

浙江中联资产评估有限公司
关于上海证券交易所《关于对安徽集友新材料股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书草案的问询函》
资产评估相关问题回复之核查意见

浙江中联资产评估有限公司

二〇二六年九月

上海证券交易所：

根据贵所上市公司管理二部于 2026 年 8 月 7 日下发的上证公函【2026】1338 号《关于对安徽集友新材料股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书草案的问询函》，安徽集友新材料股份有限公司（以下简称上市公司）组织对反馈意见进行了回复，浙江中联资产评估有限公司作为本次交易的评估机构，我们对问询函中需要评估师发表意见的事项，进行了审慎核查，并发表核查意见附后，请予审核。

除特别标注外，本核查意见中若出现合计数与各分项直接相加之和的尾数差异，均系四舍五入造成。

问题 6、关于历次估值。草案显示，上海景峰于 2020 年 5 月及 10 月合计转让标的公司 63.0086% 的出资比例。公开信息显示，前述转让对标的公司在 2019 年末的股东全部权益价值进行了评估，评估值 7.13 亿元；2023 年 12 月标的公司两次股权转让对应标的公司整体估值约 30 亿元，但公开资料未见此次股东变更信息。

请公司补充披露：（1）2019 年以来标的公司主营业务发展、主要产品及客户变化、经营业绩变动、资产及负债结构变化、前次评估预测实现等情况，分析本次评估结果较 2019 年末大幅增值的原因及合理性；请评估师核查（1）。

回复：

一、2019 年以来标的公司主营业务发展、主要产品及客户变化、经营业绩变动、资产及负债结构变化、前次评估预测实现等情况，分析本次评估结果较 2019 年末大幅增值的原因及合理性

2019 年 12 月 31 日评估基准日，标的公司估值结果为 71,300.00 万元，评估增值 37,117.07 万元，增值率 108.58%；本次评估基准日 2026 年 4 月 30 日，标的公司估值结果为 190,300.00 万元，评估增值 102,990.20 万元，增值率 117.96%。

两次评估结果差异主要源于标的公司多年来主营业务持续拓展、产品管线、客户结构、经营业绩及资产规模等方面的根本性变化。具体变化分析如下：

1、2019 年以来主营业务发展变化情况

2019 年，标的公司主营业务为特色原料药及医药中间体的研发、生产和销售，业务模式较为单一，主要以原料药生产商的身份向国内外制剂企业供应原料药产品，收入来源集中于原料药销售。该时点标的公司尚未涉足制剂业务，衍生的 CDMO 服务规模有限。

经过六年发展，标的公司已从单一原料药生产商转型升级为复杂小分子化学药物及多肽药物、核酸药物的关键中间体、特色原料药及制剂的研发、生产与销售，同时为客户提供定制研发生产（CDMO）服务，并依托自研药品技术开展技术转让、联合开发及商业化收益分成合作。业务模式的升级主要体现在：原料药业务从传统小分子拓展至复杂小分子化学药物及多肽药物、核酸药物类型，核心

原料药业务收入大规模增长；制剂业务从无到有，多个制剂品种已获批上市且部分品种已进入集采目录；CDMO 业务从代工生产升级为“定制+研发+生产”一站式服务。

2、主要产品及客户变化情况

（1）主要产品变化

2019 年标的公司共有 4 种原料药在登记平台上进行登记，其中 3 种原料药审评审批通过，产品以盐酸贝那普利、盐酸替罗非班、维他昔布等特色原料药为主，产品管线相对集中，覆盖领域有限。截至报告期末，标的公司共有 43 种原料药在登记平台上进行登记，其中 34 种原料药审评审批通过，产品覆盖抗肿瘤、抗病毒、心血管、糖尿病、神经退行性疾病等多治疗领域，并新增获取己酮可可碱注射液、非诺贝特酸胆碱缓释胶囊、己酮可可碱缓释片等药品批件。

（2）主要客户变化

2019 年标的公司虽已初步实现客户多元化和国际化，前十大客户涵盖韩国 SK、威隆集团等外资企业，但客户层级以区域性制药企业和贸易商为主。经过多年发展，标的公司已与默沙东、礼蓝动物保健公司、威隆集团、复乐敏集团、方生和、以岭药业等国内外知名客户建立了长期、稳固的合作关系。客户群体升级至以全球知名药企为核心的高质量客户结构，客户粘性及其订单确定性显著增强。2019 年至今，标的公司产品结构和储备、客户群体和质量等方面均实现了显著升级与发展。

3、经营业绩变动的实质性增长与前次评估预测实现情况

标的公司两次交易时点主要经营指标对比：

单位：万元

对比指标	2019 年度	2025 年度 (选取评估基准日最近完整年度数据)
营业收入	30,444.15	58,276.76
营业成本	17,393.39	29,308.06
归属于母公司股东的净利润	4,499.08	7,319.17
对比指标	2019 年 12 月 31 日	2026 年 4 月 30 日

