



关于对浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付 现金购买资产暨关联交易申请的审核问询函中 有关评估事项的回复

上海证券交易所：

由浙江华康药业股份有限公司(以下简称上市公司或华康股份)转来的《关于浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易申请的审核问询函》(上证上审(并购重组)(2025)30号,以下简称问询函)奉悉。我们已对问询函中需要我们说明的评估事项进行了审慎核查,现将问询函中与资产评估相关的问题核查情况汇报如下：

一、关于评估方法和商誉

问询函关于问询问题第 2 题：根据重组报告书，(1) 本次评估采用资产基础法和收益法两种评估方法对豫鑫糖醇股东全部权益价值进行评估，其中资产基础法下评估值为 64,999.28 万元、增值率 27.91%，收益法下评估值为 110,100.00 万元、增值率 102.01%，最终选用收益法评估结果作为评估结论；(2) 本次交易将形成商誉 46,714.04 万元，交易完成后上市公司商誉金额将达 81,329.74 万元，占 2024 年末上市公司属于母公司股东的净资产比例为 20.54%、资产总额的比例为 9.19%。

请公司披露：(1) 资产基础法和收益法下评估值差异较大的原因、是否符合可比交易案例惯例，标的公司扭亏为盈背景下选取收益法作为评估结论的原因与合理性；(2) 资产基础法下增值的主要科目及其合理性；(3) 结合豫鑫糖醇静态/动态/承诺期市盈率、市净率、市销率、评估增值率等关键指标与同行

业上市公司及可比交易案例的对比情况，分析本次评估结论的公允性；（4）上市公司历史上商誉的形成过程及历年减值情况；本次交易标的公司可辨认净资产的识别过程、与账面价值的差异情况，合并商誉的计算过程；结合上市公司商誉规模及占比、所处行业及经营业绩稳定性等因素，分析说明未来商誉的减值风险及其对上市公司的影响。

请独立财务顾问、评估师核查以上问题，并对本次评估的公允性发表明确意见。请会计师核查问题（4）并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

（一）资产基础法和收益法下评估值差异较大的原因、是否符合可比交易案例惯例，标的公司扭亏为盈背景下选取收益法作为评估结论的原因与合理性

1、资产基础法和收益法下评估值差异较大的原因

河南豫鑫糖醇有限公司（以下简称标的公司或豫鑫糖醇）股东全部权益价值采用资产基础法的评估结果为 649,992,773.44 元，收益法的评估结果为 1,101,000,000.00 元，两者相差 451,007,226.56 元，差异率为 40.96%。

资产基础法为从资产重置的角度评价资产的公平市场价值，仅能反映企业资产的自身价值，而不能全面、合理的体现各项资产综合的获利能力及企业的成长性，并且也无法涵盖诸如客户资源、商誉、人力资源等无形资产的价值。

收益法是采用预期收益折现的途径来评估企业价值，不仅考虑了企业以会计原则计量的资产，同时也考虑了在资产负债表中无法反映的企业实际拥有或控制的资源，如客户资源、销售网络、企业资质、人力资源、雄厚的产品研发能力等，而该等资源对企业的贡献均体现在企业的净现金流中，所以，资产基础法和收益法下评估值差异较大。

2、评估值差异较大符合市场交易案例惯例

近年来我国资本市场上无与标的公司业务类似的可比重组项目。

根据中国资产评估协会公布的《我国境内证券市场资产评估情况统计分析报

告（2023 年度）》中提供的统计分析数据显示：2023 年我国境内证券市场重大资产重组中披露的资产评估案例共有 51 宗。从评估方法选择来看，选择收益法与资产基础法组合的有 36 宗，占比 70.59%；只选择资产基础法的有 10 宗；占比 19.61%；选择收益法与市场法组合的有 5 宗，占比 9.80%。最终评估结论采用收益法的有 31 宗，占比 60.78%；采用资产基础法的有 20 宗，占比 39.22%；没有评估案例采用市场法结论作为最终评估结论。从评估结论增值率来看，选用收益法作为评估方法的重大资产重组案例中，评估增值率最大值、最小值和中位数依次为 797.53%、3.76%和 94.97%。

从上述统计分析数据看出，采用收益法评估结果作为最终评估结果占比高，符合市场交易案例惯例；本次评估增值率 102.01%，与上述统计数据评估增值率中位数 94.97%无显著差异，符合市场交易惯例。

3、标的公司扭亏为盈背景下选取收益法作为评估结论的原因与合理性

标的公司是一家主要从事木糖醇、麦芽糖醇、木糖、阿拉伯糖、赤藓糖醇等功能性糖醇产品的研发、生产、销售的高新技术企业。2019 年至今，标的公司在产能建设和销售渠道开拓方面持续投入，其产品种类、资产规模和营业收入均保持稳步提升。同时，标的公司因受到产品品种较少、产能规模偏小、旧厂搬迁、新产能建设期工艺调试、产品和原材料价格变动、资产折旧和摊销增加、期间费用增加等因素影响，净利润存在一定波动，但营业收入整体保持增长趋势，并于 2024 年实现扭亏为盈。截至评估基准日，标的公司产能建设、销售渠道建设、核心竞争力和行业地位情况如下：

(1) 产能建设

在产能建设方面，2019 年以来标的公司增加投资并着手建设公司新厂区，采用行业内先进的工业设计并购建行业内先进的生产设备，使标的公司资产总额持续增长。2020 年 12 月标的公司新厂区建成 2 万吨木糖醇产能，2022 年初建成 2 万吨赤藓糖醇产能，2024 年一季度进一步完成赤藓糖醇生产线柔性化改造。同时，豫鑫糖醇 2021 年通过股权收购取得原料木糖生产资产并进一步投资扩产，提升关键原材料自给率和盈利能力。此外，标的公司持续通过技术改造、增加先进设备、改进生产工艺等方式，在提升产能的同时改进生产效率，逐步降低原材

料和能源单耗，实现规模效应。在发展过程中，标的公司产品从以木糖醇、木糖为主，逐步增加晶体麦芽糖醇、液体麦芽糖醇、阿拉伯糖等品种，实现多样化产品结构。

(2) 销售渠道建设

在销售渠道开拓方面，近年来标的公司持续完善销售渠道建设，公司客户数量和质量持续增长。2019年标的公司营业收入规模不足2亿元，以销售木糖醇和木糖为主，主要客户为丹尼斯克、玛氏箭牌、Cloetta、Nutra food等，其他大型客户相对较少；随着新建产能的投产和市场开拓的加强，至2022年标的公司客户数量近400家，除原有客户销售金额持续增加外，还开拓了不凡帝、君乐宝、PPH Standard Sp. z o.o.、青岛海伦等国内外知名品牌商和贸易商，营业收入跃升至4.4亿元；随着标的公司销售规模扩大，其品牌效应逐步显现，所秉承的国际化的生产与质量控制体系得到市场认可，销售额进一步提升。2024年标的公司营业收入超过9亿元，市场竞争力和盈利能力均明显增强。

(3) 核心竞争力

1) 工艺技术与产品质量优势

标的公司设立以来一直秉承国际化的生产与质量管理体系，并通过持续的设备投资、研发投入以及生产实践，积累了较高的技术与工艺水平，实现了较高的生产效率、产品收率、节能水平以及质量控制水平。

截至评估基准日，标的公司及子公司南乐县盛久糖醇科技有限公司(以下简称盛久糖醇)通过自行研发合计拥有41项已授权专利,并有多项专利正处于专利审查中;公司已通过ISO9001质量管理体系、ISO14001环境管理体系、FSSC22000食品安全体系、FAMI-QS饲料安全质量管理体系、MUI Halal 印尼清真认可、ARA Halal 马来西亚清真认可以及Kosher 犹太认证等国内外认证，提升了公司产品的市场竞争力，近年来销售规模不断扩大。

2) 产能优势

标的公司具备现代化的产线设计、优秀的工艺与技术方案以及先进的生产管理水平，通过近年来对加氢、净化提纯(包括脱色、离子交换等)、结晶等关键

环节生产设施的不断投入，以及对国内目前先进的“真空蒸发结晶制木糖醇”工艺的应用，公司拥有业内领先的木糖醇等产品生产线，木糖醇产能业内排名前列。此外，随着标的公司和子公司盛久糖醇持续的工艺积累及设备投入，其主要原材料产能亦在业内名列前茅。

3) 原材料供应优势

由于原料木糖成本在木糖醇生产成本中占比较高，对于木糖醇生产厂商而言，自有木糖产能可提供稳定可靠的原材料供应，降低原材料价格波动风险，对企业成本控制至关重要。

盛久糖醇主要生产原料木糖作为标的公司木糖醇的原材料，其管理团队具有丰富的木糖生产经验，通过技术积累与设备投入，目前已掌握综合利用玉米芯水解、半纤维素水解与木糖浓缩液提取、木糖母液色谱分离提纯等多途径制取木糖的成熟工艺。同时，为提升生产效率与资源综合利用水平，盛久糖醇针对关键环节开展持续深入的技术研发与工艺优化，有效降低酸、碱、水和能源消耗，减少废水排放，实现节能减排，提升原料利用效率与综合效益，实现了较高的生产效率与较强的成本控制水平。

4) 优质客户资源优势

功能性糖醇产品主要作为食品添加剂，受到各国法律的严格监管，主要客户包括食品饮料行业的众多国内外知名企业，该等企业在选择供应商时除考虑采购成本外，亦重点关注产品的供货可靠性、质量稳定性以及需求响应效率。该等品牌客户知名度高，对于功能性糖醇产品的综合需求规模较大且品类丰富，在业内具有标杆效应，因此与该等知名企业建立合作关系，可充分体现供应商的产品综合竞争力与品牌影响力，有利于市场拓展和新产品销售。

标的公司设立以来秉承国际化的生产与质量管理体系，凭借一流的工艺技术与生产效率、业内领先的产能优势以及稳定的原材料供应能力，在国内外市场形成了较强的综合竞争力。标的公司目前已与不凡帝、玛氏箭牌、丹尼斯克、好丽友、罗盖特、高露洁、君乐宝、三元食品、思念食品、光明乳业、太古糖业、农夫山泉、娃哈哈、银鹭食品等国内外知名品牌客户建立了合作关系，品牌影响力

不断扩大，近年来市场份额不断增长。

5) 团队与管理体系优势

标的公司经过二十年发展，吸收大型跨国企业集团管理经验，建立了严格的企业内控管理体系与工作流程，拥有一支在关键业务环节经验丰富，对市场动态反应敏感，对功能性糖醇行业趋势认知深刻、同时具备现代企业管理理念的管理与业务骨干团队，主要成员保持稳定。此外，公司销售团队具有多年功能性糖醇市场推广与客户服务经验，基于对市场动态与客户需求的充分理解，不断加强市场开拓，扩大客户群体，与国内外知名客户建立了长期稳定的业务沟通及合作关系。标的公司的团队与管理体系优势，有利于其在规范运作的同时专注于主营业务发展与精益管理，精细化提升公司经营效率，从而灵活、有效地适应市场竞争与行业发展。

(4) 行业地位

标的公司深耕功能性糖醇行业二十年，秉承国际化的生产与质量控制标准，并在近年来持续进行技术研发与厂房、设备投入，在工艺技术、产品质量、客户资源、管理体系方面均处于行业领先地位，拥有先进、高效的功能性糖醇和原料木糖生产线，具有业内名列前茅的木糖醇与木糖生产供应能力，生产效率、产能水平、供应链稳定性得到业内认可。

近年来随着木糖醇产业稳步发展。木糖醇行业受原材料供应、生产技术等因素制约，其供应链建设相较于其他糖醇品种门槛更高，其全球市场集中度逐步提升，包括华康股份、丹尼斯克、标的公司等已成为全球木糖醇市场的主要参与者。

经过多年的经营发展，标的公司凭借良好的产品质量、领先的生产效率与产能水平、专业化的业务管理体系，为其未来持续发展奠定了坚实基础。

综上分析，标的公司历史期曾因新厂区建设与大规模设备投资导致的资产折旧与摊销增加、建设期工艺调试、产品种类少、产能相对较低、原料木糖自给率不足及产品与原材料价格波动等因素影响以致业绩波动。目前相关问题已逐步得到解决，标的公司已形成较强的核心竞争力，行业地位位于行业前列，已具备未来可持续盈利的能力。资产基础法以企业单项资产的再取得成本为出发点，忽视

企业的获利能力，收益法评估结果能够很好地反映企业的预期盈利能力，体现出企业的股东权益价值。因此，本次评估在标的公司扭亏为盈背景下选取收益法作为评估结论是基于标的公司已具备未来可持续盈利的能力，评估结果具有合理性。

(二) 资产基础法下增值的主要科目及其合理性

1、资产基础法下增值的主要科目

资产基础法下评估增值的主要科目系存货、长期股权投资、固定资产及无形资产，具体情况如下：

序号	资 产	账面价值(元)	评估价值(元)	评估增值(元)	增值率(%)
1	存货--库存商品	42,465,774.96	50,465,031.68	7,999,256.72	18.84
2	存货--发出商品	7,846,107.18	9,715,703.92	1,869,596.74	23.83
3	长期股权投资	63,150,390.20	114,950,458.79	51,800,068.59	82.03
4	建筑物类固定资产	214,134,831.74	231,526,750.00	17,391,918.26	8.12
5	设备类固定资产	270,038,749.97	282,289,620.00	12,250,870.03	4.54
6	无形资产--土地使用权	28,996,143.17	41,544,000.00	12,547,856.83	43.27
7	无形资产--其他无形资产	1,467,604.50	38,467,604.50	37,000,000.00	2,521.12
	合计	628,099,601.72	768,959,168.89	140,859,567.17	22.43

2、主要资产评估增值合理

主要资产评估增值合理性分析如下：

(1) 库存商品和发出商品主要系木糖醇、木糖及阿拉伯糖，产品销售情况好，2024年销售毛利率依次为25.12%、21.53%、36.36%；本次采用逆减法评估，即按产品不含增值税的售价减去销售费用和销售税金以及所得税，再扣除适当的税后利润计算确定其评估值。评估增值系库存商品和发出商品的售价高于账面价值，存在一定利润所致，评估增值合理。

(2) 截至评估基准日，标的公司全资子公司系盛久糖醇，会计上采用成本法核算该长期股权投资。本次评估按同一标准、同一基准日对盛久糖醇进行现场核实和评估，以该家子公司采用资产基础法评估后的股东权益中标的公司所占份额为标的公司资产基础法中长期投资的评估值。评估增值主要系盛久糖醇经营实现盈利后导致净资产有所增加，同时，该子公司账外专利等无形资产列入评估范围以及建筑物类固定资产评估增值等共同导致长期投资有一定的增值。

(3) 建筑物类固定资产主要系生产车间及道路附属设施等，车间为钢混结构，维修使用情况良好，标的公司会计折旧年限为 10-20 年不等，而实际主要生产车间的经济耐用年限可达 40-50 年，故因评估确定的经济耐用年限长于会计折旧年限而导致建筑物类固定资产评估有所增值。

(4) 设备类固定资产主要包括母液处理色谱装置、固定式沸腾干燥机系统等生产设备，电脑、打印机等办公设备及车辆，标的公司会计折旧年限 3-10 年不等，而设备预计经济耐用年限可达 5-15 年，故评估增值主要系评估确定的设备经济耐用年限长于会计折旧年限所致。

(5) 无形资产—土地使用权系 2 宗工业出让用地，位于河南省安阳市汤阴县白营镇，区域内土地市场活跃，类似比较案例容易获得，故本次评估采用市场法进行评估，评估增值主要系宗地取得后当地工业用地出让地价上涨所致。本次评估选取的比较案例出让均价为 232 元/平方米，不含契税的评估均价 230 元/平方米，两者接近，故土地使用权评估增值合理。

(6) 无形资产—其他无形资产主要系账面未记录的 39 项专利权(含专利申请权)和 15 项商标权，结合资产特点，采用适当的评估方法，评估概况如下：

1) 专利权(含专利申请权)

功能性糖醇行业存在较高的技术壁垒，标的公司设立以来一直积极进行研发投入，积累了较高的技术与工艺水平，提升了产品市场竞争力。本次采用收入分成法进行评估，即基于无形资产对利润的贡献率，以收入为基数采用适当的分成比率确定被评估资产的未来预期收益的方法。结合技术的更新速度、保护期等因素，谨慎确定剩余经济寿命为 6 年。考虑到专利技术主要为木糖醇生产经营服务，本次以标的公司木糖醇未来预测收入为基础。技术分成率的取值范围是根据全国工业各分支行业技术分成率统计数据确定为 0.53%-1.60%之间，再结合技术水平、成熟度、经济效益及市场前景等确定待估技术分成率的调整系数为 42.25%，最终确定分成率为 0.98%，委估专利技术会不断的得到改进和完善，表现为不断会有新的技术改进或增加，使得未来无形资产对收益贡献的比重呈下降趋势。折现率采用风险累加法确定，无风险报酬率按距评估基准日 7 年的国债到期收益率 1.59%确定，风险报酬率按照技术风险、市场风险、资金风险、管理风险和政

策五个风险因素量化求和确定为 13.71%，两者合计 15.30%确定为折现率。专利权(含专利申请权) 计算表如下：

项目/年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
销售收入(万元)	59,011.20	65,479.68	71,675.28	77,523.48	80,947.20	80,947.20
技术分成率	0.98%	0.93%	0.84%	0.71%	0.57%	0.46%
分享收益(万元)	578.31	608.96	602.07	550.42	461.40	372.36
折现率	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%	15.30%
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50
折现系数	0.9313	0.8077	0.7005	0.6076	0.5269	0.4570
净现值(万元)	539.00	492.00	422.00	334.00	243.00	170.00
评估值(万元) (取整)	2,200					

2) 商标权

标的公司商标注册时间较长，商标的稳定性、影响力、辐射力及保护力等均较好，能为企业带来超额利润。本次评估采用商标许可使用费节省法，通过确定商标许可使用费率，从而对商标所有权直接产生的净收益进行量化得到评估值。由于公司的产品主要应用于下游食品、饮料等行业，可以认定销售产品的周期为永续期；同时基于商标到期可以续展，综合上述两方面的因素，分析确定商标的收益期按永续期确定。与委估商标相关的销售收入主要系木糖醇、木糖、赤藓糖醇、阿拉伯糖、晶体 麦芽糖醇及液体麦芽糖醇的收入，按收益法中未来预测收入确定。评估专业人员通过对比分析相关商标许可使用的案例，并根据影响商标价值的主要因素对许可使用费率进行调整，最终确定商标许可使用费节省率为 0.2%。折现率采用风险累加法确定，无风险报酬率按国债市场上剩余年限为 10 年和 30 年国债的到期年收益率平均值 1.80%确定；风险报酬率按由产品风险、经营风险、市场风险、财务风险、政策风险等风险因素之和确定为 14.00%，两者合计 15.80%确定为折现率。商标权计算表如下：

项目\年份	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
一、商标产品销售收入(万元)	91,991.09	99,064.58	105,289.78	111,022.18	114,148.70	114,148.70
二、商标许可使用费节省率	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%	0.20%
三、节省使用费(万元)	183.98	198.13	210.58	222.04	228.30	228.30
四、折现率	15.80%	15.80%	15.80%	15.80%	15.80%	15.80%
五、折现期(期中)	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	4.50
六、折现系数	0.9293	0.8025	0.6931	0.5985	0.5169	3.2725
七、净现值(万元)	170.97	159.00	145.95	132.89	118.01	747.11

