性质分为盈利价值比率、资产价值比率、收入价值比率和其他特定价值比率。

$$\text{盈利价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{盈利类参数}}$$

$$\text{资产价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{资产类参数}}$$

$$\text{收入价值比率} = \frac{\text{企业整体价值}}{\text{收入类参数}}$$

$$\text{其他特定价值比率} = \frac{\text{企业整体价值} / \text{股权价值}}{\text{特定类参数}}$$

常用的价值比率如下表所示：

价值比率分类	权益价值比率	企业整体价值比率
盈利价值比率	P/E	EV/EBITDA
	PEG	EV/EBIT
	P/FCFE	EV/FCFF
资产价值比率	P/B Tobin Q	EV/TBVIC
收入价值比率	P/S	EV/S
其他特定价值比率	P/研发支出	EV/制造业年产量 EV/医院的床位数 EV/发电厂的发电量 EV/广播电视网络的用户数 EV/矿山的可采储量等

估值对象主要厂房虽基本建设完成但尚未正式投产进行商业化生产，收入指标和利润指标代表性不强，且估值对象为重资产企业，净资产与价值的相关性较强，故本次估值选取资产价值比率中的 P/B 作为价值比率。

本次市场法估值采用上市公司比较法，由于选取的可比公司为上市公司，而被估值单位为非上市公司，本次估值考虑了流动性对估值对象价值的影响。

利用 Wind 资讯、CVSource 数据库和产权交易所网站发布的数据，分析对比 2023 年各行业非上市公司并购案例的市盈率和上市公司的市盈率，得到不同行业的缺少流动性折扣率如下表所示：

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流动性折扣比例
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
1	采掘业	23	26.32	65	35.20	25.2%
2	电力、热力、煤气、水的生产和供应业	65	26.06	64	31.32	16.8%
3	房地产业	54	30.90	60	39.63	22.0%

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		缺少流动性折扣比例
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
4	建筑业	41	37.42	48	46.20	19.0%
5	交通运输、仓储业	55	24.63	70	33.78	27.1%
6	银行业	25	0.51	27	0.57	11.2%
7	证券、期货业	49	26.68	33	32.31	17.4%
8	其他金融业	31	14.17	8	19.74	28.2%
9	社会服务业	313	32.84	106	48.51	32.3%
10	农、林、牧、渔业	15	45.05	23	70.66	36.2%
11	批发和零售贸易	121	35.01	99	46.51	24.7%
12	信息技术业	77	50.43	195	75.80	33.5%
13	电子制造业	28	42.22	163	59.56	29.1%
14	机械、设备、仪表制造业	68	39.42	569	50.77	22.4%
15	金属、非金属制造业	40	29.66	178	40.83	27.4%
16	石油、化学、塑胶、塑料制造业	26	38.01	253	45.48	16.4%
17	食品、饮料制造业	13	33.70	81	51.65	34.8%
18	医药、生物制品制造业	10	25.99	165	42.01	38.1%
19	其他制造业	18	39.08	129	51.19	23.7%
20	合计/平均值	1072	31.48	2336	43.25	25.6%

原始数据来源：Wind 资讯、CVSource、产权交易所

被估值单位属于上表中的医药制造业，缺乏流动性折扣率取 38.1%。

可比公司剔除股权流动性因素后的 P/B 计算过程和结果如下表所示：

金额单位：万元

项目	字母或计算公式	药明康德	九洲药业	凯莱英
基准日股权价值（万元）	A	11,119,521.12	1,449,971.32	2,825,954.53
缺乏流动性折扣率	B	38.1%	38.1%	38.1%
基准日股权价值（扣除流动性折扣）	$C=A \times (1-B)$	6,882,983.57	897,532.24	1,749,265.85
减：溢余现金及现金等价物	D	1,390,217.07	355,676.88	719,620.00
减：非经营性资产、负债净值	E	1,030,237.32	-21,961.08	176,541.11
经营性股权价值（万元）	$F=C-D-E$	4,462,529.18	563,816.44	853,104.74
基准日经营性归母净资产（万元）	G	3,161,148.88	535,454.94	863,157.46
P/B	$H=F \div G$	1.41	1.05	0.99

（三）价值比率的修正

1.可比公司评价指标修正

参照常用的评价指标体系，一般在市场法估值时需要通过分析委估企业与对比案例在营运能力、偿债能力、盈利能力、发展能力、规模状况等的差异，从而对相关指标进行修正。

A.营运能力：本次主要取用流动资产周转率指标。流动资产周转率是指企业实现销售收入与流动资产平均净额的对比关系，用以衡量企业在一定时期的流动资产周转的能力。指标值越高，说明企业运营能力越好。

B.偿债能力：本次主要取用速动比率、资产负债率指标。一般来说资产负债率低，表明偿债保证程度较强。

C.盈利能力：本次主要取用成本费用利润率、净资产收益率指标作为盈利能力的衡量指标。指标值越高，说明企业的盈利能力越好。

D.发展能力分析：本次主要取用利润总额增长率、归母净利润增长率指标。一般来说，利润总额增长率、归母净利润增长率越高，表明企业发展能力较强。

E.规模分析：本次被估值单位自身规模与上市公司的资产、收入状况均有一定的差异，需要进行一定的比率修正。采取总资产规模和销售收入规模来作为衡量企业规模的指标。一般而言，企业经营性收入规模越大，则在自身业务的发展中会占有一定的优势。

被估值单位作为比较基础和调整目标，因此将被估值单位各指标系数均设为 100，比较案例各指标系数与目标公司比较后确定，低于目标公司指标系数的则调整系数小于 100，高于目标公司指标系数的则调整系数大于 100。

同时根据各项指标修正的幅度进行限制，单一因素修正不超过 10，以防止修正幅度过大的问题。

2.价值比率计算及修正

A.营运能力

流动资产周转率是指企业一定时期内主营业务收入同流动资产的比率，反映了企业流动资产的周转速度，是从企业全部资产中流动性最强的流动资产角度对企业资产的利用效率进行分析，以进一步揭示影响企业资产质量的主要因素。流动资产周转率越大，说明流动资产周转越快，反映出销售能力越强，流动资产利用效率越高，反之亦然。本次赋予该指标子项权重 100%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英
一、	营运能力分析				
1	流动资产周转率	1.84	2.33	1.53	1.80

以被估值单位为基准系数 100，营运能力指标超过被估值单位的可比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位盈利能力指标的差额与区间间隔确定，每 0.25 修正 1 个点。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	子项权重
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英	
一、	营运能力分析	100	102	99	100	100

