

北京坤元至诚资产评估有限公司

关于对《关于株洲千金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》

之专项核查意见（修订稿）



北京坤元至诚资产评估有限公司

Beijing KYSIN Assets Appraisal Co., Ltd

二〇二五年七月

上海证券交易所：

北京坤元至诚资产评估有限公司（以下简称“我公司”或“坤元至诚”）于2025年4月12日收到上海证券交易所《关于株洲千金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》，收到问询函后，我公司高度重视并立即组织相关人员对有关问题经过了认真的讨论，对需评估师核实回复的相关事项进行了核查，现将问询函中涉及资产评估方面的问题汇报如下：

问题 5.关于收益法净利润预测

根据重组报告书和评估报告：（1）本次交易中标的公司采用收益法和资产基础法进行评估，并以收益法作为最终评估结论；千金湘江药业和千金协力药业在收益法下的评估增值率分别为 87.77%和 73.28%；（2）千金湘江药业预计 2024 年 10-12 月收入增幅为 12.58%，2025 年至 2029 年收入增幅在 3.12%-5.57% 之间浮动；千金协力药业预测期内收入增幅在 2.48%-5.49% 之间浮动；预测期内标的公司主要产品收入均逐年上涨，同时销售单价保持不变；（3）千金湘江药业主要产品缬沙坦胶囊、马来酸依那普利片、阿魏酸哌嗪片以及千金协力药业主要产品雷公藤多苷片和恩替卡韦分散片 2023 年收入均有所下滑；（4）报告期内千金湘江药业和千金协力药业主要产品销售单价基本呈下降趋势；近年来，随着一系列药品价格调控政策出台，药品市场整体价格水平呈下降趋势，药品降价压力明显；（5）千金湘江药业收入预测过程中扣减了折扣、返利等金额，但千金协力药业未进行相应扣减；（6）千金湘江药业预测期内毛利率区间为 62.73%- 62.95%，其中主要产品阿卡波糖片的毛利率从 16.83%逐步下滑至 5.41%；千金协力药业预测期内毛利率区间为 80.01%- 80.09%；（7）千金湘江药业预计 2024 年 10-12 月期间费用率为 39.75%，2025 年至 2029 年在 46.65%-47.60% 之间浮动，低于报告期内平均水平；千金协力药业预测期内期间费用率从 69.98%逐期下滑至 64.00%，主要系研发费用率预计逐期下滑，但报告期内研发费用率从 4.55%快速上涨至 13.31%；（8）千金协力药业 2022 年和 2023 年的净利润分别为 4,438.97 万元和 3,916.05 万元，呈下降趋势，但预计 2024 年至 2029 年净利润从 2,406.73 万元逐年增长至 3,952.09 万元。

请公司披露：（1）本次交易采用的评估方法及评估结论与同行业交易案例

是否可比，并结合行业特点及标的公司经营情况，分析以收益法作为最终评估结论的合理性；（2）结合历史期间收入、细分领域市场需求、市场竞争格局、行业政策、在手订单等变动情况，分析标的公司预测期内主要产品收入增幅的确定依据及合理性，千金湘江药业 2024 年 10-12 月收入增幅较高的原因及合理性；标的公司报告期后主要产品分月度收入实现情况，与收入预测数据是否存在较大差异；结合前述情况进一步分析收入预测的审慎性和可实现性；（3）标的公司预测期内主要产品销售单价的确定依据，报告期后主要产品分月度实际销售单价、同类产品市场价格走势，与销售单价预测数据是否存在较大差异；结合前述情况以及历史期间销售单价变动、药品价格调控政策影响、同行业可比公司情况、原材料价格变动等，进一步分析预测期内销售单价保持不变的合理性；（4）标的公司预测期内主要产品折扣返利的确定依据及合理性，千金协力药业收入预测过程中未扣减折扣返利的原因及其审慎性；（5）结合历史期间毛利率水平、市场竞争程度、市场供需变化、药品集采影响等，分析标的公司预测期内主要产品毛利率的确定依据及合理性；预计阿卡波糖片毛利率大幅下滑的原因及合理性，其他产品是否存在类似情况；（6）标的公司预测期内期间费用率的确定依据及合理性，与历史期间费用率水平及变动趋势存在差异的原因及合理性，千金湘江药业 2024 年 10-12 月期间费用率较低的原因，千金协力药业在研发费用率预计逐期下滑的情况下如何保持其竞争地位并支持其收入增长；结合前述情况进一步分析期间费用预测是否审慎；（7）结合前述情况进一步分析标的公司预测期内净利润水平及变动趋势与历史期间的差异情况及合理性；（8）报告期后标的公司总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况，以及主要产品价格、销量、收入、毛利率与评估预测的差异情况及原因分析，并进一步分析业绩预测的审慎性和可实现性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、本次交易采用的评估方法及评估结论与同行业交易案例是否可比，并结合行业特点及标的公司经营情况，分析以收益法作为最终评估结论的合理性。

本次评估采用收益法和资产基础法，对标的公司的股东全部权益在 2024 年 9 月 30 日的市场价值进行了评估，最终选取收益法结果作为评估结论。

（一）医药制造行业近年可比交易案例评估情况如下

收购方	交易标的	评估基准日	评估方法
河南羚锐制药股份有限公司（600285.SH）	银谷制药有限责任公司 90%股权	2024/9/30	收益法、资产基础法；选取收益法作为评估结论
包头东宝生物技术股份有限公司（300239.SZ）	青岛益青生物科技股份 有限公司 40%股权	2024/7/31	收益法、资产基础法；选取收益法作为评估结论
福建广生堂药业股份有限 公司（300436.SZ）	江苏中兴药业有限公 司 5.8333%股权	2023/5/31	收益法、资产基础法；选取收益法作为评估结论
华润双鹤药业股份有限公 司（600062.SH）	贵州天安药业股份有 限公司 89.681%股权	2023/1/31	收益法、市场法；选取 收益法作为评估结论
北京中关村四环医药开发 有限责任公司	多多药业有限公司 9.56%股权	2022/6/30	收益法、市场法；选取 收益法作为评估结论
武汉市汉商集团股份有限 公司（600774.SH）	成都迪康药业股份有 限公司 100%股权	2020/6/30	收益法、资产基础法； 选取收益法作为评估 结论
浙江海正药业股份有限公 司（600267.SH）	瀚晖制药有限公司 49%股权	2020/6/30	收益法、资产基础法； 选取收益法作为评估 结论

（二）行业特点与收益法匹配性

医药制造行业是技术密集型、资金密集型、人才密集型行业，首先该类型企业的核心价值往往体现在专利、专有技术、生产工艺、在研项目等能代表企业研发创新能力的资产上，而收益法能有效反映其价值；其次，医药市场具有刚性需求为主导的特点，市场需求可预测性较强，相关收益可以预期并用货币计量；此外，技术密集型行业的高风险（如研发失败、政策变化）可通过提高折现率体现，收益所对应的风险能够度量。

综上，收益法更能反映企业的综合获利能力，更符合行业实际的评估结果。

（三）标的公司经营与收益法适用

千金湘江药业历史两年一期资产、负债状况和经营业绩如下表：

金额单位：万元

项目	2024 年 9 月 30 日	2023 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
总资产	93,900.67	89,423.59	79,377.23
总负债	27,506.27	26,844.56	24,196.99
所有者权益	66,394.39	62,579.03	55,180.24
项目	2024 年 1-9 月	2023 年	2022 年
营业收入	53,547.16	64,048.33	56,520.68
研发费用	5,266.12	5,191.47	2,929.20
净利润	6,695.36	10,518.79	8,078.34

千金协力药业历史两年一期资产、负债状况和经营业绩如下表：

金额单位：万元

项目	2024 年 9 月 30 日	2023 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
总资产	27,901.34	27,948.00	28,398.45
总负债	5,584.10	5,609.18	7,159.69
所有者权益	22,317.24	22,338.82	21,238.77
项目	2024 年 1-9 月	2023 年	2022 年
营业收入	18,404.52	23,241.24	22,071.41
研发费用	2,449.60	1,426.83	1,004.32
净利润	1,898.42	3,916.05	4,438.97

标的公司报告期内资产运转正常，产权明晰，资产状态良好，收入水平不断扩大和提高，历史期间保持稳定盈利，标的公司未来收益能产生充足的现金流量，保证各项资产不断更新、补偿，并持续保持整体获利能力，使持续经营假设成为可能，适用于采用收益法进行评估。

二、结合历史期间收入、细分领域市场需求、市场竞争格局、行业政策、在手订单等变动情况，分析标的公司预测期内主要产品收入增幅的确定依据及合理性，千金湘江药业 2024 年 10-12 月收入增幅较高的原因及合理性；标的公司报告期后主要产品分月度收入实现情况，与收入预测数据是否存在较大差异；结合前述情况进一步分析收入预测的审慎性和可实现性。

（一）标的公司报告期主要产品收入、销量增幅如下表

期间/主要产品	2024 年 1-9 月	2023 年	2022 年
主营业务收入	10.55%	12.61%	18.15%
其中：缬沙坦胶囊-收入	6.10%	-0.03%	4.43%

千金 湘江 药业	缬沙坦胶囊-销量	17.60%	0.88%	11.78%
	马来酸依那普利片-收入	-0.26%	-0.91%	39.96%
	马来酸依那普利片-销量	-5.21%	-10.06%	21.45%
	阿托伐他汀钙片-收入	33.70%	81.04%	115.89%
	阿托伐他汀钙片-销量	40.94%	94.44%	227.50%
	盐酸地芬尼多片-收入	0.29%	7.52%	-3.00%
	盐酸地芬尼多片-销量	2.04%	5.75%	-5.54%
	酒石酸唑吡坦片-收入	28.78%	26.16%	62.23%
	酒石酸唑吡坦片-销量	36.90%	19.04%	62.56%
	阿卡波糖片-收入	35.89%	68.59%	71.28%
	阿卡波糖片-销量	37.97%	106.35%	124.57%
	他达拉非片-收入	53.35%	192.99%	195.12%
	他达拉非片-销量	85.95%	86.05%	672.66%
	阿魏酸哌嗪片-收入	9.72%	-11.65%	7.90%
	阿魏酸哌嗪片-销量	13.35%	-12.70%	14.16%
千金 协力 药业	主营业务收入	5.81%	5.13%	6.04%
	其中：水飞蓟宾葡甲胺片-收入	7.65%	10.67%	12.65%
	水飞蓟宾葡甲胺片-销量	5.50%	9.07%	10.83%
	恩替卡韦分散片-收入	-24.53%	-25.23%	-18.61%
	恩替卡韦分散片-销量	-13.01%	-10.03%	-14.88%
	苯磺酸氨氯地平片-收入	14.16%	41.64%	21.85%
	苯磺酸氨氯地平片-销量	7.19%	34.91%	24.02%
	雷公藤多苷片-收入	15.27%	-7.90%	11.80%
	雷公藤多苷片-销量	17.67%	-7.11%	7.37%
	消癌平分散片-收入	-7.11%	-67.53%	-42.77%
	消癌平分散片-销量	-8.49%	-67.20%	-44.45%

注：1、2024年1-9月增长率=（2024年1-9月已实现收入或销量÷9×12）÷2023年度已实现收入或销量－1； 2、以上表格中销量未换算成标准盒，仅对各产品各规格销量做简单相加。

（二）主要产品细分领域市场需求、市场竞争格局

主要产品细分领域市场需求、市场竞争格局情况具体详见本问询回复之“问题3”之“一”之“（三）主要产品所属细分领域的市场空间及在不同板块（医疗、零售等）中的分布情况、市场竞争格局及竞争优势劣势分析”相关回复。

（三）行业政策

《“十四五”医药工业发展规划》提出六项具体目标，其中第一个目标是规模效益稳步增长：“十四五”期间医药工业营业收入、利润总额年均增速保持在 8%

以上；第二个目标是创新驱动转型：鼓励创新，全行业研发投入年均增长 10% 以上。标的公司在千金药业的带领下，积极践行行业发展规划，一方面以“千金经营法式”为指引，全面推动数字化转型；另一方面加大研发投入力度、丰富产品管线，持续的研发投入保证了产品收入的稳定。

（四）在手订单

标的公司在手订单情况具体详见本问询回复之“问题 4”之“四”之“（二）标的公司在手订单情况”相关回复。

（五）标的公司预测期内主要产品收入增幅的确定依据

主要产品营业收入预测以销售单价、销售数量作为预测影响因素。

2024 年 10-12 月销售收入主要结合公司管理层经营预测数据及当年度 1-9 月已实现收入情况进行测算；

销售数量方面：2025 年-2029 年销售数量根据历史销售情况并结合市场预期进行预测，销售规模逐渐增大，销售增长率逐步收敛，直至达到稳定状态。

销售单价方面：（一）集采品规销售单价：千金湘江药业集采品规缬沙坦胶囊 80mg×36 粒/盒、阿托伐他汀钙片 10mg×28 片/盒、阿卡波糖片 50mg×60 片/盒三个产品品规受带量集采影响，价格呈明显下降趋势，未来销售单价预测结合集采周期考虑下降。集采品规马来酸依那普利片 10mg×48 片/盒经两轮集采后，中标价格不变，预期未来价格也将保持稳定，该品规未来销售单价预测保持不变。他达拉非片受零售市场竞争影响，集采品规他达拉非片 20mg×4 片/盒销售价格反而高于非集采品规，未来销售单价结合历史平均单价变动趋势进行预测并保持不变。千金协力药业主销产品水飞蓟宾葡甲胺片系类独家品种，且集采占比较低，产品销售价格保持稳定，未来销售单价结合历史平均单价进行预测并保持不变；集采品规恩替卡韦分散片 0.5mg×14 片/盒、苯磺酸氨氯地平片 5mg×28 片/盒两个产品品规系国采接续产品，受带量集采影响，价格呈下降趋势，但千金协力药业结合多年集采经验适时调整产品销售结构及渠道，已逐步消除集采对产品价格的影响程度，同时该类品种为成熟集采品种，目前集采价格已达低位，销售价格未来再降可能性低，销售单价预测保持稳定。（二）非集采品规销售单价：对于标的公司未进入集采的产品品规，产品定价主要基于市场，单价预测分为两种情

形：报告期呈下降趋势的产品品规，本次评估认为基准日期间的价格更能反映当前产品的市场情况，故以 2024 年 1-9 月产品平均单价进行预测；而对于报告期产品单价出现波动的品规，本次评估认为历史区间的平均单价更能反映产品定价规律，故采用报告期平均单价进行预测。

（六）主要产品报告期内收入增速、预测期收入增速、市场规模预计增速的对比情况，并进一步分析收入预测的合理性。

1、报告期收入逐年增长的产品

千金湘江药业的阿托伐他汀钙片、酒石酸唑吡坦片、阿卡波糖片、他达拉非片，以上 4 种产品 2024 年度收入占比分别为 7.24%、6.10%、6.58%、6.73%，合计占比 26.64%。千金协力药业的水飞蓟宾葡甲胺片、苯磺酸氨氯地平片，以上 2 种产品 2024 年度收入占比分别为 67.87%、13.49%，合计占比 81.36%。

以上产品报告期收入增速较快，年复合增长率较高，预测期收入增速主要参考历史发展趋势，预测期收入增速低于报告期收入增速，预测较为审慎，具有合理性。具体数据如下：

金额单位：万元

	主要产品/项目	2022 年	2023 年	2024 年	报告期复合 增长率	预测期复合 增长率
	主要产品/项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
千金湘江药业	阿托伐他汀钙片	2,072.67	3,752.42	5,035.46	55.87%	6.68%
	酒石酸唑吡坦片	2,512.65	3,169.97	4,239.95	29.90%	6.38%
	阿卡波糖片	1,967.16	3,316.40	4,575.66	52.51%	7.50%
	他达拉非片	1,109.12	3,249.63	4,682.54	105.47%	7.14%
	阿托伐他汀钙片	5,892.99	6,366.12	6,972.78	7,279.86	7,631.57
	酒石酸唑吡坦片	4,636.81	5,048.43	5,397.64	5,687.71	5,937.30
	阿卡波糖片	5,400.26	6,003.61	6,561.39	6,886.36	7,210.85
	他达拉非片	5,263.77	5,784.71	6,241.62	6,613.00	6,937.12
	水飞蓟宾葡甲胺片	13,843.99	15,320.78	16,824.10	10.24%	3.85%
千金协力药业	苯磺酸氨氯地平片	2,069.89	2,931.86	3,343.34	27.09%	4.61%
	水飞蓟宾葡甲胺片	17,244.68	18,173.67	18,930.20	19,547.87	20,056.86

	苯磺酸氨氯地平片	3,558.37	3,816.48	4,005.27	4,177.11	4,260.66
--	----------	----------	----------	----------	----------	----------

2、报告期收入规模整体较稳定，略有波动的产品

千金湘江药业的缬沙坦胶囊、盐酸地芬尼多片、阿魏酸哌嗪片，以上 3 种产品 2024 年度收入占比分别为 26.46%、8.41%、5.98%，合计占比 40.85%。千金协力药业的雷公藤多苷片，该产品 2024 年度收入占比为 9.16%。