八、委评商标价值(万元) (取整)	1,500
----------------------	-------

上述专利权和商标权对标的公司生产经营带来了积极影响,具有较高市场价值,同时企业将历史发生的研发支出作费用化处理,故存在较大的评估增值。

(三) 结合豫鑫糖醇静态/动态/承诺期市盈率、市净率、市销率、评估增值率等关键指标与同行业上市公司及可比交易案例的对比情况,分析本次评估结论的公允性

1、与同行业上市公司对比情况

国内A股上市公司中与标的公司可比的上市公司包括:华康股份、三元生物、保龄宝及百龙创园。标的公司与同行业可比上市公司截至2024年12月31日的静态/动态市盈率、市净率、市销率指标对比情况如下:

序号	股票代码	上市公司名称	静态市盈率(倍)	动态市盈率1(倍)	动态市盈率2(倍)	市净率(倍)	市销率(倍)
1	605077.SH	华康股份	16.77	11.94	13.89	1.39	1.60
2	301206.SZ	三元生物	50.53	-	53.21	1.18	7.44
3	002286.SZ	保龄宝	24.55	15.08	13.55	1.34	1.14
4	605016.SH	百龙创园	22.23	15.91	16.77	3.25	4.74
中位数			23.39	15.08	15.33	1.36	3.17
平均值			28.52	14.31	24.35	1.79	3.73
标的公司			10.62	13.13	13.13	2.02	1.20

注1:数据来源:同花顺 iFinD;

注2:标的公司静态市盈率=标的公司100%股权评估值/标的公司2024年度归属于母公司所有者的净利润;标的公司动态市盈率=标的公司100%股权评估值/标的公司2025年度归属于母公司所有者的评估预测净利润;标的公司的市净率=标的公司100%股权评估值/标的公司2024年12月31日归属于母公司所有者的净资产;标的公司的市销率=标的公司100%股权评估值/标的公司2024年营业收入;

注3:上市公司静态市盈率=上市公司2024年12月31日市值/2024年度归属于母公司所有者的净利润;上市公司动态市盈率1=上市公司2024年12月31日市值/市场预测2025年归属于母公司所有者净利润,其中三元生物无市场预测;上市公司动态市盈率2=上市公司2024年12月31日市值/(2025年一季度归属于母公司所有者净利润*4);上市公司市净率=上市公司2024年12月31日市值/2024年12月31日归属于母公司所有者净资产;上市公司市销率=上市公司2024年12月31日市值/2024年营业收入。

从上表可知,本次评估标的公司市盈率和市销率均显著低于同行业可比上市公司;市净率与同行业可比上市公司平均值差异小,考虑到可比上市公司拥有更丰富的股权融资渠道,资产负债率更低,华康股份和三元生物基准日货币资金金

额大，故标的公司市净率略高于可比上市公司平均水平具有合理性。评估基准日可比上市公司的股价均处于近几年低点，估值水平处于低位；华康股份、三元生物、保龄宝及百龙创园 2025 年 1-5 月期间股价上涨幅度依次为 13.92%、13.06%、47.83%、53.14%，可比上市公司平均估值水平均有所提升。因此本次评估定价具有公允性和合理性。

2、与市场交易案例对比情况

标的公司是一家主要从事木糖醇、麦芽糖醇、木糖、阿拉伯糖、赤藓糖醇等功能性糖醇产品的研发、生产、销售的企业，近年来我国资本市场上无与其业务类似的可比重组交易案例；标的公司属于食品制造业，而其行业及生产特性与化学原料、化学制品行业有一定相似性，故本次评估选取了食品制造业、化学原料、化学制品行业相关的已完成的重组的项目作为样本进行比较分析，对比情况如下：

序号	股票代码	上市公司	首次公告日	交易标的	标的行业	选用的评估方法	评估增值率	静态市盈率
1	002507.SZ	涪陵榨菜	2015-03-23	四川省惠通实业有限责任公司 100%股权	食品制造业	收益法	199.49%	27.53
2	600866.SH	星湖科技	2022-03-08	宁夏伊品生物科技股份有限公司 99.22%股权	食品制造业	资产基础法	28.45%	14.54
3	600714.SH	金瑞矿业	2014-07-29	重庆庆龙精细锗盐化工有限公司 100%股权	化学原料和化学制品	资产基础法	103.48%	16.81
4	002408.SZ	齐翔腾达	2015-03-25	山东齐鲁科力化工研究院有限公司 99%股权	其他化学制品	收益法	279.85%	15.13
5	833819.NQ	颖泰生物	2016-04-22	山东福尔有限公司 100%股权	其他化学制品	收益法	76.98%	14.14
6	300596.SZ	利安隆	2018-12-24	衡水凯亚化工有限公司 100%股权	其他化学制品	收益法	402.85%	12.22
7	002453.SZ	华软科技	2019-10-26	北京奥得赛化学股份有限公司 98.94%股权	其他化学原料	收益法	242.94%	21.93
8	300765.SZ	新诺威	2021-07-13	石药集团圣雪葡萄糖有限公司 100%股权	化学原料药	收益法	184.31%	11.20
平均值							189.79%	16.69
中位数							191.90%	14.83
标的公司							102.01%	10.62

注：可比交易静态市盈率=可比交易标的资产评估值/可比交易标的资产评估基准日最近一个会计年度归属于母公司所有者的净利润；本次交易标的公司静态市盈率=标的公司 100%股权评估值/标的公司 2024 年度归属于母公司所有者的净利润；

从上表可知，本次评估标的公司评估增率 102.01%处于市场交易案例评估增值率区间内，低于市场交易案例增值率平均值，同时标的公司的静态市盈率显著低于市场交易案例相应指标的平均值水平，故本次评估定价具有公允性和合理性。

二、评估机构核查情况

(一) 核查程序

针对上述事项，评估机构履行了以下核查程序：

1、分析了资产基础法和收益法下评估值差异较大的原因及合理性；查阅了我国境内证券市场资产评估情况统计分析数据；了解并分析了标的公司目前已形成核心竞争力、行业地位及未来盈利能力；

2、核实了存货、长期股权投资、固定资产及无形资产等主要资产的历史形成情况、目前状况、评估方法、评估依据及评估过程，分析评估结果及评估增值的合理性；

3、查阅并测算了标的公司、同行业可比公司及市场交易案例市盈率、市净率、市销率及评估增值率等关键估值指标并进行对比分析。

(二) 核查意见

经核查，评估师认为：

1、标的公司基准日具备未来持续盈利能力，收益法评估结果能够很好地反映企业的预期盈利能力，体现出企业的股东权益价值。因此，本次评估在标的公司扭亏为盈背景下选取收益法作为评估结论是合理的；

2、存货、长期股权投资、固定资产及无形资产等主要资产的评估方法、评估依据、评估过程、评估结果及评估增值合理；

3、本次评估标的公司市盈率和市销率均低于同行业可比上市公司；市净率与同行业可比上市公司平均值相比差异较小；评估增率低于市场交易案例增值率平均值，且标的公司的静态市盈率低于市场交易案例相应指标平均值水平，故本次评估定价具有公允性和合理性。

二、关于收益法评估

问询函关于问询问题第3题：根据重组报告书，（1）预测期2025-2029年标的公司营业收入预计从98,364.23万元增长至121,554.99万元、复合增长率达5.43%；（2）报告期2023-2024年标的公司木糖醇及木糖产品的销售单价下滑比例分别为-7.34%、-9.31%，本次评估预测期2025-2029年木糖醇及木糖产品的销售单价复合增长率分别为3.81%和5.35%；（3）标的公司主营业务收入中副产品主要包括复合糖醇液及木糖母液，其他业务收入主要包括木糖渣、废旧物资等收入，副产品和其他业务收入与主要产品收入存在一定比例关系；（4）报告期内标的公司主营业务毛利率分别为10.12%、22.22%，预测期2025-2029年标的公司营业收入毛利率预计从20.99%稳步上升至24.20%；（5）预测期内标的公司期间费用率呈现下降趋势，其中财务费用预测不包含利息支出，本次预测未考虑信用/资产减值损失；（6）预测期内标的公司资本性支出合计金额为30,740.90万元，而预测期折旧摊销金额合计达51,636.77万元；（7）标的公司2025-2027年、2028年至永续期的加权平均资本成本分别为9.75%和9.64%。

请公司披露：（1）豫鑫糖醇历史期间各类主要产品的收入规模、历史增长率、单价和销量变化情况，结合标的公司对各类产品的业务规划、产能建设情况以及行业发展趋势等因素，说明各类产品预测期单价、销量及收入预测的合理性；木糖醇和木糖产品报告期内销售单价下滑背景下，相关产品预测期销售单价呈现增长趋势的原因与合理性；（2）报告期内标的公司副产品和其他业务收入的构成情况，结合相关主产品产量和价格波动等因素，分析复合糖醇液、木糖母液及其他业务收入预测的审慎性；（3）来自外购产品收入的稳定性、评估预测的合理性，标的公司对该业务的规划安排，未来是否可能增加向上市公司的采购，如是，进一步分析对标的公司收益法评估的影响；（4）标的公司预测期内营业收入增长率达5.43%的合理性、审慎性，是否符合行业整体市场变动趋势；结合标的公司与主要客户合作关系的稳定性、相关长期协议签署及覆盖情况，关税及贸易摩擦对境外收入的影响等方面，分析高营收增长率的可实现性；（5）结合历史期间行业整体毛利率、标的公司营业收入毛利率变动情况，说明预测期标的公司整体毛利率维持较高水平且逐年上升的合理性、审慎性；其中，液体麦芽糖醇毛利率由负转正的原因，阿拉伯糖维持高毛利的可实现性，

主要副产品和其他业务收入毛利率较高的合理性；（6）预测期内标的公司期间费用率下降的合理性，财务费用不考虑利息支出、预测期不考虑信用减值损失和资产减值损失的原因、是否符合可比交易惯例，预测期资本性支出远低于折旧摊销金额的原因与合理性；（7）本次评估加权平均资本成本的计算方法、相关参数选取以及结果是否符合可比交易惯例；（8）截至目前，标的公司 2025 年总体收入、毛利率、毛利和净利实现情况，以及各类主要产品价格、销量、收入与评估预测的差异情况及原因分析，标的公司 2025 年业绩完成和覆盖情况。

请独立财务顾问、评估师核查上述问题并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

（一）豫鑫糖醇历史期间各类主要产品的收入规模、历史增长率、单价和销量变化情况，结合标的公司对各类产品的业务规划、产能建设情况以及行业发展趋势等因素，说明各类产品预测期单价、销量及收入预测的合理性；木糖醇和木糖产品报告期内销售单价下滑背景下，相关产品预测期销售单价呈现增长趋势的原因与合理性；

1、各类产品预测期单价、销量及收入预测的合理性分析

本次评估本着谨慎和客观的原则，在标的公司历史经营统计数据、实际经营情况和公司未来经营发展规划的基础上，结合标的公司客户资源及需求、产品产能及市场占有率、历史销量水平及基准日在手订单等，并考虑功能糖醇行业及下游食品行业整体市场发展趋势等对各细分产品收入进行预测。

（1）行业发展趋势

1) 全球功能性糖醇市场规模及前景

随着社会整体消费观念的改变和生活水平的提高，人们的饮食消费逐渐由温饱型向营养型、保健型转变。在这种背景下，功能性糖醇作为低热量、不致龋齿、对人体健康有益的甜味剂，越来越受到人们的喜爱，被广泛用于食品、饮料、日化等领域，直接推动了功能性糖醇产业的持续发展。根据国外市场研究机构 Global Industry Analysts, Inc 在 2023 年 1 月发布的《Polyol Sweeteners -

Global Strategic Business Report》数据预测，2022 年全球功能性糖醇市场规模可达到 46 亿美元，预计 2030 年将达到 77 亿美元，年复合增长率约为 6.7%，保持稳定增长态势。而根据 The Business Research Company 最新预测，2024 年全球木糖醇市场规模约为 11.2 亿美元，预计到 2029 年全球木糖醇市场规模将达到 16.4 亿美元，2024 年到 2029 年的年复合增长率为 7.9%。由此可见，全球功能性糖醇行业未来市场发展空间广阔。

2) 我国功能性糖醇市场规模及前景

自上世纪 80 年代以来，我国功能性糖醇行业整体保持良好增长趋势。2006 年至今，随着我国功能性糖醇行业实力的持续提升以及市场需求的不断扩大，我国功能性糖醇行业总体呈现稳定增长趋势。根据中国食品工业协会、中国淀粉工业协会发布的数据，2006 年我国功能性糖醇产品产量仅为 60 万吨，到 2023 年我国功能性糖醇总产量为 165.33 万吨，较 2006 年增长 175.55%，年复合增长率达 6.2%；市场规模而言，2022 年我国功能性糖醇市场容量约 102 亿元，预计 2027 年将达到 210 亿元，市场规模具有较大的增长空间。长期来看，随着人们对健康生活及个人护理产品需求的不断提升，木糖醇、麦芽糖醇、山梨糖醇等功能性糖醇作为低热量、低升糖的甜味剂，在食品、饮料、乳制品、焙烤、酒、保健品、医药、饲料、日化等多个领域应用范围不断拓展，加上产业政策的支撑，将推动我国功能性糖醇产销量的进一步提升，未来国内功能性糖醇行业发展前景将更加广阔。

3) 功能性糖醇行业未来发展前景广阔

目前，功能性糖醇已广泛应用在食品、饮料、日化等与日常生活息息相关的下游行业中，具有广阔的下游消费市场随着社会生活水平提高，其市场消费量保持相对稳定的持续增长，为功能性糖醇制造行业提供了稳定增长的市场需求。

一方面，随着中国、印度、东南亚等发展中国家及地区的经济水平不断提升、人均可支配收入不断提高、健康意识逐步增强，低热量、低脂肪、低糖类产品逐渐成为流行趋势，绿色、天然、健康也成为众多食品品牌的定位，人们对具有保健功能的食品、饮料等功能性糖醇下游市场产品的消费量将不断增长，从而带动功能性糖醇市场的增长。另一方面，随着对功能性糖醇功能的不断研究和开发，

功能性糖醇产品在各领域的应用逐渐拓宽，应用范围不断拓展。除了传统的食品、饮料、日化领域之外，功能性糖醇也开始应用于化工、蓄电池等行业中，用于合成树脂、表面活性剂、化工醇、泡沫聚酯、蓄电池极板的制造，这也为功能性糖醇行业带来了新的发展机遇。未来随着功能性糖醇应用领域的进一步扩大，市场对功能性糖醇产品的需求也将得到显著提升，从而推动全球功能性糖醇产品市场规模的持续稳定增长。

此外，功能性糖醇对于食糖的替代空间巨大。随着国际范围内食糖摄入量过多导致的健康问题越发严重，近年来控糖、减糖已成为共识。

目前，美国、欧洲及亚太市场是全球主要的功能性糖醇消费市场。包括木糖醇、麦芽糖醇、山梨糖醇、阿拉伯糖、阿洛酮糖等功能性糖醇产品的下游客户主要来自于食品、饮料、日化等多种与人们日常生活息息相关的行业。随着全球经济增长、生活水平的提高以及人们消费理念的升级，上述下游行业也将持续稳定增长，功能性糖醇产品作为国际公认的兼具安全、健康功效以及较佳风味的食糖替代品体现出诸多优势，其未来发展前景广阔。

(2) 产能建设和未来预测产能利用情况

1) 产能建设情况

标的公司近几年相关产品产能逐步提升，截至评估基准日，已拥有年产 2 万吨木糖醇及年产 2 万吨赤藓糖醇生产线。根据主管部门出具的说明，2 万吨赤藓糖醇生产线允许用于选择性生产 2.5 万吨木糖醇、1.5 万吨晶体麦芽糖醇、2,000 吨阿拉伯糖、8,000 吨木糖及 1.5 万吨液体麦芽糖醇等产品。

为了满足标的公司对木糖原材料日益增长的需求，子公司盛久糖醇从 2021 年开始逐步进行木糖生产项目扩建，将木糖设计产能从老生产线的 6,000 吨/年逐步提升至 40,000 吨/年，该扩建项目于 2023 年 10 月投产，后续持续进行工艺调试与改进，预计在 2025 年底可达到其设计产能。盛久糖醇并于 2024 年第四季度建成了 2,000 吨/年的阿拉伯糖生产线。预测期内，标的公司阿拉伯糖产品将在盛久糖醇生产。

截至评估基准日，标的公司核心产品木糖醇和木糖产能业内排名前列。

2) 未来预测产能利用情况

根据标的公司未来的生产经营规划，未来预测中的木糖醇、晶体麦芽糖醇及液体麦芽糖醇由豫鑫糖醇生产，木糖及阿拉伯糖由盛久糖醇生产。谨慎起见，本次评估未来各主要产品的产量预测均以基准日豫鑫糖醇和盛久糖醇现有产能为基础进行，未考虑期后可能继续追加投资新建产能的影响。主要产品未来预测产能利用情况如下：

公司	产品	项目/年度	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	永续期	备注
豫鑫糖醇	晶体糖醇	产能1(万吨/年)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2万吨木糖醇生产线
		产能2(万吨/年)	2.5万吨木糖醇或1.5万吨晶体麦芽糖						2万吨赤藓糖醇生产线柔性化改造后得到
		木糖醇预测销量(万吨)	3.36	3.53	3.69	3.83	3.97	3.97	全部自产
		晶体麦芽糖醇预测销量(万吨)	1.10	1.00	0.90	0.80	0.75	0.75	部分自产，部分外购
		其中：自产量(万吨)	0.58	0.50	0.42	0.34	0.27	0.27	
		外购量(万吨)	0.52	0.50	0.49	0.46	0.48	0.48	不占产能；保持在5,000吨左右外购
		自产部分统一折算为木糖醇产量	4.33	4.35	4.38	4.40	4.42	4.42	麦芽糖醇产量按*2.5/1.5折算为木糖醇产量
		产能统一折算为木糖醇产能	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	
		产能利用率	96.19%	96.77%	97.30%	97.79%	98.21%	98.21%	
	液体糖醇(液体麦芽糖醇)	产能(万吨/年)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	2万吨赤藓糖醇生产线柔性化改造后得到
		预测销量(万吨)	1.20	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30	全部自产
		产能利用率	80.00%	86.67%	86.67%	86.67%	86.67%	86.67%	
	盛久糖醇	木糖(原料木糖和商品木糖)	产能(万吨/年)	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
预测量(万吨)			3.01	3.26	3.26	3.26	3.26	3.26	全部自产
产能利用率			75.18%	81.38%	81.38%	81.38%	81.38%	81.38%	
阿拉伯糖		产能(万吨/年)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	
		预测销量(万吨)	0.13	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	全部自产
		产能利用率	65.00%	72.00%	73.00%	73.00%	73.00%	73.00%	