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	子项权重
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英	
1	流动资产周转率	100	102	99	100	100

B. 偿债能力

速动比率是指企业速动资产与流动负债的比率，速动资产是企业的流动资产减去存货和预付费用后的余额，主要包括现金、短期投资、应收票据、应收账款等项目。它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。一般说来，比率越高，说明企业资产的变现能力越强，短期偿债能力亦越强；反之则弱。本次赋予该指标子项权重 50%。

企业长期偿债能力指标—资产负债率是衡量企业长期偿债能力的常用指标。资产负债率是企业负债与资产的比例，该项比例越低，表明企业偿债能力越高，可融资能力越强，相对价值比率越高，反之亦然。本次赋予该指标子项权重 50%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英
二、	偿债能力分析				
1	速动比率	0.65	0.88	0.99	2.12
2	资产负债率	0.14	0.32	0.25	0.14

以被估值单位为基准系数 100，速动比率超过被估值单位短期偿债能力指标的可比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，资产负债率超过被估值单位资产负债率的可比公司向下进行修正，反之则向上进行修正，修正幅度根据其与被估值单位资产负债率的差额与区间间隔确定，每 20%修正 1 个点。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	子项权重
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英	
二、	偿债能力分析	100	100	101	104	100
1	速动比率	100	101	102	107	50
2	资产负债率	100	99	99	100	50

C. 盈利能力

成本费用利润率是企业一定期间的利润总额与成本、费用总额的比率。成本费用利润率指标表明每付出一元成本费用可获得多少利润，体现了经营耗费所带来的经营成果。该项指标越低，利润就越大，反映企业的经济效益越好。本次赋予该指标子项权重 50%。

净资产收益率是净利润与平均股东权益的百分比，是企业税后利润除以净资产得到的百分比率，该指标反映股东权益的收益水平，用以衡量公司运用自有资本的效率。指标值越高，说明投资带来的收益越高。该指标体现了自有资本获得净收益的能力。本次赋予该指标子项权重 50%。

公司名称	标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
------	------	--------	--------	--------

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英
三、	盈利能力分析				
1	成本费用利润率	4.05%	41.21%	27.32%	43.42%
2	净资产收益率	0.88%	28.95%	17.26%	24.30%

以被估值单位为基准系数 100，盈利能力指标超过被估值单位的可比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位盈利能力指标的差额与区间间隔确定，每 20%修正 1 个点。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	子项权重
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英	
三、	盈利能力分析	100	102	101	102	100
1	成本费用利润率	100	102	101	102	50
2	净资产收益率	100	101	101	101	50

D.发展能力分析

利润总额增长率是指企业本年利润总额增加额对上年利润总额的比率，是评价企业成长状况和发展能力的重要指标。本次赋予该指标子项权重 50%。

归母净利润增长率是指本年归母净利润增加额对上年归母净利润的比率，是评价企业成长状况和发展能力的重要指标。本次赋予该指标子项权重 50%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英
四、	发展能力分析				
1	利润总额增长率	-3.02%	11.43%	5.85%	-36.59%
2	归母净利润增长率	19.95%	18.01%	11.46%	-36.50%

以被估值单位为基准系数 100，利润总额增长率、归母净利润增长率超过被估值单位的可比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位增长率的差额与区间间隔确定，每 20%修正 1 个点。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	子项权重
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英	
四、	发展能力分析	100	101	100	98	100
1	利润总额增长率	100	101	100	98	50
2	归母净利润增长率	100	100	100	97	50

E.规模分析

销售收入是企业实现财务成果的基础，也是反映企业生产经营活动状况的重要财务指标。本次赋予该指标子项权重 50%。

资产规模能一定程度反映企业的价值，一般而言，企业收入规模越大，则在各类项目招投标及与客户的洽谈合作方面都占有一定优势。本次赋予该指标子项权重 50%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英
五、	企业规模分析				
1	销售收入规模 (万元)	98,264.32	4,034,080.69	552,341.82	782,519.03
2	资产规模 (万元)	444,866.82	4,951,270.54	798,252.99	1,006,836.69

以被估值单位为基准系数 100，销售收入、总资产规模超过被估值单位的可比公司向上进行修正，反之则向下进行修正，修正幅度根据其与被估值单位规模指标的差额与区间间隔确定，每 2 亿修正 1 个点。本次赋予该指标子项权重 50%。

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	子项权重
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英	
五、	企业规模分析	100	110	110	110	100
1	销售收入规模 (万元)	100	110	110	110	50
2	资产规模 (万元)	100	110	110	110	50

3.修正调整系数

通过上述分析,将被估值单位的各项指标与可比上市公司的各项指标进行逐一比对(被估值单位各指标÷可比上市公司各指标)后得出对应的各项指标的调整系数,并考虑相应的指标权重,计算结果见下表:

公司名称		标的公司	可比公司 1	可比公司 2	可比公司 3	子项权重	总项权重
		药明海德	药明康德	九洲药业	凯莱英		
P/B			1.41	1.05	0.99		
一、	营运能力分析	100	102	99	100	100	20
1	流动资产周转率	100	102	99	100	100	
二、	偿债能力分析	100	100	101	104	100	20
1	速动比率	100	101	102	107	50	
2	资产负债率	100	99	99	100	50	
三、	盈利能力分析	100	102	101	102	100	20
1	成本费用利润率	100	102	101	102	50	
2	净资产收益率	100	101	101	101	50	
四、	发展能力分析	100	101	100	98	100	20
1	利润总额增长率	100	101	100	98	50	
2	净利润增长率	100	100	100	97	50	
五、	企业规模分析	100	110	110	110	100	20
1	销售收入规模 (万元)	100	110	110	110	50	
2	资产规模 (万元)	100	110	110	110	50	
六、	修正分	100	103	102	103		
七、	修正后 P/B	1.12	1.37	1.03	0.96		

因缺乏控制权折价率数据，本次市场法估值未考虑控制权对估值对象价值的影响。

(四) 市场法估值的计算

采用 P/B 计算被估值单位股权价值的过程和结果如下表所示：

金额单位：万元

公司名称			WuXi Vaccines (Cayman) Inc.
估值基准日			2024/4/30
金额			人民币万元
指标	项目	字母或计算公式	金额
P/B	标的公司经营性净资产	A	390,829.55
	修正后 P/B	B	1.12
	非经营性资产、负债及溢余资产价值	C	-185,098.68
	归属于母公司的股东全部权益价值（取整）	$D=A+B+C$	253,000.00