金额单位：万元

千金湘江药业	主要产品/项目	2022 年	2023 年	2024 年	报告期复合增长率	市场预期复合增长率	预测期复合增长率
	缬沙坦胶囊	17,877.82	17,872.65	18,409.05	1.47%	7.00%	3.13%
	盐酸地芬尼多片	5,495.77	5,909.06	5,847.72	3.15%	4.00%	4.86%
	阿魏酸哌嗪片	4,493.30	3,969.93	4,162.51	-3.75%	3.00%	2.69%
	主要产品/项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	
	缬沙坦胶囊	17,820.78	18,430.42	19,187.77	19,654.46	20,160.32	
	阿魏酸哌嗪片	4,582.76	4,768.69	4,897.71	4,996.06	5,095.99	
	盐酸地芬尼多片	6,546.65	7,007.27	7,413.58	7,696.41	7,914.38	
千金协力药业	主要产品/项目	2022 年	2023 年	2024 年	报告期复合增长率	预计市场复合增长率	预测期复合增长率
	雷公藤多苷片	2,250.70	2,072.83	2,270.60	0.44%	5.00%	3.24%
	主要产品/项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	
	雷公藤多苷片	2,501.72	2,626.81	2,705.61	2,786.78	2,842.52	

注：以上品种市场预期复合增长率数据来源：1、缬沙坦胶囊：米内网《中国公立医疗机构终端竞争格局》；2、盐酸地芬尼多片：米内网《中国老年疾病用药市场研究（2023）》；3、阿魏酸哌嗪片：米内网《中国肾病用药市场格局分析（2023）》；4、雷公藤多苷片：弗若斯特沙利文《自身免疫药物市场研究报告》。以上网站、平台公布的行业数据具备较强的权威性、客观性，行业认可度较高。

以上产品未来市场前景良好，标的公司凭借其品牌、质量优势，占据了较高的市场份额，市场地位显著，客户对其产品认可度较高、依赖性较强，预期标的公司未来将持续发挥其市场优势，保持收入增长。预测期收入增速参考市场预期增速，收入可实现性较强，具体分析如下表：

产品名称	市场规模	驱动因素	市场地位	竞争优势	集采变化
缬沙坦胶囊	2023 年公立医院销售额约 22 亿元，预计 2030 年达 35 亿元（CAGR7%）。	目前我国高血压患者人口已达到 3 亿人，预计到 2030 年将增至 4 亿人，且年轻化趋势明显，18~34 岁年轻人高血压患病率超过 10%高血压患者需长期持续用药。	标的公司 2023 市场份额约为 8%，前三大竞争对手分别为原研诺华制药、天大、华润赛科，市场份额分别约为 49%、20%和 13%。	有自营业务团队，有学术赋能支持。品牌认可度高，基层市场稳定。	2020 年 9 月进入第三批国采，中标 6 个省区，约定采购量 245.49 万盒；2024 年接续入选，中标 13 个省区，约定采购量 353.41 万盒。
盐酸地芬尼多片	2023 年市场规模约 7.5 亿元，预计 2030 年达 10 亿元（CAGR4%）。	60 岁以上患者贡献超 65%用量，老龄化加剧，2030 年 60 岁以上人口将超 3.8 亿，促进该类药物需求持续增长。	标的公司 2023 市场份额约为 60%，目前全国主要生产企业有 2 家，除标的公司外另一家为仁和堂、市场份额约为 25%。	有自营业务团队，有学术及零售药店赋能支持。	未纳入集采
阿魏酸哌嗪片	2023 年市场规模约 4.8 亿元，预计 2030 年达 6 亿元（CAGR3%）。	随着人们的生活方式的改变，一些慢性疾病的发病率呈上升趋势，如肾小球疾病、冠心病、脑梗塞等疾病的患者数量逐渐增多，对阿魏酸哌嗪片的需求也相应增加。	标的公司 2023 市场份额约为 27%，目前全国主要生产企业有 2 家，除标的公司外另一家为成都亨达、市场份额约为 67%。	有自营业务团队，有学术及零售药店赋能支持。	未纳入集采
雷公藤多苷片	2023 年市场规模约 9 亿元（公立医院占 70%），预计 2030 年达 13 亿元（CAGR5%）。	类风湿关节炎、肾小球肾炎、系统性红斑狼疮等疾病的发病率呈上升趋势。雷公藤多苷片具有抗炎及免疫抑制作用，可用于治疗多种疾病，销售也随之增长。	标的公司 2023 年市场份额约为 17%，前三名竞争对手的市场份额如下：得恩德约为 53%、复旦复华约为 12%、黄石飞云约为 10%。	由于该产品使用年限较长且未开展集采，终端客户具有一定使用习惯，标的公司拥有规模较大的自营团队，产品覆盖区域较广，可为标的公司保持长期稳定的市场需求。	未纳入集采

3、报告期收入出现下滑的产品

千金湘江药业的马来酸依那普利片，该产品 2024 年度收入占比为 7.21%。

千金协力药业的恩替卡韦分散片、消癌平分散片，以上 2 种产品 2024 年度收入

占比分别为 5.17%、0.68%，合计占比 5.85%。

金额单位：万元

千金湘江 药业	主要产品/项目	2022 年	2023 年	2024 年	报告期复 合增长率	市场预期复 合增长率	预测期复 合增长率
	马来酸依那普利片	5,069.70	5,023.34	5,012.88	-0.56%	-3.00%	4.55%
	主要产品/项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	
	马来酸依那普利片	5,658.24	6,030.12	6,324.50	6,585.69	6,759.35	
千金协力 药业	主要产品/项目	2022 年	2023 年	2024 年	报告期复 合增长率	预计市场复 合增长率	预测期复 合增长率
	恩替卡韦分散片	2,405.48	1,798.46	1,282.38	-26.99%	-2.00%	3.89%
	消癌平分散片	563.47	182.96	167.40	-45.49%	8.00%	2.50%
	主要产品/项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	
	恩替卡韦分散片	1,438.37	1,510.28	1,566.49	1,622.48	1,675.89	
	消癌平分散片	177.13	182.45	187.92	191.68	195.51	

注：1、马来酸依那普利片作为 ACEI 类降压药，受 ARB/CCB 类药物替代影响，预计市场规模年复合增长率为-3%（数据来源：PDB 药物综合数据库（2023Q3））；2、恩替卡韦分散片作为乙肝抗病毒药，虽受用群体广泛，但受集采影响，价格下降幅度较大，且新增患者增长缓慢，导致预计市场规模年复合增长率为-2%（数据来源：米内网《中国抗病毒药物市场分析报告(2023-2030)》及公司对该市场实际销量推测得出）。以上平台公布的行业数据具备较强的权威性、客观性，行业认可度较高。

以上产品结合集采政策、历史收入变动原因、企业未来规划等方面具体分析。

（1）马来酸依那普利片

2019 年 9 月通过一致性评价，2022 年 1 月进入集采，中标 9 个省区，约定采购量 32.38 万盒；2024 年接续入选，中标 11 个省区，中标价格不变，约定采购量 79.25 万盒。报告期收入略有下降的主要原因是受到市场竞争影响，零售板块收入下滑导致，具体分渠道的收入数据对比如下：

项目	2024 年度	2023 年度	2022 年度
销售收入（万元）	5,012.88	5,023.34	5,069.70
其中：集采市场销售收入	2,875.46	2,398.29	1,654.60
增速（%）	19.90%	44.95%	
占比（%）	57.36%	47.74%	32.64%
其中：零售市场销售收入	2,137.42	2,625.05	3,415.10
增速（%）	-18.58%	-23.13%	
占比（%）	42.64%	52.26%	67.36%

由上表，马来酸依那普利片集采收入占比逐年提高并超过了零售市场，集采收入增速高于零售市场减速，随着新一轮集采中标数量大幅度提高，且价格保持稳定，预计未来集采带来的收入增长和占比提高不仅能弥补零售市场的下滑，还将拉动产品整体收入增长。

（2）恩替卡韦分散片

报告期初生产恩替卡韦分散片主要以自制原料药进行制剂，规模较小，单位成本较高，而恩替卡韦的集采价格较非集采价格降幅高达 90%以上，该药品在集采初期暂时不具备成本优势，受近年来国家集采政策及同品竞争的叠加影响收入有所下降。恩替卡韦作为千金协力药业曾经的主打品种，具有较好的市场基础。标的公司面对严重的集采价格冲击，采取保资格、降成本的策略，即通过参与集采项目招标，被动接受集采价格，但减少集采供应量，保留在集采中标名单中，为后续大力营销推广保存资格；与此同时，标的公司一方面优化恩替卡韦排产方式，采用集中生产减少换线过程损耗，另一方面由自制原料药切换至外购原料药，以达到降本增效目的。标的公司降成本的努力取得成效，在后续的集采招标中，不断增加供应量，从天津一市的中标约定采购量 906 盒，增加到湖北等 6 省区的 98,247 盒，预计下轮集采区域及数量将进一步提升。未来收入预测是结合管理层规划和市场环境作出的合理预估，且整个预测期销售规模基本维持在历史水平，其收入平均占比 5.6%，对整体收入影响较小。

（3）消癌平分散片

消癌平分散片收入下降的原因主要系该产品此前仅纳入省级医保增补目录，而根据 2019 年国家医保局政策要求，地方医保目录增补权限被取消，原省级增补品种需在三年过渡期（2020-2022 年）内逐步调出。受此政策影响，该产品于过渡期内被移出地方医保支付范围，导致阶段性销售下降。

但该产品作为肿瘤辅助治疗药物，可增加肿瘤放化疗后免疫力提升，其临床价值在肿瘤发病率持续攀升及放化疗普及率提升的背景下愈发凸显，《“十四五”中医药发展规划》提出要提升中医药在肿瘤防治领域参与度，该产品 2023 年市场规模约 6 亿元，预计 2030 年市场规模达 12 亿元，年复合增长率 8%。在行业需求增长与政策鼓励的双重驱动下，该产品凭借临床疗效和中医药特色优势，有

望实现销售回升。预测期收入预测充分考量了政策调整周期、市场增长预期以及管理层规划，预测期复合增长率 2.5%，低于市场预期复合增长率，可实现性高，且预测期消癌平分散片收入平均占比 0.67%，对整体收入影响较小。

4、报告期后收入实现数与预测数对比

千金湘江 药业	主要产品/项目	2024年10-2025年5月 实现数合计	2024年10-2025年5月 预测数合计	差异率
	缬沙坦胶囊	12,470.01	11,828.35	5.42%
	马来酸依那普利片	3,547.70	3,756.58	-5.56%
	阿托伐他汀钙片	3,759.62	3,917.60	-4.03%
	盐酸地芬尼多片	4,311.56	4,381.05	-1.59%
	酒石酸唑吡坦片	3,763.52	3,018.76	24.67%
	阿卡波糖片	3,629.90	3,469.93	4.61%
	他达拉非片	3,329.43	3,419.63	-2.64%
	阿魏酸哌嗪片	2,905.73	3,046.53	-4.62%
	主要产品收入合计	29,100.80	27,538.04	5.67%
千金协力 药业	主要产品/项目	2024年10-2025年5月 实现数合计	2024年10-2025年5月 预测数合计	差异率
	水飞蓟宾葡甲胺片	12,504.27	11,167.24	11.97%
	恩替卡韦分散片	760.14	950.80	-20.05%
	苯磺酸氨氯地平片	2,347.84	2,297.40	2.20%
	雷公藤多苷片	1,676.69	1,638.03	2.36%
	消癌平分散片	106.98	115.98	-7.76%
	主要产品收入合计	17,395.93	16,169.45	7.59%

由上表，标的公司主要产品报告期后实现数与预测数之间存在差异，有高有低，但大部分产品实现数高于预测数，整体收入实现数也高于预测数，收入预测合理、可实现性高。

(七) 千金湘江药业 2024 年 10-12 月收入增幅原因及合理性

千金湘江药业 2024 年 10-12 月收入主要结合公司管理层经营预测数据及当年度 1-9 月已实现收入情况进行测算。截至问询函回复日，千金湘江药业 2024 年度报表已出，2024 年 10-12 月已实现销售收入 16,820.72 万元，评估预测销售收入 17,961.00 万元，差异额-1,140.28 万元，差异率-6.35%；2024 年全年度已实现销售收入 70,367.88 万元，评估预测销售收入 71,508.16 万元，差异率-1.59%，

预测较合理。差异原因主要是公司年底基于控制财务风险角度，为了确保当年度应收货款资金及时回笼，在 12 月中下旬基本停止销售出库，当月度营业收入低于其余月份所致。

三、标的公司预测期内主要产品销售单价的确定依据，报告期后主要产品分月度实际销售单价、同类产品市场价格走势，与销售单价预测数据是否存在较大差异；结合前述情况以及历史期间销售单价变动、药品价格调控政策影响、同行业可比公司情况、原材料价格变动等，进一步分析预测期内销售单价保持不变的合理性。

（一）标的公司预测期内主要产品销售单价的确定依据

主要产品销售单价的确定依据具体详见本问询回复之“问题 5”之“二”之“（五）标的公司预测期内主要产品收入增幅的确定依据”相关回复。

（二）标的公司主要产品销售单价对比及差异

金额单位：元/盒

	主要产品	历史期			预测期					
		2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
千金 湘江 药业	缬沙坦胶囊	集采品规 80mg×36粒	7.43	7.41	7.10	5.81	5.81	5.68	5.68	5.56
		增速（%）		-0.20	-4.24	-18.13	0.00	-2.20	0.00	-2.20
		非集采品规 80mg×24粒	14.10	14.95	13.82	13.82	13.82	13.82	13.82	13.82
		增速（%）		6.07	-7.58	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	马来酸依那普利片	集采品规 10mg×48片	12.61	12.58	12.54	12.54	12.54	12.54	12.54	12.54
		增速（%）		-0.25	-0.32	-0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
		非集采品规 10mg×16片	5.86	6.61	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15
		增速（%）		12.71	-6.92	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	阿托伐他汀钙片	集采品规 10mg×28片	4.68	4.53	4.39	4.34	4.34	4.20	4.20	4.07
		增速（%）		-3.13	-3.19	-1.07	0.00	-3.20	0.00	-3.20
		非集采品规 10mg×14片	7.59	9.89	8.46	8.46	8.46	8.46	8.46	8.46
		增速（%）		30.32	-14.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

关于对《株洲千金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》之专项核查意见

	盐酸地芬尼多片	25mg×30片	6.75	7.19	7.03	6.99	6.99	6.99	6.99	6.99	6.99
		增速（%）		6.52	-2.28	-0.53	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	酒石酸唑吡坦片	10mg×6片	15.93	16.66	15.92	15.92	15.92	15.92	15.92	15.92	15.92
		增速（%）		4.56	-4.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	阿卡波糖片	集采品规 50mg×60片	10.05	8.98	8.99	8.98	8.98	8.75	8.75	8.52	8.52
		增速（%）		-10.63	0.07	-0.09	0.00	-2.60	0.00	-2.60	0.00
		非集采品规 50mg×30片	10.58	10.02	8.86	8.86	8.86	8.86	8.86	8.86	8.86
		增速（%）		-5.31	-11.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	他达拉非片	集采品规 20mg×4片	20.77	23.60	21.45	22.15	22.15	22.15	22.15	22.15	22.15
		增速（%）		13.63	-9.09	3.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		非集采品规 20mg×1片	9.52	3.19	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
		增速（%）		-66.49	-2.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	阿魏酸哌嗪片	50mg×50片	12.41	12.41	12.13	12.13	12.13	12.13	12.13	12.13	12.13
		增速（%）		0.04	-2.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
千金 协力 药业	主要产品		历史期			预测期					
			2022 年	2023 年	2024年 1-9月	2024年 10-12月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
	水飞蓟宾 葡甲胺片	集采品规50mg ×60片	25.48	25.22	24.57	24.57	24.57	24.57	24.57	24.57	24.57
		增速（%）		-1.05	-2.56	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		非集采品规 50mg×36片	17.68	17.15	15.05	15.05	15.05	15.05	15.05	15.05	15.05
		增速（%）		-3.01	-12.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	恩替卡韦 分散片	集采品规 0.5mg×14片	19.54	13.59	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50
		增速（%）		-30.42	-15.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		非集采品规 0.5mg×7片	11.68	10.21	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
		增速（%）		-12.59	-11.84	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	苯磺酸氨 氯地平片	集采品规5mg ×28片	4.54	4.43	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19
		增速（%）		-2.30	-5.43	0.11	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
		非集采品规 5mg×42片	5.19	6.21	6.55	5.99	5.99	5.99	5.99	5.99	5.99
		增速（%）		19.62	5.48	-8.65	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	雷公藤多 苷片	10mg×100片	21.00	20.49	19.49	19.49	19.49	19.49	19.49	19.49	19.49
		增速（%）		-2.42	-4.85	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