对比指标	2019 年度	2025 年度 (选取评估基准日最近完整年度数据)
资产总计	46,131.49	136,997.95
负债总计	11,948.56	49,343.02
归属于母公司所有者权益	34,182.93	87,309.80
估值结果	71,300.00	190,300.00

两次交易时点，主要指标来看，营业收入从 30,444.15 万元增长至 58,276.76 万元，增长 91.42%；全年归属于母公司股东的净利润从 4,499.08 万元增长至 7,319.17 万元，增长 62.68%；毛利率从 42.87%提升至 49.71%，增长 6.84 个百分点。资产规模的提升与改善、经营业绩的增长扩大了估值基础，是本次评估增值最直接的因素。

前次 2019 年评估中，标的公司业绩承诺期 2020-2022 年业绩预测与实现情况对比如下：

单位：万元

指标	2020 年预测数据	2020 年实际数据	完成率
营业收入	30,400.01	44,159.10	145.26%
净利润	3,267.10	16,218.56	496.42%
指标	2021 年预测数据	2021 年实际数据	完成率
营业收入	34,844.00	58,333.29	167.41%
净利润	4,353.24	20,230.36	464.72%
指标	2022 年预测数据	2022 年实际数据	完成率
营业收入	39,149.77	46,179.27	117.96%
净利润	5,160.01	12,050.11	233.53%

注：上述数据未经审计。

前次评估的盈利预测的收入指标和利润指标均超额实现，表明 2019 年评估对标的公司未来盈利能力的判断是合理的。历史盈利预测的实现增强了本次收益法预测的可信度，也为本次评估增值提供了历史验证。

4、资产规模及资产质量的根本性改善

标的公司 2019 年末至 2026 年 4 月末资产规模及质量相关指标对比分析：

单位：万元

指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年末
资产总计	46,131.49	51,620.40	79,083.09	85,342.43
其中固定资产净值	11,700.18	13,006.84	18,025.29	20,536.26
负债总计	11,948.56	8,028.68	15,250.57	18,973.60
资产负债率	25.90%	15.55%	19.28%	22.23%
归属于母公司股东净资产	34,182.93	43,591.72	63,832.51	65,894.13
指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 4 月 末
资产总计	96,889.25	120,880.72	138,865.48	136,997.95
其中固定资产净值	20,524.85	32,336.46	49,837.98	49,407.85
负债总计	20,082.29	41,258.17	51,186.90	49,343.02
资产负债率	20.73%	34.13%	36.86%	36.02%
归属于母公司股东净资产	76,481.87	79,349.06	87,346.11	87,309.80

注：其中 2019 年、2024 年、2025 年及 2026 年 4 月 30 日数据，为审定数据，其余年份数据未经审计。2021 年起，标的公司已形成多子公司架构，“归属于母公司股东净资产”系基于合并数据。

归属于母公司股东净资产从 2019 年末 3.42 亿元增长至 2026 年 4 月末 8.73 亿元，增长 155.42%。净资产的显著增长主要来源于多年经营积累及持续的建设投入。标的公司近年来围绕“原料药+制剂+CDMO”一体化战略推进了多个产能建设项目，相关投入已形成较为完备的产线布局和资产基础，本次评估基准日的公司资产质量和产线储备更为扎实。

5、本次评估结果较 2019 年末大幅增值的原因及合理性

两次交易时点，指标数据列示如下：

指标	2019 年 12 月 31 日/2019 年 度	2026 年 4 月 30 日
基准日归母净资产/万元	34,182.93	87,309.80
估值结果/万元	71,300	190,300.00
静态市盈率 PE	15.8477	26.0002
动态市盈率 PE	16.7366	11.4389
市净率	2.0858	2.1796

注：2019 年 12 月 31 日时点，静态市盈率计算公式=估值结果/2019 年当期净利润，动态市盈率计算公式=估值结果/对赌期 2020 年至 2022 年三年平均净利润。2026 年 4 月 30 日

时点，静态市盈率计算公式=估值结果/2025 年度归母净利润，动态市盈率计算公式=估值结果/对赌期 2026 年至 2028 年三年平均净利润。

静态 PE 方面，本次 26.0002 倍较前次 15.8477 倍差异较大，主要系 2025 年度为公司战略转型的关键投入期，子公司原料药及制剂产线处于集中建设阶段，相关折旧及前期费用已计入当期成本但产能尚未释放，导致 2025 年度净利润处于阶段性低位。以母公司口径来看，2025 年净利润为 14,074.25 万元，对应静态 PE 为 13.5211 倍，低于前次水平，说明标的公司原有原料药业务经营利润稳定，随着新建产线投产后将为标的公司带来原料药产能释放及制剂产品放量的实质性贡献。综合来看，从标的公司经营发展阶段来看，本次静态 PE 偏高系战略转型期利润短期承压所致，符合产线扩张及一体化战略的阶段性特征，具有合理性。