注1：上表中，豫鑫糖醇晶体糖醇产能中的“产能2”由2万吨赤藓糖醇生产线经柔性化改造而来，可用于选择性生产木糖醇、晶体麦芽糖醇、阿拉伯糖、商品木糖等产品。该晶体糖醇柔性化改造已完成，标的公司可根据订单需求及生产安排，在前述产能范围内选择性切换生产上述不同晶体糖醇品种，无需再根据不同品种进行设备改造。根据标的公司生产经

营规划，预测期内阿拉伯糖及商品木糖主要由盛久糖醇生产，豫鑫糖醇该晶体糖醇柔性化产线（“产能2”）则用于生产木糖醇及晶体麦芽糖醇。

注2：豫鑫糖醇液体糖醇产能亦由赤藓糖醇产线经柔性化改造而来，该柔性化改造已完成，预测期内可实现前述液体糖醇（主要为液体麦芽糖醇）产能，不占用上述晶体糖醇柔性化产能。

(3) 各类产品的业务规划

标的公司结合客户资源及需求、项目产能及市场占有率等，并考虑功能糖醇行业及下游食品行业整体市场发展趋势等对各类产品的业务进行了合理的规划，具体情况如下：

木糖醇和木糖系标的公司的核心产品，相关营业收入占整体营业收入比重大，预计未来行业发展前景广阔，公司未来将积极开拓市场，继续扩大其销售规模。在现有产能下，标的公司未来首先保障其产量满足下游客户需求，优先组织生产经营。

晶体麦芽糖醇产品投放市场不久，目前市场占有率低，随着市场开拓及客户积累，预计未来销量仍有一定的增长空间，但其产量会受到木糖醇占用二期柔性生产线生产的影响。出于谨慎性，在不考虑标的公司未来增加产能的基础上，预计未来随着木糖醇产量的提升，其自产的晶体麦芽糖醇产量在预测期后期呈下降趋势，客户需求未能得到满足部分则通过从外部单位采购进行有效补充。

阿拉伯糖作为一种稀有糖，受制于原材料木糖母液供应及生产技术水平，其市场产量相对较小，市场需求较为旺盛。公司目前产能充足，未来将积极开拓市场，扩大其生产及销售规模。

由于市场行情原因，2023年起标的公司暂停生产赤藓糖醇，近几年销售的赤藓糖醇部分系存量库存，其余部分系从外部采购。考虑市场行情及生产成本等原因，标的公司规划暂不考虑自行生产赤藓糖醇，未来均从外部采购后对外销售。

液体麦芽糖醇产品投放市场不久，目前市场占有率低，随着市场开拓及客户积累，预计未来销量仍有较大的增长空间。公司目前产能充足，未来将积极开拓市场，扩大其生产及销售规模。

本次评估未来各主要产品销量预测发展趋势符合标的公司对各类产品的业

务规划。

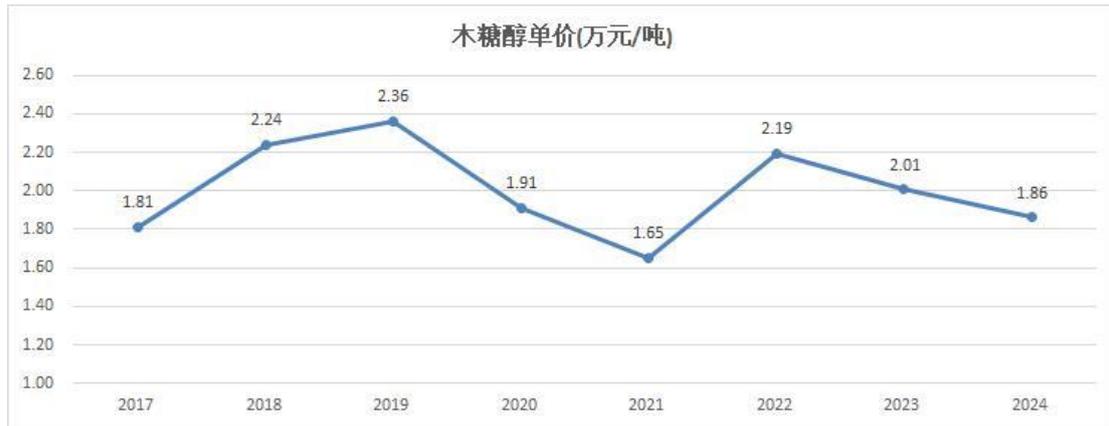
(4) 各类产品预测期单价、销量及收入预测合理

1) 木糖醇

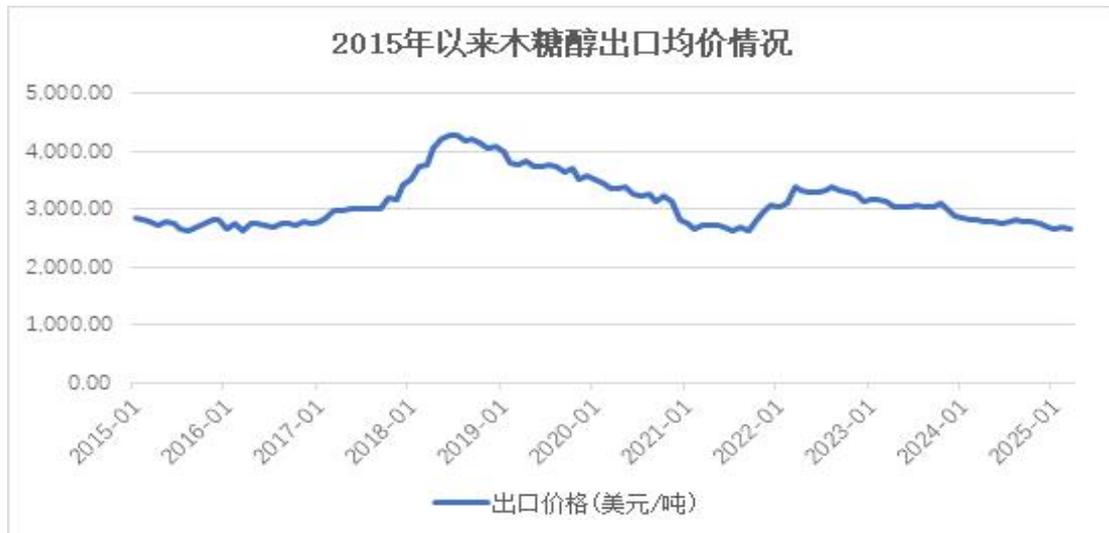
木糖醇系标的公司的核心产品，其营业收入占整体营业收入比重大，内销及外销收入各占 50%左右。2023 年至 2024 年期间各年度销量依次为 24,848.34 吨、31,884.91 吨。公共卫生事件过后，随着下游需求的恢复，木糖醇市场维持稳定增长的状态，加上公司产能提升及市场开拓等有利因素影响，2023 年及 2024 年销量大幅提高，历史发展态势良好。

截至评估基准日，标的公司已拥年产 2 万吨木糖醇生产线，并拥有可选择性年产 2.5 万吨木糖醇的柔性生产线；2024 年标的公司木糖醇销量约 3.2 万吨，未来产销规模仍有一定的提升空间。根据 The Business Research Company 最新预测，2024 年全球木糖醇市场规模约为 11.2 亿美元，预计到 2029 年全球木糖醇市场规模将达到 16.4 亿美元，2024 年到 2029 年的年复合增长率为 7.9%，由此可见，该行业未来发展前景良好。本次评估考虑到行业发展趋势及市场竞争等因素，谨慎预计未来木糖醇销量在维持现有规模的基础上，在行业需求的带动下，随着行业发展小幅度增长，且未来销量增长率远低于标的公司历史期增长率水平。

从行业历史发展趋势来看，木糖醇销售价格受宏观经济环境、市场需求、市场竞争及原料价格等因素影响波动。木糖醇销售单价在 2019 年出现高点之后，受公共卫生事件影响，在 2021 年到达了低点，随着下游需求的恢复，2022 年快速回升，2023 年及 2024 年呈小幅回落。2017 年以来标的公司逐步拓展木糖醇自主销售渠道，2017-2024 年期间标的公司木糖醇销售单价(此处及下文中销售单价均指不含税单价)在约 1.65-2.36 万元/吨区间波动，该期间均值 2.01 万元/吨，如下图所示：



2015 年以来我国木糖醇出口价格呈现波动，在 2018-2019 年价格达到高位后下降，2021 年降至近年来最低点，之后经过反弹再次逐步下降，如下图所示：



数据来源：同花顺 iFind

由上可见，标的公司近年来木糖醇销售单价与我国木糖醇出口均价的变动趋势基本一致，目前木糖醇价格已处于低位，并逐步企稳。

本次评估假设标的公司的存续期间为永续期，收益期为无限期，故从行业长期发展规律来看，木糖醇永续期预测价格处于其历史价格高点区域或低点区域均不合适，存在高估或低估产品收入的风险。考虑其未来销售单价相关影响因素的不确定性依旧存在，为了平滑价格波动风险影响，销售单价将在详细预测期内逐步过渡到前一阶段（即 2017-2024 年）中 2019 年（高值）与 2021 年（低值）之均值水平，之后价格保持平稳，本次评估预测永续期销售单价为 2.04 万元/吨，该价格更为合理反映其长期价格走势。

据统计分析，华康股份 2005-2024 年木糖醇历年价格基本围绕 2.2 万元/吨价格中枢上下波动。区间单价均值和中位数如下：

产品	近 20 年	近 15 年	近 10 年
木糖醇单价区间均值（万元/吨）	2.20	2.16	2.25
木糖醇单价区间中位数（万元/吨）	2.19	2.18	2.29

注：上表中近 20 年系 2005-2024 年；近 15 年系 2010-2024 年；近 10 年系 2015-2024 年（下同）

本次预测期木糖醇单价均低于华康股份长期均价；另据了解，受原材料价格及国外生产成本较国内高等因素影响，竞争对手丹尼斯克木糖醇产品售价相对更高；故木糖醇销售单价预测合理谨慎。

标的公司木糖醇 2019-2024 年及预测期收入如下：

期间	项目\年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
历史期	营业收入(万元)	14,045.85	17,255.27	24,439.77	30,947.91	49,908.99	59,341.44
	单价(元/吨)	23,629.34	19,135.59	16,520.85	21,944.16	20,085.44	18,611.13
	数量（吨）	5,944.24	9,017.37	14,793.29	14,103.02	24,848.34	31,884.91
	收入增长率		22.85%	41.64%	26.63%	61.27%	18.90%
期间	项目\年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
预测期	营业收入(万元)	59,011.20	65,479.68	71,675.28	77,523.48	80,947.20	80,947.20
	单价(元/吨)	17,563.00	18,560.00	19,440.00	20,220.00	20,400.00	20,400.00
	数量（吨）	33,600.00	35,280.00	36,870.00	38,340.00	39,680.00	39,680.00
	收入增长率	-0.56%	10.96%	9.46%	8.16%	4.42%	0.00%

注：上表中 2019-2022 年的数据未经审计，按标的公司母公司单体财务报表数据列示；2023-2024 年的数据经审计，按标的公司合并财务报表数据列示。

总体来看，预测期 2025-2029 年木糖醇销量年复合增长率为 4.47%，显著低于标的公司近年增长率水平，同时也低于我国 2006-2023 年期间功能性糖醇总产量的年复合增长率 6.2%；预测期木糖醇营业收入年复合增长率为 6.41%，低于 The Business Research Company 最新预测的全球木糖醇市场规模复合增长率预测值 7.9%。因此，综合行业发展前景、现有产能、未来业务规划及公司历史经营发展趋势等综合分析，木糖醇销量、销售单价及收入预测合理谨慎。

2) 木糖

标的公司对外销售的木糖（即商品木糖），主要由子公司盛久糖醇生产的品质等级相对较高的木糖经简单加工或质检分装后制得，少量从外部单位采购；未来由子公司盛久糖醇生产。2023 年至 2024 年期间各年度销量依次为 5,645.75

吨、5,917.90 吨，销量的提升受益盛久糖醇产量的提升、下游需求的提振、市场开拓等有利因素。木糖与木糖醇产业关系密切，行业发展情况趋同，预测期木糖销量变动趋势基本同前述木糖醇产品。截至评估基准日，盛久糖醇已拥有设计产能为年产 4 万吨木糖的生产线，本次评估谨慎预测未来永续期木糖（原料木糖 2.56 万吨和商品木糖 0.69 万吨）年合计产量 3.25 万吨，低于设计产能。

从行业历史发展趋势来看，木糖销售单价变动趋势基本同木糖醇产品。近年来标的公司规模化商品木糖销售业务主要从 2019 年开始，2019-2024 年期间标的公司木糖销售单价在 1.36-1.75 万元/吨区间波动，该期间均值 1.54 万元/吨，如下图所示：



2015 年以来我国商品木糖出口价格呈现波动，在 2018-2019 年价格达到高位后下降，2021 年降至长期低点，经反弹后缓步下降，自 2024 年 12 月后呈现止跌回稳趋势，如下图所示：



数据来源：同花顺 iFind

由上可见，标的公司商品木糖销售单价与我国木糖出口均价的变动趋势基本一致，分别在 2019 年和 2021 年出现长期内高点和低点，目前木糖价格已处于长期价格低位，自 2024 年末以来标的公司的商品木糖销售价格已有所回升。

考虑未来销售单价相关影响因素的不确定性依旧存在，为了平滑价格波动风险影响，销售单价将在详细预测期内逐步过渡到前一阶段(2019-2024 年)中 2019 年（高值）与 2021 年（低值）之均值水平，之后价格保持平稳，本次评估预测永续期销售单价为 1.58 万元/吨。

据统计分析，华康股份 2005-2024 年木糖(商品木糖)历年价格基本围绕 1.85 万元/吨价格中枢上下波动，区间单价均值和中位数如下：

产品	近 20 年	近 15 年	近 10 年
木糖单价均值(万元/吨)	1.89	1.85	1.83
木糖单价中位数(万元/吨)	1.81	1.83	1.78

本次预测期木糖单价均低于华康股份上述长期均价，另据了解，受原材料价格及国外生产成本较国内高等因素影响，竞争对手丹尼斯克木糖产品售价相对更高；故木糖销售单价预测合理谨慎。

木糖 2019-2024 年及预测期收入如下：

期间	项目\年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
历史期	营业收入(万元)	2,056.96	1,204.06	2,387.31	5,906.52	9,205.06	8,347.82
	单价(元/吨)	17,497.11	14,254.27	13,567.71	16,650.24	16,304.41	14,106.05
	数量(吨)	1,175.60	844.7	1,759.55	3,547.41	5,645.75	5,917.90
	收入增长率		-41.46%	98.27%	147.41%	55.85%	-9.31%
期间	项目\年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
预测期	营业收入(万元)	8,915.89	9,418.90	10,165.50	10,883.70	10,981.00	10,981.00
	单价(元/吨)	14,100.00	14,380.00	15,060.00	15,660.00	15,800.00	15,800.00
	数量(吨)	6,300.00	6,550.00	6,750.00	6,950.00	6,950.00	6,950.00
	收入增长率	6.81%	5.64%	7.93%	7.07%	0.89%	0.00%

注：上表中 2019-2022 年的数据未经审计，按标的公司母公司单体财务报表数据列示；2023-2024 年的数据经审计，按标的公司合并财务报表数据列示。

总体来看，预测期 2025-2029 年木糖销量年复合增长率为 3.27%，显著低于标的公司近年增长率水平，同时也低于我国 2006-2023 年期间功能性糖醇总产量的年复合增长率 6.2%；预测期木糖营业收入年复合增长率为 5.64%，低于国外市场研究机构 Global Industry Analysts, Inc 预测的全球功能性糖醇市场规模复

合增长率预测值 6.7%。因此，综合行业发展前景、现有产能、未来业务规划及公司历史经营发展趋势等综合分析，木糖销量、销售单价及收入预测合理谨慎。

3) 晶体麦芽糖醇

晶体麦芽糖醇产能通过二期柔性产线获得，2023 年至 2024 年期间各年度销量依次为 4,249.10 吨、7,785.31 吨，产销量大幅提升。晶体麦芽糖醇市场需求总体稳定，标的公司的晶体麦芽糖醇产品投放市场不久，目前市场占有率低，随着市场开拓及客户积累，预计未来销量仍有一定的增长空间，但其产量会受到木糖醇占用二期柔性生产线生产的影响，预计未来随着木糖醇产量的提升，其自产的产量呈下降趋势；未来预测销量从 2025 年 11,000 吨逐步下降至 2029 年 7,500 吨。晶体麦芽糖醇市场供应充足，客户需求未能得到满足部分则通过从外部单位采购进行有效补充。本次评估预测充分考虑公司现有产能及未来业务规划情况，晶体麦芽糖醇未来预测销量逐步下降，永续期销量已低于 2024 年销量水平，销量预测合理谨慎。

晶体麦芽糖醇的原材料麦芽糖浆等供应稳定，销售单价长期比较平稳，加之下游需求稳定，2020-2024 年期间标的公司晶体麦芽糖醇销售单价依次为 1.08 万元/吨、1.15 万元/吨、1.01 万元/吨、1.01 万元/吨、1.00 万元/吨，在 1.00-1.15 万元/吨区间小幅波动，总体平稳。本次评估预测永续期销售单价为 1.05 万元/吨。

据统计分析，华康股份 2015-2024 年晶体麦芽糖醇单价均值 1.07 万元/吨，中位数 1.05 万元/吨，历年价格基本围绕近 10 年单价均值、中值上下波动，总体平稳。本次预测期销售单价均低于华康股份上述长期均价，故晶体麦芽糖醇销售单价预测合理谨慎。

晶体麦芽糖醇 2021-2024 年及预测期收入如下：

期间	项目\年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
历史期	营业收入(万元)			100.96	2,062.03	4,300.39	7,775.24
	单价(元/吨)			10,751.66	11,528.91	10,120.73	9,987.07
	数量(吨)			93.9	1,788.57	4,249.10	7,785.31
	收入增长率				1942.46%	108.55%	80.80%
期间	项目\年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期

预测期	营业收入(万元)	10,714.00	9,930.00	9,162.00	8,344.00	7,897.50	7,897.50
	单价(元/吨)	9,740.00	9,930.00	10,180.00	10,430.00	10,530.00	10,530.00
	数量(吨)	11,000.00	10,000.00	9,000.00	8,000.00	7,500.00	7,500.00
	收入增长率	37.80%	-7.32%	-7.73%	-8.93%	-5.35%	0.00%

注：上表中 2021-2022 年的数据未经审计，按标的公司母公司单体财务报表数据列示；2023-2024 年的数据经审计，按标的公司合并财务报表数据列示。

总体来看，永续期晶体麦芽糖醇销量、销售价格及营业收入与 2024 年规模相当。因此，综合行业发展前景、现有产能、未来业务规划及公司历史经营发展趋势等综合分析，晶体麦芽糖醇销量、销售单价及收入预测合理谨慎。

4) 阿拉伯糖

历史年度阿拉伯糖产能通过前述柔性产线获得；标的公司子公司盛久糖醇年产 2,000 吨阿拉伯糖生产线于 2024 年第四季度建成，根据公司未来经营发展规划，阿拉伯糖未来由盛久糖醇生产，标的公司采购后对外销售。2023 年至 2024 年期间各年度销量依次为 61.86 吨、951.03 吨，销量增长快速。