	消癌平分	0.45g×36片	65.31	64.67	65.44	65.14	65.14	65.14	65.14	65.14	65.14
	散片	增速（%）		-0.99	1.20	-0.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注：1、各产品非集采品规种类较多，本表选取销售额占比最高的一类作为代表；2、协力集采品规销售占比较少，纳入集采的品规同时也在零售渠道销售，此处集采规格的销售单价按照品规口径系该品规集采渠道和零售渠道平均单价。

（三）结合历史期间销售单价变动、同类产品市场价格走势、药品价格调控政策影响、同行业可比公司情况、原材料价格变动等，进一步分析预测期内销售单价保持不变的合理性。

1、集采产品销售单价预测分析

（1）预测单价下降的产品

千金湘江药业的集采品规产品 A80mg×36 粒、产品 C10mg×28 片、产品 E50mg×60 片：报告期销售单价呈下降趋势，下降原因主要是受到国家/地方带量采购政策影响。对于以上 3 种品规，未来销售单价预测结合集采周期考虑下降，集采周期内价格不变，进入下一集采周期后，根据历史平均降幅考虑单价下降，销售单价预测合理。

（2）预测单价保持不变的产品

千金湘江药业的产品 B10mg×48 片：2022 年 1 月首次进入集采，2024 年陆续接续入选，中标价格不变，集采价格已经稳定，结合报告期后该品规实际销售单价也是稳定在 12.50 元，未来销售单价保持不变，预测合理。

千金湘江药业的产品 G20mg×4 片：属于集采价格高于零售价格的药品，主要原因系该药主要用于治疗男性 ED，出于隐私保护，男性患者倾向于通过零售药店或线上零售购买，导致零售渠道竞争激烈，零售价格低于集采价格，预计未来集采价格将保持稳定。

千金协力药业的产品 A50mg×60 片：产品 A 是公司类独家品种，虽是集采品规，但集采收入占比较低，产品报告期及报告期后销售价格基本保持在 24-25 元之间，价格稳定，预测期采用基准日最新单价并保持不变，预测合理。

千金协力药业的产品 B0.5mg×14 片、产品 C5mg×28 片：虽受到集采影响，价格下降，但以上两个品规均属于接续集采品种，经过多轮集采中标后，单价继

续降低的风险低，尤其是产品 C 在接续中标中价格不降反升，而产品 B 虽是集采产品，但集采收入占比低，产品销售渠道仍以零售市场为主，产品销售价格依然以市场为主导，预测单价采用基准日最新单价并保持不变，预测合理。

2、非集采产品销售单价预测分析

对于未纳入集采的品规，药品价格更多由市场供需关系决定，受市场主导，历史销售单价往往呈现波动，有升有降，单价预测分为两种情形：报告期呈下降趋势的产品品规，本次评估认为基准日期间的价格更能反映当前产品的市场情况，以 2024 年 1-9 月产品平均单价进行预测，并保持不变；而对于报告期产品单价出现波动的品规，本次评估认为历史区间的平均单价更能反映产品定价规律，采用报告期平均单价进行预测，并保持不变。预测期单价均属于历史单价波动范围内，预测谨慎、合理。

(四) 补充分析预测期主要产品实际单价与预测期单价的差异情况

1、报告期后千金湘江药业主要产品销售单价情况如下：

		金额单位：元/盒								
主要产品		2024年 10月	2024年 11月	2024年 12月	2025年 1月	2025年 2月	2025年 3月	2025年 4月	2025年 5月	预测期
产品A	集采品规 80mg×36粒	5.76	5.68	5.99	5.77	5.79	5.90	5.51	5.40	5.81-5.56
	非集采品规 80mg×24粒	15.33	15.49	16.14	15.63	15.47	15.70	15.31	16.08	13.82
产品B	集采品规 10mg×48片	12.55	12.52	12.51	12.55	12.54	12.55	12.52	12.53	12.54
	非集采品规 10mg×16片	7.11	7.06	7.20	7.20	7.10	7.01	6.88	7.35	6.15
产品C	集采品规 10mg×28片	4.35	4.34	4.34	4.34	4.34	4.35	4.34	4.34	4.34-4.07
	非集采品规 10mg×14片	9.57	8.93	8.70	9.51	8.46	8.35	9.58	8.12	8.46
产品D	25mg×30片	7.93	8.00	8.04	7.85	7.83	7.94	7.67	7.99	6.99
产品F	10mg×6片	15.97	15.66	16.15	15.72	15.76	15.61	15.36	15.43	15.92
产品E	集采品规 50mg×60片	9.03	8.99	8.91	9.03	8.93	8.96	8.94	8.93	8.98-8.52

	非集采品规 50mg×30片	11.51	11.01	11.34	10.73	10.69	10.82	11.19	11.56	8.86
产品G	集采品规 20mg×4片	24.39	24.82	24.48	24.20	24.67	24.23	25.04	24.33	22.15
	非集采品规 20mg×1片	4.23	3.80	2.65	3.81	3.65	4.17	2.19	2.66	3.12
产品H	50mg×50片	12.18	12.08	12.06	12.33	11.99	12.04	11.95	12.14	12.13

注：各产品非集采品规种类较多，本表选取销售额占比最高的一类作为该品种主要产品代表披露。

由上表，报告期后产品实际销售单价与预测销售单价差异有三类情况：

（1）对纳入集采的品规：

产品 A80mg×36 粒、产品 C10mg×28 片、产品 E50mg×60 片三个产品预测期单价做了下降预测，这些集采品规都是接续集采品种，未来中标价格下降空间有限，预测销售单价呈不同比例下降，但均低于或接近报告期后实际销售单价，单价预测合理；

产品 B10mg×48 片预测期单价未做下降预测，该品种两轮集采下来，价格不变，报告期后实际单价也稳定在 12.5 元/盒，预测单价与实际单价接近，预测合理；产品 G20mg×4 片预测期单价未做下降预测，报告期后实际单价高于预测销售单价，单价预测更谨慎。

（3）预测销售单价低于实际销售单价：

主要为未进入集采的产品 A、产品 B、产品 D、产品 E 品规，以上产品千金湘江药业凭借其品牌、质量、渠道等优势在零售市场中具备较强价格竞争，报告期后价格均高于预测单价，单价预测更谨慎。

（4）预测销售单价处于实际销售单价波动范围内：

主要为未进入集采的产品 C、产品 F、产品 G、产品 H 品规，以上产品受市场影响报告期后价格略有波动，有升有降，但波动幅度较小，预测销售单价介于实际单价范围内，差异较小，单价预测合理。

2、报告期后千金协力药业主要产品销售单价情况如下：

金额单位：元/盒

主要产品	2024年	2024年	2024年	2025年	2025年	2025年	2025年	2025年	预测期
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

北京坤元至诚资产评估有限公司

电话：（010）88829567

		10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
产品A	集采品规 50mg×60片	25.21	25.13	25.06	25.50	24.44	25.43	25.33	25.84	24.57
	非集采品规 50mg×36片	17.08	15.20	11.90	16.10	14.73	16.81	15.75	16.85	15.05
产品B	集采品规 0.5mg×14片	4.63	9.46	9.90	8.50	8.13	11.22	6.98	9.88	11.50
	非集采品规 0.5mg×7片	5.89	6.21	9.36	8.95	4.33	7.28	4.52	10.62	9.00
产品C	集采品规 5mg×28片	3.95	3.85	4.65	3.91	3.65	3.81	4.09	4.27	4.19
	非集采品规 5mg×42片	6.79	6.42	5.79	5.86	5.63	5.78	5.81	5.54	5.99
产品D	10mg×100片	19.58	18.87	18.72	19.32	19.75	17.89	19.11	19.88	19.49
产品E	0.45g×36片	67.19	67.11	67.06	66.44	64.79	65.04	66.29	66.27	65.14

注：1、各产品非集采品规种类较多，本表选取销售额占比最高的一类作为代表披露；2、协力集采销售占比较少，纳入集采的品规同时也销售零售渠道，此处集采品规的销售单价按品规口径系该品规集采渠道和零售渠道平均单价。

由上表，报告期后产品实际销售单价与预测销售单价差异有两类情况：

（1）对纳入集采的品规：

产品 A50mg×60 片价格一直较稳定，预测期销售单价低于或接近报告期后实际销售单价，单价预测合理；

产品 C5mg×28 片系集采接续品种，未来价格空间有限，预测销售单价介于实际单价范围内，差异较小，单价预测合理；

产品 B0.5mg×14 片虽是集采品规，但集采销售占比仅 17%，销售价格仍受市场因素主导，报告期后价格波动较大，主要原因是部分经销商客户票折集中在 2024 年 10 月份导致，至 2025 年 3 月，价格已升至 11.22 元/盒左右，市场变化具有较高的不确定，价格随之波动，市场波动导致预测期销售单价与报告期后实际价格之间存在差异，且产品 B 在 2024 年 1-9 月的收入规模仅占整体收入的 5.17%，比重较低，以上单价差异对整体收入影响较小。

（2）对未进入集采的品规：

受市场影响报告期后价格略有波动，有升有降，但波动幅度较小，预测销售

单价介于实际单价范围内，差异较小，单价预测合理。

（五）补充披露评估调整的具体内容、调整依据以及对评估结果的影响，相关调整是否基于评估报告日后新增事项，是否符合评估准则的相关规定，是否已履行必要审批程序。

株洲千金药业股份有限公司拟通过发行股份的方式购买株洲市国有资产投资控股集团有限公司、淮安市列邦康泰化工有限公司持有的湖南千金湘江药业股份有限公司（以下简称“千金湘江药业”）28.92%的股权，基于该经济行为对应的评估目的，北京坤元至诚资产评估有限公司出具了京坤评报字〔2024〕0816号《资产评估报告》，评估报告出具日期为2025年1月13日，截至评估基准日2024年9月30日，湖南千金湘江药业股份有限公司股东全部权益评估结论为124,670.00万元。

评估报告中对于产品销售单价的预测，是结合评估时即评估报告出具日2025年1月13日前所了解和掌握的具体业务经营情况，并参考当时可获取的最新2024年三季度会计报表所反映的财务数据。评估报告出具后，千金湘江药业部分主销产品受到新一轮集采影响，实际销售价格较报告预测价格出现一定降幅。鉴于评估报告出具日后发生的新一轮集采事项，评估师向标的公司补充了解相关业务情况并收集报告期后财务数据，针对千金湘江药业3个主销产品销售单价的变动，进行了对比测算，以判断该事项对评估结论是否造成重大影响，具体测算过程及前后数据对比分析如下：

1、直接变动参数

本次直接变动参数涉及3个集采品规销售单价，分别是缬沙坦胶囊80mg×36粒/盒、阿托伐他汀钙片10mg×28片/盒、阿卡波糖片50mg×60片/盒。

评估时根据3个品规报告期销售单价变动趋势，参考评估基准日期间（2024年1-9月）销售单价作为预测销售单价，预测期保持不变。评估报告出具后的财务数据显示，以上3个品规报告期后最新销售单价较报告期出现下降。评估师基于最新销售单价，同时结合产品两年一集采的周期，对3个品规预测期销售单价

进行变动对比测算。每一个集采周期内单价不变，进入下一个集采周期后，根据报告期内销售单价平均降幅，考虑单价下降比率，由于经过整个预测期多轮集采周期，价格趋于稳定，故稳定期销售单价保持在 2029 年水平。

具体变动前后对比如下表：

单位：元/盒

产品/项目		2024年 10-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
缬沙坦胶囊80mg ×36粒/盒	变动前单价	7.10	7.10	7.10	7.10	7.10	7.10
	变动后单价	5.81	5.81	5.68	5.68	5.56	5.56
阿托伐他汀钙片 10mg×28片/盒	变动前单价	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39	4.39
	变动后单价	4.34	4.34	4.20	4.20	4.07	4.07
阿卡波糖片50mg ×60片/盒	变动前单价	8.99	8.99	8.99	8.99	8.99	8.99
	变动后单价	8.98	8.98	8.75	8.75	8.52	8.52

2、间接变动参数

（1）收入：本次直接变动参数仅涉及以上 3 个品规销售单价，销量参数保持不变，受单价下调影响，与评估预测相比较，变动对比测算中的以上 3 个品规销售收入下降，标的公司整体营业收入也下降。

（2）成本及毛利率：评估时根据 3 个品规报告期单位成本变化趋势，参考评估基准日期间（2024 年 1-9 月）单位成本作为预测单位成本，预测期保持毛利率不变。变动对比测算的思路不变，考虑 3 个品规预测期销售单价下降，但 3 个品规的毛利率不变，仍参考评估基准日区间产品毛利率水平，对单位成本进行测算。由于 3 个品规的收入下降，但毛利率不变，因而成本下降，毛利额下降，而其他产品品规毛利额不变，所以 3 个品规毛利额在整体毛利额中的比重下降，又因为集采品规毛利率较低，低毛利率的产品比重下降，最终导致整体毛利率上升。

（3）营业税金及附加、期间费用、所得税费用：评估时根据报告期费用率水平进行预测。变动对比测算的思路不变，由于 3 个品规单价下调，整体营业收入下降，营业税金及附加、期间费用、所得税费用这些预测受营业收入关联科目数据联动，从而影响预测期利润总额、净利润数据下降。

(4) 营运资金：评估时采用周转率法对营运资金进行预测，变动对比测算的思路不变。预测公式如下：

$$\text{营运资金} = \text{现金} + \text{应收款项} + \text{存货} - \text{应付款项}$$

其中：现金平均余额=净营运周期×预测年度月付现成本；应收款项=营业收入总额/应收款项周转率；应付款项=营业成本总额/应付账款周转率；存货=营业成本总额/存货周转率

由于预测期净营运周期、应收款项周转率、应付账款周转率、存货周转率这些参数选取基于历史数据，因而不涉及变动，但由于营业收入总额、营业成本总额变动，从而影响预测期月付现成本、应收款项、应付款项及存货金额。预测期收入规模下降，需要追加的营运资金数额也下降。

(5) 资本性支出、折旧摊销：不涉及变动。

(6) 净现金流量：由于净利润、营运资金变动，预测期净现金流量也发生变动。

以上所有间接变动参数变动差异额如下表：

金额单位：万元

项目/年份	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
营业收入	-596.00	-2,299.00	-3,017.00	-3,189.00	-4,009.00	-4,147.00
毛利额	-248.36	-959.15	-1,271.36	-1,345.30	-1,702.90	-1,762.32
毛利率	0.70%	0.66%	0.81%	0.80%	0.96%	0.96%
营业税金及附加	-6.55	-25.29	-33.19	-35.08	-44.10	-45.62
销售费用	-117.12	-587.16	-795.21	-848.49	-1,100.24	-1,155.78
管理费用	-29.80	-114.95	-150.85	-159.45	-200.45	-207.35
研发费用	154.85	-57.85	-252.1	-266.24	-152.4	-134.11
财务费用	-0.12	-0.46	-0.6	-0.64	-0.8	-0.82
所得税费用	-57.05	-18.69	26.01	28.40	-11.44	-15.81
净利润	-192.57	-154.75	-65.42	-63.80	-193.47	-202.83
营运资金追加额	-260.97	-990.99	-451.60	-99.72	-419.48	-75.60
自由现金流量	68.40	836.24	386.18	35.92	226.01	-127.23

注：以上表内差异额数据正数表示变动后相应科目增加，负数表示变动后相应科目减少。

3、以上数据变动，对评估值的影响

评估时，评估值保留两位小数为 124,670.26 万元，评估结论按十万位取整为 124,670.00 万元；变动对比测算时，测算结果保留两位小数为 124,666.85 万元（与评估值差异额-3.41 万元，差异率-0.0027%），若同样按十万位取整为 124,670.00 万元，与评估结论一致。

综上对比测算和分析，评估报告出具日 2025 年 1 月 13 日后发生的新一轮集采事项涉及 3 个主销产品，其对标的公司预测净利润、自由现金流量以及评估结果影响轻微，不影响已于 2025 年 1 月 13 日出具的京坤评报字（2024）0816 号《资产评估报告》所揭示评估结论的合理性。因报告出具日后事项对评估结论不构成重大影响，无需修改上述评估报告，同时，为说明相关情况，我公司已于 2025 年 6 月 4 日出具了京坤评报字（2024）0816 号《资产评估说明补充说明》，以上处理方式符合资产评估准则及相关要求。同时，相关当事方株洲千金药业股份有限公司、株洲市国有资产投资控股集团有限公司也已对前述事项予以确认。此外，株洲市国有资产投资控股集团有限公司确认评估报告无需修改且无需重新进行备案，符合《国有资产评估项目备案管理办法》相关规定。

四、标的公司预测期内主要产品折扣返利的确定依据及合理性，千金协力药业收入预测过程中未扣减折扣返利的原因及其审慎性。

（一）标的公司预测期内主要产品折扣返利的确定依据及合理性

产品的折扣返利主要根据双方合同约定执行，通常来说，折扣返利金额与销售收入呈正相关，故先根据报告期各产品销售收入规模确定权重，按产品分配各年度折扣返利金额，在此基础上对报告期内主要产品分摊的折扣返利金额占该产品主营业务收入的比例进行分析，发现该占比在报告期内较为稳定，故采用报告期内该指标平均占比作为预测参数，预测未来主要产品的折扣返利金额。