动态 PE 方面，本次 11.4389 倍较前次 16.7366 倍下降，主要系盈利预测规模的显著扩大。前次评估时标的公司仍以原料药业务为主，盈利增长主要依赖现有产品线的自然增长；本次评估已充分纳入“原料药+制剂+CDMO”一体化战略下的增量贡献，业务空间显著拓宽，盈利预测规模提升，在估值倍数基本稳定的情况下，盈利基数的扩大直接拉低了动态 PE。

PB 方面，本次 2.1796 倍较前次 2.0858 倍略有上升，主要系归母净资产从 3.42 亿元增至 8.73 亿元，净资产的显著增长来源于多年经营利润积累及持续的产线建设投入，一体化产能布局落地后 PB 的小幅上升反映了随着资产规模扩大和产能布局完善的合理估值调整。

综上，两次交易的定价逻辑及依据相互独立，独立定价合理反映了不同交易时点的公司经营情况，整体估值增值主要来源于标的公司业务模式的扩张、客户结构和质量的升级及资产质量的提升，估值结果增长具备合理性。

二、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述问题（1），评估师主要履行了以下核查程序：

1、获取标的公司 2019 年至 2026 年 4 月财务报表，对比分析两次评估基准日的资产规模、负债结构、净资产、营业收入、净利润等关键财务指标的变化情

况，核查经营业绩增长的依据。

2、通过访谈标的公司管理层，了解 2019 年以来主营业务发展、业务模式转型等情况，核查业务模式升级和客户结构优化的发展过程和现状。

3、获取前次 2019 年评估报告及评估说明，复核前次评估的盈利预测数据与 2020-2022 年实际经营数据的对比情况，核查前次评估预测的期后实现情况。

4、复核两次评估估值指标（静态 PE、动态 PE、PB）的计算过程及差异原因，分析本次评估增值的各关键因素逻辑支撑。

（二）核查意见

1、关于业务模式升级和发展。标的公司 2019 年以单一原料药生产销售为主，经过多年发展已转型升级为以特色原料药及医药中间体为支撑、覆盖全产业链的综合性技术型制药企业，业务模式实现跨越式升级，从业务层面为本次的评估增值提供了合理基础。

2、关于产品管线与客户结构优化。标的公司产品管线从高端原料药拓展至多品种多适应症的登记原料药及多个制剂品种，客户群体从区域性药企及贸易商升级至默沙东、礼蓝等全球知名客户，产品储备和客户质量的显著优化，从产品和客户层面为本次的评估增值提供了合理支撑。

3、关于前次评估预测实现情况。前次评估中 2020-2022 年对赌期收入及利润均在期后超额实现，也为本次收益法预测的可信度提供了历史验证，为本次预测评估增值的可实现性提供了合理验证。

4、关于经营业绩及资产质量的变化。标的公司营业收入和利润持续增长、资产规模和质量大幅度提升，而经营业绩的大幅增长直接扩大了估值基础，上述经营相关的基础指标的变动，从业务基础和历史经营数据支撑层面为本次评估增值提供了合理分析来源。

5、关于估值指标变化。本次静态 PE 因转型期利润阶段性承压而偏高，但动态 PE 较前次下降、PB 小幅上升，整体估值增值主要来源于盈利基数的扩大和资产质量的提升，整体估值结果增长具备合理性。

经核查，评估师认为上市公司已在回复中补充了上述业务变动情况，对于估值的变动具有合理的支撑性。

问题 7、关于收益法评估假设。草案显示，本次评估假设江苏慧臻原料药板块扩产项目能够于 2026 年陆续完工并于 2027 年逐步投产；假设制剂相关产品批件能够按照规划时间取得。标的公司制剂板块业务仍处于起步期，目前在研制剂品类十余种，预计逐步于 2026 年下半年上市，目前部分药品已进入小规模生产。预测期内，标的公司多项业务许可资格或资质到期。报告期内标的公司固定资产及在建工程余额增长较快，主要系子公司南通慧聚及江苏慧臻在建工程转固及新增机器设备所致。