阿拉伯糖作为一种天然低热量稀有糖，主要用于食品添加剂、保健品、医药、有机合成、其它等领域，受制于原材料木糖母液供应及生产技术水平，其市场产量相对较小，市场需求较为旺盛，未来销量有较大增长空间。

阿拉伯糖销售单价高，2023-2024 年期间销售单价为 4.21 万元/吨、4.35 万元/吨，价格相对平稳，永续期预测销售单价为 3.8 万元/吨。该产品市场供应相对较少，竞争相对不激烈，预计未来价格可保持稳定，故阿拉伯糖销售单价预测合理谨慎。

阿拉伯糖 2021-2024 年及预测期收入如下：

期间	项目\年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
历史期	营业收入(万元)			2.83	17.82	260.67	4,137.65
	单价(元/吨)			40,105.48	56,475.88	42,141.56	43,507.18
	数量(吨)			0.71	3.16	61.86	951.03
	收入增长率				530.19%	1362.93%	1487.33%
期间	项目\年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
预测期	营业收入(万元)	5,330.00	5,760.00	5,694.00	5,548.00	5,548.00	5,548.00
	单价(元/吨)	41,000.00	40,000.00	39,000.00	38,000.00	38,000.00	38,000.00
	数量(吨)	1,300.00	1,440.00	1,460.00	1,460.00	1,460.00	1,460.00

	收入增长率	28.82%	8.07%	-1.15%	-2.56%	0.00%	0.00%
--	-------	--------	-------	--------	--------	-------	-------

注：上表中 2021-2022 年的数据未经审计，按标的公司母公司单体财务报表数据列示；2023-2024 年的数据经审计，按标的公司合并财务报表数据列示。

总体来看，预测期 2025-2029 年阿拉伯糖销量年复合增长率为 8.95%，略高于我国 2006-2023 年期间功能性糖醇总产量的年复合增长率 6.2%；预测期阿拉伯糖营业收入年复合增长率为 6.04%，低于国外市场研究机构 Global Industry Analysts, Inc 预测的全球功能性糖醇市场规模复合增长率预测值 6.7%。因此，综合行业发展前景、现有产能、未来业务规划及公司历史经营发展趋势等综合分析，阿拉伯糖销量、销售单价及收入预测合理谨慎。

5) 赤藓糖醇

标的公司已建成 20,000 吨/年赤藓糖醇生产线，由于市场行情原因，2023 年起公司暂停生产赤藓糖醇，并对该生产线进行柔性化改造，可用于生产麦芽糖醇、阿拉伯糖及木糖醇。2023 年至 2024 年期间各年度赤藓糖醇的销量依次为 2,577.13 吨、3,073.35 吨，总体销量不大，市场占有率低。标的公司近几年销售的赤藓糖醇部分系公司存量库存，其余部分系从外部单位采购。考虑市场行情及生产成本等原因，预测期末考虑标的公司自行生产赤藓糖醇，而均从外部单位采购后对外销售。近几年标的公司相关客户需求稳定，赤藓糖醇销量比较平稳，未来预计销售规模保持平稳。

2021 年及之前赤藓糖醇市场产品价格较高，此后新建产能陆续投产，市场竞争加剧，产品价格走低，目前行业处于产能逐步出清阶段，产品价格当前处于低谷。2023-2024 年期间标的公司赤藓糖醇销售单价依次为 1.01 万元/吨、1.06 万元/吨，两年均价 1.04 万元/吨，价格平稳。2022-2024 年期间华康股份赤藓糖醇销售均价 1.04 万元/吨。考虑市场供需等情况，预计未来价格平稳，预测期销售单价为 1.04 万元/吨。

赤藓糖醇 2020-2024 年及预测期收入如下：

期间	项目\年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
历史期	营业收入(万元)		6.51	453.06	4,404.22	2,603.39	3,259.00
	单价(元/吨)		15,677.58	18,961.23	14,285.00	10,101.92	10,604.06
	数量(吨)		4.15	238.94	3,083.11	2,577.13	3,073.35
	收入增长率			6863.51%	872.11%	-40.89%	25.18%

期间	项目\年度	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	永续期
预测期	营业收入(万元)	3,640.00	3,640.00	3,640.00	3,640.00	3,640.00	3,640.00
	单价(元/吨)	10,400.00	10,400.00	10,400.00	10,400.00	10,400.00	10,400.00
	数量(吨)	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00	3,500.00
	收入增长率	11.69%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

注：上表中 2020-2022 年的数据未经审计，按标的公司母公司单体财务报表数据列示；2023-2024 年的数据经审计，按标的公司合并财务报表数据列示。

总体来看，考虑到赤藓糖醇非公司核心产品，未来预测销售规模及销售单价基本维持在现有水平。因此，综合行业发展前景、现有产能、未来业务规划及公司历史经营发展趋势等综合分析，赤藓糖醇销量、销售单价及收入预测合理谨慎。

6) 液体麦芽糖醇

液体麦芽糖醇产能通过前述柔性产线获得，2023 年至 2024 年期间各年度销量依次为 4,813.13 吨、9,094.87 吨，前述柔性化改造后该产品销量大幅提升。根据中国淀粉工业协会数据，我国麦芽糖醇主要产出为液体，液体麦芽糖醇市场容量大。截至评估基准日，标的公司已拥有年产 1.5 万吨液体麦芽糖醇的产能，基准日产能利用率不高，未来仍有较大的提升空间，同时考虑豫鑫糖醇的液体麦芽糖醇产品投放市场不久，目前市场占有率低，随着市场开拓及客户积累，预计未来销量仍有较大的增长空间。

液体麦芽糖醇的原材料麦芽糖浆等供应稳定，销售单价长期比较平稳，加之下游需求稳定，2023-2024 年标的公司液体麦芽糖醇销售单价为 0.40 万元/吨、0.37 万元/吨，两年均价为 0.39 万元/吨，价格小幅波动，总体保持稳定。永续期预测销售单价与近两年均价接近。

据统计分析，华康股份 2015-2024 年液体麦芽糖醇历年单价均值 0.42 万元/吨，单价中值 0.43 万元/吨，历年价格基本围绕近 10 年单价均值、中值上下波动，总体平稳。本次预测期销售单价均低于华康股份上述长期均价，液体麦芽糖醇销售单价预测合理谨慎。

液体麦芽糖醇 2022-2024 年及预测期收入如下：

期间	项目\年度	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
历史期	营业收入(万元)				27.55	1,938.03	3,408.90
	单价(元/吨)				2,195.07	4,026.55	3,748.16

	数量(吨)				125.52	4,813.13	9,094.86
	收入增长率					6933.96%	75.90%
期间	项目\年度	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	永续期
预测期	营业收入(万元)	4,380.00	4,836.00	4,953.00	5,083.00	5,135.00	5,135.00
	单价(元/吨)	3,650.00	3,720.00	3,810.00	3,910.00	3,950.00	3,950.00
	数量(吨)	12,000.00	13,000.00	13,000.00	13,000.00	13,000.00	13,000.00
	收入增长率	28.49%	10.41%	2.42%	2.62%	1.02%	0.00%

注：上表中 2022 年的数据未经审计，按标的公司母公司单体财务报表数据列示；2023-2024 年的数据经审计，按标的公司合并财务报表数据列示。

总体来看，预测期 2025-2029 年液体麦芽糖醇销量年复合增长率为 7.41%，略高于我国 2006-2023 年期间功能性糖醇总产量的年复合增长率 6.2%；营业收入年复合增长率为 8.54%，略高于国外市场研究机构 Global Industry Analysts, Inc 预测的全球功能性糖醇市场规模复合增长率预测值 6.7%，主要系液体麦芽糖醇目前企业销售规模小所致。因此，综合行业发展前景、公司现有产能及公司历史经营发展趋势等综合分析，液体麦芽糖醇销量、销售单价及收入预测合理谨慎。

综上分析，本次评估未来各主要产品销量预测发展趋势符合标的公司对各类产品的业务规划，各主要产品的产量均控制在基准日现有产能范围以内，未考虑期后可能继续追加投资新建产能的影响；预测期各主要产品销售单价均低于可比公司相关产品长期销售单价水平；预测期木糖醇和木糖等核心产品营业收入增长率基本与外部研究机构预测的行业增长率预测值相当。因此，综合行业发展前景、公司现有产能及公司历史经营发展趋势等综合分析，各主要产品销量、销售单价及收入预测合理谨慎。

2、木糖醇和木糖产品报告期内销售单价下滑背景下，相关产品预测期销售单价呈现增长趋势的原因与合理性；

玉米芯作为木糖的主要原材料，其成本占木糖成本比重高。报告期内，玉米芯价格受市场供需关系等因素影响有所下降，木糖价格亦有所下降，半纤维素及水解浓缩液等原材料价格亦随着市场波动而有一定程度的下降；受原材料价格下降、市场竞争等因素影响，木糖醇价格亦有一定程度下降；鉴于木糖醇和木糖市场需求稳定增长，木糖醇和木糖产品销售价格下降最主要系原材料价格下降影响所致。

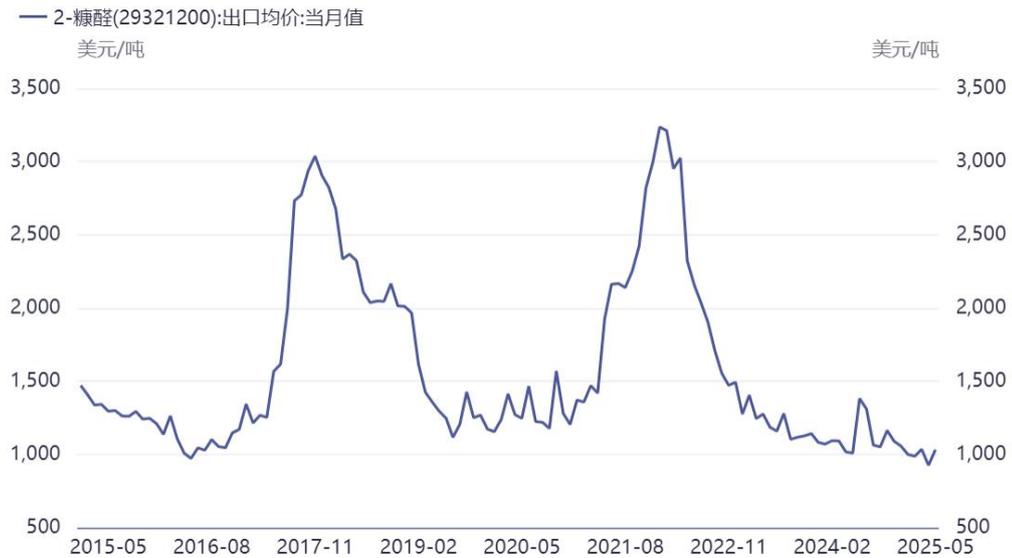
(1) 玉米芯市场概况

玉米是我国三大粮食作物之一，是种植范围最广、单产最高的谷类作物，也是第一大饲料原料，其在我国农业生产及经济发展中占有重要地位。我国玉米收获面积常年居全球首位；产量仅次于美国；玉米总消费量位列全球第 2 位。数据显示，2023 年我国玉米种植面积达 6.63 亿亩，产量达到约 2.89 亿吨，单位面积产量达 435.47 公斤/亩，同比分别增长了 2.67%、4.2%、1.49%。2023 年我国糠醛产量约 60 万吨，按每吨糠醛消耗 10 吨玉米芯估算，糠醛行业年消耗玉米芯约 600 万吨，该行业玉米芯需求量较大；生物质电厂、木糖等行业对玉米芯需求也较大。宏观来看我国玉米芯供应较为充足，但微观上看，各区域糠醛厂家分布并不均匀，分布较为密集的区域比如河南、山东聊城和菏泽等地玉米芯供应较为紧张，且价格为全国之最。玉米芯价格受以下因素影响：一是糠醛市场行情的影响；二是季节性影响，淡季价高旺季价低；三是区域性影响，不同区域的市场供应量和需求量不同导致价格相差很大。

(2) 糠醛市场概况

糠醛，是一种有机化合物，其需求主要来自多个行业，包括食品、化工、医药和塑料等。根据卓创资讯统计的山东地区糠醛历史价格数据分析来看，糠醛市场价格的波动通常为 4-5 年为一个周期，2017 年糠醛市场价格一路上行大涨，2018 年价格高开低走，2019 年、2020 年糠醛市场价格波动范围逐渐缩小，市场价格低位运行。2021 年和 2022 年糠醛市场再一次重演了一遍 2017 和 2018 年的剧情，暴涨之后又是一路下跌，到 2022 年下半年至 2023 全年逐渐走低回归以往的低迷，2024 年糠醛市场价格仍低位运行。2015-2025 年 5 月的糠醛市场价格如下图所示：

2-糠醛(29321200):出口均价:当月值



数据来源: 同花顺FinD

《2024-2029 年中国糠醛行业重点企业发展分析及投资前景可行性评估报告》指出近年来, 全球糠醛市场规模呈现波动性增长。数据显示, 2011 年全球糠醛市场规模为 9.41 亿美元, 2015 年下降至 9.21 亿美元, 随后又回升, 2023 年达到 10.25 亿美元, 并有望在 2028 年达到 14.59 亿美元, 期间年复合增长率预估为 10.98%, 行业发展前景良好。

中国是全球糠醛市场的重要组成部分。2023 年中国糠醛市场规模达 33.1 亿元。预计中国糠醛市场规模在未来几年将持续增长, 并有望在全球市场中占据更大份额, 预计我国未来该行业发展前景良好。目前糠醛价格呈周期性波动, 目前已处于低位, 进一步下降空间较小, 糠醛行业发展前景良好, 预计未来将带动玉米芯价格回升。

(3) 木糖醇和木糖价格走势

从历史市场数据来看, 玉米芯市场价格受多重因素影响存在一定波动。评估人员结合盛久糖醇近几年玉米芯采购均价(此处及下文中采购均价均指不含税单价), 并参考同属河南地区的焦作华康等历史经营数据, 对 2010-2024 年玉米芯采购均价进行统计分析, 如下图所示:



注：盛久糖醇于2022年起开始规模化生产木糖，故上图中2010-2021年期间选用焦作华康经营数据；2022-2024年期间选用盛久糖醇经营数据。

2010-2024 玉米芯采购均价主要处于 460-660 元/吨区间波动。近 15 年玉米芯采购均价为 535 元/吨，中值为 500 元/吨；近 10 年玉米芯采购均价为 525 元/吨，中值为 490 元/吨。据了解，河南等周边地区 2025 年玉米芯价格已小幅上涨。

近年来受糠醛行业对玉米芯需求量较大的影响，玉米芯市场价格走势与糠醛价格走势相关度高，当糠醛价格低迷时，玉米芯价格亦处在低谷；2022 年糠醛价格出现周期高点时，玉米芯价格亦上涨至周期高点，之后出现逐步下降。另外，玉米芯价格也会受到区域、玉米种植面积、气候及季节等其它因素影响有所波动。

本次评估假设标的公司的存续期间为永续期，收益期为无限期，故从行业长期发展规律来看，核心原材料玉米芯永续期预测价格按其历史价格高点区域或低点区域进行预测均不合适，存在高估或低估原材料成本的风险。为了平滑玉米芯价格波动的影响，本次评估预测永续期的玉米芯价格按盛久糖醇 2022 年玉米芯均价 648 元/吨（高值）与 2024 年玉米芯均价 478 元/吨（低值）的价格均值作为永续期的玉米芯价格（563 元/吨），该预测单价均高于上述统计分析得到的近 15、10 年玉米芯采购均价，预测更为谨慎。

木糖醇和木糖价格除了其他市场因素外，受原材料玉米芯价格影响较大，2023-2024 年玉米芯价格下降，木糖醇和木糖生产成本下降，标的公司基于保持合理利润定价策略考虑，对报告期相关产品价格进行下调。基准日玉米芯价格处于相对低位，预计未来随着功能糖醇行业市场规模扩大、糠醛行业回暖等影响，

玉米芯价格逐步上涨，下游木糖醇和木糖也将随着成本上涨、需求增长等因素而上涨。本次评估预测中，玉米芯价格从2024年均价480元/吨逐步上涨至永续期563元/吨，上涨幅度为17.29%；木糖价格从2024年均价14,106元/吨上涨至永续期15,800元/吨，上涨幅度为12.01%；木糖醇价格从2024年均价18,611元/吨上涨至永续期20,400元/吨，上涨幅度为9.61%。即预测期木糖醇价格上涨幅度低于木糖价格上涨幅度，亦低于玉米芯价格上涨幅度，与报告期木糖醇降价幅度低于木糖及玉米芯降价幅度的趋势相符。综上，本次评估木糖醇和木糖预测期价格增长幅度均低于核心原材料玉米芯预测期价格增长幅度，具有谨慎性。

综上分析，在木糖醇和木糖未来市场总体需求稳定增长，行业发展前景良好的背景下，加上原材料成本传导等影响，本次评估预测未来木糖醇和木糖的价格同玉米芯价格保持同向变化，预测期产品销售价格随着原材料玉米芯价格的上升而呈现增长，预测产品收入和产品成本同时增长，且出于谨慎考虑，木糖醇和木糖预测期价格增长幅度均低于核心原材料玉米芯预测期价格增长幅度，木糖醇和木糖价格预测合理。

(二) 报告期内标的公司副产品和其他业务收入的构成情况，结合相关主要产品产量和价格波动等因素，分析复合糖醇液、木糖母液及其他业务收入预测的审慎性

1、复合糖醇液、木糖母液收入预测合理审慎

标的公司副产品主要有复合糖醇液及木糖母液，系在生产相关主要产品时伴随产生，报告期内其收入构成情况如下：

产品	项目\年度	2023年	2024年
复合糖醇液	营业收入(万元)	391.59	610.12
	单价(元/吨)	2,891.26	2,446.44
	数量(吨)	1,354.41	2,493.93
木糖母液	营业收入(万元)	1,054.80	1,825.57
	单价(元/吨)	1,507.36	1,471.95
	数量(吨)	6,997.67	12,402.40
合计	营业收入(万元)	1,446.39	2,435.69

复合糖醇液系标的公司生产晶体麦芽糖醇时产生，其产量与晶体麦芽糖醇产量存在一定比例依存关系。根据标的公司历史生产经营数据统计分析发现：

2023-2024 年复合糖醇液产量分别占晶体麦芽糖醇产量的 40%、44%，产量占比指标稳定，两年均值为 42%。本次评估未来各年度复合糖醇液的销量按相应预测年度晶体麦芽糖醇产量的 42%进行预测；未来晶体麦芽糖醇产量会受到木糖醇占用二期柔性生产线生产的影响，预计随着木糖醇产量的提升，其总体产量呈下降趋势，故未来复合糖醇液产量相应呈下降趋势。复合糖醇液历史价格走势与晶体麦芽糖醇历史价格走势趋同，报告期内销售单价约为晶体麦芽糖醇销售单价的 25%左右，故本次评估未来各年度复合糖醇液的预测销售单价走势与晶体麦芽糖醇趋同，占晶体麦芽糖醇销售单价的 25%左右。