（二）千金协力药业收入预测过程中未扣减折扣返利的原因及其审慎性

两家标的公司在生产经营中都存在折扣返利，但是两个标的公司账务处理存在差异：千金协力药业因产品种类、规格较少，在确认折扣返利时，会将折扣返利按照各产品规格对销售收入的贡献程度直接分摊到销售的各个产品的具体规

格上，最终各产品各规格的历史收入已经剔除了折扣返利，而无法分配的则保留在当年度折扣返利中，该部分金额及占比均较小（2022 年度金额-7,310.04 元、占比-0.0033%；2023 年度金额-62,702.71 元、占比-0.0271%；2024 年 1-9 月金额 516,472.98 元、占比 0.2808%），故预测期不做考虑。千金湘江药业因产品种类、规格较多，在确认折扣返利时，仅将折扣返利按照各产品对销售收入的贡献程度分摊到了销售的各个产品大类，未精细到规格，最终各产品各规格的历史收入未剔除折扣返利，所以保留在当年度折扣返利中的金额数据较大，根据重要性原则，本次评估预测对该部分折扣返利根据历史平均占收入比进行预测。

即：千金协力药业不同规格的产品已经剔除了各自的折扣返利，参照历史单价预测时也是不含折扣返利的，所以不需要再另外扣除折扣返利。千金湘江药业不同规格的产品中没有剔除折扣返利，而是单列了一项全品类合计的折扣返利总额进行扣除，参照历史单价预测时也是未扣除折扣返利的，所以需要再另外预测扣减折扣返利。

五、结合历史期间毛利率水平、市场竞争程度、市场供需变化、药品集采影响等，分析标的公司预测期内主要产品毛利率的确定依据及合理性；预计阿卡波糖片毛利率大幅下滑的原因及合理性，其他产品是否存在类似情况。

（一）结合历史期间毛利率水平、市场竞争程度、市场供需变化、药品集采影响等，分析标的公司预测期内主要产品毛利率的确定依据及合理性

1、预测期毛利率的确定依据

未来预测期毛利率的预测是在分析产品历史毛利率水平的基础上，最终参考基准日期间各产品各规格毛利率，并保持稳定。

2、主要产品的毛利率分析

（1）历史毛利率增长型

包括千金湘江药业的阿托伐他汀钙片、阿卡波糖片，以上 2 种产品 2024 年度收入占比分别为 7.24%、6.58%，合计占比 13.82%。千金协力药业的恩替卡韦分散片、苯磺酸氨氯地平片、雷公藤多苷片，以上 3 种产品 2024 年度收入占比

分别为 5.17%、13.49%、9.16%，合计占比 27.82%。详细情况如下：

千金 湘江 药业	主要产品/报告期	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 实际	报告期后	
	阿托伐他汀钙片	42.07%	52.88%	60.80%	59.58%	62.65%	
	阿卡波糖片	16.57%	17.59%	25.99%	27.89%	38.40%	
	主要产品/预测期	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
	阿托伐他汀钙片	60.55%	60.53%	60.50%	60.47%	60.46%	60.45%
	阿卡波糖片	25.96%	25.90%	25.86%	25.83%	25.83%	25.82%
千金 协力 药业	主要产品/报告期	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 实际	报告期后	
	恩替卡韦分散片	82.63%	83.49%	85.75%	84.96%	83.69%	
	苯磺酸氨氯地平片	71.67%	74.92%	79.30%	79.62%	80.52%	
	雷公藤多苷片	71.06%	73.82%	75.52%	75.39%	76.73%	
	主要产品/预测期	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
	恩替卡韦分散片	86.94%	85.76%	85.63%	85.52%	85.43%	85.38%
	苯磺酸氨氯地平片	78.74%	78.76%	78.77%	78.78%	78.78%	78.78%
	雷公藤多苷片	75.46%	75.46%	75.46%	75.46%	75.46%	75.46%

注：报告期后指 2024 年 10 月-2025 年 5 月

该类型产品毛利率上升原因为集采中标后销量大幅提升产生的规模效应显著降低单位成本，尤其原材料成本降幅远超售价降幅，从而提升毛利率，且这一趋势预期可持续。具体分析及预测如下：

品类	历史售价分析	历史成本分析	毛利率预测说明
阿托伐他汀钙片	2022 年 1 月进入集采后，集采品规单价由 4.68 元/盒降至 2024 年 1-9 月的 4.39 元/盒（降幅 6.64%），而 2024 年 5 月续约后集采品规销售单价降幅缩小，报告期后平均销售单价 4.34 元/盒（降幅 1.14%），表明价格趋稳。	得益于集采带动的销量激增，其主要原料（阿托伐他汀钙原粉）采购价从 2,290.06 元/千克降至 939.53 元/千克（降幅 58.97%），远超售价降幅。	预测期毛利率审慎设定为接近 2024 年 1-9 月水平，处于历史变动范围内，且报告期后（2024 年 10 月至 2025 年 5 月）实际毛利率 62.65%高于预测值，证明预测合理。
阿卡波糖片	2022 年 7 月进入集采后，集采品规单价由 10.05 元/盒降至 2024 年 1-9 月的 8.99 元/盒（降幅 11.82%），报告期后平均销售单价 8.93 元/盒（降幅 0.67%），表明价	得益于集采带动的销量激增，其主要原料（阿卡波糖原粉）采购价从 2,136.91 元/千克降至 1,209.68 元/千克（降幅 76.65%），远超售价降幅。	预测期毛利率审慎设定为接近 2024 年 1-9 月水平，处于历史变动范围内，且报告期后（2024 年 10 月至 2025 年 5 月）实际毛利率 38.40%高于预测值，证明预

	格趋稳。		测合理。
恩替卡韦分散片	恩替卡韦分散片自 2019 年底纳入国家集采，经多轮降价后进一步降价空间有限。	产量提升（2022 年 106.09 万标准盒至 2024 年 115.76 万标准盒，增长 9.11%）带来的规模效应及生产工艺升级显著降低了单位成本，有效抵消价格压力。	预测期毛利率审慎设定为接近 2024 年 1-9 月水平，处于历史变动范围内，虽报告报告期后（2024 年 10 月至 2025 年 5 月）实际毛利率 80.52%略低于预测值，但仍处于历史波动区间，证明预测合理。
苯磺酸氨氯地平片	作为需求稳定的成熟降压药，价格体系稳固。	通过工艺优化与规模效应有效降低生产成本，驱动报告期内毛利率持续提升。	预测期毛利率审慎设定为接近 2024 年 1-9 月水平，处于历史变动范围内，且报告期后（2024 年 10 月至 2025 年 5 月）实际毛利率 80.52%高于预测值，证明预测合理。
雷公藤多苷片	市场集中度高，差异化竞争优势明显；公立医院渠道稳定，价格体系稳定。	自产原料药带来优势，且通过工艺优化与成本管控有效降低单位成本。	预测期毛利率审慎设定为接近 2024 年 1-9 月水平，处于历史变动范围内，且报告期后（2024 年 10 月至 2025 年 5 月）实际毛利率 76.73%高于预测值，证明预测合理。

(2) 历史毛利率稳定型

包括千金湘江药业的缬沙坦胶囊、马来酸依那普利片、盐酸地芬尼多片、酒石酸唑吡坦片、他达拉非片，以上 5 种产品 2024 年度收入占比分别为 26.46%、8.41%、7.21%、6.10%、6.73%，合计占比 54.91%。千金协力药业的水飞蓟宾葡甲胺片，该产品 2024 年度收入占比为 67.87%。详细情况如下：

千金湘江药业	主要产品/报告期	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 实际	报告期后	
	缬沙坦胶囊	53.30%	56.45%	55.06%	56.22%	61.72%	
	马来酸依那普利片	83.12%	83.23%	80.32%	82.86%	87.08%	
	盐酸地芬尼多片	86.92%	87.24%	81.80%	87.35%	87.12%	
	酒石酸唑吡坦片	85.42%	87.49%	86.64%	88.35%	94.05%	
	他达拉非片	89.25%	92.24%	90.97%	90.97%	93.21%	
	主要产品/预测期	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
	缬沙坦胶囊	53.70%	54.76%	54.69%	54.54%	54.49%	54.41%

	马来酸依那普利片	80.93%	80.95%	80.92%	80.91%	80.90%	80.90%
	盐酸地芬尼多片	84.23%	84.18%	84.15%	84.13%	84.10%	84.08%
	酒石酸唑吡坦片	86.43%	86.42%	86.38%	86.34%	86.32%	86.30%
	他达拉非片	89.55%	89.54%	89.55%	89.56%	89.56%	89.57%
千金 协力 药业	主要产品/报告期	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 实际	报告期后	
	水飞蓟宾葡甲胺片	81.07%	81.01%	81.33%	81.63%	83.88%	
	主要产品/预测期	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
	水飞蓟宾葡甲胺片	81.30%	81.24%	81.23%	81.21%	81.20%	81.20%

注：报告期后指 2024 年 10 月-2025 年 5 月

该类型产品毛利率稳定主要得益于市场需求和销售渠道稳定、规模效应降低单位成本、成熟生产工艺及经验积累能有效降低成本，且集采价格影响有限或能通过成本控制有效应对，报告期内毛利率稳定状态具有可持续性。基于审慎性原则，预测毛利率将维持在历史波动区间内，保持稳定态势。

（3）历史毛利率下降型

包括千金湘江药业的阿魏酸哌嗪片，该产品 2024 年度收入占比 5.98%。千金协力药业的消癌平分散片，该产品 2024 年度收入占比 0.68%。详细情况如下：

千金 湘江 药业	主要产品/报告期	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 实际	报告期后	
	阿魏酸哌嗪片	89.75%	87.66%	81.19%	84.04%	91.68%	
	主要产品/预测期	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
	阿魏酸哌嗪片	81.07%	81.06%	81.07%	81.08%	81.08%	81.08%
千金 协力 药业	主要产品/报告期	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 实际	报告期后	
	消癌平分散片	91.40%	90.27%	87.35%	86.83%	86.98%	
	主要产品/预测期	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
	消癌平分散片	89.66%	89.66%	89.66%	89.66%	89.66%	89.66%

注：报告期后指 2024 年 10 月-2025 年 5 月

该类型产品毛利率下降主要因为作为非集采产品，价格受市场调控相对稳定，但因产量下降或主要原材料采购成本上升导致单位成本上升。具体分析及预测如下：

品类	历史售价分析	历史成本分析	毛利率预测说明
----	--------	--------	---------

阿魏酸 哌嗪片	作为非集采的国内特有药物，价格市场调控下小幅波动但总体稳定。	其主要原料（阿魏酸哌嗪原粉）自产产能不足需外购，外购成本显著高于自产导致历史单位成本上升。公司已于 2025 年启动原料药车间扩建项目，通过产能提升优化成本结构。	预测期毛利率审慎设定为接近 2024 年 1-9 月水平，处于历史变动范围内，且报告期后（2024 年 10 月至 2025 年 5 月）实际毛利率 91.68%高于预测值，证明预测足够谨慎合理。
消癌平 分散片	售价在市场调控下长期相对稳定。	因产量大幅下降（2022 年的 5.14 万标准盒降至 2024 年的 3.38 万标准盒，降幅 34.24%），单位固定成本上升。	当前产量已处低位，未来降幅有限，加之其他产品增产可分摊其部分固定成本，预测期毛利率审慎控制在历史变动范围内。报告期后实际毛利率虽低于预测值，但该产品毛利额占比不足 0.8%，差异对整体影响较小。

（二）预计阿卡波糖片毛利率大幅下滑的原因及合理性

千金湘江药业评估说明关于营业收入的预测表顺序是先阿卡波糖片再酒石酸唑吡坦片，而营业成本的预测表顺序是先酒石酸唑吡坦片再阿卡波糖片，现已将营业收入及营业成本预测表产品顺序调整保持一致。预测期阿卡波糖片整体毛利率为【25.96%-25.82%】，阿卡波糖片毛利率未大幅下滑。

六、标的公司预测期内期间费用率的确定依据及合理性，与历史期间费用率水平及变动趋势存在差异的原因及合理性，千金湘江药业 2024 年 10-12 月期间费用率较低的原因，千金协力药业在研发费用率预计逐期下滑的情况下如何保持其竞争地位并支持其收入增长；结合前述情况进一步分析期间费用预测是否审慎。

（一）标的公司预测期内期间费用率的确定依据及合理性

由于标的公司财务费用金额及占比小（千金湘江药业预测期财务费用占比不到 0.05%；千金协力药业预测期末对财务费用进行预测），故此处涉及的期间费用分析主要为销售费用、管理费用和研发费用。

预测期对于销售费用的预测：主要根据标的公司历史财务数据及销售费用变动趋势，总体费用水平和各费用项目水平逐项进行分析：对于与销售收入关联性

较强的项目根据历史数据预计的费用率进行估算，主要包括与产品相关的宣传推广费、运输费、业务招待费等，通过分析历史年度上述费用同销售收入的费率水平，结合未来的销售政策、盈利状况、市场竞争等影响因素综合确定各项费率；对于相对固定的费用则按趋势预测法进行一般性估算，包括销售人员职工薪酬，主要参考历史年度人均薪酬水平、预计增长率和未来销售人员数量确定。

预测期对于管理费用的预测：主要根据标的公司历史费用情况及各费用项目的变动趋势、总体费用水平和各费用项目水平逐项进行分析：其中人工成本根据管理部门员工人数、历史平均工资、未来人数和工资增长率等因素进行预测；商务管理费系标的公司按比例分担的总部共享商务部服务费用，该费用按历史占收入的比例预测；办公费、差旅费等费用参照历史年度实际水平、标的公司未来年份业务发展趋势、并适当考虑业务规模的增加及预计可能发生的变化等因素预测；因企业新增固定资产已能够满足未来收入的增长，故折旧费按评估基准日现有固定资产为基础，考虑新增固定资产并结合各类资产经济寿命年限综合计算确定。

预测期对于研发费用的预测：参考在研管线的研发进度，并通过分析历史费用情况及各项目费用的变动趋势、总体费用水平和各费用项目水平逐项进行分析：其中研发人员薪酬根据历史平均薪酬水平、预计增长率及人员数量等因素进行预测；折旧摊销费根据现有各项长期资产（固定资产，无形资产，长期待摊费用）折旧摊销明细及预测未来更新后的折旧摊销明细综合预测；与研发直接相关的材料费、燃动费、产品设计费等，按照历史年度上述费用同销售收入的费率水平预测；委外研发费用则根据历史费率水平、结合标的公司对研发项目在各详细预测期内的费用预算进行调整后，综合确定预计增长率预测。

（二）历史期间费用率预测期与报告期对比、差异原因及合理性

1、千金湘江药业

项目	报告期				预测期				
	2022年	2023年	2024年 1-9月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
销售费用率	33.98%	29.50%	28.10%	27.92%	28.11%	28.51%	28.91%	29.44%	29.98%
管理费用率	10.03%	10.63%	11.69%	10.38%	10.78%	10.71%	10.64%	10.64%	10.68%

研发费用率	5.18%	8.11%	9.83%	9.18%	8.15%	8.28%	8.32%	7.74%	6.95%
期间费用率合计	49.20%	48.23%	49.62%	47.47%	47.05%	47.51%	47.88%	47.83%	47.60%
研发费用（万元）	2,929.20	5,191.47	5,266.12	6,562.73	6,016.26	6,460.72	6,835.13	6,574.30	6,083.48

2、千金协力药业

项目	报告期				预测期				
	2022年	2023年	2024年 1-9月	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
销售费用率	38.47%	44.03%	43.62%	43.32%	43.47%	43.45%	43.48%	43.53%	43.67%
管理费用率	12.26%	10.61%	11.36%	11.79%	13.35%	13.27%	13.29%	13.40%	13.56%
研发费用率	4.55%	6.14%	13.31%	13.59%	10.66%	9.74%	8.65%	7.77%	6.76%
期间费用率合计	55.28%	60.78%	68.29%	68.71%	67.48%	66.46%	65.42%	64.70%	64.00%
研发费用（万元）	1,004.32	1,426.83	2,449.60	3,314.12	2,741.74	2,642.49	2,442.67	2,266.39	2,022.44

3、差异原因及合理性

由于预测期第一期 2024 年 10-12 月仅 3 个月数据，对于整体比较标的公司费用率可参考性低，故上表采用 2024 年整体情况（1-9 月实际数+10-12 月预测数）进行比较。

①千金湘江药业

千金湘江药业报告期销售费用率呈下降趋势，主要原因是随着公司集采品种增多，集采销售占比提高，集采的不断深入使医院开发及市场维护的效率提升，市场推广和促销等销售费用随之有较大的降低。公司整体销售费用率降低是行业政策所导致，预测期销售费用率基本维持在历史平均水平范围，预测具有合理性。