请公司：（1）结合报告期内标的公司收入下滑、产能利用率不足等情况，说明报告期内固定资产增速较快的合理性，是否存在产能过剩或过度扩张的风险；结合计划生产产品的竞争格局、现有客户群体、销售渠道及意向客户订单等，说明标的公司消化新增产能的具体措施及可行性；（2）补充披露南通慧聚及江苏慧臻扩产项目的当前进展、后续推进关键节点、预计量产时间，说明扩产项目尚未完工投产但将相关产能纳入收入预测的合理性；说明预测期扩产项目产能利用率、产销率的预测情况，所涉产品销量、售价、毛利率等的预测数据、依据及合理性，并分析扩产项目进度不及预期对各年现金流的影响；（3）标的公司计划取得批件的制剂产品详细情况、研发及审批进展、各产品预计上市时间、行业需求和相关药品纳入集采情况、目前在手订单等，说明批件获取是否存在实质障碍，未取得批件即纳入收入预测的合理性，以及未取得批件制剂产品的销量、售价、毛利率的预测数据、依据及合理性；（4）预测期内标的公司到期的认证、许可、批件等的详细情况，是否存在无法续期的风险，相关因素是否纳入评估考虑。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合报告期内标的公司收入下滑、产能利用率不足等情况，说明报告期内固定资产增速较快的合理性，是否存在产能过剩或过度扩张的风险；结合计划生产产品的竞争格局、现有客户群体、销售渠道及意向客户订单等，说明标的公司消化新增产能的具体措施及可行性；

（一）结合报告期内标的公司收入下滑、产能利用率不足等情况，说明报告期内固定资产增速较快的合理性，是否存在产能过剩或过度扩张的风险；

报告期内标的公司收入下滑系短期因素影响，主要原因包括 2026 年第一季度市场竞争原因及部分原料药产品增长受制于现有生产基地的产能瓶颈，导致标的公司无法承接更多客户订单，并非市场需求根本性萎缩。

报告期内标的公司主要销售原料药，主要原料药产品产能利用率分别为 68.86%、74.26%和 72.85%。对比行业公开数据，原料药企业的原料药产能利用率如下：

企业名称	产能利用率	数据来源
普洛药业-原料药 API	约 50%-55%	普洛药业：2026 年 4 月 20 日投资者关系活动记录表
九洲药业-采用 CDMO 和特色原料药产能共用的策略	整体产能利用率在 60-65%	九洲药业：浙江九洲药业股份有限公司投资者关系活动记录表 20230815
博瑞医药	整体产能利用率 60%左右	博瑞医药：关于 2025 年年度报告的信息披露监管问询函的回复公告

对比上表，标的公司报告期内实际产能利用率高于上表原料药企业数据，不存在产能利用率不足的情况。

报告期内，标的公司固定资产账面价值由 32,336.46 万元增长至 49,407.85 万元，增长 52.79%，主要系标的公司围绕“原料药+制剂+CDMO”一体化战略推进的产能布局投入，具体包括江苏慧臻的原料药扩产项目、南通慧聚的制剂生产项目等。报告期内固定资产增速较快与品种转移策略、长期发展战略匹配：

1、原料药新老产线功能互补

标的公司现有原料药产线以中小型反应釜为主，与高附加值新品种、定制化产品在以下维度匹配度高：一是定制化订单批量较小、品种切换频繁，中小型反应釜在批次间切换和清洗验证方面具有天然灵活性；二是高附加值品种通常面向规范市场，认证要求更高，现有产线在多年 GMP 运行中积累的质量体系基础和洁净区布局更适合承接此类品种；三是现有产线的柔性生产能力可直接复用，缩短品种切换周期。

而江苏慧臻的原料药扩产项目配备更多大规格的反应釜，在投料批次、连续

化生产能力等方面具备相对优势，同时利用当地较低的配套成本优势，产线的规模化效应更好，与目前标的公司部分成熟品种（如沙库巴曲缬沙坦钠原料药、泰拉霉素原料药、达格列净原料药等）因竞争加剧，急需扩大产量、压缩制造成本的需求匹配度高。

2、制剂业务与特色原料药业务高度协同，是业务发展的必然延伸

标的公司于 2021 年已组建了制剂业务团队，报告期内南通慧聚的制剂生产项目陆续完成投建、已基本进入尾期。在集采常态化、MAH 制度与一致性评价改革使制剂竞争转向“成本+质量”的背景下，标的公司可依托原料药自供形成的成本与供应护城河、可同源延伸的质量管理体系、CDMO 沉淀的工艺放大与工程化能力，以及现有产品和 CDMO 客户向制剂端延伸的需求，将原有优势拓展至下游环节，形成“原料药+CDMO+制剂”一体化协同布局，重塑、兑现既有优势、培育业绩增长曲线并增强抗风险能力，具备合理性。