六、市场法估值结果

经市场法估值，被估值单位于估值基准日的股东全部权益价值为人民币 253,000.00 万元。

第三章 收益法估值说明

一、收益法的应用前提及选择的理由和依据

(一) 收益法的定义和原理

企业估值中的收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。

收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。股利折现法是将预期股利进行折现以确定估值对象价值的具体方法；现金流量折现法是将预期自由现金流进行折现以确定估值对象价值的具体方法，通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。

(二) 收益法的应用前提

收益法使用通常应具备以下三个前提条件：

(1) 投资者在投资某个企业时所支付的价格不会超过该企业（或与该企业相当且具有同等风险程度的同类企业）未来预期收益的折现值。

(2) 能够对企业未来收益进行合理预测。

(3) 能够对与企业未来收益的风险程度相对应的收益率进行合理估算。

(三) 收益法选择的理由和依据

估值人员结合被估值单位的历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取估值资料的充分性，对本项目适用收益法估值的理由分析如下：

(1) 被估值单位近年经营情况较稳定，营业收入及净利润持续增长，具备进行历史数据分析进而对未来收益进行预测的基础。

(2) 被估值单位经营业务稳定，有较明确的未来发展规划，且未来数年内收益大部分有合同、协议等资料作为支撑，未来收益可预测性较强。

(3) 被估值单位可提供估值人员进行收益法估值所需的大部分资料，进行收益法估值具有现实的可操作性。

二、收益预测的假设条件

本次收益法估值采用的假设条件如下：

(一) 一般假设

1.交易假设：即假定所有待估值资产已经处在交易的过程中，估值人员根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是资产估值得以进行的一个最基本的前提假设。

2.公开市场假设：即假定资产可以在充分竞争的市场上自由买卖，其价格高低取决于一定市场的供给状况下独立的买卖双方对资产的价值判断。

3.持续经营假设：即假定一个经营主体的经营活动可以连续下去，在未来可预测的时间内该主体的经营活动不会中止或终止。

（二）特殊假设

1.假设估值基准日后被估值单位所处国家和地区的法律法规、宏观经济形势，以及政治、经济和社会环境无重大变化；

2.假设估值基准日后国家宏观经济政策、产业政策和区域发展政策除公众已获知的变化外，无其他重大变化；

3.假设与被估值单位相关的税收政策、信贷政策不发生重大变化，税率、汇率、利率、政策性征收费用率基本稳定；

4.假设估值基准日后被估值单位的管理层是负责的、稳定的，且有能力担当其职务；

5.假设被估值单位完全遵守所有相关的法律法规，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项；

6.假设委托人及被估值单位提供的基础资料、财务资料和经营资料真实、准确、完整；

7.假设估值基准日后无其他人力不可抗拒因素及不可预见因素对被估值单位造成重大不利影响；

8.假设估值基准日后被估值单位采用的会计政策与编写本资产评估报告时所采用的会计政策在重要方面基本保持一致；

9.假设估值基准日后被估值单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式、业务结构与目前基本保持一致，不考虑未来可能由于管理层、经营策略以及商业环境不可预见性变化的潜在影响；

10.假设估值基准日后被估值单位的现金流入为平均流入，现金流出为平均流出；

11.被估值单位全资子公司 **WuXi Vaccines Ireland Limited** 与独立全球领先疫苗企业签订了 20 年期合约生产协议，假设 20 年合约到期后被估值单位可以与客户顺利续期。

根据估值的要求，认定这些假设条件在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时，将不承担由于假设条件改变而推导出不同估值结论的责任。

三、宏观、区域经济因素分析

见本估值说明中的“市场法估值说明”部分。

四、行业现状与发展前景

见本估值说明中的“市场法估值说明”部分。

五、企业业务分析

见本估值说明中的“市场法估值说明”部分。

六、估值计算及分析过程

(一) 收益法模型的选取

收益法常用的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。股利折现法是将预期股利进行折现以确定估值对象价值的具体方法；现金流量折现法是将预期自由现金流进行折现以确定估值对象价值的具体方法，通常包括企业自由现金流折现模型和股权自由现金流折现模型。

根据被估值单位所处行业、经营模式、资本结构、发展趋势等情况，本次收益法估值选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型，即将未来收益年限内的企业自由现金流量采用适当折现率折现并加总，计算得到经营性资产价值，然后再加上溢余资产、非经营性资产及负债价值，并减去付息债务价值，最终得到股东全部权益价值。企业自由现金流折现模型的计算公式如下：

股东全部权益价值 = 企业整体价值 - 付息债务价值

企业整体价值 = 经营性资产价值 + 溢余资产价值 + 非经营性资产及负债价值

1. 经营性资产价值

经营性资产价值包括详细预测期的企业自由现金流量现值和详细预测期之后永续期的企业自由现金流量现值，计算公式如下：

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+r)^i} + \frac{F_{n+1}}{(r-g) \times (1+r)^n}$$

其中：V—估值基准日企业的经营性资产价值；

F_i —未来第 i 个收益期的预期企业自由现金流量；

F_{n+1} —永续期首年的预期企业自由现金流量；

r —折现率；

n —详细预测期；

i —详细预测期第 i 年；

g —详细预测期后的永续增长率。

(1) 企业自由现金流量的确定

企业自由现金流量是指可由企业资本的全部提供者自由支配的现金流量，计算公式如下：

企业自由现金流量 = 净利润 + 税后的付息债务利息 + 折旧和摊销 - 资本性支出 - 营运资本增加

(2) 折现率的确定

本次收益法估值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：

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + R_e \times \frac{E}{D + E}$$

其中： R_e —权益资本成本；
 R_d —付息债务资本成本；
 E —权益的市场价值；
 D —付息债务的市场价值；
 T —企业所得税税率。

本次估值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. 溢余资产价值

溢余资产是指估值基准日超过企业生产经营所需，估值基准日后企业自由现金流量预测中不涉及的资产。本次收益法对于溢余资产单独分析和估值。

3. 非经营性资产、负债价值

非经营性资产、负债是指与被估值单位日常经营无关的，估值基准日后企业自由现金流量预测中不涉及的资产与负债。本次收益法对于非经营性资产、负债单独分析和估值。

4. 付息债务价值

付息债务是指估值基准日被估值单位需要支付利息的负债。本次收益法对于付息债务单独分析和估值。

（二）收益期和详细预测期的确定

根据法律、行政法规规定，以及被估值单位企业性质、企业类型、所在行业现状与发展前景、协议与章程约定、经营状况、资产特点和资源条件等因素分析，确定收益期限为无限年。本次估值将收益期分为详细预测期和永续期两个阶段。详细预测期自估值基准日至 2031 年 12 月 31 日截止，2032 年起进入永续期。