盛久糖醇目前已掌握综合利用玉米芯水解、半纤维素水解与木糖浓缩液提取、木糖母液色谱分离提纯等多途径制取木糖的成熟工艺。玉米芯水解和半纤维素水解与木糖浓缩液提取木糖的生产工艺会产生木糖母液，盛久糖醇最终将生产木糖产生的木糖母液及外购木糖母液经色谱分离提纯后剩余的木糖母液对外销售。本次评估副产品中预测的木糖母液收入系上述经提纯后剩余的木糖母液对外销售收入。根据盛久糖醇历史生产经营数据统计分析发现：2023-2024 年度合计木糖母液销量占木糖生产线自产木糖母液量和外购木糖母液量之和的 60.99%。本次评估未来各年度木糖母液的销量按相应年度木糖生产线自产木糖母液量和外购木糖母液量之和的 60.99%进行预测，自产木糖母液量占比高，根据木糖生产线木糖产量分析确定。木糖母液历史价格走势与木糖历史价格走势趋同，2022-2024 年其销售单价占木糖销售单价的比例平稳，均值为 11.40%，故本次评估未来各年度木糖母液的预测销售单价按相应年度预测木糖销售单价的 11.40%确定。

综上所述，未来各年度副产品收入预测数据如下：

产品	项目\年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
复合糖醇液	营业收入(万元)	587.94	512.40	440.00	368.64	297.85	297.85
	单价(元/吨)	2,390.00	2,440.00	2,500.00	2,560.00	2,590.00	2,590.00
	数量(吨)	2,460.00	2,100.00	1,760.00	1,440.00	1,150.00	1,150.00
木糖母液	营业收入(万元)	2,233.98	2,574.15	2,782.78	2,922.92	3,023.02	3,023.02
	单价(元/吨)	1,260.00	1,310.00	1,390.00	1,460.00	1,510.00	1,510.00
	数量(吨)	17,730.00	19,650.00	20,020.00	20,020.00	20,020.00	20,020.00
合计	营业收入(万元)	2,821.92	3,086.55	3,222.78	3,291.56	3,320.87	3,320.87

2、其他业务收入预测合理审慎

其他业务收入包括木糖渣、半纤维素粉、颗粒污泥及废旧物资及其他等其余收入，主要为木糖渣、半纤维素粉及其他收入，颗粒污泥和废旧物资等其余收入金额小且占比低。报告期内各项目收入的构成情况如下：

产品	项目\年度	2023 年	2024 年
木糖渣	营业收入(万元)	896.14	1,917.03
	单价(元/吨)	77.76	92.81
	数量(吨)	115,244.42	206,553.20
半纤维素粉	营业收入(万元)	249.37	100.75
颗粒污泥	营业收入(万元)	50.08	43.27
废旧物资等其余	营业收入(万元)	176.39	55.61
其他	营业收入(万元)	262.64	324.12
合计		1,634.63	2,440.77

木糖渣系玉米芯水解提取木糖的生产工艺产生，其产量与玉米芯水解生产线提取的木糖产量存在一定比例依存关系。根据盛久糖醇历史生产经营数据统计分析发现：2023-2024 年度木糖渣合计产销量是玉米芯水解生产线提取的木糖合计产量的 13.26 倍，指标稳定。故本次评估未来各年度木糖渣的产量按玉米芯生产线提取的木糖产量的 13.26 倍进行预测。木糖渣产生后均直接销售给濮阳洁源生物科技有限公司，双方签订了《关于蒸汽和木糖渣的长期合作协议》，目前动力煤的价格已大幅下降，趋于近 10 年的平均价格水平，木糖渣作为生物质能源，在基准日能源价格水平背景下，双方商议的价格比较符合长期趋势，故其木糖渣未来销售单价按照协议价(不含税价格 93 元/吨)进行预测。

半纤维素粉系半纤维素水解提取木糖生产时产生。根据盛久糖醇历史生产经营数据统计分析发现：2023-2024 年度半纤维素粉的营业收入占半纤维素水解与木糖浓缩液提取的木糖营业收入的比例分别为 4.11%、1.94%。2023 年指标偏高，谨慎起见不予考虑，故本次评估未来各年度半纤维素粉的营业收入按相应年度半纤维素水解与木糖浓缩液提取的木糖营业收入的 1.94%进行预测。

其他收入主要系废活性炭、玉米芯沫等收入，系生产木糖和阿拉伯糖时产生。根据盛久糖醇历史生产经营数据统计分析发现：2023-2024 年其他收入占木糖和阿拉伯糖合计营业收入的比例分别为 1.20%、1.07%，指标平稳，两年均值为 1.14%。本次评估未来各年度其他收入按照未来年度木糖和阿拉伯糖合计营业收入的 1.14%进行预测。

颗粒污泥系生产木糖和阿拉伯糖时产生。根据盛久糖醇历史生产经营数据统计分析发现：2023-2024 年颗粒污泥收入占木糖和阿拉伯糖合计营业收入的比例分别为 0.23%、0.14%，两年均值为 0.19%。本次评估未来各年度颗粒污泥收入按照未来年度木糖和阿拉伯糖合计营业收入的 0.19%进行预测。

废旧物资收入年度间存在一定波动，金额小，结合历史收入情况按一定规模进行预测。

综上所述，未来各年度其他业务收入预测数据如下：

产品	项目\年度	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	永续期
木糖渣	营业收入(万元)	2,377.36	2,615.35	2,615.35	2,615.35	2,615.35	2,615.35
	单价(元/吨)	93.00	93.00	93.00	93.00	93.00	93.00
	数量(吨)	255,630.00	281,220.00	281,220.00	281,220.00	281,220.00	281,220.00
半纤维素粉	营业收入(万元)	98.39	102.40	108.65	114.45	118.46	118.46
颗粒污泥	营业收入(万元)	68.78	77.28	81.54	85.41	88.13	88.13
废旧物资等其余	营业收入(万元)	30.00	35.00	40.00	45.00	50.00	50.00
其他	营业收入(万元)	419.93	471.85	497.88	521.51	538.10	538.10
合计		2,994.46	3,301.88	3,343.42	3,381.72	3,410.04	3,410.04

综上所述，标的公司生产技术及工艺稳定，根据历史生产经营数据统计分析发现：副产品及其他业务相关的产品产量或收入与主要产品产量或收入存在的比例依存关系稳定。本次评估以历史经营数据为基础，参数选择合理，因此复合糖醇液、木糖母液及其他业务收入预测合理审慎。

(三) 来自外购产品收入的稳定性、评估预测的合理性，标的公司对该业务的规划安排，未来是否可能增加向上市公司的采购，如是，进一步分析对标的公司收益法评估的影响；

1、来自外购产品收入的稳定性、评估预测的合理性分析

标的公司结合客户资源及需求、项目产能等，根据前述各类产品的业务规划，未来需要外购产品包括部分晶体麦芽糖醇和赤藓糖醇。标的公司从 2022 年开始较大规模的销售晶体麦芽糖醇和赤藓糖醇，近三年两种产品销量情况如下：

产品	项目\年度	2022 年	2023 年	2024 年
晶体麦芽糖醇	数量(吨)	1,788.57	4,249.10	7,785.31
赤藓糖醇	数量(吨)	3,083.11	2,577.13	3,073.35

注：上表中 2022 年的数据未经审计。

晶体麦芽糖醇近三年销量快速增长，2022-2024 年来自外部采购的晶体麦芽糖醇依次约为 1,487 吨、1,909 吨、2,063 吨，随着二期柔性生产线产能增加，标的公司扩大生产规模，外部采购量占销量比例不断下降。赤藓糖醇近三年销量较为稳定，由于市场行情原因，2023 年起标的公司暂停生产赤藓糖醇，之后销售的赤藓糖醇部分系公司存量库存，其余部分系从外部单位采购。

从历史经营情况可以看出，晶体麦芽糖醇和赤藓糖醇外购销售业务已持续多年，业务稳定性良好。从行业客户需求角度来看，下游很多同一客户存在对功能性糖醇产品多样性的需求，基于产品品牌、品质及节省采购成本等方面考虑，客户会向上游同一供应商同时采购多种产品，上述产品需求客户与标的公司合作关系稳定，未来市场需求仍然存在，因此外购产品销售业务预计稳定性良好。

晶体麦芽糖醇和赤藓糖醇未来收入预测的合理性分析参见前文“各类产品预测期单价、销量及收入预测的合理性分析”。

2、标的公司对外购产品业务的规划安排及本次评估预期考虑

我国晶体麦芽糖醇和赤藓糖醇市场供应商多，市场供应充足；本次评估预测的外购产品的采购量较小，市场供应可以保障。在基于现有产能及产品生产成本等因素综合考虑，未来标的公司对晶体麦芽糖醇和赤藓糖醇外购销售业务仍将继续存在。

从历史经营情况来看，标的公司的上述外购产品并非从上市公司处采购获得，故本次评估也未考虑从上市公司处采购的特殊安排，预测的外购产品均从公开市场上按公允市场价格采购获得，标的公司收益法评估中对外购产品业务的预测合理公允。

（四）标的公司预测期内营业收入增长率达 5.43%的合理性、审慎性，是否符合行业整体市场变动趋势；结合标的公司与主要客户合作关系的稳定性、相关长期协议签署及覆盖情况，关税及贸易摩擦对境外收入的影响等方面，分析高营收增长率的可实现性

1、预测期内营业收入增长率符合行业整体市场变动趋势

（1）我国功能性糖醇行业整体市场历史发展情况及行业未来发展前景

据前文所述,根据中国食品工业协会、中国淀粉工业协会发布的数据,2006年我国功能性糖醇产品产量仅为60万吨,到2023年我国功能性糖醇总产量为165.33万吨,较2006年增长175.55%,年复合增长率达6.2%;市场规模而言,2022年我国功能性糖醇市场容量约102亿元,预计2027年将达到210亿元,未来市场规模具有较大的增长空间。

根据国外市场研究机构Global Industry Analysts, Inc在2023年1月发布的《Polyol Sweeteners - Global Strategic Business Report》数据预测,2022年全球功能性糖醇市场规模可达到46亿美元,预计2030年将达到77亿美元,年复合增长率约为6.7%,保持稳定增长态势。而根据The Business Research Company预测,2024年全球木糖醇市场规模约为11.2亿美元,预计到2029年全球木糖醇市场规模将达到16.4亿美元,2024年到2029年的年复合增长率为7.9%,未来市场规模具有较大的增长空间。

本次评估预测期营业收入年复合增长率仅为5.43%,低于我国2006-2023年期间功能性糖醇总产量的年复合增长率6.2%,同时也低于市场研究机构预测的2022-2030年全球功能性糖醇市场规模年复合增长率预测值6.7%,因此,预测期内营业收入增长合理审慎,符合行业整体市场变动趋势。

(2) 与可比公司对比情况

同行业可比公司中,与标的公司业务较为接近的即华康股份,其前五年晶体糖醇产品营业收入如下:

项目/年度	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
晶体糖醇产品 营业收入(亿元)	10.51	11.37	16.69	19.14	19.43

上市公司2020-2024年期间晶体糖醇产品营业收入不断增长,年复合增长率为16.61%,高于本次评估标的公司预测期营业收入年复合增长率。

综上分析,无论是从我国功能性糖醇行业历史长期发展情况,还是该行业未来发展预期,以及与同行业可比公司综合对比来看,标的公司预测期内营业收入增长率并不高,合理审慎,符合行业整体市场变动趋势。

2、预测期营业收入增长可实现

(1) 主要客户合作关系长期稳定

功能性糖醇产品主要作为食品添加剂，受到各国法律的严格监管，主要客户包括食品饮料行业的众多国内外知名企业，该等企业在选择供应商时除考虑采购成本外，亦重点关注产品的供货可靠性、质量稳定性以及需求响应效率。该等品牌客户知名度高，对于功能性糖醇产品的综合需求规模较大且品类丰富，在业内具有标杆效应，因此与该等知名企业建立合作关系，可充分体现供应商的产品综合竞争力与品牌影响力，有利于市场拓展和新产品销售。

标的公司设立以来秉承国际化的生产与质量管理体系，凭借一流的工艺技术与生产效率、业内领先的产能优势以及稳定的原材料供应能力，在国内外市场形成了较强的综合竞争力。公司积极参与行业展会、论坛等品牌营销推广活动，在产品质量与品控水平得到市场认可的同时，亦建立了完善的客户服务体系，制定并严格执行《客户服务工作处理流程》，与客户保持及时的信息沟通并提供高效的售前、售后服务，积累了一批国内外优质客户资源。

标的公司已与不凡帝、玛氏箭牌、丹尼斯克、好丽友、罗盖特、高露洁、君乐宝、三元食品、思念食品、光明乳业、太古糖业、农夫山泉、娃哈哈、银鹭食品等国内外知名品牌客户建立了长期稳定的合作关系。

查询标的公司历史经营资料可发现，2024 年营业收入前 20 大客户中绝大部分已于 2017-2021 年期间就开始与标的公司开始合作并持续至今，由此可见，标的公司主要客户合作关系长期稳定。

(2) 相关长期协议签署及覆盖情况

根据 2023-2024 年标的公司签订的销售合同情况，标的公司已签订的销售合同期限一般在一年或以内。

标的公司年度合同通常为每年第四季度与不凡帝、玛氏箭牌等部分主要外销客户签订，约定产品类型、销量、单价、金额及结算方式等核心事项，内销客户年度合同签约相对较少。

截至 2023 年 12 月 31 日，标的公司在手订单涉及的产品统计数据如下：

产 品	数量 (吨)	占 2024 年 销量比例	金额(万元)	占 2024 年 收入比例
木糖醇	12,577.22	39.45%	26,616.43	45.86%
木糖	130.00	2.20%	243.53	2.92%
麦芽糖醇 (晶体)	994.00	12.77%	1,082.43	13.92%
阿拉伯糖	130.00	13.67%	596.46	14.42%
赤藓糖醇	206.00	6.70%	230.44	7.07%
麦芽糖醇 (液体)	66.00	0.73%	25.70	0.75%
总计			28,794.99	33.89%
其中：外销			24,995.79	
内销			3,799.20	

截至 2024 年 12 月 31 日，标的公司在手订单涉及的产品统计数据如下：

产 品	数量 (吨)	占 2025 年 预测量比例	金额(万元)	占 2025 年 预测收入比例
木糖醇	26,304.26	78.29%	47,285.18	80.13%
其中：一般销售	14,904.26	44.36%	28,213.64	47.81%
代工	11,400.00	33.93%	19,071.54	32.32%
木糖	5,366.00	85.17%	7,263.01	81.46%
其中：一般销售	1,966.00	31.21%	2,689.66	30.17%
代工	3,400.00	53.97%	4,573.35	51.29%
麦芽糖醇 (晶体)	4,116.73	37.42%	4,187.74	39.09%
阿拉伯糖	60.00	4.62%	244.25	4.58%
赤藓糖醇	214.00	6.11%	234.08	6.43%
麦芽糖醇 (液体)	23.40	0.20%	15.23	0.35%
总计(含代工)			59,229.49	64.39%
总计(不含代工)			35,584.60	38.68%
其中：外销			34,269.17	
内销			1,315.43	

2024 年末较 2023 年末在手订单增加主要系 2024 年年底部分客户与标的公司签订木糖醇、木糖代加工委托合同所致，2023 年底无类似合同签订；剔除委托代工业务影响外，2024 年末较 2023 年末自产自销的木糖醇、木糖及麦芽糖醇 (晶体) 在手订单均有一定幅度增长，为 2025 年业务发展提供积极有利的保障。

(3) 关税及贸易摩擦对境外收入的影响

报告期内，标的公司外销产品主要为木糖醇、木糖以及晶体麦芽糖醇，三项合计占同期外销收入的比例分别为 95.50%及 93.72%，标的公司外销非主要产品为赤藓糖醇，占同期外销收入的比例分别为 3.99%及 4.73%。

标的公司外销产品主要销往美国、意大利、土耳其、荷兰、巴西、波兰及俄罗斯等国家和地区，截至本回复出具日，主要出口国家和地区目前的关税及贸易政策具体情况如下：

序号	国家/地区	产品	关税及贸易政策		
			报告期内	目前关税及贸易政策情况	变动
1	美国	木糖醇	25%	55%	30%
		麦芽糖醇	30.80%	60.80%	30%
		木糖	30.80%	60.80%	30%
		赤藓糖醇	30.50%	60.5%，且存在反补贴限制性贸易措施，2025年5月13日，美国商务部发布反补贴初裁公告，初步裁定标的公司赤藓糖醇产品税率为3.47%	30%，且实施反补贴限制性贸易措施 3.47%
		关税变化	2025年截至目前，关税比报告期内关税增加30%，其系芬太尼关税20%和对等关税10%，为美国新任总统特朗普就职后于2025年3月、5月加征； 2025年5月12日，美国白宫网站发布公告，自当地时间5月14日0:01分取消91%的对华关税，暂停24%的对华关税90天，暂停期满后的该部分关税政策影响尚存较大不确定性； 自2025年5月13日起对标的公司销售的赤藓糖醇产品实施反补贴限制性贸易措施，增加3.47%的产品税率		
2	意大利、荷兰、波兰 (海关按照欧盟海关的统一税则执行)	木糖醇	5.50%	5.50%	/
		麦芽糖醇	6.50%	6.50%	/
		木糖	6.50%	6.50%	/
		赤藓糖醇	5.50%	5.5%，且存在反倾销限制性贸易措施，欧盟对标的公司赤藓糖醇产品征收152.9%的反倾销税，自2025年1月17日起生效	实施反倾销限制性贸易措施 152.9%
		关税变化	目前关税比报告期内关税无变动，自2025年1月17日起对标的公司销售的赤藓糖醇产品实施反倾销限制性贸易措施，增加152.9%的反倾销税。		
3	土耳其	木糖醇	5.50%	5.50%	/
		麦芽糖醇	6.50%	6.50%	/
		木糖	6.50%	6.50%	/
		赤藓糖醇	5.50%	5.50%	/

序号	国家/地区	产品	关税及贸易政策		
			报告期内	目前关税及贸易政策情况	变动
		关税变化	目前关税及贸易政策情况较报告期内无变动		
4	巴西	木糖醇	未加征关税	未加征关税	/
		麦芽糖醇	12.60%	12.60%	/
		木糖	未加征关税	未加征关税	/
		赤藓糖醇	未加征关税	未加征关税	/
		关税变化	目前关税及贸易政策情况较报告期内无变动		
5	俄罗斯	木糖醇	5%	5%	/
		麦芽糖醇	5%	5%	/
		木糖	5%	5%	/
		赤藓糖醇	5%	5%	/
		关税变化	目前关税及贸易政策情况较报告期内无变动		

截至本回复出具日,标的公司外销产品的主要出口国家和地区中,除美国外,均未对标的公司主要产品木糖醇、木糖以及晶体麦芽糖醇实施反倾销、反补贴或加征关税等限制性贸易措施;欧盟和美国对赤藓糖醇实施了反倾销限制性贸易措施,但赤藓糖醇为标的公司非主要产品,占外销收入比例低于5%,因此相关措施对标的公司的影响较小。综上,相关国家和地区的进口政策未发生重大不利变化。

报告期后,仅美国对加征的关税涉及标的公司主要产品,2025年1-5月标的公司美国地区销售收入较2024年同期变动情况如下:

国家/地区	2025年1-5月		2024年1-5月		变动率
	收入金额(万元)	占当期 境外收入比例	收入金额(万元)	占当期 境外收入比例	
美国	3,440.08	20.88%	2,221.70	11.35%	54.84%