综上，标的公司规划的原料药新老产线形成“规模化降本—柔性化增值”的互补布局：江苏慧臻的原料药扩产项目以大规模反应釜承接成本敏感型成熟品种，通过规模效应进一步压缩制造成本；现有产线以中小型反应釜承接高附加值新品种和 CDMO 产品，以柔性生产和认证优势获取更高毛利，有利于标的公司在同一产能体系内实现成本竞争力与盈利能力的双重提升；标的公司投资建设制剂业务资产，依托现有的原料药成本优势、质量体系与工艺数据在药品注册申报、稳定性研究等方面的数据与经验优势，以及客户对配套制剂产能的需求，向下游自然延伸，是应对行业竞争加剧，拓展增长空间的必要举措。报告期内标的公司固定资产增速较快系标的公司战略性产能布局，符合标的公司一体化发展策略，具有合理性，不存在产能过剩或过度扩张的情形。

（二）结合计划生产产品的竞争格局、现有客户群体、销售渠道及意向客户订单等，说明标的公司消化新增产能的具体措施及可行性；

1、原料药板块的竞争格局及现有客户群体情况

（1）原料药板块的竞争格局

对于原料药板块，原料药行业竞争格局呈现分化态势：大宗原料药领域产能

相对过剩、价格竞争激烈，而特色原料药（尤其是技术壁垒较高的复杂小分子原料药）领域供给相对集中，具备较强议价能力和客户粘性。标的公司专注于高壁垒特色原料药领域，部分核心品种的合格供应商数量有限，市场竞争格局优于同质化竞争的大宗原料药，新增产能具备充足的市场消化空间。

从全球原料药需求来看，全球原料药市场总规模持续稳定扩大，中国原料药出口持续增长，下游制剂市场不断扩容，对上游原料药的需求旺盛。标的公司产品已实现全球主要医药市场的覆盖与布局，新增产能可有效匹配海内外市场持续旺盛的需求。

（2）现有客户群体长期稳定，多数为国内外知名药企

报告期内标的公司的核心客户主要为默沙东、礼蓝动物保健公司、威隆集团、复乐敏集团、方生和、以岭药业等国内外知名企业，标的公司与核心客户已建立长期稳定的合作关系。标的公司原料药产品已进入上述客户的合格供应商体系，合作粘性较高，订单确定性较强，新增产能将优先满足现有客户增量需求。

（3）原料药在手订单快速增长

截至 2026 年 4 月 30 日，原料药板块在手订单含税金额合计 17,123.90 万元；截至 2026 年 8 月 31 日，原料药板块在手订单含税金额为 36,658.69 万元，标的公司在手订单金额明显提升，客户需求旺盛，下游订单较为充足。在标的公司历史年度受限于产能瓶颈、无法完全满足客户订单需求的情况下，本次产能扩张将有效缓解标的公司成熟品种急需扩大产量、压缩制造成本的需求。

2、制剂板块的竞争格局及现有客户群体情况

（1）制剂板块的竞争格局

国内具备复杂制剂 CDMO 一站式服务能力的企业数量相对有限，标的公司依托前期原料药业务积累的全球合规生产能力、工艺技术优势与客户口碑，在制剂及 CDMO 领域可形成差异化竞争优势，为新增产能的市场消化提供了良好的产业环境与稀缺性壁垒。

标的公司历经多年研发积累，已建成复杂多手性药物制备、复杂药物产业化、

叠加多组合杂质分析及去除、高效工艺转化等核心技术平台，具备承接多种复杂制剂研发及生产服务的技术能力，可覆盖从临床前研发到商业化生产的全周期 CDMO 需求，为新增产能提供多元化的业务承接场景。

（2）搭建产品矩阵，依托集采快速放量

标的公司已形成“成熟品种+升级品种”的产品梯队：己酮可可碱注射液及缓释片已纳入国家集采，集采中标可直接通过公立医疗采购渠道快速实现批量销售、锁定基础市场份额；新获批上市的非诺贝特酸胆碱缓释胶囊为升级品种，具备一定市场竞争力，可逐步贡献增量需求。制剂产品上市节奏与南通慧聚制剂工厂新增产能匹配，可有序承接新增产能。

（3）构建多元销售渠道，覆盖海内外市场

标的公司建立了“直销+自营出口为主、贸易代理为辅”的销售体系，其中直销与自营出口占比约 70%-80%，贸易模式占比约 20%：直销与出口直接对接终端客户，精准匹配客户需求，保障订单转化效率；贸易代理模式联动多家医药销售公司，覆盖更广泛的下沉市场与零售渠道，形成全场景的产能承接网络。

（4）依托存量客户口碑拓展 CDMO 制剂订单

凭借原料药业务积累的全球客户资源与合规口碑，标的公司持续拓展制剂 CDMO 客户。CDMO 定制生产模式具备客户粘性强、合作周期长的特点，可形成长期、稳定的产能消化路径，与制剂产品业务形成互补。