(三) 收益预测口径的确定

被估值单位及其子公司经营管理一体化程度较高，为更好地分析被估值单位及其下属企业历史的整体盈利能力水平和发展趋势，进而对未来作出预测，本次采用合并报表口径进行收益预测和收益法估值。

本次并表范围内的公司概况如下：

级次	企业名称	企业简称	职能定位	成立时间	注册资本	持股比例	
						直接	间接
一级	WuXi Vaccines (Cayman) Inc.	药明海德	持股平台	2020年9月	50,000.00 美元		
二级	WuXi Vaccines (Hong Kong) Limited	香港海德	持股及销售平台	2019年5月	0.10 万港元	100%	
三级	WuXi Vaccines Ireland Limited	爱尔兰海德	境外工厂	2019年6月	0.10 万欧元		100%
三级	上海药明海德生物科技有限公司	上海海德	持股及销售平台	2018年8月	50,000.00 万元		100%
四级	无锡药明海德生物技术有限公司	无锡海德	持股平台	2021年3月	5,000.00 万元		100%
三级	苏州药明海德生物科技有限公司	苏州海德	境内工厂	2022年10月	20,000.00 万元		100%
三级	WuXi Vaccines Singapore Private Limited	新加坡海德	持股平台	2022年11月	100.00 万美元		100%

(四) 未来收益预测

被估值单位提供的盈利预测主要包含 WuXi Vaccines Ireland Limited 和苏州药明海德生物科技有限公司，由于两家公司尚未大批量正式生产，并无历史数据可供参考，且盈利预测中重要参数主要依赖行业经验和对企业未来发展预期的主观判断，估值人员通过查询可比上市公司及行业的公开数据，来分析判断企业提供盈利预测的合理性。

1. 营业收入的预测

根据企业提供的盈利预测，收入主要按照苏州海德营业收入、爱尔兰海德营业收入和其他营业收入三大类进行预测。其中，苏州海德按照一期工厂和二期工厂分别预测，一期工厂已有少量生产，二期工厂预计 2025 年投产。

(1) 苏州海德一期工厂：一期工厂主要提供原液（DS—Drug Substance）和制剂（DP—Drug Product）两种 CDMO 服务，企业根据目前在手订单和意向订单，按照合同约定进度可以在 2024 年确认的收入，预估了 2024 年 5 月-12 月的预计收入。2025 年及以后年度，企业预估了未来每年的 DS、DP 订单数量，根据企业对行业的了解和经验数据预估了单价，结合产能利用率预测每年收入。

(2) 苏州海德二期工厂：经企业介绍，苏州海德二期工厂预计 2025 年完工转固开始生产，二期工厂仅提供制剂的 CDMO 服务，目前已有两个意向 DP 项目，预计已达二期工厂产能，因此企业根据上述两项 DP 项目预计需求量和单价预估了二期工厂收入。

(3) 爱尔兰海德：根据企业管理层访谈和提供的合同，爱尔兰海德与客户签署了 20 年期长期定制合同，合同期内只为该客户提供生产服务，且合同到期后续期的可能性较大，

本次假设 20 年合约到期后被估值单位可以与客户顺利续期。经与企业管理层和会计师沟通了解，爱尔兰工厂收入预测逻辑如下：

爱尔兰海德收入来源包括①根据合同约定的阶梯式收款，年产量达到一定数量，客户会支付对应的固定金额；②生产过程中采购的原材料加 5%向客户收取；③2019 年-2020 年客户预付 1 亿美元，在 20 年间摊销。爱尔兰海德成本为主要材料成本、人工成本、折旧和摊销及其他成本。根据上述收入和成本统计合同期 20 年的预计总收入和预计总成本，测算 20 年平均毛利率（GP）为 18.78%，根据该 GP 水平及每年预计发生的成本倒推确认当期收入。

爱尔兰海德 2026 年开始正式生产定制产品，以前年度的其他项目收入，未来不会再发生，不再预测。

（4）其他营业收入：主要系合并报表范围内的香港海德对外签订的海外订单和上海海德对外签订的订单，实际转包给合并报表范围外的其他关联公司，该部分业务毛利较低，根据企业提供的在手订单进行预测。

经同花顺 iFinD 查询，可比上市公司 2021 年、2022 年收入增长率高达 46%、75%，预测未来 2025 年、2026 年收入增长率约为 16%、14%，被估值单位正式大批量投产后，前期收入涨幅和达到稳定阶段后的收入涨幅与可比上市公司数据相比，较为合理，予以采纳。

根据上述分析测算，企业未来年度营业收入预测数据详见“收益法估值明细表——表 5 营业收入预测表”。

2. 营业成本的预测

根据企业提供的盈利预测，与收入对应，成本主要按照苏州海德营业成本、爱尔兰海德营业成本和其他营业成本三大类进行预测。其中，苏州海德按照一期工厂和二期工厂分别预测。爱尔兰海德 2026 年开始正式生产定制产品，以前年度的其他项目收入，未来不会再发生不再预测，成本也不再预测。苏州海德营业成本、爱尔兰海德营业成本均包括主要材料成本、人工成本、折旧和摊销及其他制造费用。

（1）主要材料成本：苏州海德一期工厂 2024 年全年主要材料成本根据已发生成本和在手订单、意向订单预计还需发生的材料成本进行预测，以后年度按照占相关收入比例进行预测，占比参考行业水平和企业经验数据；苏州海德二期工厂主要材料成本根据两项意向 DP 项目需求量和预计单位成本预测，经分析主要材料成本按照占相关收入比例较为合理；爱尔兰海德主要材料成本包括测试期间耗材和正式投产后材料成本，其中，正式投产后材料成本根据预计产量和单位成本进行预测，预计产量主要根据客户需求预计，单位成本为企业测试期经验数据，未来每年考虑适当上涨。

（2）人工成本：人工成本为生产人员的工资、社保、公积金和福利费等，根据企业提供的预测数据及生产人员人数，经测算年平均工资水平相对合理。

(3) 折旧和摊销：主要包括生产用的固定资产的折旧以及长期待摊费用的摊销。根据企业资本性投入计划，正式投产前还需投入一定金额的厂房和设备，故本次估值未来计入成本的折旧和摊销金额按照未来各年固定资产和长期待摊费用的预计金额以及折旧和摊销年限进行预测。