2025年1至5月,标的公司外销收入中,销往美国的金额为3,440.08万元,较上年同期增长54.84%。

2025年以来,标的公司与美国客户合作的贸易模式仍以FOB、CIF为主,该模式不承担进口商关税,产生的海外费用较小,2024年1-5月及2025年1-5月,标的公司目的港关税等海外费用占美国地区销售收入的比例分别为3.37%及1.50%,占比较小,对标的公司销往美国境外收入不存在重大不利影响。

2024 年度及 2025 年 1-5 月，标的公司向美国地区销售木糖醇折算 FOB 价格与同期海关出口均价情况趋同；标的公司向美国地区销售商品木糖折算 FOB 价格略低于同期海关出口均价情况，主要系标的公司向美国销售主要与经销类型客户合作，给予一定价格优惠，商品木糖销售均价与海关出口均价情况差额数据基本一致，即相比向全球出口销售价格，标的公司向美国出口销售价格未因关税因素而大幅下降，美国关税及贸易政策变动对标的公司销售情况影响较小。

综上，截至本回复出具日，目前未有客户明确要求标的公司承担美国出口关税成本或要求标的公司降低美国出口产品价格，近期美国关税和贸易政策变化对标的公司境外收入的影响较小。

对于终端客户，特别是海外客户而言，由于木糖醇、木糖等糖醇产品具有在最终产品中用量占比相对低、但却对品质呈现起到关键作用的特点，其对于糖醇产品的质量水平与稳定性、供应的及时与稳定性等具有很强的诉求，因此不会轻易变更配方。同时，木糖醇、木糖等功能糖醇产品主要产能均集中在我国，境外终端客户购买的可选择性小，即便有关税及贸易摩擦的影响，预计供应链依旧能保持稳定，相关产品市场需求稳定，对评估收入预测影响较小。

(4) 行业地位

标的公司深耕功能性糖醇行业二十年，秉承国际化的生产与质量控制标准，并在近年来持续进行技术研发与厂房、设备投入，在工艺技术、产品质量、客户资源、管理体系方面均处于行业领先地位，拥有先进、高效的功能性糖醇和原料木糖生产线，具有业内名列前茅的木糖醇与木糖生产供应能力，生产效率、产能水平、供应链稳定性得到业内认可。

近年来随着木糖醇产业稳步发展。木糖醇行业受原材料供应、生产技术等因素制约，供应链建设相较于其他糖醇品种门槛更高，其全球市场集中度逐步提升，包括上市公司、丹尼斯克、标的公司等已成为全球木糖醇市场的主要参与者。

综上分析，标的公司未来经营过程中可能会遇到关税及贸易摩擦对境外收入的不确定性影响，但标的公司行业地位排名前列，目前已成为全球木糖醇市场的主要参与者，即便有关税及贸易摩擦的影响，预计供应链依旧保持稳定；主要客

户合作关系长期稳定，随着市场不断开拓，新客户的增加，未来客户需求仍有较大增长空间。因此，在功能糖醇行业良好的发展预期前景下，标的公司预测期营业收入增长可实现。

(五) 结合历史期间行业整体毛利率、标的公司营业收入毛利率变动情况，说明预测期标的公司整体毛利率维持较高水平且逐年上升的合理性、审慎性；其中，液体麦芽糖醇毛利率由负转正的原因，阿拉伯糖维持高毛利的可实现性，主要副产品和其他业务收入毛利率较高的合理性；

1、预测期标的公司整体毛利率维持较高水平且逐年上升合理审慎

(1) 报告期标的公司营业收入毛利率情况

2023年及2024年标的公司整体毛利率分别为11.61%及24.05%，整体呈上升趋势，主要原因系：①相关产品市场需求稳定，随着标的公司生产规模扩大，销售渠道不断拓展，品牌效益逐步体现，产品销售量显著提高；②标的公司对先进设备的投入和生产工艺的改进，使生产效率持续提升，提高了产量、收率，降低单耗，实现了规模效应，单位产品分摊的折旧费用等固定成本降低，产品单位成本下降；③主要原材料价格下降，使生产成本有所下降。

(2) 与同行业可比公司毛利率对比情况

报告期内，标的公司与同行业可比上市公司综合毛利率对比情况如下：

公 司	2024 年	2023 年
保 龄 宝	11.88%	8.10%
百龙创园	33.65%	32.73%
三元生物	11.11%	3.05%
华康股份	21.77%	24.18%
同行业平均	19.60%	17.02%
标的公司	24.05%	11.61%

报告期内，标的公司综合毛利率与各可比上市公司的综合毛利率存在一定差异，主要系产品结构差异所致。标的公司与各可比上市公司产品结构对比如下：

公 司	产品种类
保 龄 宝	淀粉糖、减糖甜味剂（主要为赤藓糖醇、结晶果糖、阿洛酮糖等）、益生元、膳食纤维、饲料及副产品等
百龙创园	膳食纤维、益生元、健康甜味剂（主要为阿洛酮糖）等

公 司	产品种类
三元生物	赤藓糖醇、复配糖、阿洛酮糖等
华康股份	木糖醇、麦芽糖醇、山梨糖醇、赤藓糖醇、果葡糖浆等
标的公司	木糖醇、木糖、麦芽糖醇、阿拉伯糖等

报告期内，标的公司综合毛利率水平与保龄宝、百龙创园、三元生物存在差异，主要系产品结构存在较大差异所致。

标的公司与华康股份主要产品包括木糖醇等，产品结构存在一定相似性。2023 年综合毛利率水平存在差异，主要原因系：①标的公司 2023 年产能未完全释放，导致综合毛利率较低；②华康股份产能、工艺和市场份额相对稳定，因此 2023 年综合毛利率高于标的公司。2024 年度，标的公司综合毛利率高于华康股份的原因系①随着 2024 年标的公司产品销售渠道完善，产能得到充分释放，实现规模效应，导致其综合毛利率水平提升；②标的公司晶体糖醇产品收入占比为 90.19%，华康股份晶体糖醇产品收入占比为 69.17%，标的公司晶体糖醇产品收入占比较高，而华康股份毛利率相对较低的液体糖、醇及其他产品收入占比高于标的公司，导致晶体糖醇产品收入占比较高的标的公司综合毛利率高于华康股份。

(3) 预测期标的公司整体毛利率合理审慎

预测期标的公司整体毛利率在 2025 年下降至 20.99%后逐步小幅上升至 2029 年的 24.20%，主要原因系：①本次评估对预测期首年 2025 年木糖醇价格等谨慎预测以致 2025 年整体毛利率为 20.99%，较 2024 年整体毛利率 24.05%有所下降，由于首年基数低，故预测期毛利率呈现逐步小幅上升趋势；②相关产品市场需求稳定，随着标的公司生产规模扩大，销售渠道不断拓展，品牌效益逐步体现，产品销售量进一步提高；③标的公司对先进设备的投入和生产工艺改进，使生产效率持续提升，提高了产量、收率，降低单耗，随着各产品产量提升，实现了规模效应，单位产品分摊的折旧费用等固定成本降低，产品单位成本下降；④自产原料木糖产量将近一步提高，而自产原料木糖成本低于外购原料木糖，使用自产原料木糖比例上升导致木糖醇及商品木糖单位成本下降。

预测期标的公司整体毛利率与木糖醇、木糖毛利率变化趋势如下：

产品	项目\年度	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	永续期
木糖醇	营业收入(万元)	59,011.20	65,479.68	71,675.28	77,523.48	80,947.20	80,947.20
	营业成本(万元)	46,981.16	51,306.63	55,298.48	58,965.84	61,184.55	61,184.55
	毛利率	20.39%	21.64%	22.85%	23.94%	24.41%	24.41%
木糖	营业收入(万元)	8,915.89	9,418.90	10,165.50	10,883.70	10,981.00	10,981.00
	营业成本(万元)	7,114.16	7,670.83	8,123.63	8,517.82	8,619.09	8,619.09
	毛利率	20.21%	18.56%	20.09%	21.74%	21.51%	21.51%
整体毛利率	营业收入(万元)	98,364.23	106,039.15	112,478.95	118,352.35	121,554.99	121,554.99
	营业成本(万元)	77,720.08	82,645.99	86,590.69	90,114.26	92,137.54	92,137.54
	毛利率	20.99%	22.06%	23.02%	23.86%	24.20%	24.20%

从上表可知，预测期木糖醇、木糖毛利率提高带来标的公司整体毛利率提升。本次评估预测永续期标的公司整体毛利率为 24.20%，总体与 2024 年毛利率水平接近。木糖醇永续期毛利率为 24.41%，均低于华康股份 2023 年、2024 年木糖醇平均毛利率；木糖永续期毛利率为 21.51%，均低于华康股份 2023 年、2024 年木糖平均毛利率。因此预测期标的公司整体毛利率维持较高水平且逐年上升合理审慎。

2、液体麦芽糖醇毛利率情况

报告期液体麦芽糖醇毛利率为负数，主要原因系：①标的公司 2023 年、2024 年液体麦芽糖醇产量分别为 4,871.19 吨、9,117.43 吨，与年产 1.5 万吨液体麦芽糖醇的产能相比，基准日前产能利用率不高，单位产品分摊的折旧费用等固定成本高以致产品单位成本高，规模效应尚未充分显现；②因客户类型、物流模式导致平均单价较低。预测期毛利率转正，主要原因系未来液体麦芽糖醇市场需求稳定，随着标的公司生产规模扩大，产品单位成本下降所致。

3、阿拉伯糖毛利率情况

预期期阿拉伯糖维持高毛利率水平，主要原因：①阿拉伯糖作为一种天然低热量稀有糖，预计未来销量有较大增长空间，随着生产规模扩大，产品单位成本下降；②受制于原材料木糖母液供应及生产技术水平，其市场产量相对较小，市场需求较为旺盛，预计价格保持稳定。

4、主要副产品和其他业务收入毛利率情况

副产品主要有复合糖醇液和木糖母液。复合糖醇液系在生产主产品晶体麦芽

糖醇时伴随产生，产出及价值相对较低，标的公司出于一贯性原则和成本效益原则的考虑，报告期内未单独核算其成本。本次评估预测时按一定比例将主要成本分摊至主产品晶体麦芽糖醇，其余部分成本分摊至复合糖醇液，故复合糖醇液毛利率较高。木糖母液系盛久糖醇生产木糖、阿拉伯糖时产生，为盛久糖醇自产及外购木糖母液经色谱分离提取木糖、阿拉伯糖后所余产品，金额相对较小，盛久糖醇按照木糖母液和木糖的市场价格和产量等因素确定主产品和副产品的分配系数（木糖母液按照市场价格的70%结转成本）分配生产成本，2023年及2024年毛利率均为30.00%、30.00%，故本次评估预测参考历史毛利率水平30%预测。

其他业务收入主要系木糖渣收入，木糖渣为玉米芯经生产木糖后的最终剩余产物，单位经济价值较低，统计分析公司历史经营数据发现，标的公司出于一贯性原则和成本效益原则的考虑，未单独核算其成本，故未来预测时将所有的生产成本归集到木糖上，木糖渣成本为零，因此导致其他业务收入整体毛利率高。

（六）预测期内标的公司期间费用率下降的合理性，财务费用不考虑利息支出、预测期不考虑信用减值损失和资产减值损失的原因、是否符合可比交易惯例，预测期资本性支出远低于折旧摊销金额的原因与合理性；

1、预测期内标的公司期间费用率下降合理

标的公司报告期及预测期内期间费用情况如下：

项目\年度	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	永续期
营业收入（万元）	71,669.94	91,883.25	98,364.23	106,039.15	112,478.95	118,352.35	121,554.99	121,554.99
销售费用（万元）	1,780.54	2,091.39	2,424.64	2,535.04	2,659.92	2,781.29	2,877.44	2,877.44
管理费用（万元）	1,562.17	1,728.83	1,872.63	1,947.46	2,027.55	2,095.41	2,176.34	2,176.34
研发费用（万元）	3,003.88	4,262.57	4,213.44	4,484.88	4,688.81	4,897.52	5,054.76	5,054.76
财务费用(不含利息) (万元)	2,359.95	2,112.87	9.01	9.92	10.64	11.33	11.42	11.42
销售费用率	2.48%	2.28%	2.46%	2.39%	2.36%	2.35%	2.37%	2.37%
管理费用率	2.18%	1.88%	1.90%	1.84%	1.80%	1.77%	1.79%	1.79%
研发费用率	4.19%	4.64%	4.28%	4.23%	4.17%	4.14%	4.16%	4.16%
财务费用率	3.29%	2.30%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
期间费用率合计	12.15%	11.10%	8.66%	8.47%	8.35%	8.27%	8.33%	8.33%
期间费用率合计 (不含财务费用)	8.86%	8.80%	8.65%	8.46%	8.34%	8.26%	8.32%	8.32%

从上表可得，预测期内标的公司期间费用率下降主要系财务费用预测时不考

考虑利息支出所致。销售费用、管理费用及研发费用预测金额未来随着公司经营规模扩大保持逐步增长，但因规模效应显现，合计费用率有所下降，总体不存在显著差异。其中：随着销售推广力度的增加，预测期销售费用率较 2024 年仍有增长；随着公司未来经营规模的扩大，营业收入逐步增长，管理人员数量总体维持现有水平，规模效应显现，预测期管理费用率略有下降；标的公司虽前几年已大量投入研发，但预测期研发费用仍保持增长，2029 年较 2024 年增长 18.6%，且预测期研发费用率与 2023 年相近。

本次评估确定上市公司、三元生物、保龄宝及百龙创园作为可比公司，根据相关公司披露的公开数据查询得到近三年平均期间费用率如下：

序号	项目\年度	2022 年	2023 年	2024 年	均值
1	销售费用率	1.78%	1.80%	1.86%	1.81%
2	管理费用率	3.00%	2.84%	3.30%	3.05%
3	研发费用率	3.41%	4.70%	3.65%	3.92%
	合计	8.19%	9.34%	8.81%	8.78%

经分析，标的公司预测期内销售费用、管理费用及研发费用合计费用率与可比公司近三年平均水平差异很小。

报告期内，标的公司销售费用率分别为 2.48%及 2.28%，高于同行业可比公司平均水平，主要原因：其一、标的公司相比其他同行业可比公司经营规模相对较小，销售费用占收入比例更高；其二、标的公司不断开拓市场销售渠道，职工薪酬、办公差旅及招待费用金额有所增加。本次评估预测期内销售费用率高于可比公司平均水平，预测合理谨慎。

报告期内，标的公司管理费用率分别为 2.18%及 1.88%，低于同行业可比公司平均水平，主要原因系标的公司相比其他可比上市公司管理架构相对简单，管理人员和管理支出相对较少，因此略低于同行业可比上市公司平均水平，预测合理。

报告期内，标的公司研发费用率分别为 4.19%及 4.64%，高于同行业可比公司平均水平，主要原因系标的公司近几年产品矩阵不断扩大，研发费用投入多。本次评估预测期内研发费用率高于可比公司平均水平，预测合理谨慎。

2、财务费用预测不包含利息支出的原因

本次评估采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值，再分析公司溢余资产、非经营性资产（负债）的价值，确定公司的整体价值，并扣除公司的付息债务确定公司的股东全部权益价值。

企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，因此财务费用预测不包含利息支出，符合收益法评估方法的要求及市场交易惯例。

3、预测期末考虑信用/资产减值损失的原因

标的公司历史期信用减值损失主要系账面计提应收账款坏账准备形成，并非应收账款无法收回造成的实际损失，近几年均无实际回款损失发生。资产减值损失主要系账面计提已积压多年待报废原材料等计提的跌价损失，本次将相关存货作为非经营性资产，与未来预测无关。通过与企业的相关人员沟通，了解企业的回款政策及回款情况及存货周转情况，标的公司的客户信用好、支付能力较强，存货账面价值合理、库龄短、周转率高，故而本次预测期末考虑信用/资产减值损失，符合公司实际经营情况及市场交易惯例。

4、预测期资本性支出远低于折旧摊销金额的原因与合理性

资本性支出包括追加投资和更新支出。预测期资本性支出远低于折旧摊销金额，主要原因为：

其一、标的公司近几年新建项目陆续建成投产，截至评估基准日，与未来预测所匹配的产能基本建成投产，追加投资主要系基准日在建的功能糖醇配套及扩产项目等在建项目后期继续投资建设需要增加的工程款和设备款等支出，该金额较小，占项目总投资金额比例较小，而基准日前新建成投产的项目（投资金额较大）在其经济耐用年限内无需更新但相应折旧在预测期需摊销；

其二、资本性支出的更新支出测算时各项资产的更新周期是按资产预计经济耐用年限考虑，标的公司主要固定资产建成于 2021-2024 年，启用时间短，在未来明确预测期内无需更新；

其三、标的公司主要建筑物预计经济耐用年限约 30-50 年，而会计折旧年限仅为 20 年，主要机器设备预计经济耐用年限约 10-15 年，而会计折旧年限仅为

8-10 年，因此主要固定资产的经济耐用年限长于会计折旧年限，经计算明确预测期最后一年和永续期的资本性支出以年金化金额确定值略低于折旧摊销的年金化金额。

综上所述，预测期资本性支出远低于折旧摊销金额是合理的。

（七）本次评估加权平均资本成本的计算方法、相关参数选取以及结果是否符合可比交易惯例

1、折现率计算方法

本次评估采用企业自由现金流折现模型确定企业自由现金流价值。企业自由现金流评估值对应的是企业所有者的权益价值和债权人的权益价值，对应的折现率是企业资本的加权平均资本成本 (WACC)，计算公式为：

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

式中：WACC——加权平均资本成本；

K_e ——权益资本成本；

K_d ——债务资本成本；

T——所得税率；

D/E——企业资本结构。

权益资本成本按国际通常使用的 CAPM 模型求取，计算公式如下：

$$K_e = R_f + Beta \times ERP + R_c$$

式中： K_e ——权益资本成本

R_f ——无风险报酬率

$Beta$ ——权益的系统风险系数

ERP——市场风险溢价

R_c ——企业特定风险调整系数

加权平均资本成本的计算方法符合中国资产评估协会发布的《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》(以下简称《专家指引》)及证监会发布的《监管规则适用指引——评估类第 1 号》的相关要求。

2、折现率相关参数

折现率相关参数主要包括无风险利率、市场风险溢价、贝塔系数、资本结构、特定风险报酬率及债权期望报酬率。

(1) 无风险利率

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。《专家指引》指出持续经营假设前提下的企业价值评估可以采用剩余期限为十年期或十年期以上国债的到期收益率作为无风险利率。

本次评估评估人员查询了中评协网站公布的由中央国债登记结算公司 (CCDC) 提供的截至评估基准日的中国国债收益率曲线，取得国债市场上剩余年限为 10 年和 30 年国债的到期年收益率，将其平均值 1.80% 作为无风险报酬率。因此，本次评估无风险利率的选取符合行业惯例。

(2) 市场风险溢价

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。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。