（5）制剂板块在手订单

截至 2026 年 4 月 30 日，制剂板块在手订单含税金额合计 772.78 万元；截至 2026 年 8 月 31 日，在手订单含税金额为 487.17 万元，订单规模稳定，业务推进节奏符合预期，为新增产能的初期消化提供了直接的订单支撑。

综上，标的公司消化新增产能路径清晰、可行性充足。原料药板块聚焦高壁垒特色赛道，竞争格局优于大宗原料药，全球需求持续扩容，市场空间充足；标的公司核心客户为国内外知名药企，合作稳定粘性强，在手订单充沛，历史产能受限下，扩产可直接释放积压的客户需求。制剂板块依托复杂制剂 CDMO 赛道

稀缺性与技术优势形成差异化竞争力，集采品种锁定基础份额，升级品种贡献增量。标的公司构建多元全球销售网络，同时依托存量客户拓展 CDMO 业务，订单支撑稳定。标的公司整体产能扩张节奏匹配市场需求，无过剩风险。

二、补充披露南通慧聚及江苏慧臻扩产项目的当前进展、后续推进关键节点、预计量产时间，说明扩产项目尚未完工投产但将相关产能纳入收入预测的合理性；说明预测期扩产项目产能利用率、产销率的预测情况，所涉产品销量、售价、毛利率等的预测数据、依据及合理性，并分析扩产项目进度不及预期对各年现金流的影响。

（一）补充披露南通慧聚及江苏慧臻扩产项目的当前进展、后续推进关键节点、预计量产时间，说明扩产项目尚未完工投产但将相关产能纳入收入预测的合理性；

1、扩产项目完工、量产时间以及排产计划与收入预测匹配

截至本报告书签署日，南通慧聚及江苏慧臻扩产项目进度情况如下：

所属主体	车间	生产内容	完工情况	预计量产时间
南通慧聚	PD-01	冻干粉针剂、小容量注射剂	已完工	2028 年 1 月
	PD-02	片剂、胶囊剂	已完工	2026 年 10 月
			已完工	2027 年 5 月
	PD-03	口服液	已完工	2027 年 9 月
	PD-04	片剂、胶囊剂、散剂、口溶膜	已完工	2027 年 2 月
	PD-05	软膏/凝胶	已完工	2028 年 1 月
	PD-06	泡沫剂、喷雾剂	已完工	2027 年 11 月
	PD-07	片剂/胶囊剂(动物药)	已完工	已量产
江苏慧臻	7#	沙库巴曲相关产品（原料药或中间体）	预计 2027 年 3 月	2027 年 11 月
	7#	达格列净相关产品（原料药或中间体）	预计 2027 年 3 月	2027 年 11 月
	8#	泰拉霉素相关产品（原料药或中间体）	已完工	2027 年 9 月
	8#	马波沙星相关产品（原料药或中间体）	已完工	2027 年 1 月

注：产品验证生产、投产时间早于量产时间

由上表可知，南通慧聚和江苏慧臻扩建项目大部分已完工，目前处于申请 GMP 认证阶段，相关认证准备工作正在有序推进。

南通慧聚业务主要包括制剂产品生产以及制剂技术服务业务（CDMO），其中制剂技术服务收入预测系基于标的公司现有技术平台能力和研发团队规模，按预估可承接项目数量及单个项目价值进行测算。南通慧聚目前相关制剂业务已逐步开展，其中 CRO 项目不受产线限制，已产生一定收入，CMO 项目预计在部分车间 2026 年 4 季度 GMP 符合性公示后逐步开始商业化生产。

江苏慧臻扩产项目预计于 2027 年起逐步量产，2027 年具体排产计划如下：

项目	生产车间	批产能 (公斤/批)	批次	总产量 (公斤)	设计产能 (公斤)
沙库巴曲缬沙坦原料药	7#	250	4	1,000	100,000.00
达格列净原料药	7#	180	4	720	10,000.00
泰拉霉素原料药	8#	280	4	1,120	20,000.00
泰拉霉素原料药	8#	280	30	8,400	
马波沙星原料药	8#	230	40	9,200	20,000.00
合计				20,440	

根据标的公司经营规划，预计江苏慧臻将于 2027 年逐步投产，同步产生收入贡献。江苏慧臻建设进度及设计产能情况如期进行中，江苏慧臻 2027 年收入占当年标的公司全年预测收入总额比例为 13.80%。

本次评估将扩产项目相关产能纳入收入预测，系基于项目建设进度与收入实现时点的合理匹配。扩产项目主要涵盖标的公司核心的原料药业务以及新拓展的制剂业务。

具体分析来看，江苏慧臻预计于 2027 年逐步投产，根据排产计划，7 车间项目完工后即可开展验证批生产，8 车间项目也将进入商业批生产，投产当年即可形成收入贡献。