(4) 其他制造费用：主要包括生产过程中发生的其他成本，根据企业提供的预测数据，经测算其他制造费用占相关收入比例相对合理。

(5) 其他营业成本：按照毛利率进行预测，毛利率参考历史水平。

经同花顺 iFinD 查询，可比上市公司 2021 年、2022 年、2023 年平均销售毛利率为 37.98%、39.77%、43.33%。苏州海德一期工厂和二期工厂稳定期毛利率与可比上市公司平均水平相比，较为合理，予以采纳。

根据上述分析测算，企业未来年度营业成本预测数据详见“收益法估值明细表——表 6 营业成本预测表”。

3. 税金及附加的预测

企业的税金及附加主要包括境内主体涉及的城建税、教育费附加和地方教育附加。其中城建税、教育费附加、地方教育附加分别为流转税的 7%、3%、2%。企业的流转税主要为增值税，税率为 13%、6%。本次估值按照占相关收入比例估算未来各年的税金及附加。

根据上述分析测算，企业未来年度税金及附加预测数据详见“收益法估值明细表——表 7 税金及附加预测表”。

4. 销售费用的预测

根据企业提供的盈利预测，销售费用主要按照苏州海德销售费用、爱尔兰海德销售费用和其他主体销售费用三大类进行预测。其中，爱尔兰海德历史无销售费用，且为定制服务，预计未来也不会发生销售费用，不予预测。苏州海德和其他主体销售费用预测如下：

(1) 职工薪酬：主要包括销售人员的工资、社保、公积金和福利费等。公司目前销售人员规模已满足企业经营需求，本次估值预计销售人员稳定在现有水平，未来各年销售人员薪酬水平保持 3% 的温和增长。

(2) 股权激励：经企业介绍，股权激励为企业授予公司员工的股票期权激励和限制性股权，企业股份支付均为权益结算，没有实际现金流出，未来不再考虑预测。

(3) 折旧和摊销：主要包括销售人员使用的固定资产的折旧。目前公司销售人员规模已趋于稳定，现有的销售用设备已基本能满足销售人员办公需求，未来除更新现有相关资产外，暂无大规模新增计划，故本次估值未来计入销售费用的折旧和摊销金额按当前水平进行预测。

(4) 其他费用：系销售人员日常办公及销售活动中发生的其他零星费用，历史年度每年发生金额很小，未来按照一定金额及一定的年增加额进行预测。

根据上述分析测算，企业未来年度销售费用预测数据详见“收益法估值明细表——表 8 销售费用预测表”。

5.管理费用的预测

根据企业提供的盈利预测，管理费用主要按照苏州海德管理费用、爱尔兰海德管理费用和其他主体管理费用三大类进行预测。

(1) 职工薪酬：主要包括管理人员的工资、社保、公积金和福利费等。苏州海德管理人员职工薪酬 2024 年全年参考 1-4 月水平，2025 年二期工厂正式投产后考虑管理人员适当增加，当年管理人员薪酬较上年有所增长，以后年度按照占相关收入比例预测，占比参考历史水平。爱尔兰海德管理人员职工薪酬 2024 年参考历史水平，2025 年正式投产后考虑管理人员适当增加，当年管理人员薪酬较上年有所增长，以后年度预计管理人员稳定，未来各年管理人员薪酬水平保持 3%的温和增长。其他主体管理人员基本稳定，职工薪酬 2024 年参考 1-4 月水平进行预测，未来各年管理人员薪酬水平保持 3%的温和增长。

(2) 股权激励：经企业介绍，股权激励为企业授予公司员工的股票期权激励和限制性股权，企业股份支付均为权益结算，没有实际现金流出，未来不再考虑预测。

(3) 折旧和摊销：主要包括管理人员使用的固定资产的折旧和无形资产的摊销。现有的管理用设备已基本能满足管理人员办公需求，未来除更新现有相关资产外，暂无大规模新增计划，故本次估值未来计入管理费用的折旧和摊销金额按当前水平进行预测。

(4) 服务费、IT 费用、差旅费和其他费用：服务费主要为保险费、咨询费、法律服务费、审计费、外包服务费、检测费等第三方服务费用，IT 费用主要为网络使用费等，差旅费主要为国内外差旅费用，其他费用主要为租金及其他管理活动中发生的费用，根据企业提供的预测数据，经测算各项费用占相关收入比例较为合理。

根据上述分析测算，企业未来年度管理费用预测数据详见“收益法估值明细表——表 9 管理费用预测表”。

6.研发费用的预测

企业历史无研发费用，未来预计也不会发生研发费用，不予预测。

根据上述分析测算，企业未来年度研发费用预测数据详见“收益法估值明细表——表 10 研发费用预测表”。

7.财务费用的预测

(1) 利息支出

利息支出主要包括爱尔兰海德的短期借款利息、租赁负债利息费用和关联公司资金拆借形成的利息。本次对租赁相关的费用仍按照租金预测，租赁负债利息费用不再预测。本

次将其他应付款—应付关联方作为非经营性负债考虑，相关关联公司资金拆借形成的利息根据企业历史发生情况预测。

估值基准日企业的付息债务包括短期借款 5,361.20 元，根据爱尔兰海德的借款合同，借款利率为欧洲现行央行利率加 1.5%，经测算，本估值基准日利率为 5.50%，预计未来继续保持这一平均利率水平。

在估值基准日企业账面各项借款的本金、利率的基础上，考虑未来每年预计发生的利息费用，进而得到未来各年利息支出的预测值。

(2) 利息收入

由于收益法估值时已将溢余货币资金作为溢余资产处理，其余日常经营所需的货币资金由于交易频繁，产生的利息收入很少，故本次估值未来不再预测利息收入。

(3) 汇兑损益

企业在日常经营中大量使用美元、欧元结算，形成汇兑损益。近年来受美元、欧元汇率波动影响，企业持续产生汇兑损失，且波动较大。由于难以对未来汇率波动趋势进行预测，本次估值假设未来汇率基本保持稳定，不再预测汇兑损益。

(4) 手续费

银行手续费和其他费用历年发生金额较小，未来不再预测。

根据上述分析测算，企业未来年度财务费用预测数据详见“收益法估值明细表——表 11 财务费用预测表”。

8.其他收益的预测

企业历史年度的其他收益系政府补助收入，由于上述因素未来各年发生的可能性及发生金额难以可靠预测，本次估值未来不再预测其他收益。

根据上述分析测算，企业未来年度其他收益预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

9.投资收益的预测

企业历史年度的投资收益系交易性金融资产产生的收益形成，由于历史上形成投资收益的相关资产截至估值基准日已处置，且预计未来年度无其他可形成投资收益的资产或业务，故本次估值未来不再预测投资收益。