《专家指引》指出中国市场风险溢价一般可以通过下列几种途径确定：一、利用中国的证券市场指数的历史风险溢价数据计算；二、采用其他成熟资本市场风险溢价调整方法；三、引用相关专家学者或者专业机构研究发布的数据。同时指出：利用中国的证券市场指数计算市场风险溢价时，通常选择有代表性的指数，例如沪深 300 指数、上海证券综合指数等，计算指数一段历史时间内的超额收益率，时间跨度可以选择 10 年以上、数据频率可以选择周数据或者月数据、计算方法可以采取算术平均或者几何平均。

本次评估测算的市场风险溢价是利用中国的证券市场指数的历史风险溢价数据计算确定，其中：市场指数选用了沪深 300 指数，时间跨度为 10 年，计算方法采取算术平均。因此，本次评估市场风险溢价的选取符合相关要求。

(3) 贝塔系数(权益风险系数 Beta)

贝塔系数表示系统性因素给股权投资者带来的不可分散的风险，由股票收益

率与市场收益率的协方差除以市场收益率的方差得到。

《专家指引》指出非上市公司的股权贝塔系数通常由多家可比上市公司的平均股权贝塔系数调整得到,即计算可比上市公司带杠杆的 β_l 并调整为不带杠杆的 β_u ,在此基础上通过取平均值、中位数等方法得到被评估企业的 β_u ,最后考虑被评估企业适用的资本结构得到其贝塔系数。

本次评估首先将华康股份、三元生物、保龄宝及百龙创园等可比公司带杠杆的 β_l (从同花顺 iFinD 金融数据终端查询获取)并调整为不带杠杆的 β_u ,在此基础上通过取平均值得到标的公司的 β_u ,最后考虑标的公司适用的资本结构得到其贝塔系数。因此,本次评估贝塔系数的选取符合相关要求。

(4) 资本结构

《专家指引》指出被评估企业适用的资本结构一般可以通过下列几种途径确定:一、采用被评估企业评估基准日的真实资本结构,前提是企业发展趋于稳定;二、采用目标资本结构,取值可以参考可比公司或者行业资本结构水平,并分析企业真实资本结构与目标资本结构的差异及其对债权期望报酬率、股权期望报酬率的影响,考虑是否需要采取过渡性调整等措施。

截至评估基准日,标的公司发展尚未趋于稳定,故本次采用目标资本结构,即采用上市公司平均资本结构作为标的公司的目标资本结构。因此,本次评估资本结构的选取符合相关要求。

(5) 特定风险报酬率(企业特定风险调整系数)

特定风险报酬率系数反映企业的非系统性风险,是由于企业特定因素而要求的风险回报。

《专家指引》指出特定风险报酬率一般可以通过下列几种方法确定:一、通过多因素回归分析等数理统计方法计算得到;二、将特定风险报酬率拆分为规模溢价和其他特定风险溢价。规模溢价可以利用资本市场数据通过统计分析得到,也可以参考相关专家学者或者专业机构研究发布的数据;其他特定风险溢价

一般可以通过经验判断分析确定；三、在对企业的规模、核心竞争力、对大客户和关键供应商的依赖等因素进行综合分析的基础上，根据经验判断确定。

本次测算企业风险系数 Beta 时选取了同行业可比上市公司，因此，通过分析标的公司在风险特征、企业规模、发展阶段、市场地位、核心竞争力、内控管理、对主要客户及供应商的依赖度、融资能力等方面与可比上市公司的差异，以评估师的专业经验判断量化确定标的公司的企业特定风险调整系数，取值为 3%。因此，本次评估特定风险报酬率的选取符合相关要求。

(6) 债权期望报酬率(债务资本成本)

特定风险报酬率系数反映企业的非系统性风险，是由于企业特定因素而要求的风险回报。

《专家指引》指出债权期望报酬率是企业债务融资的资本成本，一般可以通过下列几种途径确定：一、以全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）为基础调整得到；二、采用企业债务的实际利率，前提是其利率水平与市场利率不存在较大偏差。

本次评估经综合分析标的公司的经营业绩、资本结构、信用风险、抵质押以及第三方担保等因素后，债务资本成本参考基准日贷款市场报价利率(LPR)3.10%确定。因此，本次评估债权期望报酬率的选取符合相关要求。

(7) 证券市场折现率参数统计情况

根据中国资产评估协会发布《我国境内证券市场资产评估情况统计分析报告（2023 年度）》显示：根据 2023 年重大资产重组项目披露情况，41 宗采用了收益法进行评估，对已披露信息项目的折现率参数进行了统计。市场交易案例与本次评估折现率关键参数取值对比情况如下：

关键参数	2023 年重大资产重组案例取值	本次评估取值	备注
无风险报酬率	10 年期国债到期收益率, 占比 67.65%; 其余占比 32.35%。	10 年和 30 年国债的到期收益率的平均值	2023-2024 年期间国债到期收益率处下降趋势

关键参数	2023年重大资产重组案例取值	本次评估取值	备注
市场风险溢价	4宗高于7.5%，占比11.77%； 15宗在7%—7.5%之间，占比44.12%； 9宗在6.5%—7%之间，占比26.47%； 6宗低于6.5%，占比17.64%。	6.67%	受资本市场低迷影响，基准日市场风险溢价较2023年略有下降
β 系数	7宗在0.5—0.7之间，占比23.33%； 12宗在0.7—0.9之间，占比40.00%； 8宗在0.9—1.1之间，占比26.67%； 其余占比10%。	2025年至2027年取值0.9051； 2028年及以后预测期取值0.8929	受行业特性影响，不同行业存在差异
特定风险报酬率	12宗取值为2%，占比35.30%； 9宗为3%，占比26.47%； 其余占比38.23%。	3%	不同公司存在风险差异

综上分析，本次评估折现率相关参数选取符合《专家指引》及《监管规则适用指引——评估类第1号》的相关要求，同时对比我国境内证券市场折现率测算中的重要参数取值统计数据来看，本次评估折现率相关参数选取符合市场交易惯例。

3、折现率结果

根据中国资产评估协会发布《我国境内证券市场资产评估情况统计分析报告（2023年度）》显示：根据2023年重大资产重组项目中折现率的计算及披露情况，加权平均资本成本(WACC)最大值为12.94%，最小值为6.95%，中位数为10.92%，平均值为10.28%。

本次评估折现率2025-2027年取值为9.75%，2028年及以后年度取值为9.64%，略低于上述平均值10.28%。考虑2023-2024年期间无风险报酬率处于下降趋势；同时受资本市场影响，期间市场风险溢价略有下降；故本次评估折现率取值低于2023年证券市场折现率平均水平具有合理性。

综上分析，本次评估折现率结果符合我国境内证券市场交易惯例。

(八) 截至目前，标的公司2025年总体收入、毛利率、毛利和净利实现情况，以及各类主要产品价格、销量、收入与评估预测的差异情况及原因分析，标的公司2025年业绩完成和覆盖情况。

1、标的公司2025年业绩实现情况

截至 2025 年 5 月 31 日，标的公司未经审计的总体收入、毛利率、毛利和净利实现情况如下：

项目/年度	2025 年 1-5 月
营业收入(万元)	37,104.35
毛利(万元)	9,175.46
毛利率	24.73%
净利润(万元)	4,399.78

2、各类主要产品价格、销量、收入与评估预测不存在显著差异

(1) 2023-2025 年各类主要产品 1-5 月销量及收入完成情况

产品	项目\年度	2023 年 1-5 月	2023 年	完成率
木糖醇	营业收入(万元)	21,642.37	49,908.99	43.36%
	单价(元/吨)	20,552.97	20,085.44	
	数量(吨)	10,530.04	24,848.34	42.38%
木糖	营业收入(万元)	3,984.74	9,205.06	43.29%
	单价(元/吨)	17,072.59	16,304.41	
	数量(吨)	2,334.00	5,645.75	41.34%
晶体麦芽糖醇	营业收入(万元)	1,590.66	4,300.39	36.99%
	单价(元/吨)	9,835.55	10,120.73	
	数量(吨)	1,617.26	4,249.10	38.06%
阿拉伯糖	营业收入(万元)	11.61	260.67	4.45%
	单价(元/吨)	55,287.34	42,141.56	
	数量(吨)	2.10	61.86	3.40%
赤藓糖醇	营业收入(万元)	750.80	2,603.39	28.84%
	单价(元/吨)	10,341.06	10,101.92	
	数量(吨)	726.04	2,577.13	28.17%
液体麦芽糖醇	营业收入(万元)	293.90	1,938.03	15.16%
	单价(元/吨)	3,772.70	4,026.55	
	数量(吨)	779.01	4,813.13	16.19%
营业收入(万元)		29,648.28	71,669.94	41.37%
产品	项目\年度	2024 年 1-5 月	2024 年	完成率
木糖醇	营业收入(万元)	27,277.64	59,341.44	45.97%
	单价(元/吨)	18,911.74	18,611.13	
	数量(吨)	14,423.65	31,884.91	45.24%
木糖	营业收入(万元)	3,492.38	8,347.82	41.84%
	单价(元/吨)	14,427.29	14,106.05	
	数量(吨)	2,420.68	5,917.90	40.90%
晶体麦芽糖醇	营业收入(万元)	3,095.55	7,775.24	39.81%
	单价(元/吨)	10,028.77	9,987.07	
	数量(吨)	3,086.67	7,785.31	39.65%

阿拉伯糖	营业收入(万元)	2,119.36	4,137.65	51.22%
	单价(元/吨)	43,858.79	43,507.18	
	数量(吨)	483.22	951.03	50.81%
赤藓糖醇	营业收入(万元)	1,597.11	3,259.00	49.01%
	单价(元/吨)	10,301.47	10,604.06	
	数量(吨)	1,550.37	3,073.35	50.45%
液体麦芽糖醇	营业收入(万元)	920.57	3,408.90	27.01%
	单价(元/吨)	3,980.29	3,748.16	
	数量(吨)	2,312.83	9,094.87	25.43%
营业收入(万元)		40,813.30	91,883.25	44.42%
产品	项目/年度	2025年1-5月	2025年预测数	完成率
木糖醇	营业收入(万元)	22,216.06	59,011.20	37.65%
	单价(元/吨)	17,955.53	17,562.86	
	数量(吨)	12,372.83	33,600.00	36.82%
木糖	营业收入(万元)	2,570.27	8,915.89	28.83%
	单价(元/吨)	13,046.22	14,152.21	
	数量(吨)	1,970.13	6,300.00	31.27%
晶体麦芽糖醇	营业收入(万元)	6,586.40	10,714.00	61.47%
	单价(元/吨)	9,179.51	9,740.00	
	数量(吨)	7,175.11	11,000.00	65.23%
阿拉伯糖	营业收入(万元)	1,335.04	5,330.00	25.05%
	单价(元/吨)	40,053.88	41,000.00	
	数量(吨)	333.31	1,300.00	25.64%
赤藓糖醇	营业收入(万元)	858.22	3,640.00	23.58%
	单价(元/吨)	10,282.30	10,400.00	
	数量(吨)	834.66	3,500.00	23.85%
液体麦芽糖醇	营业收入(万元)	801.84	4,380.00	18.31%
	单价(元/吨)	3,513.37	3,650.00	
	数量(吨)	2,282.25	12,000.00	19.02%
营业收入(万元)		37,104.35	98,364.23	37.72%

由上表可知，不同年度间各类产品1-5月累计销量及收入占比存在差异，不能完全反映当年整体业绩水平。

(2) 2023-2025年月度营收及占比情况

月份	2023年		2024年		2025年	
	主营业务收入(万元)	占全年比例	主营业务收入(万元)	占全年比例	主营业务收入(万元)	占全年预测值比例
1	4,139.27	5.91%	7,795.43	8.72%	7,051.92	7.39%
2	5,004.52	7.15%	6,250.59	6.99%	5,735.06	6.01%
3	6,116.43	8.73%	7,951.46	8.89%	8,695.00	9.12%
4	5,507.55	7.86%	9,820.16	10.98%	7,833.11	8.21%

月份	2023 年		2024 年		2025 年	
	主营业务收入(万元)	占全年比例	主营业务收入(万元)	占全年比例	主营业务收入(万元)	占全年预测值比例
5	8,216.47	11.73%	7,972.98	8.91%	7,005.03	7.35%
6	7,564.32	10.80%	8,155.65	9.12%		
7	3,699.84	5.28%	8,539.37	9.55%		
8	5,898.72	8.42%	5,719.07	6.39%		
9	4,784.01	6.83%	5,857.14	6.55%		
10	5,139.63	7.34%	5,147.37	5.75%		
11	6,752.87	9.64%	6,063.20	6.78%		
12	7,211.68	10.30%	10,170.05	11.37%		

由上表可知，标的公司主营业务收入月度分布不太均衡，不同年度间月度收入占比也存在差异，主要受客户采购订单执行月度分布不均等影响。

(3) 差异情况及原因分析

1) 木糖醇作为标的公司核心产品，2025 年 1-5 月营业收入及销量约占全年评估预测值的 38%，销量略低于去年同期水平，但木糖醇均价比评估预测值略高，系 2025 年木糖醇评估预测单价比较谨慎，实际售价情况好于预期所致。

2) 木糖 2025 年 1-5 月营业收入及销量约占全年评估预测值的 30%，销量略低于去年同期水平，从标的公司历史经营情况看，受客户采购订单月度分布不均等影响，产品月度销量不太均衡，1-5 月累计销量较去年同期有一定下降，尚处于合理区间；木糖销售单价略低于评估预测，但差异不大，系部分客户销售单价略低所致。

3) 晶体麦芽糖醇 2025 年 1-5 月营业收入及销量占全年评估预测值的比例均超过 60%，大幅好于评估预测，主要系标的公司加大晶体麦芽糖醇业务开拓力度，部分客户销量增加所致；销售单价略低于评估预测，系部分客户销量大及市场开拓策略，其销售价格更为优惠以致整体销售单价略低，但由于销量大幅增加，有助于提升标的公司盈利能力。

4) 阿拉伯糖、赤藓糖醇及液体麦芽糖醇 2025 年 1-5 月营业收入完成率略低，从标的公司历史经营情况看，受客户采购订单月度分布不均等影响，产品月度销量不太均衡；阿拉伯糖 5 月销量增长，液体麦芽糖醇每年销售旺季一般集中在 6-9 月，故上述产品 1-5 月累计销量低，但处于合理区间；三种产品的销售单价

基本与评估预测一致。此外，赤藓糖醇和液体麦芽糖醇 2025 年预测营业收入及毛利金额小，其营业收入完成率对标的公司整体业务影响较小。

总体来看，各类主要产品单价、销量及收入与评估预测不存在显著差异，整体情况符合评估预测。

3、标的公司 2025 年业绩完成和覆盖情况

项目/年度	2025 年 1-5 月	2025 年预测数	完成率
营业收入(万元)	37,104.35	98,364.23	37.72%
毛利(万元)	9,175.46	20,644.15	44.45%
毛利率	24.73%	20.99%	
净利润(万元)	4,399.78	8,343.00	52.74%

注：本次评估 2025 年预测数为息前税后利润(10,512.49 万元)，上表中对利息费用及企业所得税进行了模拟调整换算得到 2025 年净利润预测数。

从上表可得，标的公司 2025 年 1-5 月营业收入占全年评估预测值的 37.72%，总体营业收入完成情况基本符合评估预测；2025 年木糖醇评估预测单价较为谨慎，实际售价情况好于预期，实际经营整体毛利率比评估预测高 3.74 个百分点且 2025 年 1-5 月净利润占全年评估预测值的 52.74%，盈利情况好于评估预测。总体来看，标的公司 2025 年 1-5 月业绩实现情况良好。

二、评估机构核查情况

(一) 核查程序

针对上述事项，评估机构履行了以下核查程序：

1、查阅了功能性糖醇、木糖醇相关行业协会报告、公开数据、相关研报，相关上市公司公开披露信息；对功能糖醇行业的发展周期、行业现状、市场规模、竞争格局及行业前景等情况进行分析；了解标的公司的行业地位、核心竞争优势等情况；综合分析预测期营业收入增长的合理性；

2、查阅并分析了标的公司近几年主要产品销售收入、销量、价格、增长率、毛利率、市场占有率、下游客户需求、在手订单以及同行业公司主要产品销售收入、销售价格及毛利率等情况；分析各指标变化趋势及原因，并与同行业公司相关指标进行对比分析；

3、查阅并分析了标的公司各项目建设历程、主要产品现有产能、产能利用率、未来年度产能扩张计划及对各类产品的未来业务规划等情况；

4、查阅并分析了标的公司产品生产模式、产品成本构成、原材料价格、单位产品原材料单耗、生产能耗水平、人工成本及制造费用水平等情况；统计分析副产品及其他业务涉及的相关产品与其主产品产量或收入的依存比例关系；

5、结合标的公司未来业务规划、现有产能及市场供应等情况对外购产品收入的稳定性及合理性进行分析；

6、查阅并分析了标的公司与主要客户历史合作情况、合作关系的稳定性、销售合同签订的惯例及关税政策及贸易摩擦对公司经营影响等情况；

7、查阅了标的公司近几年各期的期间费用构成、变化趋势及费用率水平等资料，分析期间费用变动的的原因；了解同行业公司的期间费用率水平并与标的公司情况进行对比，分析差异原因及合理性；

8、查阅并分析了标的公司固定资产和无形资产规模、在建工程情况、存量资产使用及未来资本性支出计划等情况；了解标的公司折旧摊销政策；对预测期资本性支出与折旧摊销金额差异的合理性进行分析；

9、查阅并分析了标的公司历史期信用/资产减值形成的情况及原因；对公司客户信用政策、支付能力及存货周转等情况进行了解；

10、结合标的公司收益现金流类型、折现率相关的评估指引及证券市场交易案例等，对折现率计算方法、相关参数及结果进行分析；

11、查阅了标的公司 2025 年 1-5 月财务报表、销售台账等资料，了解公司业绩实现情况，并对主要产品价格、销量、收入与评估预测进行对比分析；

12、综合分析行业发展情况、标的公司自身经营情况及同行业公司发展情况等，分析相关收益参数选取的合理谨慎性等；

13、与企业相关管理人员访谈了解功能糖醇行业趋势、竞争格局、产品价格等情况以及公司研发、生产、销售、人力、财务、未来投资规划等情况；

14、查阅并分析其他与收益预测相关的资料。

(二) 核查意见

经核查，评估师认为：

1、综合行业发展前景、标的公司现有产能及历史经营发展趋势等综合分析，各主要产品销量、销售单价及收入预测合理谨慎；

2、本次评估以历史经营数据为基础，参数选择合理，复合糖醇液、木糖母液及其他业务收入预测合理审慎；

3、外购产品销售业务符合标的公司未来业务发展规划，该业务稳定性良好，未来相关营业收入预测合理审慎；

4、预测期内标的公司营业收入预测合理审慎、符合行业整体市场变动趋势，营业收入增长可实现；

5、预测期内标的公司整体毛利率、各类主要产品的毛利率合理审慎；

6、预测期内标的公司期间费用率下降合理；财务费用不考虑利息支出、预测期不考虑信用减值损失和资产减值损失符合我国证券市场交易惯例；预测期资本性支出远低于折旧摊销金额合理；

7、本次评估加权平均资本成本的计算方法、相关参数选取以及结果符合《专家指引》及《监管规则适用指引——评估类第1号》的相关要求，同时本次评估折现率相关参数选取符合市场交易惯例；