千金湘江药业报告期管理费用率基本稳定，预测期基本维持历史水平，预测具有合理性。

千金湘药研发项目主要为仿制药的研发，研究结果较创新药具有较高的确定性，市场接受度较高。随着研发进度推进，千金湘药前期研发已经陆续形成了成果，获得注册批件之后进入生产环节。根据千金药业整体研发规划，千金湘江研发费用保持在 6,000 万元以上，并根据仿制药市场情况平衡研发和生产。随着收入规模的递增预测期研发费用占销售额的比率将有所下降。此外，结合同行业上市公司 2022-2024 年报公布的研发费用率数据（如下表），公司研发费用率符合

同行业平均水平，预测具有合理性。

公司名称	2022 年 研发费用率（%）	2023 年 研发费用率（%）	2024 年 研发费用率（%）
奥锐特	11.63	10.84	9.92
福安药业	5.90	5.62	6.41
仟源医药	6.58	6.25	6.68
海辰药业	3.46	9.01	7.99
九典制药	8.65	9.44	8.39
星昊医药	8.72	10.14	12.01
亚宝药业	4.81	4.07	5.19
诚意药业	6.76	7.02	6.59
广生堂	48.08	31.45	9.98
平均数	11.62	10.43	8.13
平均数（不含广生堂）	7.06	7.80	7.90
千金湘江药业	5.18	8.11	9.18
千金协力药业	4.55	6.14	13.59

注：根据广生堂年报公布，因其对创新药研发的大额投入导致研发费用高，标的公司为仿制药企业，目前的研发规划也仅为仿制药领域，故平均数（不含广生堂）更具可比性和参考意义。

②千金协力药业

千金协力药业由于主营品种存在差异化、低替代性，以非集采医疗终端为主外加零售，需自主开拓医院准入、药店覆盖及患者教育等，报告期销售费用率高于千金湘江药业，预测期销售费用率基本维持在 2023-2024 年水平范围，预测具有合理性。

千金协力药业报告期管理费用率略有波动，但相对较为稳定，预测期管理费用率高于历史水平，预测具有合理性。

千金协力药业报告期研发费用率逐年提高，主要原因是 2022 年至 2024 年期间，在总部战略规划指导下，公司不断加大研发投入，新品立项数量较以前大幅增加，研发费用率上升明显，截至 2024 年底在研立项 13 个，达到历史最高峰。根据千金药业整体研发规划，千金协力研发费用保持在 2,000 万元以上，并根据仿制药市场情况平衡研发和生产。随着收入规模的递增预测期研发费用占销售额

的比率将有所下降。此外，结合同行业上市公司 2022-2024 年报告的研发费用率数据（如上表），公司研发费用率符合同行业平均水平，预测具有合理性。

（三）千金湘江药业 2024 年 10-12 月期间费用率较低的原因

千金湘江药业 2024 年 10-12 月实际数据与预测数据的对比如下：

金额单位：万元

项目	预测数	实际数	差异额	差异率	主要差异原因
销售费用	4,917.70	2,753.86	-2,163.84	-44.00%	市场维护和促销费差异
销售费用率	27.38%	16.37%			
管理费用	1,160.76	2,585.21	1,424.45	122.72%	管理人工成本差异
管理费用率	6.46%	15.37%			
研发费用	1,296.61	2,248.58	951.97	73.42%	委外研发费差异
研发费用率	7.22%	13.37%			
期间费用合计	7,375.07	7,587.66	212.59	2.88%	整体期间费用差异较小
期间费用率	41.06%	45.11%			

由上表可见，各明细费用之间存在较大差异：销售费用差异主要系 2024 年前三季度根据销售政策和历史费率预提市场维护和促销费，第四季度根据实际发生费用进行调整，本年度实际费用随着集采政策持续深化进一步下降，且降幅超过 20%，而评估预测基于谨慎性原则，根据报告期一年一期平均费率进行预测，与实际数据存在差异。管理费用差异主要系 2024 年底预提绩效奖金及虚拟股权激励奖金，使得全年度管理费用人工成本大幅增加，而评估预测未考虑虚拟股权激励奖金，与实际数据存在差异。研发费用差异主要系委外研发费用造成，标的公司根据签订的委外合同执行确认委外研发费用，前三季度发生的委外研发费用合计 2,401.97 万元，2024 年第四季度新增委外合同，实际发生委外研发费用 1,069.17 万元，而评估预测根据研发预算预测，与实际数据存在差异。虽然各费用预测数据与实际数据存在差异，但 2024 年 10-12 月期间费用总额实际数与预测数差异较小，差异率 2.88%，期间费用合计预测对营业利润的影响程度较小，整体预测合理。

（四）千金协力药业在研发费用率预计逐期下滑的情况下如何保持其竞争地位并支持其收入增长

千金协力药业 2022 年-2029 年研发费用总额分别为 1,004.32 万元、1,426.83 万元、3,314.12 万元、2,741.74 万元、2,642.49 万元、2,442.67 万元、2,266.39 万元、2,022.44 万元。

2022 年开始，公司新品立项数量较以前大幅增加，委外研发费用大幅增加；为实现三个翻番（产品翻番、客户翻番、人才翻番），公司制订千金协力药业战略规划（2024 年—2028 年），为落实新产品开发战略，预计后续年均研发投入 2000 万元以上，立项 4—5 个产品，实现赛道产品翻番。

虽然千金协力药业预测期研发费用率呈下降趋势，但研发费用总额依然维持在 2000 万元以上，与公司整体研发规划一致。千金协力药业 2024 年在研项目 13 个，随着研发进度推进，前期研发已经形成了成果，后续开发维持在 2000 万左右，虽然看起来比率下降，但是占比依然保持高于 2022-2023 年的水平，符合公司规划，也能够保持其地位和收入增长。目前，公司有多个主要研发产品基本完成上市销售的多数前置必要条件（其中“沙库巴曲缬沙坦钠片”、“乙酰半胱氨酸注射液”、“吡哌布芬片”、“熊去氧胆酸胶囊”、“利格列汀片”已进入注册申报阶段），为未来经营业绩提供了新的盈利基础和方向。

七、结合前述情况进一步分析标的公司预测期内净利润水平及变动趋势与历史期间的差异情况及合理性。

（一）同行业可比上市公司净利润水平如下表

可比上市公司	2024年年报	2023年年报	2022年年报
福安药业 300194.SZ	11.63%	8.85%	8.29%
九典制药 300705.SZ	17.48%	13.68%	11.59%
诚意药业 603811.SH	28.11%	24.13%	24.61%
平均数	19.07%	15.55%	14.83%

（二）千金湘江药业预测期净利润水平及变动趋势、与历史期间差异

千金湘江药业报告期及预测期净利润水平如下表：

金额单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 10-12 月	2024 年
净利润	8,078.34	10,518.79	6,695.36	3,384.74	10,080.10

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 10-12 月	2024 年
净利润率	14.29%	16.42%	12.50%	18.84%	14.10%
项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
净利润	10,302.41	10,651.09	10,935.49	11,329.14	11,762.61
净利润率	13.96%	13.66%	13.32%	13.34%	13.44%

如上表所示，报告期内完整年度（2022 年、2023 年）净利润金额分别为 8,078.34 万元、10,518.79 万元，净利率分别为 14.29%、16.42%；2024 年度结合报告期及预测期数据，全年净利润为 10,080.10 万元，净利率为 14.10%；预测期内完整年度净利润区间为 10,302.41—11,762.61 万元，净利率区间为 13.32%—13.96%；预测期最后一年 2029 年较报告期第一年 2022 年七年时间净利润增长 3,684.27 万元，其几何增长率= $(11,762.61/8,078.34)^{(1/7)}-1=5.51\%$ 。纵向看，预测期净利率低于历史净利率，绝对数值变动也比较小，且整体净利率水平在历史净利率水平范围内；横向看，千金湘江药业净利润率略低于可比上市公司平均水平。

综上，千金湘江药业预测期净利润、净利率水平及变动趋势较谨慎、合理。

（三）千金协力药业预测期净利润水平及变动趋势、与历史期间差异

千金协力药业报告期及预测期净利润水平如下表：

金额单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1-9 月	2024 年 10-12 月	2024 年
净利润	4,438.97	3,916.05	1,898.42	508.31	2,406.73
净利润率	20.11%	16.85%	10.31%	8.49%	9.87%
项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
净利润	2,814.90	3,164.41	3,460.95	3,721.87	3,952.09
净利润率	10.94%	11.66%	12.26%	12.75%	13.22%

如上表所示，报告期内完整年度（2022 年、2023 年）净利润金额为 4,438.97 万元、3,916.05 万元，净利率为 20.11%、16.85%；2024 年度结合报告期及预测期数据，净利润为 2,406.73 万元，净利率为 9.87%；预测期内完整年度净利润为 2,406.73 万元—3,952.09 万元，净利率为 9.87%—13.22%；预测期最后一年 2029 年相对于报告期第一年 2022 年七年时间净利润减少 486.88 万元，其几何增长率= $(3,952.09/4,438.97)^{(1/7)}-1=-1.65\%$ ；预测期最后一年 2029 年相对预测期

第一年 2024 年的净利润增长 1,545.36 万元，几何增长率= $(3,952.09/2,406.73)^{(1/5)} - 1 = 10.43\%$ 。纵向看，受研发费用影响，预测期净利率低于历史净利率，但呈现逐年上升趋势，整体净利率水平在历史净利率水平范围内；横向看，千金协力药业净利润率低于可比上市公司平均水平。

综上，千金协力药业预测期净利润、净利率水平及变动趋势较谨慎、合理。

八、报告期后标的公司总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况，以及主要产品价格、销量、收入、毛利率与评估预测的差异情况及原因分析，并进一步分析业绩预测的审慎性和可实现性。

（一）报告期后（2024 年 10 月-2025 年 5 月）千金湘江药业总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况

金额单位：万元

项目	2024 年 10 月-2025 年 5 月		
	实际数	预测数	差异率
营业收入	49,691.02	48,718.92	2.00%
毛利率	65.92%	63.57%	3.70%
毛利额	32,758.56	30,971.40	5.77%
净利润	7,974.30	7,677.41	3.87%

如上表所示，报告期后千金湘江药业总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况较好，与预测相差较小。营业收入、毛利率、毛利额、净利润实际数均高于预测数，业绩预测可实现。

（二）报告期后（2024 年 10 月-2025 年 5 月）千金湘江药业主要产品价格、销量、收入、毛利率与评估预测的差异及原因分析

金额单位：万元、数量单位：万盒

主要产品		平均单价		销量		收入		平均毛利率	
		实际数	预测数	实际数	预测数	实际数	预测数	实际数	预测数
产品 A	集采品规	5.72	5.81	1,346.85	1,206.52	7,702.98	7,013.12	51.75%	42.82%
	非集采品规	18.56	19.33	310.05	266.03	5,755.42	5,143.46	81.63%	73.02%
产品 B	集采品规	12.53	12.54	174.53	190.80	2,187.65	2,392.00	87.18%	80.78%
	非集采品规	16.70	15.32	93.23	95.27	1,557.00	1,459.32	88.58%	82.45%
产品 C	集采品规	4.34	4.34	817.59	863.34	3,550.38	3,749.58	62.06%	61.05%

	非集采品规	8.58	7.29	26.79	35.43	229.95	258.20	75.21%	66.95%
产品 D	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	8.24	7.51	538.65	609.42	4,439.97	4,575.51	87.49%	84.87%
产品 E	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	31.42	31.70	119.89	98.16	3,766.44	3,111.16	94.06%	86.82%
产品 F	集采品规	8.97	8.98	363.96	348.72	3,265.13	3,132.27	37.04%	27.03%
	非集采品规	12.11	11.38	32.42	35.32	392.63	401.99	54.08%	29.12%
产品 G	集采品规	24.46	22.15	143.35	151.21	3,506.61	3,349.41	95.21%	90.47%
	非集采品规	11.38	10.33	33.87	17.49	385.56	180.72	84.93%	78.67%
产品 H	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	23.79	23.71	122.43	132.53	2,912.29	3,141.72	91.70%	81.64%
主要产品合计						39,652.01	37,908.46		

注：1、以上所有品规以集采品规规格定义为标准盒计算销售单价、非集采品规根据粒数/片数与集采品规差异进行换算，非集采品规以量大的规格定义为标准盒计算销售单价；2、2025年评估预测为全年度数据，为了保持预测数与实际数对比口径一致，2025年1-5月预测数采用全年度预测数÷12×5处理；3、湘药集采品规销售占比高，纳入集采的品规其收入来源基本为集采渠道收入。

经比对报告期后实际数据与调整后预测数据可知，大部分药品报告期后实际数据与预测数据差异较小，部分药品非集采价格波动主要原因为市场竞争因素影响。

虽然预测收入、销量与实际存在差异，但预测期主要产品收入合计预测数小于实际数，同时预测毛利率比实际毛利率更低，整体预测谨慎、合理。

（三）报告期后（2024 年 10 月-2025 年 5 月）千金协力药业总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况

金额单位：万元

项目	2024 年 10 月-2025 年 5 月		
	实际数	预测数	差异率
营业收入	18,390.20	16,703.58	10.10%
毛利率	82.21%	80.04%	2.70%
毛利额	15,118.39	13,370.29	13.07%
净利润	1,860.15	1,681.19	10.65%

如上表所示，报告期后千金协力药业总体收入、毛利率、毛利额和净利润实

现情况较好，与预测相差较小。营业收入、毛利率、毛利额、净利润实际数均高于预测数，业绩预测可实现。

(四) 报告期后(2024 年 10 月-2025 年 5 月)千金协力药业主要产品价格、销量、收入、毛利率与评估预测的差异及原因分析

主要产品		平均单价		销量		收入		平均毛利率	
		实际数	预测数	实际数	预测数	实际数	预测数	实际数	预测数
产品 A	集采品规	25.33	24.57	222.94	252.68	5,647.01	6,207.54	84.26%	82.29%
	非集采品规	24.46	23.81	272.64	208.34	6,668.33	4,959.70	83.11%	79.97%
产品 B	集采品规	8.60	11.50	29.79	25.30	256.18	290.97	82.00%	83.44%
	非集采品规	10.31	15.03	48.88	43.89	503.97	659.83	84.55%	87.42%
产品 C	集采品规	3.98	4.19	287.39	349.82	1,143.48	1,467.35	80.25%	79.23%
	非集采品规	3.80	3.89	322.44	213.51	1,225.35	830.05	81.11%	77.91%
产品 D	集采品规	/	/		/		/		/
	非集采品规	19.39	19.58	86.49	83.67	1,676.69	1,638.03	76.73%	75.46%
产品 E	集采品规	/	/		/		/		/
	非集采品规	66.50	65.14	1.61	1.78	106.98	115.98	86.98%	89.66%
主要产品合计						17,227.99	16,169.45		

注：1、以上所有品规以集采品规规格定义为标准盒计算销售单价、非集采品规根据粒数/片数与集采品规差异进行换算，非集采品规以量大的规格定义为标准盒计算销售单价；2、2025年评估预测为全年度数据，为了保持预测数与实际数对比口径一致，2025年1-5月预测数采用全年度预测数÷12×5处理；3、协力集采品规销售占比较少，纳入集采的品规同时也销售零售渠道，此处集采规格的销售单价系该品规集采渠道和零售渠道平均单价。

经比对报告期后实际数据与预测数据可知，大部分药品报告期后实际数据与预测数据比较接近，但是也存在部分药品报告期后实际数据与预测数据差异。例如产品 B，报告期后平均销售单价与预测单价差异较大，主要原因包括票折金额集中开在 10 月份，大幅拉低了当月单价；此外 2024 年以来集采销量占比显著升高，集采占比提高拉低了该规格的平均单价。

其他药品集采价格相对较为稳定，部分药品非集采价格波动主要原因为市场竞争因素所致。

虽然预测收入、销量与实际存在差异，但预测期主要产品收入合计预测数小于实际数，整体预测谨慎、合理。

九、评估机构核查程序及核查意见

（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、整理比较了近年来市场上医药制造行业并购案例的评估情况，结合行业特点及标的公司经营情况，分析本次评估以收益法作为最终评估结论的合理性；
- 2、结合标的公司报告期后收入实现、产品细分领域市场需求、市场竞争格局、行业政策等情况，分析了未来收入预测的合理性；
- 3、结合标的公司报告期后主要产品实际销售单价、同类产品市场价格走势、药品价格调控政策影响、同行业可比公司情况、原材料价格变动等，进一步分析了预测期内销售单价保持不变的合理性；
- 4、结合标的公司历史期间毛利率水平、市场竞争程度、市场供需变化、药品集采影响等，分析了标的公司预测期内主要产品毛利率的确定依据及合理性；
- 5、分析了标的公司预测期内期间费用率的确定依据及合理性，解释了历史期间费用率水平及变动趋势与预测期存在差异的原因及合理性；
- 6、结合标的公司报告期后总体收入、毛利率、毛利额和净利润实现情况，分析了预测期主要产品价格、销量、收入、毛利率、净利润等指标的合理性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