根据上述分析测算，企业未来年度投资收益预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

10.净敞口套期收益的预测

企业历史年度无净敞口套期收益，预计未来年度亦无开展套期业务的计划，故未来亦不预测净敞口套期收益。

根据上述分析测算，企业未来年度净敞口套期收益预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

11.公允价值变动收益的预测

企业历史年度无公允价值变动收益，预计未来年度亦无可形成公允价值变动收益的资产、负债或业务，未来亦不预测公允价值变动收益。

根据上述分析测算，企业未来年度公允价值变动收益预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

12.信用减值损失的预测

历史年度信用减值损失系对应收款项计提减值准备形成。由于信用减值损失存在较大偶然性，难以预测，且并不影响实际的现金流量，另外未来营运资本预测中对上述资产直接按扣除减值准备后的净值预测，故本次估值不再预测信用减值损失。

根据上述分析测算，企业未来年度信用减值损失预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

13.资产减值损失的预测

资产减值损失系对合同资产计提减值准备、对存货计提跌价损失形成。由于资产减值损失存在较大偶然性，难以预测，且并不影响实际的现金流量，另外未来营运资本及资本性支出预测中对上述资产直接按扣除减值准备后的净值预测，本次估值不再预测资产减值损失。

根据上述分析测算，企业未来年度资产减值损失预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

14.资产处置收益的预测

历史年度的资产处置收益系处置非流动资产产生的收益，由于未来各年发生资产处置的可能性及处置收益金额难以可靠预测，本次估值未来不再预测资产处置收益。

根据上述分析测算，企业未来年度资产处置收益预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

15.营业外收入的预测

历史年度的营业外收入系其他偶然性收入，由于上述因素未来各年发生的可能性及发生金额难以可靠预测，本次估值未来不再预测营业外收入。

根据上述分析测算，企业未来年度营业外收入预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

16.营业外支出的预测

历史年度的营业外支出系处置非流动资产损失和其他非常损失，由于上述因素未来各年发生的可能性及发生金额难以可靠预测，本次估值未来不再预测营业外支出。

根据上述分析测算，企业未来年度营业外支出预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

17.所得税费用的预测

考虑到适用所得税税率差异，本次按照苏州海德和爱尔兰海德两个主体分别预测所得税费用。

(1) 对企业所得税税率的考虑

苏州海德适用的企业所得税税率为 25%。香港海德所得税税率 16.5%，从历史情况及与企业访谈了解，根据企业税务筹划及实际经营情况，存在香港海德与客户签约并确认收入，苏州海德执行生产，并与香港海德结算，最终会有部分利润在香港海德层面缴税，综合上述情况，本次对苏州海德利润总额按照 20%的综合所得税税率考虑。

爱尔兰海德于爱尔兰注册成立，根据爱尔兰的相关法律法规，适用的所得税税率为 12.5%。

(2) 主要纳税调整项目

① 苏州海德弥补以前年度亏损

企业以前年度存在未弥补亏损。根据《中华人民共和国企业所得税法》，“企业纳税年度发生的亏损，准予向以后年度结转，用以后年度的所得弥补，但结转年限最长不得超过五年”。因此，本次估值在确定未来应纳税所得税时考虑了弥补以前年度亏损的影响。

根据上述分析测算，企业未来年度所得税费用预测数据详见“收益法估值明细表——表 12 其他损益项目预测表”。

18.折旧与摊销的预测

企业的折旧和摊销主要包括固定资产折旧、无形资产摊销和长期待摊费用摊销。本次估值首先在估值基准日固定资产、无形资产和长期待摊费用基础上，结合未来资本性支出计划，对未来各年固定资产、无形资产和长期待摊费用原值进行预测，然后结合企业对各类固定资产、无形资产和长期待摊费用的折旧和摊销政策，对未来各年的折旧和摊销进行测算。

企业固定资产折旧采用年限平均法计提，各类固定资产的折旧年限、残值率及年折旧率如下：

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
房屋建筑物	18-45 年	10%	2%-5%
机器设备	10 年	10%	9.0%
运输设备	5 年	10%	18.0%

类别	折旧年限	残值率	年折旧率
电子及其他设备	1-5 年	10%	18.00%-90.00%

企业无形资产摊销采用年限平均法计提，各类无形资产的摊销年限、残值率及年摊销率如下：

类别	摊销年限	残值率	年摊销率
土地使用权	999 年	0%	0.10%
软件	5 年	0%	20.00%

企业长期待摊费用摊销采用年限平均法计提，各类长期待摊费用的摊销年限、残值率及年摊销率如下：

类别	摊销年限	残值率	年摊销率
装修费	20 年	0%	5.00%

根据上述分析测算，企业未来年度折旧与摊销预测数据详见“收益法估值明细表——表 15 折旧摊销计算表”。

19.资本性支出的预测

企业的资本性支出主要包括固定资产、无形资产和长期待摊费用的更新性资本性支出和扩张性资本性支出。

(1) 更新性资本性支出

更新性资本性支出系现有固定资产、无形资产和长期待摊费用等长期资产在未来经济使用年限届满后，为了维持持续经营而必须投入的更新支出。根据企业现有主要长期资产的成新率分析，大规模更新的时间在详细预测期之后，为使详细预测期内的自由现金流量能够体现为将来更新长期资产所需留存的金额，估值预测中按现有各类长期资产的账面原值和可使用年限，将未来更新所需的金额分摊至使用年限内各年，作为因维持持续经营而进行的更新资本性支出。更新性资本性支出除包括估值基准日现有长期资产的更新性支出，也包括未来新增的长期资产的后续更新性支出。

(2) 扩张性资本性支出

扩张性资本性支出系为扩大再生产而新增的固定资产投入，包括估值基准日账面在建工程和开发支出的后续新增投入。根据企业未来发展规划，为支撑未来收益预测实现，详细预测期内企业的扩张性资本性支出计划如下：

① 固定资产

企业未来的固定资产扩张性资本性支出主要为苏州工厂和爱尔兰工厂后续投入，未来各年的投入计划如下：

金额单位：万元

项目名称	2024 年 5-12 月
已签约但尚未于财务报表中确认的购建长期资产承诺	9,664.43

项目名称	2024 年 5-12 月
其他后续投入	8,119.57
合计	17,784.00

根据上述分析测算，企业未来年度资本性支出预测数据详见“收益法估值明细表——表 14 资本性支出计算表”。

20. 营运资本增加额的预测

营运资本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本。营运资本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。