8、标的公司2025年1-5月各类主要产品价格、销量、收入与评估预测不存在显著差异，总体业绩实现情况良好。

三、关于关联交易

问询函关于问询问题第10题：根据重组报告书和申报材料，（1）A公司在报告期内曾为标的公司前五大客户，标的公司曾向A公司采购部分糖醇类产品。A公司和上市公司及标的公司均为功能性糖醇厂商；（2）乐湛特为标的公司副总经理李玉斌、员工林忠刚共同控制的企业，报告期内是标的公司的前五大客户之一；标的公司与李玉斌、林忠刚签订了关于乐湛特业务调整和竞业禁止的协议。

请公司披露：(1) A 公司同时为标的公司供应商、客户及同行业公司的合理性，是否符合行业特征，双方合作关系的稳定性、持续性；(2) 标的公司同时向乐湛特进行采购和销售的原因及合理性，交易的定价公允性；对乐湛特进行业务调整和竞业限制的原因和具体内容，业务调整的最新进展，相关调整对标的公司未来业务及评估预测的影响。

请独立财务顾问、律师和会计师核查并发表明确意见。请评估师对问题(2)核查并发表明确意见。

回复：

一、公司披露

(二) 标的公司同时向乐湛特进行采购和销售的原因及合理性，交易的定价公允性；对乐湛特进行业务调整和竞业限制的原因和具体内容，业务调整的最新进展，相关调整对标的公司未来业务及评估预测的影响。

1、标的公司向乐湛特进行采购和销售的情况、原因及合理性

乐湛特系由标的公司副总经理李玉斌、员工林忠刚共同控制的公司，包括青岛乐湛特贸易有限公司、青岛鑫禹乐湛特贸易有限公司、樂湛特（香港）有限公司三个主体。由于李玉斌和林忠刚在功能性糖醇行业具有多年销售工作经验，并积累了丰富的行业内客户资源渠道，在二人 2019 年入职标的公司之前，其已开始从事功能性糖醇经销业务，并已具有较大经营规模，2018 年青岛乐湛特贸易有限公司已成为三元生物赤藓糖醇产品的主要经销商之一。李玉斌和林忠刚入职标的公司之后，乐湛特主要经销豫鑫糖醇产品。

报告期内，标的公司向乐湛特进行采购和销售情况如下：

项目/年度		2024 年度		2023 年度	
标的公司向乐湛特销售	产品类别	销售金额(万元)	数量(吨)	销售金额(万元)	数量(吨)
	木糖醇	4,713.67	2,579.50	5,993.05	3,017.87
	木糖	940.65	721.83	1,620.82	1,006.38
	阿拉伯糖	1,462.51	355.68	101.1	25.26
	晶体麦芽糖醇	957.6	1,006.87	867.59	862.59
	液体麦芽糖醇	231.86	539.45	3.48	7.15
	赤藓糖醇	753.16	697.39	255.33	259.98
	其他	52.66	99.05	-	-

	合计	9,112.12	5,999.76	8,841.37	5,179.21
标的公司向乐湛特采购	产品类别	采购金额(万元)	数量(吨)	采购金额(万元)	数量(吨)
	赤藓糖醇	-	-	1,002.06	1,282.64
	木糖	-	-	537.01	366
	其他	-	-	31.6	10.6
	合计	-	-	1,570.67	1,659.24

报告期内，标的公司向乐湛特销售产品的主要包括木糖醇、木糖、阿拉伯糖、晶体麦芽糖醇、液体麦芽糖醇及赤藓糖醇等，涵盖了标的公司的各主要产品，主要系乐湛特积累了较多选择向经销商采购的客户，该类客户出于自身经营模式安排、供应渠道信息保护、采购便利性等考虑，向乐湛特采购功能性糖醇产品，因此乐湛特经销标的公司的多种主要产品有助于扩展销售渠道，满足各类型客户需求。

标的公司向乐湛特销售产品的同时，也通过乐湛特向同行业生产企业采购赤藓糖醇、木糖，主要系部分生产企业出于相关商业考虑需通过经销商向同行业公司销售产品，因此在标的公司 2023 年出现阶段性产能不足时，需通过乐湛特对外采购木糖、赤藓糖醇。2024 年标的公司不存在向乐湛特采购。

综上，标的公司同时向乐湛特进行采购和销售系出于扩展客户销售渠道，满足实际采购业务需求，该情况具有合理性。

2、标的公司与乐湛特交易的定价公允性

标的公司向乐湛特销售均价与总体销售均价对比情况如下：

2024 年度						
	产品类别	数量(吨)	单价(万元/吨)	豫鑫糖醇销售总量(吨)	豫鑫糖醇销售平均单价(万元/吨)	说明
豫鑫糖醇向乐湛特销售	木糖醇	2,579.50	1.83	31,884.91	1.86	乐湛特作为标的公司主要客户，销量较大，单价不存在显著差异
	木糖	721.83	1.30	5,917.90	1.41	为更广泛开拓市场，强化品牌效益，乐湛特作为主要经销渠道，给与一定优惠价格
	阿拉伯糖	355.68	4.11	951.03	4.35	
	晶体麦芽糖醇	1,006.87	0.95	7,785.31	1.00	市场开拓阶段，乐湛特作为主要经销渠道，给与一定优惠价格
	液体麦芽糖醇	539.45	0.43	9,094.86	0.37	乐湛特主要用于出口销售，外销价格更高，因此高于平均销售价格
	赤藓	697.39	1.08	3,073.35	1.06	赤藓糖醇主要通过外购后销售，参考

糖醇						采购成本定价，单价不存在显著差异
2023 年度						
豫鑫糖醇 向乐 湛特 销售	产品类别	数量(吨)	单价(万元/吨)	豫鑫糖醇销售总数量(吨)	豫鑫糖醇销售平均单价(万元/吨)	说明
	木糖醇	3,017.87	1.99	24,848.34	2.01	乐湛特作为标的公司主要客户，销量较大，单价不存在显著差异
	木糖	1,006.38	1.61	5,645.75	1.63	单价不存在显著差异
	阿拉伯糖	25.26	4.00	61.86	4.21	市场开拓阶段，乐湛特作为主要经销渠道，给与一定优惠价格
	晶体麦芽糖醇	862.59	1.01	4,249.10	1.01	单价不存在显著差异
	液体麦芽糖醇	7.15	0.49	4,813.13	0.40	乐湛特主要用于出口销售，外销价格更高，因此高于平均销售价格
	赤藓糖醇	259.98	0.98	2,577.13	1.01	赤藓糖醇主要通过外购后销售，参考采购成本定价，单价不存在显著差异

标的公司向乐湛特采购均价与总体采购均价对比情况如下：

2023 年度						
标的公司 向乐 湛特 采购	产品类别	数量(吨)	单价(万元/吨)	标的公司采购总数量(吨)	标的公司采购平均单价(万元/吨)	说明
	赤藓糖醇	1,282.64	0.78	2,200.64	0.83	按照乐湛特向生产企业采购成本 0.73 万元每吨定价，因供应商清理库存价格较低，其他供应商采购渠道价格较高
	木糖	366	1.47	15,888.72	1.41	按照乐湛特向生产企业采购成本定价，采购量较少，价格稍高

通过上表对比，标的公司向乐湛特销售产品价格除部分产品出于市场推广、销售量和外销定价差异等因素存在一定差异外，其销售单价与标的公司总体销售价格相比不存在显著差异。标的公司向乐湛特采购产品价格主要取决于乐湛特向生产企业采购成本，其采购单价与标的公司总体采购价格相比不存在重大差异。综上，标的公司与乐湛特交易的定价具有公允性。

3、对乐湛特进行业务调整和竞业限制的原因和具体内容，业务调整的最新进展

标的公司为提高规范经营水平，避免高级管理人员从事与公司相竞争性业务和潜在利益冲突，2024 年 11 月及 2025 年 3 月，豫鑫糖醇（甲方）与李玉斌、员工林忠刚（合称“乙方”）分别签署了《关于业务调整的确认证书》及《<关于业

务调整的确认书>之补充协议》，确认乙方在标的公司任职期间关于竞业禁止的主要约定如下：①未经豫鑫糖醇股东会决议同意，不通过直接或间接方式与甲方、华康股份订立合同或进行交易，不谋取属于甲方、华康股份的商业机会，不得自营、委托他人经营甲方、华康股份同类业务；②乐湛特于2024年11月30日后不得签署任何新的与甲方、华康股份存在同业竞争的产品（包括但不限于木糖醇、麦芽糖醇、木糖、阿拉伯糖、赤藓糖醇）合同/订单，亦不产生新的与甲方、华康股份存在同业竞争的业务。在2025年3月31日前，乙方及乙方控制的乐湛特应停止经营与甲方、华康股份存在同业竞争的产品及业务，且此后乙方及其控制的企业不得再继续经营前述同业竞争业务；③如乙方违反约定，经营与甲方、华康股份存在同业竞争的产品及业务，甲方有权取消乙方当年度奖金，并另由乙方承担违约赔偿责任，赔偿金额按照以下两项金额孰高者确定：A.乙方违约从事同业竞争业务金额；B.甲方实际受到损失金额。

2025年3月26日，豫鑫糖醇召开股东会，审议通过了《关于确认2023年1月至2024年12月公司高级管理人员相关关联交易的议案》《关于规范公司高级管理人员等人自营公司同业竞争业务的议案》等议案。

2025年，乐湛特剩余业务主要为履行完成前期已签订或承诺的订单，其从事功能性糖醇等与标的公司同类业务金额已显著减少，截至本回复报告出具日，乐湛特已停止相关业务。

4、相关调整对标的公司未来业务及评估预测的影响

(1) 功能糖醇行业发展前景良好

随着社会整体消费观念的改变和生活水平的提高，人们的饮食消费逐渐由温饱型向营养型、保健型转变。在这种背景下，功能性糖醇作为低热量、不致龋齿、对人体健康有益的甜味剂，越来越受到人们的喜爱。包括木糖醇、麦芽糖醇、山梨糖醇、阿拉伯糖等功能性糖醇产品的下游客户主要来自于食品、饮料、日化等多种与人们日常生活息息相关的行业。随着全球经济的增长、生活水平的提高以及人们消费理念的升级，上述下游行业也将持续稳定增长，带动功能性糖醇产品需求提升，行业发展前景良好。

(2) 行业竞争格局

经过数十年发展，全球功能性糖醇行业市场集中度不断提高。全球功能性糖醇生产企业主要包括上市公司、丹尼斯克、罗盖特、保龄宝、三元生物、山东天力、肇庆焕发、标的公司等。经过多年发展，我国功能性糖醇行业产业竞争格局逐步成熟，市场集中度较高，除华康股份及标的公司外，目前国内主要功能性糖醇厂商情况如下：

公司名称	公司概况/主营产品
罗盖特	罗盖特主要从事淀粉深加工及多元醇的生产、研发、销售，是世界领先的山梨糖醇生产企业，生产销售业务遍布全球；其在中国投资的子公司主要生产山梨糖醇、麦芽糖醇、变性淀粉等
保龄宝	保龄宝是深交所上市公司，主要从事益生元、膳食纤维、减糖甜味剂等功能性配料的研发、生产、销售。主要产品包括益生元、膳食纤维、减糖甜味剂（赤藓糖醇、阿洛酮糖、结晶果糖）、淀粉糖及其他产品等
三元生物	三元生物是深交所上市公司，主要从事赤藓糖醇、阿洛酮糖、优质甜菊糖（莱鲍迪苷 M）等功能糖及其复配产品的研发、生产和销售
山东天力	山东天力从事山梨糖醇、甘露醇、葡萄糖、麦芽糖醇、维生素 C 等产品的生产、研发、销售，客户遍及食品、药品、化工及家庭护理产品等行业
肇庆焕发	肇庆焕发是以玉米为原料生产淀粉糖及其衍生物的企业，主营业务包括淀粉糖、山梨醇、焦糖色、植脂末、烘焙、油脂、结晶糖醇等系列产品的生产和销售

上表可见，除华康股份及标的公司外，国内主要功能性糖醇厂商产品主要为山梨糖醇、麦芽糖醇、赤藓糖醇、果葡糖浆、淀粉糖等以淀粉为初始原料的产品以及部分其他产品，一般不包括木糖醇。

具体到木糖醇市场，鉴于其供应链建设（如玉米芯等半纤维素材料水解为木糖之工艺）相较于其他主要糖醇品种而言门槛相对更高，其全球竞供求关系与争格局目前相对更为稳定，包括华康股份、丹尼斯克、标的公司在内的前几大厂商已占据全球大部分市场，市场集中度较高，国际市场不断增长的需求为我国木糖醇厂商提供了充足的市场空间。

我国目前主要木糖醇生产企业产能情况如下：

生产企业	木糖醇产能 所在省份	产能情况	备注
华康股份	浙江	3.5 万吨	-

生产企业	木糖醇产能 所在省份	产能情况	备注
标的公司	河南	2万吨+(可通过其他产品线柔性化生产而扩大木糖醇产能)	报告期内，标的公司拥有年产2万吨木糖醇及年产2万吨赤藓糖醇生产线； 根据主管部门出具的说明，其2万吨赤藓糖醇生产线允许用于选择性生产2.5万吨木糖醇/1.5万吨晶体麦芽糖醇/2,000吨阿拉伯糖/8,000吨木糖，以及1.5万吨液体麦芽糖醇等产品。
龙力生物	山东	1万吨	根据其招股说明书及2014年在深交所互动易平台披露数据，其木糖醇产能为1万吨。其于2020年从A股退市，根据其在新三板（代办退市公司板块）披露的年报，2024年营业收入为8,795万元。
福田药业	山东	1万吨	根据其2024年项目环境影响报告中列示的“产品方案一览表”及“公司现有项目一览表”，其木糖醇产能为1万吨。
山东绿健	山东	0.95万吨	未公开披露产能，根据行业报告，该公司旧厂搬迁，报告认为其木糖醇产能为0.95万吨。
济南圣泉唐和唐生物科技有限公司	山东	1.5万吨	系上市公司圣泉集团子公司，根据圣泉集团公开披露及官网信息，其拥有1.5万吨木糖醇产能。

数据及信息来源：嘉肯咨询《2023年中国木糖醇行业市场竞争分析报告》、相关上市公司公开披露信息、独立财务顾问对相关公司访谈等。

我国近年来最主要的木糖醇厂商中，龙力生物从A股退市、营收大幅下降，华康股份与标的公司目前已成为国内最主要的木糖醇生产厂家（根据中国生物发酵产业协会的统计，2021年，华康股份晶体木糖醇产品在全球市场占有率为25.5%，排名第二，国内市场占有率为58.5%，排名第一），木糖醇市场呈现供需相对较为平稳发展的态势。在全球木糖醇市场需求稳步增长的背景下，结合我国木糖醇产品的特性及行业发展历程，以及木糖醇产业原材料供应链的制约，木糖醇行业产能过剩的风险相对较小。

(3) 行业终端客户特征

乐湛特主要向标的公司采购商品木糖和木糖醇后销售给下游客户。根据前述分析可得，目前全球木糖醇市场从供应端而言已进入高度集中化的阶段，上市公司与标的公司已占据全球及国内较大的产能与实际市场份额，木糖醇终端客户能购买木糖醇的可选择性相对较小。上述客户长期采购标的公司糖醇的产品，无论产品品质、供应链稳定及售后服务等方面都深得客户认可。

对于分布于食品、饮料、日化及医药等行业的终端客户，特别是海外客户而言，由于木糖醇等糖醇产品具有在最终产品中用量占比相对低、但却对品质呈现起到关键作用的特点，其对于糖醇产品的质量水平与稳定性、供应的及时与稳定性等具有很强的诉求，因此不会轻易变更其产品配方及供应商，无论其直接采购或通过经销商采购，中间渠道的改变不会引起该等需求特性与数量的改变，对于终端和渠道而言，改变生产供应商是综合考虑成本和风险的综合性慎重决策。

(4) 在乐湛特业务停止后，标的公司经营符合预期

根据前述分析可得，在乐湛特业务调整后，标的公司 2025 年 1-5 月营业收入及净利润完成情况良好。标的公司销售团队具有多年功能性糖醇市场推广与客户服务经验，基于对市场动态与客户需求的充分理解，不断加强市场开拓，扩大客户群体，2025 年 1-5 月期间新增 100 余名客户，新增客户贡献销售额 1,822.14 万元，新增客户的开拓和良好的实际经营情况表明公司的经营符合本次评估预测。

综上分析，综合行业发展前景、行业竞争格局、行业终端客户特征及业务调整后实际经营情况等方面剖析，评估人员认为乐湛特进行业务调整对标的公司未来业务影响较小。

无论是从我国功能性糖醇行业历史长期发展情况，还是该行业未来发展前景，以及与同行业可比公司综合对比分析来看，标的公司预测期内营业收入增长率处于合理水平，未来预测合理审慎，符合行业整体市场变动趋势。

二、评估机构核查情况

(一) 核查程序

针对上述事项，评估机构履行了以下核查程序：

1、访谈乐湛特股东及实际控制人了解乐湛特公司控制权和经营情况，通过公开信息查询了解乐湛特公司历史业务经营情况，向标的公司管理层访谈了解与乐湛特开展业务和业务终止原因，分析标的公司与乐湛特销售采购均价与总体均价差异情况，查阅乐湛特实控人与标的公司签署的《关于业务调整的确认书》及其补充协议，查阅乐湛特 2025 年 1-5 月的销售明细表及相关业务合同、凭证；

2、查阅并分析了功能糖醇行业发展前景、行业竞争格局、终端客户流失风险及在期后标的公司实际经营情况。

(二) 核查意见

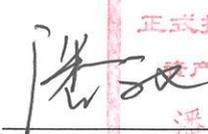
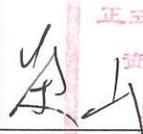
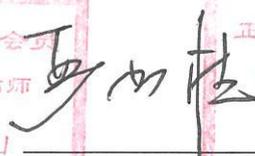
经核查，评估师认为：

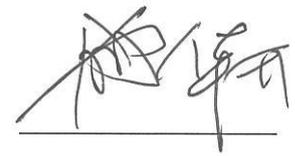
1、标的公司同时向乐湛特进行采购和销售系出于扩展客户销售渠道，满足实际采购业务需求，该情况具有合理性；其销售价格与标的公司总体销售价格相比不存在显著差异，其采购产品价格主要取决于乐湛特公司向生产企业采购成本，与标的公司总体采购价格相比不存在重大差异，标的公司与乐湛特交易的定价具有公允性。

2、乐湛特公司进行业务调整和竞业限制主要系标的公司为提高规范经营水平，避免高级管理人员从事与标的公司相竞争性业务和潜在利益冲突；2025年，乐湛特公司与标的公司同类业务金额已显著减少，截至本回复报告出具日，乐湛特公司已停止相关业务。

3、综合行业发展前景、行业竞争格局、经营管理团队能力、终端客户流失风险及业务调整后实际经营情况等方面剖析，评估人员认为乐湛特进行业务调整对标的公司未来业务影响较小。

(本页无正文，为《关于浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易申请的审核问询函中有关评估事项的回复》之签字盖章页)

资产评估师：      
潘文夫 柴山 严加胜

法定代表人或授权代表人： 
俞华开

坤元资产评估有限公司 (盖章)


2015年 7 月 3 日