- 1、本次评估采用收益法定价具备合理性。
- 2、本次评估关于标的公司收入、产品销售单价、毛利率、期间费用、净利润等指标预测具备合理性。

问询问题 6.关于收益法其他评估事项

根据重组报告书和评估报告：（1）标的公司永续期折旧摊销金额大于资本性支出；（2）标的公司确定折现率时选取福安药业等 3 家公司作为可比公司，在财务指标对比分析时选取奥锐特等 9 家公司作为可比公司；标的公司以可比公司资本结构均值作为目标资本结构，最终确定的折现率为 10.05%；（3）标

的公司维持正常生产经营货币资金保留 5 个月付现成本所需资金，多余的货币资金认定为溢余资产；（4）根据上市公司 2023 年年报，千金协力药业商誉减值测试过程中预计未来 5 年收入增长率为 5%-8%，利润率为 8.35%，折现率为 10%。

请公司披露：（1）标的公司永续期折旧摊销、资本性支出的确定依据及过程，永续期折旧摊销大于资本性支出的合理性以及对评估价值的影响；（2）在确定折现率时剔除其余 6 家可比公司的原因及合理性；以可比公司资本结构均值作为目标资本结构的合理性，是否符合标的公司实际情况；最终确定的折现率与同行业可比交易案例是否存在明显差异；（3）最低现金保有量的测算依据与同行业交易案例是否可比；（4）本次评估与千金协力药业商誉减值测试过程中选用的关键参数的差异情况及合理性。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司永续期折旧摊销、资本性支出的确定依据及过程，永续期折旧摊销大于资本性支出的合理性以及对评估价值的影响

（一）标的公司永续期折旧摊销、资本性支出的确定依据及过程

千金湘江药业永续期折旧摊销金额 2,064.93 万元、永续期资本性支出金额 1,936.74 万元，差额为 128.19 万元；千金协力药业永续期折旧摊销金额 610.93 万元、永续期资本性支出金额 572.63 万元，差额为 38.30 万元。

本次评估在合理估算详细预测期内各期更新资本性支出金额和扩大资本性支出金额的基础上，将两者的合计数作为详细预测期各期的资本性支出总额的估计值；详细预测期是指从评估基准日起至预计企业经营规模达到基本稳定时这一段时间，一般为五年一期，当采用有限期模型估算企业价值时，整个预测期即详细预测期；当采用永续模型估算企业永续期价值时，则应当根据详细预测期末预计资产状况及企业的长期发展趋势对永续期的资本性支出采用年金化模式进行估算（主要指达到稳定生产或服务能力后的全部经营性长期资产的更新资本性支出，不考虑扩大资本性支出）。

本次评估在实施资产清查核查验证程序时,充分了解标的公司折旧及摊销的会计政策,核实并记录存量资产中重要的“超期”服役固定资产等长期资产及其尚可使用年限等信息,结合资产经济使用年限,合理估算详细预测期各期的折旧和摊销金额;当采用永续模型估算企业永续期价值时,在详细预测期末根据预计资产状况,对永续期的折旧和摊销金额同样根据经济使用年限平均分摊的模式进行估算(视同年金化处理)。

(二) 永续期折旧摊销大于资本性支出的合理性以及对评估价值的影响

静态来看,资本性支出总额,应当等于各年折旧摊销的加和;但是,永续年是用均一化财务数据对周期化财务数据进行替换,即用年金化数据的表达方式代替无穷尽循环列报。资本性支出是一次支出多年为零,折旧摊销是分期平均,如果忽略折现因素简单相加,两者总额相等。但进行年金化处理时,两者年金化处理结果是不一致的。两者年金化数据的高低,主要看资本性支出的时间。资本性支出是周期性的,在详细预测期之外的后续时段,支出峰值期越靠前,年化金额就越高,反之就越低。所以永续年资本性支出金额可能低于、也可能高于折旧摊销。

若以永续期前一年作为循环周期之始,资本性支出发生在这个周期的前半段,则其年化金额通常会高于折旧摊销,反之则低。在本项目中,由于资本性支出比较靠后,因此其永续期年化金额高于折旧摊销。

以千金湘江药业为例:其固定资产永续期的资本性支出跟永续期的折旧摊销金额非常接近,差额仅为 2.37 万元;造成二者差异的原因主要来自于无形资产土地使用权的摊销,二者差额为 125.82 万元。具体分析如下表:

永续期资本性支出数据:	
固定资产更新金额(万元)	1,895.30
无形资产更新金额(万元)	41.44
合计(万元)	1,936.74
永续期折旧摊销数据:	
固定资产折旧金额(万元)	1,897.67
无形资产摊销金额(万元)	167.26

合计（万元）	2,064.93
永续期资本性支出与折旧摊销差异：	
固定资产（万元）	2.37
无形资产（万元）	125.82

具体举例：

无形资产-金山新城土地使用权（坐落：荷塘区金龙东路 1 号），其评估价值为 58,796,507.00 元，经济寿命为 50 年，至评估基准日剩余使用年限 39.70 年，自永续期起尚可使用 34.45 年。经测算，在折现率（10.05%）和经济寿命（50 年）确定的情况下，当自永续期起尚可使用为 16.95 年时，永续期资本性支出金额正好等于永续期摊销金额，说明 16.95 年正好为分界点，34.45 远大于 16.95，说明该项资产资本性支出发生在这个周期的后半段，其年化金额低于摊销金额。

对评估结论的影响：如果永续期的折旧摊销与资本性支出金额保持相等，评估结论从 124,670.00 万元下降到 123,861.00 万元，影响金额-809.00 万元，影响比例-0.65%，对评估结论的影响较小。

二、在确定折现率时剔除其余 6 家可比公司的原因及合理性；以可比公司资本结构均值作为目标资本结构的合理性，是否符合标的公司实际情况；最终确定的折现率与同行业可比交易案例是否存在明显差异。

（一）在确定折现率时剔除其余 6 家可比公司的原因及合理性

本次评估确定折现率时选取可比公司的原则包括：（1）可比公司只发行人民币 A 股；（2）可比公司主营业务与评估对象的主营业务相似或相近；（3）可比公司股票截至评估基准日已上市 5 年以上；（4）可比公司经营规模与评估对象尽可能接近；（5）可比公司经营阶段与评估对象尽可能相似或相近。根据以上标准，我们选取了 3 家上市公司作为可比公司计算折现率：福安药业、九典制药、诚意药业。对于重组报告书业务部分描述的其余 6 家可比公司选择剔除的原因如下：

可比公司	剔除原因说明
奥锐特	经营模式差异：可比公司原料药和中间体主要以出口的形式销往国外；标的公司产品主要销售给国内客户。

仟源医药	β 系数较大程度偏离行业平均水平。
海辰药业	β 系数取值未通过 T 检验。
星昊医药	2023 年 5 月上市，上市时间不符合要求。
亚宝药业	主营产品差异：可比公司主营产品细分系中药行业；标的公司主营产品为化药。
广生堂	经营状态差异：可比公司最近三年经营业绩均处于亏损状态；标的公司连续盈利。

（二）以可比公司资本结构均值作为目标资本结构的合理性

资本结构 D/E，即企业债权市场价值与股权市场价值的比例，也就是形成企业资产的资金中来源于股东投资和来源于债权人投资资金的比例。在计算折现率时需要根据所估算的折现率的种类，分别选择不同的方式估算所需要的资本结构 D/E。

本次评估选用企业自由现金流量折现模型，用于折现的现金流为全部投资产生的自由现金流=经营净利润+折旧/摊销+全部负息负债利息（1-所得税率）-资本性支出-营运资金增加，在该模型下，选择 WACC 确定折现率，且标的公司的总投资（股权+债权）在未来预测期内要保持不变，资本结构 D/E 的变化对现金流模型没有影响，也正是因为 WACC 具有不受标的企业自身资本结构的影响这一特性，在估算标的公司 WACC 时，我们可以“跳出”标的公司自身的资本结构，采用行业目标资本结构，我们认为可比公司资本机构均值则代表着行业的目标资本机构。

（三）本次交易与可比交易案例折现率情况

交易案例事件	评估基准日	折现率	对应时点无风险报酬率
浙江海正药业股份有限公司（600267.SH） 收购瀚晖制药有限公司 49%股权	2020/6/30	11.20% (WACC)	4.06%
华润双鹤药业股份有限公司（600062.SH） 收购神舟生物科技有限责任公司 50.11%股权	2021/12/31	11.74% (WACC)	3.97%
北京中关村四环医药开发有限责任公司 收购多多药业有限公司 9.56%股权	2022/6/30	10.7763% (WACC)	3.96%
本次交易	2024/9/30	10.05% (WACC)	2.40%

导致本次交易折现率与交易案例存在差异的主要原因是近年来，受到宏观经济环境变化、货币政策调整、市场避险情绪上升等多重因素影响，无风险报酬率逐年下降，且降幅明显。

三、最低现金保有量的测算依据与同行业交易案例是否可比

同行业交易案例并未公开披露与最低现金保有量计算过程相关的具体参数。关于最低现金保有量确定的重要参数——净营运周期，本次评估确定为 5 个月。该数值是通过对比 99 家同行业可比上市公司近 5 年相关数据进行统计分析并取平均值计算得出的。具体情况如下表：

证券代码	证券名称	净营业周期 2019 年 报 [单位]天	净营业周期 2020 年 报 [单位]天	净营业周期 2021 年 报 [单位]天	净营业周期 2022 年 报 [单位]天	净营业周期 2023 年 报 [单位]天
430017.BJ	星昊医药	84.57	105.44	89.36	85.37	91.59
832566.BJ	梓橦宫	196.95	215.38	230.30	225.88	220.37
832735.BJ	德源药业	218.58	181.50	152.87	109.89	48.63
600062.SH	华润双鹤	90.54	101.98	104.66	132.48	129.58
600079.SH	人福医药	149.25	149.03	141.58	138.78	135.23
600196.SH	复星医药	95.40	106.77	77.16	74.52	95.29
600200.SH	江苏吴中	163.71	96.81	133.77	127.39	113.96
600267.SH	海正药业	90.88	104.69	110.51	116.82	133.21
600276.SH	恒瑞医药	65.03	106.13	118.79	170.57	189.93
600380.SH	健康元	128.82	129.17	129.47	143.89	159.26
600420.SH	国药现代	117.49	141.60	149.68	135.81	116.07
600513.SH	联环药业	131.21	125.65	98.46	113.04	122.59
600521.SH	华海药业	410.85	374.16	379.00	372.18	385.75
600613.SH	神奇制药	151.57	137.39	87.36	72.52	64.91
600624.SH	复旦复华	345.21	435.51	399.12	505.95	594.92
600664.SH	哈药股份	83.64	110.51	98.56	93.66	85.17
600774.SH	汉商集团	-77.28	-259.22	-0.29	35.34	13.12
600789.SH	鲁抗医药	71.59	57.99	65.18	72.32	76.52
600812.SH	华北制药	55.13	65.80	81.40	93.37	107.21
600851.SH	海欣股份	76.77	74.77	43.45	49.04	60.60
601089.SH	福元医药	154.09	145.50	123.85	108.64	99.93
603168.SH	莎普爱思	124.32	97.58	56.87	20.52	-24.24
603207.SH	小方制药	149.80	127.94	123.27	118.19	130.15

关于对《株洲千金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》之专项核查意见

603367.SH	辰欣药业	104.26	98.51	80.75	86.94	105.05
603669.SH	灵康药业	58.06	127.92	125.95	180.01	147.47
603676.SH	卫信康	-94.97	-114.65	-94.98	-62.79	-55.16
603707.SH	健友股份	732.67	1,129.97	1,038.21	1,061.46	852.85
603811.SH	诚意药业	105.41	93.55	155.93	146.36	76.95
688117.SH	圣诺生物	412.91	395.99	362.86	351.72	362.93
688189.SH	南新制药	104.37	242.32	331.92	293.50	273.33
688221.SH	前沿生物	226.30	245.54	307.40	255.09	316.36
688235.SH	百济神州	-529.04	-820.40	-356.48	-68.50	-45.48
688247.SH	宣泰医药	86.90	152.03	213.07	209.14	201.06
688321.SH	微芯生物	559.11	315.00	247.37	337.79	329.58
688428.SH	诺诚健华	11.93	25.18	-238.05	-110.80	1.69
688505.SH	复旦张江	243.05	340.25	289.36	314.83	376.62
688506.SH	百利天恒	95.28	82.43	67.56	28.14	-92.17
688513.SH	苑东生物	96.55	-3.60	-75.66	-17.75	56.78
688553.SH	汇宇制药	173.33	163.69	213.87	200.79	148.58
688566.SH	吉贝尔	61.55	72.23	-20.49	-204.96	-180.08
688602.SH	康鹏科技	211.89	250.96	167.92	178.85	253.34
688658.SH	悦康药业	46.68	61.59	76.37	121.59	144.30
688799.SH	华纳药厂	194.47	231.46	243.23	253.46	235.95
000153.SZ	丰原药业	75.88	83.96	90.47	87.11	82.89
000513.SZ	丽珠集团	113.25	123.75	125.11	145.50	165.90
000566.SZ	海南海药	50.68	34.17	33.73	11.54	36.85
000597.SZ	东北制药	59.79	55.14	42.81	41.18	60.89
000766.SZ	通化金马	390.47	577.95	339.82	299.53	279.45
000788.SZ	北大医药	87.87	118.26	124.15	134.92	132.83
000813.SZ	德展健康	451.31	449.18	536.65	474.25	427.79
000915.SZ	华特达因	34.43	27.03	22.66	36.69	62.11
000919.SZ	金陵药业	37.23	15.37	8.55	14.01	17.53
000931.SZ	中关村	240.51	278.44	179.61	118.51	126.83
000963.SZ	华东医药	61.19	68.31	67.31	63.29	61.90
002004.SZ	华邦健康	166.65	130.63	116.04	119.04	116.98
002019.SZ	亿帆医药	84.06	90.63	121.63	184.11	189.62
002020.SZ	京新药业	95.11	116.54	133.42	127.90	87.20
002038.SZ	双鹭药业	77.14	17.76	-14.55	-18.90	-23.53
002262.SZ	恩华药业	104.80	171.70	185.91	212.85	184.84
002294.SZ	信立泰	210.38	183.03	139.11	153.22	169.57
002370.SZ	亚太药业	189.73	160.08	131.89	108.71	119.86

关于对《株洲千金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》之专项核查意见

002393.SZ	力生制药	189.64	193.21	159.75	111.75	80.86
002399.SZ	海普瑞	299.94	380.53	390.55	478.95	725.01
002422.SZ	科伦药业	205.30	218.82	195.03	160.41	137.90
002437.SZ	誉衡药业	112.45	135.37	103.88	106.42	72.48
002550.SZ	千红制药	156.70	168.92	168.53	179.41	262.24
002653.SZ	海思科	-69.29	-52.12	17.69	86.55	114.47
002675.SZ	东诚药业	312.17	269.71	198.14	223.46	250.30
002693.SZ	双成药业	254.33	263.43	191.01	210.22	288.86
002755.SZ	奥赛康	49.34	84.07	167.27	199.94	194.48
002793.SZ	罗欣药业	65.45	145.60	158.60	214.70	150.40
002826.SZ	易明医药	69.35	50.84	31.89	18.06	-19.31
002898.SZ	赛隆药业	41.29	135.99	-16.25	-21.06	47.91
002900.SZ	哈三联	119.82	133.17	150.83	110.62	88.57
002923.SZ	润都股份	188.38	188.54	186.62	167.35	192.63
002940.SZ	昂利康	102.72	96.76	90.00	124.79	126.35
003020.SZ	立方制药	73.14	66.00	56.14	59.33	65.89
300006.SZ	莱美药业	259.45	290.57	315.66	365.41	321.05
300016.SZ	北陆药业	157.68	114.08	164.56	248.00	188.47
300086.SZ	康芝药业	73.38	107.10	143.89	209.66	215.56
300110.SZ	华仁药业	190.00	207.59	225.37	217.32	206.67
300111.SZ	向日葵	44.21	131.68	176.01	178.26	180.14
300194.SZ	福安药业	182.54	229.16	203.89	183.43	152.40
300199.SZ	翰宇药业	760.83	391.93	254.75	292.30	275.62
300204.SZ	舒泰神	201.96	214.26	83.72	46.83	-88.00
300233.SZ	金城医药	98.02	84.79	70.33	55.97	54.82
300254.SZ	仟源医药	158.63	175.99	146.04	143.35	149.46
300255.SZ	常山药业	813.65	813.18	622.16	671.39	676.39
300434.SZ	金石亚药	107.72	120.11	112.16	108.74	114.28
300436.SZ	广生堂	46.84	14.90	10.91	16.82	-91.03
300558.SZ	贝达药业	-22.56	136.14	-47.09	-193.37	-254.98
300573.SZ	兴齐眼药	192.56	176.84	151.00	156.62	156.92
300584.SZ	海辰药业	92.90	144.52	191.54	210.04	319.17
300630.SZ	普利制药	90.21	79.19	175.47	229.24	350.71
300705.SZ	九典制药	122.62	181.57	164.35	146.17	144.47
300723.SZ	一品红	106.36	105.72	102.53	145.40	139.70
301130.SZ	西点药业	142.29	142.37	168.22	185.32	105.74
301263.SZ	泰恩康	192.37	159.73	173.61	146.35	130.95
301507.SZ	民生健康	182.13	153.44	177.29	152.64	148.14