南通慧聚的技术服务类项目（委托研发业务）可在产线建成后直接开展，不受 GMP 认证限制；自有注册品种在取得药品批件后即可生产，在自有车间完成 GMP 认证前，标的公司通过委外加工形式实现已注册品种的销售，确保制剂产

品收入在认证过渡期仍可正常确认。待 2026 年第四季度 PD-02 片剂、胶囊剂车间完成 GMP 认证后，标的公司即可陆续承接外部公司的技术服务委托业务（委托生产业务），进一步拓展制剂技术服务收入来源。其他自行研发注册的制剂品种则视审批注册流程的推进情况和具体要求标准安排生产形式，收入放量预计集中在 2028 年及以后年度，2027 年预测收入以技术服务类项目为主，制剂产品收入贡献相对有限，与 GMP 认证的时间周期相匹配。

2、扩产项目对应的市场空间较大和预计订单较为充足

原料药板块，在供给端历史期受制于单一基地的产能瓶颈，原料药收入规模增长受限。而预测期内，随着子公司江苏慧臻新建原料药产线项目顺利投产，整体板块供给能力将得到提升。

在需求端，慧聚药业已同时取得多国药品注册及生产资质，随着全球医药市场运行环境的逐步改善，海内外主要客户的采购意愿与订单量正逐步稳健增长。标的公司与默沙东、礼蓝动物保健公司、威隆集团、复乐敏集团、方生和、以岭药业等国内外知名客户建立了长期稳定的深度合作，技术实力获得全球主流制药客户的广泛认可，为标的公司原料药业务的业绩增长提供了坚实基础。

制剂业务作为标的公司预测期内全新的收入增长点。自标的公司正式启动“原料药+制剂+CDMO”一体化战略转型以来，经过多年的研发投入，标的公司制剂板块已从纯投入期迈向商业化放量期。

截至本报告书签署日，标的公司已有多个制剂产品获批上市：己酮可可碱注射液已于 2024 年 12 月中标第十批全国药品集采，获得全国 3 个省份供货权；己酮可可碱缓释片已进入第十二批集采；非诺贝特酸胆碱缓释胶囊产品已取得注册批文，其他产品也在陆续准备注册申报进程中。

本次预测中收入确认时点均晚于或同步于项目的预计投产时点——原料药项目完工后同步进行验证批及商业批后即可生产，制剂项目完工后经 GMP 认证方可产生收入——不存在尚未投产即提前确认收入的情形，产能释放与收入实现之间的时间逻辑具有合理性。

由此可见，南通慧聚和江苏慧臻扩建项目大部分产线虽尚未达到量产阶段，

但相关扩产项目在预测期内已完工并有序推进相关认证工作和排产规划。扩产项目拟生产产品主要基于各品种的获批时间及市场需求等因素逐项按品种合理预测，具备明确的业务基础和应用市场，相关产能纳入收入预测具备合理性。

（二）说明预测期扩产项目产能利用率、产销率的预测情况，所涉产品销量、售价、毛利率等的预测数据、依据及合理性，并分析扩产项目进度不及预期对各年现金流的影响

1、预测期扩产项目产能利用率、产销率的预测情况，所涉产品销量、售价、毛利率等的预测数据、依据及合理性

（1）江苏慧臻原料药扩产项目

标的公司原料药业务由母公司慧聚药业及子公司江苏慧臻共同承担，两个主体同属原料药板块，生产工艺、质量体系、客户资源高度协同。母公司慧聚药业拥有成熟的生产基地和稳定的客户订单，但受制于场地条件，产能已接近饱和；江苏慧臻作为原料药扩产的补充主体，新建产线投产后将与母公司形成产能互补。在实际生产经营中，标的公司可根据订单情况、产品品种、产线状态在两个主体之间灵活调配产能——同一产品既可在母公司生产，也可在江苏慧臻生产，不同产品可根据产线适配性分配至不同主体实现经济效益最大化。

根据江苏慧臻原料药扩产项目预计的生产计划，2027年-2031年预计贡献收入及产能利用率为：

江苏慧臻原料药扩产项目	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
原料药收入（万元）	10,827.82	18,393.89	20,169.84	21,743.42	22,343.99
产能利用率	14%	33%	37%	38%	40%

注：上述产能利用率根据各年计划生产产品的预测销量合计与对应产品的设计产能合计计算。

选取产品结构与标的公司较为可比的上市公司新建原料药产线案例进行对比分析。本次评估中，江苏慧臻原料药扩产项目预计2027年逐步投产，单体产能利用率从14%逐步提升至2031年的40%，达产周期约为5年。经查询，同类型产线产能利用率提升情况对比如下：

可比公司	项目名称	产线类型	投产首年产能利用率	次年	达产周期及满产标准
------	------	------	-----------	----	-----------