本报告所定义的营运资本和营运资本增加额分别为：

营运资本 = 最佳货币资金保有量 + 存货 + 应收款项 + 经营性长期应收款 - 应付款项

营运资本增加额 = 当期营运资本 - 上期营运资本

(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) 应收款项

应收款项 = 营业收入总额 ÷ 应收款项周转率

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

(3) 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、应付票据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）。

(4) 存货

存货 = 营业成本总额 ÷ 存货周转率

根据对企业历史年度各项周转率指标的统计分析以及预测期内各年度收入与成本预测的情况，测算得到企业未来年度营运资本增加额预测数据详见“收益法估值明细表——表 16 营运资本计算表”。

(五) 自由现金流的预测

本次估值使用企业自由现金流作为估值对象的收益指标，计算公式如下：

企业自由现金流=净利润+税后的付息债务利息+折旧和摊销-资本性支出-营运资本增加

金额单位：万元

项目 \ 年份	2024年5-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
一、营业收入	80,590.88	136,200.01	175,203.84	194,548.67	221,368.58	265,925.93	287,003.81	289,637.91
减：营业成本	67,592.95	104,389.72	117,897.35	132,026.92	154,788.32	188,286.45	203,957.28	205,790.29
税金及附加	113.43	210.92	322.51	342.28	327.97	364.07	391.30	391.27
销售费用	850.92	1,390.09	1,467.57	1,546.18	1,625.95	1,706.91	1,789.10	1,872.56
管理费用	3,373.05	10,999.42	13,804.31	14,826.11	14,747.88	16,030.56	16,914.31	17,162.41
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	196.57	1,294.87	1,294.87	1,294.87	1,294.87	1,294.87	1,294.87	1,294.87
加：其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	8,463.96	17,914.99	40,417.23	44,512.31	48,583.59	58,243.07	62,656.95	63,126.51
加：营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	8,463.95	17,914.99	40,417.23	44,512.31	48,583.59	58,243.07	62,656.95	63,126.51
减：所得税费用	1,677.76	3,495.36	8,224.97	8,898.69	9,320.28	10,851.70	11,595.17	11,692.49
四、净利润	6,786.20	14,419.63	32,192.26	35,613.62	39,263.31	47,391.37	51,061.78	51,434.02
加：税后付息债务利息	157.27	1,035.90	1,035.90	1,035.90	1,035.90	1,035.90	1,035.90	1,035.90
折旧和摊销	12,198.52	21,207.99	21,207.99	21,207.99	21,207.99	21,207.99	21,207.99	21,207.99
减：资本性支出	18,393.92	1,060.39	1,060.39	2,120.80	6,362.41	10,604.01	16,966.39	21,207.99
营运资本增加	-3,018.28	5,029.09	16,520.75	12,685.84	13,945.22	21,221.23	40,734.00	1,046.33
五、企业自由现金流	3,766.35	30,574.04	36,855.01	43,050.87	41,199.57	37,810.02	15,605.28	51,423.59

(六) 折现率的确定

1.折现率模型的选取

本次收益法估值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：

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E} + R_e \times \frac{E}{D + E}$$

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。

本次估值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 ）的确定

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。估值实践中通常选取与收益期相匹配的中长期国债的市场到期收益率，未来收益期在十年以上的一般选用距基准日十年的长期国债的到期收益率。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，估值基准日十年期国债的到期收益率为 2.30%（保留两位小数），故本次估值以 2.30% 作为无风险利率。

3. 市场风险溢价（ $R_m - R_f$ ）的确定

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。本次估值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。首先，选取中证指数有限公司发布的能较全面反映沪深两市股票收益水平的沪深 300 净收益指数的年度数据，采用几何平均法，分别计算近十年各年自基日以来的年化股票市场收益率。接下来，选取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，将近十年各年自基日以来的年化股票市场收益率与当年的无风险利率相减，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，得到本次估值采用的市场风险溢价为 6.63%。

4. 资本结构比率（D/E）的确定

资本结构比率是指付息债务与权益资本的比率。

本次估值参考可比上市公司的平均资本结构比率作为估值对象的目标资本结构比率。经过计算，可比上市公司的平均资本结构比率（D/E）为 6.5%。

5. 贝塔系数 (β 系数) 的确定

非上市公司的 β 系数 (权益系统性风险调整系数) 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估值对象不带财务杠杆的 β 系数 (β_U), 最后考虑估值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 β 系数;

β_U —不带财务杠杆的 β 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率。

根据医疗研发外包行业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 $\beta_U = 1.0512$ 。

根据上述参数, 计算得到估值对象的 β 系数 $\beta_L = 1.102$ 。

6. 特定风险报酬率 (ϵ) 的确定

特定风险报酬率为估值对象自身特定因素导致的非系统性风险的报酬率, 调整的是估值对象与所选取的可比上市公司在企业规模、管理能力、所处发展阶段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

截至估值基准日, 被估值企业经营性总资产约为 43 亿, 而可比上市公司普遍资产达到数十甚至数百亿元。因此, 与可比上市公司相比, 被估值企业资产规模相对较小, 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 0.5%。

(2) 经营管理能力

被估值企业为非上市的民营企业, 在经营管理能力方面与内部控制更加健全、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有一定差距。因此, 与其同行业上市公司相比, 被估值企业在经营管理能力上存在一定欠缺, 具有更高的经营管理风险, 该方面的特定风险报酬率取 0.5%。

(3) 所处发展阶段

被估值企业业务处于快速成长期, 而同行业可比上市公司发展基本已进入稳定期。因此, 与其同行业上市公司相比, 被估值企业面临更高的经营风险, 该方面的特定风险报酬率取 0.5%。

综合以上因素, 特定风险报酬率为 1.5%。

7. 权益资本成本 (R_e) 的计算

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

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta_L \times (R_m - R_f) + \varepsilon \\ &= 2.30\% + 1.102 \times 6.63\% + 1.5\% \\ &= 11.1\% \end{aligned}$$

8. 付息债务资本成本 (R_d) 的确定

付息债务资本成本根据中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR) 确定, 为 3.95%。

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, 计算得出被估值单位的加权平均资本成本如下:

$$\begin{aligned} WACC &= R_d \times (1 - T) \times D / (D + E) + R_e \times E / (D + E) \\ &= 3.95\% \times (1 - 25\%) \times 6.1\% + 11.1\% \times 93.9\% \\ &= 10.6\% \end{aligned}$$