各年平均值（天）	150.24	155.33	146.98	154.86	154.90
各年平均值（月）	5.01	5.18	4.90	5.16	5.16
整体平均值（月，取整）	5.00				

尽管在上述数据中，部分样本与均值存在较大偏差，但由于选取的可比公司样本数量充足且覆盖时间较长，通过整体平均值的方式能够有效消除个别异常数据的影响，从而较为客观地反映该行业的正常合理净营运周期。

此外，结合标的公司自身历史营运周期情况，千金湘江药业历史平均净营运周期大于 4 个月，千金协力药业历史平均净营业周期大于 3 个月，基于谨慎性考虑同时结合两家标的公司研发战略规划背景下需要更大的资金需求，本次评估选取 5 个月付现成本确认最低现金保有量。

四、本次评估与千金协力药业商誉减值测试过程中选用的关键参数的差异情况及合理性。

上市公司 2023 年年报千金协力药业商誉减值测试及本次评估相关参数如下：

项目	折现率	收入增长率	利润率（稳定期）
2023 年商誉评估	10%	5%—8%	8.35%
本次股权评估	10.05%	2.48%—5.49%	13.22%
差异	0.05%	-2.52%至-2.51%	4.87%

两次评估有较大差异的参数为收入增长率和稳定期利润率，差异反映了对未来增长预期和盈利能力的不同判断，这与评估基准日的市场环境和标的公司经营状况、评估目的密切相关。详细原因如下：

（一）评估对象不同

商誉评估涉及的评估对象为含商誉资产组，股权评估对象为股东全部权益。价值类型也不同，一个是评估可收回金额，一个是评估市场价值。股权评估涉及的收入增长基于目前的市场状况，比如集采因素、市场规模变动等，预测增长率更保守。

（二）评估基准日不同

2023 年商誉评估的基准日为 2023 年 12 月 31 日，本次股权评估的基准日为 2024 年 9 月 30 日。

股权评估的基准日较商誉评估晚了 9 个月，这期间公司的经营环境、市场条件、行业趋势等发生变化，特别是研发战略规划以来，在研项目在 2023-2024 年显著提升，股权评估时点下较商誉评估时点下研发费用率更高，研发成果转让率提高，公司可预见的研发项目支出归集及核算可靠性更高，净利润率预测更符合实际情况。

（三）评估目的不同

（1）商誉评估的目的：商誉评估主要用于判断是否存在商誉减值，其核心是确定商誉的可收回金额。商誉评估的结果更多反映的是公司在特定时点的潜在价值，而非完全基于市场交易的公允价值。

（2）股权评估的目的：股权评估的目的是确定公司股东全部权益的市场价值，通常更贴近于实际的市场交易情境。

在股权评估中，考虑了更多的市场因素，如行业估值水平、可比公司市盈率、近期市场交易案例等，从而得出更为市场化的评估结果。

五、评估机构核查程序及核查意见

（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、分析了标的公司永续期折旧摊销、资本性支出的确定依据，以及永续期折旧摊销大于资本性支出的合理性和对评估价值的影响；
- 2、搜集整理了同行业交易案例折现率情况、逐一分析了确定折现率时剔除其余可比上市公司的原因以及采用可比公司资本结构均值作为目标资本结构的合理性；
- 3、结合同行业可比上市公司数据分析了最低现金保有量的测算依据；
- 4、对比分析了本次评估与千金协力药业商誉减值测试过程中选用的关键参数差异情况及合理性。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

- 1、本次评估关于永续期折旧摊销及资本性支出预测具备合理性，永续期折旧摊销大于资本性支出金额较小，对评估结论的影响小。
- 2、本次评估关于折现率、最低现金保有量的确定依据合理，与同行业交易案例不存在明显差异。
- 3、本次评估与千金协力药业商誉减值测试过程中选用的关键参数之间存在差异是合理的。

问询问题 7.关于资产基础法评估

根据重组报告书和评估报告：（1）千金湘江药业和千金协力药业采用资产基础法的评估增值率分别为 45.06%和 52.19%；（2）千金湘江药业和千金协力药业在资产基础法下的评估增值主要来自账外无形资产-药品生产专有技术，占总体评估增值的比例分别为 49.26%和 41.47%；药品生产专有技术采用收益法中的许可费节省法进行评估，涉及对标的公司未来十年一期的收入预测；（3）千金湘江药业部分不动产存在抵押，一处房产因资料丢失未取得权属证书，账面净值为 212.11 万元；千金协力药业两处房产因建设手续丢失未取得权属证书，账面净值合计为 261.45 万元。

请公司披露：（1）标的公司药品生产专有技术的评估方法、评估增值占比以及关键评估参数与同行业可比交易案例是否可比；（2）千金湘江药业抵押房产的用途及原因，标的公司部分不动产权属瑕疵对评估结果的具体影响。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司药品生产专有技术的评估方法、评估增值占比以及关键评估参数与同行业可比交易案例是否可比

（一）本次交易与可比交易案例关于药品生产专有技术评估情况如下：

交易案例事件	评估方法	评估增值占比	收益期限	分成率	无形资产折现率
浙江海正药业股份有限公司 (600267.SH)	收益法中的收入分	21.65%	重组报告书未披露		

收购瀚晖制药有限公司 49% 股权	成法				
武汉市汉商集团股份有限公司（600774.SH）等购买成都迪康药业股份有限公司 100% 股权	收益法中的收入分成法	13.28%	重组报告书未披露		
浙江九洲药业股份有限公司（603456.SH）以股权转让及增资方式收购南京康川济医药科技有限公司 51% 股权	收益法中的收入分成法	96.48%	10 年	12.97%，考虑衰减	16.78%
迪瑞医疗科技股份有限公司（300396.SZ）转让宁波瑞源生物科技有限公司 11% 股权	收益法中的收入分成法	87.08%	10 年	3.45%，考虑衰减	18.20%
本次交易-千金湘江药业	收益法中的收入分成法	49.26%	10 年 1 期	3.80%，考虑衰减	14.35%
本次交易-千金协力药业	收益法中的收入分成法	41.47%	10 年 1 期	3.80%，考虑衰减	14.35%

医药制造行业属于高技术、高监管行业，药品生产技术是企业的核心竞争力和价值创造的关键驱动力，结合其行业特征及交易案例可以看出，采用收益法中的收入分成法对药品生产技术进行评估是比较通用和常见的做法。

（二）评估中涉及的关键参数考虑及对比

1、收益期限

主要结合标的公司客户合作的稳定性、药品研发技术的先进性、发明专利的剩余保护年限、相关服务产品的寿命、市场份额及未来发展潜力、所属行业及企业的发展状况等因素综合分析确定。与已披露案例相比，收益年限基本一致。

2、收入分成率

收入分成率主要通过分析类似公司资本结构的方法并通过修正来估算。同时结合国家知识产权局发布的不同行业分成率水平：医药制造行平均提成率 6.3%，且需要根据专利产品技术法律价值、技术价值及经济价值角度进行系数调整。与已披露案例相比，本次评估收入分成率处于合理区间。

3、无形资产折现率

采用企业全部资本加权平均成本（WACC）倒推法估算。也可以通过通用的社会平均收益率法模型来估算。随着无风险报酬率的逐年下降，WACC 呈下降趋势（具体详见本问询回复之“问题 6”之“二”之“（三）本次交易与可比交易案例折现率情况”相关回复。），无形资产折现率也应呈下降趋势。与已披露案例相比，本次无形资产折现率比案例要低，具备合理性。

二、千金湘江药业抵押房产的用途及原因，标的公司部分不动产权属瑕疵对评估结果的具体影响。

（一）抵押背景介绍

2015 年 10 月，千金药业与国开发展基金有限公司及国家开发银行股份有限公司签署《国开发展基金股东借款合同》，由国开发展基金有限公司委托国家开发银行股份有限公司向千金药业提供 2,400.00 万元贷款，由株洲国投提供连带责任保证。2016 年 3 月，千金药业、株洲丰叶担保有限责任公司及株洲国投签署《反担保合同》（丰叶[2016]加保企反保第 001 号之 1/2），同时千金湘江药业与株洲丰叶担保有限责任公司签署《反担保保证合同》（丰叶[2016]加保企反保第 001 号之 2/2）反担保保证合同约定，千金湘江药业为该笔贷款提供第三方企业连带责任反担保，抵押物为国土证号为株国用(2015)第 A0298 号的土地使用权。为担保株洲丰叶担保有限责任公司在《反担保保证合同》（丰叶[2016]加保企反保第 001 号之 1/2）下对株洲国投享有的债权，千金湘江药业以株国用(2015)第 A0298 号国有土地使用权为抵押权人株洲丰叶担保有限责任公司设定抵押担保，担保金额为《反担保保证合同》下实际发生的债务金额，担保期限截至担保债务金额清偿完毕止。

（二）抵押不动产权属情况

土地使用权：

权利人	权证编号	土地坐落	地类（用途）	使用权类型	使用权面积（m ² ）	他项权利
千金湘	株国用（2015）	荷塘区金龙路与	工业用地	国有出让	92,528.81	抵押

江药业	第 A0298 号	金塘大道交界处				
-----	-----------	---------	--	--	--	--

房屋所有权：

序号	权利人	权证编号	房屋坐落	房屋用途	建筑面积 (m²)	他项权利
1	千金湘江药业	湘（2024）株洲市不动产权第5037720号	荷塘区金龙东路1号倒班宿舍及餐厅等6套	集体宿舍、工业	6,095.44	受限
2	千金湘江药业	湘（2024）株洲市不动产权第5037722号	荷塘区金龙路1号动力中心	工业	1,490.91	受限
3	千金湘江药业	湘（2024）株洲市不动产权第5037723号	荷塘区金龙东路1号固体制剂车间等2套	工业	11,712.42	受限
4	千金湘江药业	湘（2024）株洲市不动产权第5037724号	荷塘区金龙东路1号综合楼等6套	工业	14,011.76	受限
5	千金湘江药业	湘（2024）株洲市不动产权第5037727号	荷塘区金龙东路1号高架立体仓库等4套	仓储	7,801.62	受限
合计					41,112.15	

上述房屋是因株国用(2015)第 A0298 号国有土地使用权证抵押导致权利受限。

自贷款以来，千金湘江药业根据合同约定，按时支付贷款利息，分期偿还本金，从无延期或违约情况，千金湘江药业具备充分的还款能力及良好的企业信誉，同时房产抵押并非用于交易目的，房产用途没有改变可正常使用，因此本次评估未考虑该抵押对评估价值的影响。

（三）标的公司部分不动产权属瑕疵对评估结果的具体影响

标的公司不动产权的瑕疵已在评估报告中披露，标的公司出具了产权承诺，且房产所在的土地使用权属于标的公司。标的公司拥有瑕疵房产所在宗地的土地使用权证照，是将瑕疵房产纳入评估范围的依据，评估师按照产权归属于标的公司进行评估，未考虑瑕疵对评估结果的影响

三、评估机构核查程序及核查意见

（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、搜集整理了同行业交易案例关于药品生产专有技术的评估情况，并对关键参数进行了对比；

2、分析了千金湘江药业抵押房产的用途及原因，同时分析了不动产权属瑕疵对评估结果的具体影响。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、本次评估关于药品生产专有技术的评估具备合理性。

2、千金湘江药业具备充分的还款能力及良好的企业信誉，不动产权属瑕疵对评估结果的影响小，本次评估未予以考虑。

问询问题 8.关于成本与费用

根据重组报告书：（1）标的公司主营业务成本分析中未披露料工费等成本项目构成情况及变动原因；（2）报告期内，千金湘江药业主营业务毛利率分别为 64.80%、65.28%和 63.25%，主要产品毛利率差异较大且存在一定波动；千金协力药业主营业务毛利率分别为 78.43%、79.25%和 80.30%，高于千金湘江药业和同行业可比公司水平；（3）报告期内，千金湘江药业销售费用率分别为 33.98%、29.50%和 28.10%，千金协力药业销售费用率分别为 38.47%、44.03%和 43.62%，千金协力药业的销售费用率高于千金湘江药业和同行业可比公司水平；（4）报告期各期末，千金湘江药业计提的销区费用分别为 5,905.23 万元、7,036.73 万元和 10,292.23 万元，千金协力药业计提的销区费用分别为 1,439.62 万元、1,527.19 万元和 1,700.08 万元；（5）报告期内，千金湘江药业研发费用分别为 2,929.20 万元、5,191.47 万元和 5,266.12 万元，千金协力药业研发费用分别为 1,004.32 万元、1,426.83 万元和 2,449.60 万元，呈逐期上升趋势，主要系委外研发费用增长较快；标的公司自 2024 年 6 月 14 日起对研发支出资本化时点的估计进行变更，此项会计估计变更采用未来适用法；（6）报告期内，千金湘江药业管理费用中“其他”类别的金额分别为 897.68 万元、1,192.51 万元和 854.04 万元，千金协力药业管理费用中“其他”类别的金额分别为 452.11 万元、577.32 万元和 403.66 万元，主要为向上市公司采购的商务管理服务费。

请公司在重组报告书中补充披露：（1）报告期内标的公司主要成本项目构成及变动原因，并结合主要原材料、能源等采购对象的数量与价格变动，分析营业成本变化的影响因素；（2）主要产品毛利率变动情况，并量化分析主要影响因素及影响程度。

请公司披露：（1）报告期内标的公司主要产品的单位成本构成情况及变动原因，与同行业可比公司是否存在明显差异；（2）标的公司主要产品毛利率存在较大差异的原因，报告期内主要产品毛利率变动的原因以及对主营业务毛利率的量化影响，是否存在毛利率下滑的风险；（3）结合产品类型、销售模式、定价策略、市场竞争状况等，分析千金协力药业的毛利率及销售费用率高于千金湘江药业及同行业可比公司的原因及合理性，可比公司选取是否恰当；（4）标的公司期末计提销售费用的方法、依据及会计处理的准确性，期末计提金额与期后实际发放是否一致，计提方法和比例与同行业可比公司是否存在明显差异；千金湘江药业和千金协力药业的计提方法是否存在差异，如是请分析原因及合理性，并模拟测算按照统一方法对标的公司经营业绩和评估价值的影响；（5）报告期内标的公司委外研发费用大幅增加的原因及合理性，未来变动趋势及依据；标的公司对研发费用资本化时点进行会计估计变更的原因及合理性、变更时点的选择依据，是否符合标的公司实际情况及企业会计准则的相关规定，是否与同行业可比公司会计政策一致，并分析前述会计估计变更对标的公司经营业绩以及评估价值的影响；（6）报告期内标的公司商务管理服务费的具体金额，向上市公司采购商务管理服务费的原因、定价依据及公允性，费用归集及核算是否准确。请独立财务顾问、会计师对上述事项进行核查并发表明确意见，请评估师核查（4）和（5）并发表明确意见。

评估师回复：

六、标的公司期末计提销售费用的方法、依据及会计处理的准确性，期末计提金额与期后实际发放是否一致，计提方法和比例与同行业可比公司是否存在明显差异；千金湘江药业和千金协力药业的计提方法是否存在差异，如是请分析原因及合理性，并模拟测算按照统一方法对标的公司经营业绩和评估价值的影响；模拟测算按照统一方法对标的公司经营业绩和评估价值的影响

2、模拟测算按照统一方法对标的公司经营业绩和评估价值的影响

将千金湘江药业截至 9 月 30 日销售费用计提方式参照千金协力药业方式模拟，差异较小，结果如下：

项目	模拟后 1-9 月 销售费用金 额	1-9 月已实际 到票入账销售 费用	模拟后截止 930 预提销售费用 金额	模拟前截止 930 预提销售费用 金额	差异 金额	差异 率
金 额	9,621.93	5,223.86	4,398.07	4,172.36	225.71	5.41%

由于本次评估除职工薪酬以外的销售费用预测根据历史数据期间的费用率进行估算，将千金湘江药业截至 9 月 30 日销售费用计提方式参照千金协力药业方式模拟后，2024 年 1-9 月销售费用率变动从而影响评估价值，但差异较小，结果如下：

单位：万元 %

模拟后 1-9 月 销售费用率	模拟前 1-9 月 销售费用率	模拟后整体 评估值	模拟前整体 评估值	评估值差异 金额	差异率
17.29%	16.87%	123,035.00	124,670.00	-1,635.00	-1.31%

七、报告期内标的公司委外研发费用大幅增加的原因及合理性，未来变动趋势及依据；标的公司对研发费用资本化时点进行会计估计变更的原因及合理性、变更时点的选择依据，是否符合标的公司实际情况及企业会计准则的相关规定，是否与同行业可比公司会计政策一致，并分析前述会计估计变更对标的公司经营业绩以及评估价值的影响

2、未来变动趋势及依据

标的公司报告期及预测期委外研发费用金额及占比如下：

(1) 千金湘江药业

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
委外研发费用	6.26	1,428.68	3,471.14	2,583.67	3,119.88	3,284.44	2,971.36	2,625.35
占研发费用比	0.21%	27.52%	46.19%	42.94%	48.29%	48.05%	45.20%	43.16%

(2) 千金协力药业

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
委外研发费用	47.61	477.96	1,440.02	1,286.35	1,085.28	847.02	583.60	299.03

占研发费用比	4.74%	33.50%	37.96%	46.92%	41.07%	34.68%	25.75%	14.79%
--------	-------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

截至 2024 年底，千金湘江药业在研项目 39 个，达到历史最高水平；其中国家药品审评中心（CDE）待审产品 12 个，同比增长 300%；同时，千金湘江药业研发成果转化加速，碳酸锂片、富马酸伏诺拉生片、复方氨酚烷胺片、盐酸达泊西汀片等 4 个品种已于 2024 年内获批。根据研发进度及审批情况，预计 2025 年上市 7 个、2026 年上市 18 个、2027 年起年均上市 15 个以上获批产品上市。

截至 2024 年底，千金协力在研化学药项目 13 个，其中 2023 年新立项 4 个，2024 年新立项 6 个。研发成果转化加速，沙库巴曲缬沙坦钠片已进入注册审评，罗沙司他胶囊、吡哌布芬片、乙酰半胱氨酸注射液、比索洛尔氨氯地平片等多个品种已完成工艺认证，利格列汀片已完成 BE 试验。根据研发进度及审批情况，预计在研产品 2025 年获批上市 1 个，2026 年获批上市 3 个，2027 年获批上市 4 个，2028 年获批上市 5 个。

具体在研项目进展情况具体详见本问询回复之“问题 3”之“一”之“（二）标的公司的新药研发进展情况”相关回复。

综上，随着研发进度推进，前期研发已经形成了成果，预计后续委外研发费用占比将有所下降。

（三）前述会计估计变更对标的公司经营业绩及评估价值的影响

公司会计估计变更时点为 2024 年 6 月 14 日，故上述会计估计变更对标的公司经营业绩影响期间为 2024 年度，具体影响金额如下：

标的公司	研发费用影响金额	利润总额	占比
千金湘江药业	-1,067.17	11,364.71	9.39%
千金协力药业	-178.03	2,382.70	7.47%

截至评估基准日，标的公司已按最新的会计估计政策执行，企业会计处理上，研发支出可能费用化，也可能资本化，费用化和资本化的金额差异会影响会计利润，但不影响企业自由现金流量。所以会计估计变更前后，企业财务报表上的会计利润会有差异，但收益法预测的是企业自由现金流量，评估价值不受影响。

（四）请模拟测算如未对研发费用资本化时点进行会计估计变更，对研发

费用率预测及评估结果的影响

根据有关会计准则规定，公司对于研发支出中的研究阶段支出，于发生时费用化处理计入当期损益；对于研发支出中的开发阶段的支出，届时需判断其满足资本化条件、并在研究开发项目达到预定用途时，方可结转确认为无形资产；不满足资本化条件的开发阶段支出，则计入当期损益。在当前时点，通常难以对未来的符合会计准则规定条件的资本化金额进行可靠估计，并且，研发支出无论是费用化还是资本化，都只影响当期损益而并不影响现金流，也就是说，就评估而言，对未来研发支出的资本化金额和费用化金额作分别预测，既无必要性也无可行性。鉴于此，评估时是将所预测的各年未来研发支出总额按照当期全部费用化考虑，在各年现金流计算中按照全部流出处理，所以，历史报表期是否发生会计估计变更，对评估预测的研发支出现金流不产生影响，也不影响最终评估结果。

九、评估机构核查程序及核查意见

（一）核查程序

- 1、按照统一方法计提销售费用后模拟测算了千金湘江药业的评估价值；
- 2、结合标的公司在研项目情况，分析了未来委外研发费用变动趋势；
- 3、分析了会计估计变更对标的公司评估价值的影响。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

- 1、两家标的公司虽计提销售费用的方法有所不同，但如统一方法对标的公司的评估价值影响小。
- 2、本次评估关于标的公司委外研发费用的预测具备合理性，符合标的公司实际情况。
- 3、会计估计变更不影响标的公司研发费用率预测，不影响标的公司评估价值。

问询问题 9.关于代持

根据申报文件：（1）千金协力药业历史上存在股东代持，由时任千金协力药业总经理刘海洋代部分认购人持有，后由千金协力药业新任总经理叶胜利接续代持；（2）2024年8月，代持解除，其中被代持人薛峰、王雪洪将放弃被代持的千金协力药业合计8.00万股全部转让给叶胜利，转让价格暂以千金协力药业净资产为基础，协商确定为7.80元/股，并约定了价格调整条款。

请公司披露：（1）历史代持中，是否存在因被代持人身份问题无法直接持股的情况，如是，该事项是否消除，是否影响相关股权转让的有效性；（2）实际股东的出资来源，代持期间的利润分配情况；（3）薛峰、王雪洪被代持股份实际转让价格及支付情况，价格调整条款是否触发，价格调整条款是否影响代持解除及股份归属；转让价格与评估价值是否存在差异，若存在差异请说明原因；（4）标的公司股权代持情形是否已全部解除，是否存在纠纷或潜在纠纷。

请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见，请评估师核查事项（3）并发表明确意见。

评估师回复：

三、薛峰、王雪洪被代持股份实际转让价格及支付情况，价格调整条款是否触发，价格调整条款是否影响代持解除及股份归属；转让价格与评估价值是否存在差异，若存在差异请说明原因；

薛峰、王雪洪等实际出资人历史代持情况如下：

实际出资人	代持人	代持比例	代持出资额（万元）	解除代持转让股权价款（元）
王雪洪	叶胜利	0.16%	5.00	390,000.00
薛峰		0.09%	3.00	234,000.00
周莉华		1.41%	45.00	直接转让
陈积安		0.06%	2.00	
丁四海		0.16%	5.00	
雷颖		0.19%	6.00	
刘军明		0.09%	3.00	
罗斌		0.06%	2.00	
彭彩霞		0.02%	0.50	
彭华军		0.62%	20.00	
王洪锋		0.47%	15.00	
吴永强		0.03%	1.00	

殷文新		0.05%	1.50	
张新民		0.78%	25.00	
钟林波		0.94%	30.00	
合计		5.13%	164.00	

以上实际出资人均已在本次评估基准日 2024 年 9 月 30 日之前与代持人签订了《股份代持解除协议》，并完成了相应的股权转让。其中，薛峰、王雪洪于 2024 年 8 月 2 日签署了股权转让协议，协议约定的转让价格为 7.8 元/股，而根据本次评估折算的股价为 12.08 元/股。两者之间的差异主要源于协议转让价是简单以净资产为基础进行计算得出，而评估值则是通过采用恰当方法对股权的市场价值进行测算后得出。

同时为消除上述价格差异，双方在股权转让协议中明确约定：“自本协议签署之日起 6 个月内，如上述股权转让价款低于按照千金协力经评估的评估价值为基数计算的股权价值的，则乙方应将该部分差价补偿给甲方；如上述股权转让价款高于按照千金协力经评估的评估价值为基数计算的股权价值的，则甲方应将该部分差价返还给乙方。”截至本回函回复日，差价补偿已经补足。

五、评估机构核查程序及核查意见

（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、查阅了千金协力药业相关《股份代持解除协议》；
- 2、收集了差价补偿转账凭证。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：《股份代持解除协议》签署后生效，约定的价格调整条款已触发，股权实际转让价格与评估价值一致，不影响标的公司评估价值。

问询问题 11.关于其他

根据重组报告书和评估报告：（1）重组报告书“标的公司基本情况”、“标的资产评估情况”、“管理层讨论与分析”等章节中披露的标的公司主要产品范围、

销量、单价等前后口径不一致；（2）重组报告书中披露的主要产品销量预测数与评估报告中对应产品不同规格销量预测加总数不一致。

请公司披露：（1）按照统一口径对重组报告书各章节标的公司主要产品范围、销量、单价等内容进行调整；（2）重组报告书中主要产品销量预测数与评估报告中对应产品不同规格销量预测加总数不一致的原因。

请独立财务顾问、会计师和评估师核查并发表明确意见。

请公司区分“在重组报告书中补充披露”及“披露”事项，“在重组报告书中补充披露”内容需以精简表述增加至重组报告书，“披露”内容无需增加至重组报告书。涉及修改重组报告书等申请文件的，请以楷体加粗标明更新处，一并提交修改说明及差异对照表

评估师回复：

二、重组报告书中主要产品销量预测数与评估报告中对应产品不同规格销量预测加总数不一致的原因

由于考虑到产品规格不同且较多，销量单位未统一标准盒，原重组报告书中主要产品销量预测数根据产品收入与平均销售单价相除加权得出，故与评估报告中对应产品不同规格销量预测加总数存在不一致。

目前已对重组报告书该部分内容进行修改，具体如下：

（一）千金湘江药业营业收入分析预测表

单位：万元、元/盒、万盒

项目/年度			2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
缬沙坦胶 囊	集采品规 80mg×36 粒	收入	2,693.04	10,368.19	10,748.50	11,285.92	11,589.52	11,937.20
		单价	5.81	5.81	5.68	5.68	5.56	5.56
		销量	463.30	1,783.72	1,890.74	1,985.28	2,084.55	2,147.08
	非集采品规	收入	1,832.17	7,947.10	8,193.35	8,434.29	8,610.34	8,782.55
		单价	13.82	13.82	13.82	13.82	13.82	13.82
		销量	95.98	408.12	421.68	434.30	443.77	452.65
马来酸依 那普利片	集采品规 10mg×48 片	收入	901.29	3,577.71	3,863.93	4,095.77	4,300.55	4,429.57
		单价	12.54	12.54	12.54	12.54	12.54	12.54

关于对《株洲千金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》之专项核查意见

		销量	71.89	285.38	308.21	326.70	343.04	353.33
	非集采品规	收入	532.98	2,223.23	2,318.27	2,388.24	2,451.23	2,500.26
		单价	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15
		销量	34.77	145.20	151.56	156.15	160.34	163.55
阿托伐他汀钙片	集采品规 10mg×28 片	收入	1,400.62	5,637.50	6,111.95	6,723.14	7,028.64	7,380.07
		单价	4.34	4.34	4.20	4.20	4.07	4.07
		销量	322.49	1,298.03	1,453.79	1,599.17	1,727.11	1,813.46
	非集采品规	收入	95.22	391.14	400.71	410.14	418.78	427.16
		单价	8.46	8.46	8.46	8.46	8.46	8.46
		销量	13.00	53.83	55.45	56.99	58.27	59.44
盐酸地芬尼多片	非集采品规	收入	1,726.67	6,837.24	7,318.29	7,742.64	8,038.02	8,265.67
		单价	6.99	6.99	6.99	6.99	6.99	6.99
		销量	230.47	909.48	971.45	1,026.13	1,063.50	1,091.76
酒石酸唑吡坦片	10mg×6 片	收入	1,120.02	4,778.74	5,202.96	5,562.86	5,861.81	6,119.04
		单价	15.92	15.92	15.92	15.92	15.92	15.92
		销量	35.34	150.77	164.12	175.45	184.86	192.95
阿卡波糖片	集采品规 50mg×60 片	收入	1,093.81	4,892.30	5,479.87	6,027.85	6,340.82	6,657.86
		单价	8.98	8.98	8.75	8.75	8.52	8.52
		销量	121.77	544.66	626.36	689.00	744.12	781.33
	非集采品规	收入	148.63	608.07	635.03	655.17	673.19	686.66
		单价	8.86	8.86	8.86	8.86	8.86	8.86
		销量	13.04	53.46	55.99	57.89	59.52	60.71
他达拉非片	集采品规 20mg×4 片	收入	1,202.23	5,153.21	5,668.53	6,122.02	6,489.34	6,813.80
		单价	22.15	22.15	22.15	22.15	22.15	22.15
		销量	54.28	232.65	255.92	276.39	292.97	307.62
	非集采品规	收入	63.78	280.64	303.09	321.28	337.34	347.46
		单价	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12	3.12
		销量	6.17	27.16	29.33	31.09	32.65	33.62
阿魏酸哌嗪片	非集采品规	收入	1,172.57	4,725.96	4,917.70	5,050.75	5,152.18	5,255.22
		单价	12.13	12.13	12.13	12.13	12.13	12.13
		销量	49.44	199.40	207.44	213.06	217.35	221.69
折扣、返利等分配			-395.54	-1,618.75	-1,722.81	-1,823.07	-1,892.21	-1,955.65
其他产品			4,373.08	18,017.10	18,557.62	19,114.34	19,496.63	19,886.56

主营业务收入	17,960.57	73,819.38	77,996.98	82,111.33	84,896.19	87,533.44
其他业务收入	-	-	-	-	-	-
营业收入合计（取整）	17,961.00	73,819.00	77,997.00	82,111.00	84,896.00	87,533.00

注：1、非集采品规销量换算成标准盒；2、非集采品规单价系选取的销售额占比最高品规作为代表，非全部非集采品规收入除以全部非集采品规销量的加权平均单价。

（二）千金协力药业营业收入分析预测表

单位：万元、元/盒、万盒

项目/年度			2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
水飞 蓟宾 葡甲 胺片	集采品规 50mg×60 片	收入	2,257.29	9,480.61	9,954.64	10,253.28	10,560.88	10,772.09
		单价	24.57	24.57	24.57	24.57	24.57	24.57
		销量	91.88	385.91	405.20	417.36	429.88	438.48
	非集采品规	收入	1,724.67	7,764.07	8,219.04	8,676.93	8,987.00	9,284.77
		单价	15.05	15.05	15.05	15.05	15.05	15.05
		销量	72.29	326.53	345.92	365.49	378.73	391.50
恩替 卡韦 分散 片	集采品规 0.5mg×14 片	收入	103.92	448.92	475.86	499.65	524.63	550.87
		单价	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50
		销量	9.04	39.04	41.38	43.45	45.62	47.90
	非集采品规	收入	247.56	989.45	1,034.42	1,066.83	1,097.84	1,125.02
		单价	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
		销量	14.87	69.65	74.35	77.84	81.05	83.56
苯磺 酸氨 氯地 平片	集采品规 5mg×28 片	收入	517.89	2,278.70	2,461.00	2,584.05	2,713.25	2,767.52
		单价	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19	4.19
		销量	123.47	543.26	586.72	616.05	646.85	659.79
	非集采品规	收入	296.86	1,279.67	1,355.48	1,421.22	1,463.86	1,493.14
		单价	5.99	5.99	5.99	5.99	5.99	5.99
		销量	76.39	329.08	348.50	365.24	376.19	383.72
雷公 藤多 苷片	非集采品规	收入	595.65	2,501.72	2,626.81	2,705.61	2,786.78	2,842.52
		单价	19.49	19.49	19.49	19.49	19.49	19.49
		销量	30.42	127.78	134.17	138.19	142.34	145.19
消癌 平分 散片	非集采品规	收入	42.17	177.13	182.45	187.92	191.68	195.51
		单价	65.14	65.14	65.14	65.14	65.14	65.14
		销量	0.65	2.72	2.80	2.88	2.94	3.00
其他产品			192.27	784.47	800.15	816.16	832.48	849.13
主营业务收入			5,978.27	25,704.74	27,109.85	28,211.66	29,158.41	29,880.57
其他业务收入			5.52	22.07	22.07	22.07	22.07	22.07

营业收入合计（取整）	5,984.00	25,727.00	27,132.00	28,234.00	29,180.00	29,903.00
------------	----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

注：1、非集采品规销量换算成标准盒；2、非集采品规单价系选取的销售额占比最高品规作为代表，非全部非集采品规收入除以全部非集采品规销量的加权平均单价。

三、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下核查程序：

- 1、检查重组报告书各章节标的公司主要产品范围、销量、单价等内容；
- 2、检查重组报告书中主要产品销量预测数与评估报告中对应产品不同规格销量预测加总数不一致的原因。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

- 1、公司已按照统一口径对重组报告书各章节标的公司主要产品范围、销量、单价等内容进行调整；
- 2、公司已对重组报告书中主要产品销量预测数与评估报告中对应产品不同规格销量预测加总数不一致的原因进行披露并更正。

评估师总体意见：对本回复材料中的上市公司回复内容，本机构均已进行核查，确认并保证其真实、完整、准确。

（以下无正文）

（本页无正文，为《北京坤元至诚资产评估有限公司关于株洲千金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之专项核查意见》之签章页）

签字资产评估师：


张晓


肖毅

北京坤元至诚资产评估有限公司