(七) 详细预测期后的价值的确定

详细预测期后的价值是永续期预期自由现金流折现到估值基准日的价值, 或者详细预测期结束时的退出或清算价值。

当未来收益期按永续考虑时, 通常采用戈登永续增长模型 (Gordon Growth Model) 或退出倍数法计算预测期后的价值。当收益期为有限年期, 若到期后企业要终止经营并进行清算时, 则可直接采用清算模式, 即通过估算企业在经营结束时的清算价值来计算终值; 若到期后企业仍要继续经营, 只是股东要退出, 则可参照收益期按永续考虑时的测算方法确定。

本次收益法收益期按永续考虑, 采用戈登永续增长模型计算详细预测期后的价值。根据估值对象未来发展趋势, 预计详细预测期后经营进入相对稳定阶段, 永续增长率 g 取 0%。

(八) 经营性资产价值的计算

将上述预测的未来企业自由现金流折现并加总, 得到被估值单位的经营性资产价值为 415,125.87 万元。

金额单位: 万元

项目 \ 年份	2024 年 5-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	永续期首年
企业自由现金流	3,766.35	30,574.04	36,855.01	43,050.87	41,199.57	37,810.02	15,605.28	51,423.59	52,469.92
折现率	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%

项目 \ 年份	2024 年 5-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	永续期首年
折现期 (月)	4.0	14.0	26.0	38.0	50.0	62.0	74.0	86.0	
折现系数	0.9670	0.8891	0.8039	0.7269	0.6572	0.5942	0.5373	0.4858	4.5830
折现值	3,642.06	27,183.38	29,627.74	31,293.68	27,076.36	22,466.71	8,384.72	24,981.58	240,469.64
经营性资产估值	415,125.87								

(九) 非经营资产、负债的估值

非经营性资产、负债是指与被估值单位日常经营无关的，估值基准日后企业自由现金流量预测中不涉及的资产与负债。对企业的非经营性资产和负债估值如下：

金额单位：万元

涉及的科目名称	内容	账面价值	估值	估值方法备注
其他应收款-其他应收款	关联方往来	19.19	19.19	按账面值估值。
递延所得税资产		514.76	514.76	按账面值估值。
非经营性资产小计		533.95	533.95	

金额单位：万元

涉及的科目名称	内容	账面价值	估值	估值方法备注
其他应付款-其他应付款	关联方往来、应付员工期权款、购买长期资产的应付款项	136,981.32	136,981.32	按账面值估值。
长期应付款-长期应付款	预收生产费	55,501.31	55,501.31	爱尔兰工厂预收的 1 亿美金，20 年间每年确认收入，盈利预测中已考虑，此处作为非经营性负债，按照账面值估值。
递延收益	政府补助	1,692.07	1,692.07	补助项目正在进行中，尚未进行验收，后期存在返还补助资金的可能性，故递延收益以核实后的账面值估值。
递延所得税负债		300.77	300.77	按账面值估值。
非经营性负债小计		194,475.47	194,475.47	

根据上述估值，非经营资产、负债价值净值-193,941.52 万元。

(十) 溢余资产的估值

溢余资产是指估值基准日超过企业生产经营所需，估值基准日后企业自由现金流量预测中不涉及的资产。

企业的溢余资产主要为估值基准日超过日常经营所需的超额货币资金，为基准日货币资金与日常经营所必需的现金持有量之间的差额。企业账面货币资金余额 17,408.47 万元。经估值人员根据历史数据分析，企业日常资金周转需要的最佳货币资金保有量为 1 个月的付现成本费用，据此计算有 8,842.85 万元货币资金为溢余性资产。

(十一) 付息债务价值的估值

付息债务是指估值基准日被估值单位需要支付利息的负债,本次估值按照成本法估值。估值基准日被估值单位付息债务的账面值和估值情况如下:

金额单位: 万元

项目	账面值	估值	备注
短期借款	5,361.20	5,361.20	
付息债务合计	5,361.20	5,361.20	

(十二) 收益法估值结果

1.企业整体价值的计算

$$\begin{aligned}
 \text{企业整体价值} &= \text{经营性资产价值} + \text{溢余资产价值} + \text{非经营性资产及负债价值} \\
 &= 415,125.87 + 8,842.85 - 193,941.52 \\
 &= 230,027.20 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

2.股东全部权益价值的计算

$$\begin{aligned}
 \text{股东全部权益价值} &= \text{企业整体价值} - \text{付息债务价值} \\
 &= 230,027.20 - 5,361.20 \\
 &= 225,000.00 \text{ (万元)}
 \end{aligned}$$

七、收益法估值结果

经收益法估值,被估值单位于估值基准日的股东全部权益价值为人民币 225,000.00 万元。

第三部分 估值结论

金证（上海）资产评估有限公司采用市场法和收益法，对估值对象在估值基准日的市场价值进行了估值。根据以上估值工作，得出如下估值结论：

一、估值结论

1.市场法估值结果

经市场法估值，被估值单位估值基准日股东全部权益估值为 253,000.00 万元，比审计后母公司账面所有者权益增值 53,154.60 万元，增值率 26.60%；比审计后合并报表归属于母公司所有者权益增值 47,269.13 万元，增值率 22.98%。

2.收益法估值结果

经收益法估值，被估值单位估值基准日股东全部权益估值为 225,000.00 万元，比审计后母公司账面所有者权益增值 25,154.60 万元，增值率 12.59%；比审计后合并报表归属于母公司所有者权益增值 19,269.13 万元，增值率 9.37%。

3.估值结论

收益法估值得出的股东全部权益价值为 225,000.00 万元，市场法估值得出的股东全部权益价值为 253,000.00 万元，两者相差 28,000.00 万元。

收益法和市场法估值结果出现差异的主要原因是两种估值方法考虑的角度不同，收益法是从企业的未来获利能力角度考虑的，反映了企业各项资产的综合获利能力；市场法是从可比公司的市场估值倍数角度考虑的，反映了当前现状企业的市场估值水平。

截至估值基准日，被估值单位下属爱尔兰工厂和苏州工厂尚未开始大批量正式生产，收益法采用的数据主要依赖企业的行业经验和对企业未来发展预期的主观判断。而市场法采用的数据直接来源于资本市场，考虑到市场法采用的数据更加真实、可靠，估值结果更加客观，故选择市场法估值结果作为最终的估值结论。

根据上述分析，本估值报告估值结论采用市场法估值结果，即：被估值单位估值基准日的股东全部权益价值估值结论为人民币 253,000.00 万元，大写贰拾伍亿叁仟万元整。

本估值报告没有考虑控制权对估值对象价值的影响。本估值报告在市场法估值中考虑了缺乏流动性对估值对象价值的影响。