圣诺生物 (688117)	眉山汇龙车间	原料药	47.10%	63.82%	逐步爬坡中
美诺华 (603538)	年产 734 吨医药 原料药技术改造 项目	原料药	30%	70%	第 3 年满产
江苏慧臻	原料药扩建项目	原料药	14%	33%	第 5 年达 40%

注：圣诺生物数据来源于上市公司 2025 年年报问询函回复；美诺华数据来源于上市公司募集资金投资项目相关公告。

从上表对比可见，本次评估对江苏慧臻原料药扩产项目的产能爬坡假设较同行业可比案例更为审慎，预测达产周期及稳定期产能利用率均低于可比公司水平，对于产能释放节奏的设定具备充分的谨慎性，产能利用率预测具备合理性。

根据标的公司原料药业务历史产销率情况，预测期扩产项目的产销率按 100% 假设。

标的公司的原料药业务作为整体合并估计，预测期内江苏慧臻原料药扩产项目相关原料药收入均源于承接母公司转移而来的成熟产品（沙库巴曲缬沙坦钠原料药、达格列净原料药、泰拉霉素原料药和马波沙星原料药）生产订单，所涉产品销量、售价、毛利率等预测数据、依据及合理性说明详情参见本回复问题 8.2 之回复内容。

（2）南通慧聚制剂生产项目

制剂产线进入商业化量产的时间周期长，主要影响因素是：①品种注册审批周期，这是量产的前置条件，若没有人用药的《药品注册证书》、兽药的产品批准文号，产线即便建成也无法合法量产，其中人用药的注册排队和发补环节不可控因素较多，是量产时间最大的不确定性来源；②GMP 符合性检查安排与商业化规模工艺验证完成时点，人用药须在提交上市许可申请前完成连续三批工艺验证及稳定性研究，在此过程中可能会触发 GMP 符合性检查，兽药在完成连续三批工艺验证后即可申请 GMP 验收，也直接影响批准文号申请时点；③市场放量的因素，集采品种需在如省级采购平台挂网/带量采购中标后方可供应集采渠道，对非集采品种此环节不构成量产时间瓶颈。

根据前述情况，截至本回复出具日，南通慧聚制剂生产项目 7 个车间虽然已

经完工，但具体可商业化量产时间主要取决于具体制剂品种的注册进度，详情参见本回复问题 7.三之回复内容。

南通慧聚制剂业务尚处于商业化起步阶段，制剂产品涉及多个品种，各品种规格、适应症、患者用药周期及市场准入进度差异较大，难以在现阶段进行精确的单品量价拆分。因此，本次评估未对单个制剂品种按“单价×销量”模式进行精细化预测，而是基于各品种对应适应症的市场容量、集采中标情况、市场竞争格局及标的公司市场拓展计划等因素，按品种维度分别测算其预计收入规模，再汇总形成制剂产品板块收入预测，预测期制剂业务收入预测如下：

单位：万元

项目名称	2026 年 5-12 月	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
制剂产品业务收入	466.67	3,176.99	6,619.47	11,407.08	14,053.10	14,896.28
技术服务收入	1,826.57	3,915.09	7,783.02	11,650.94	16,179.25	17,150.00
合计	2,293.24	7,092.09	14,402.49	23,058.02	30,232.34	32,046.28

1) 根据上述预测，南通慧聚未来年度产能利用率如下：

车间	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
人用药车间	0.93%	4.37%	8.87%	12.76%	17.60%	18.65%
兽药车间	0.00%	0.00%	4.86%	9.72%	13.61%	14.42%

产能利用率逐步提升的主要驱动来源：集采中标品种持续放量，标的公司目前自研制剂产品己酮可可碱注射液已中标第十批国家集采，后续随着自研产品的陆续稳定生产，预计将进一步参与市场竞争和集采入围；后续其他自研制剂品种陆续获批上市，标的公司目前预测的部分制剂产品处于工艺验证或注册申报阶段，预计于上市后逐步放量；标的公司制剂产线还可通过制剂 CDMO 业务逐步承接外部委托生产订单。

选取产品结构与标的公司较为可比的上市公司新建制剂产线案例进行对比分析。本次评估中，南通慧聚制剂项目预计 2027 年建成投产，预测期综合产能利用率从 2027 年的较低水平逐步提升，达产周期约为 5 年。经查询，可比的上市公司同类产线产能利用率提升情况对比如下：

可比公司	项目名称	产线类型	投产首年产能利用率	次年	达产周期及满产标准
------	------	------	-----------	----	-----------

圣诺生物 (688117)	301 制剂车间	制剂	15.53%	31.68%	逐步爬坡中
美诺华 (603538)	年产 30 亿片 (粒) 出口 固体制剂建 设项目	制剂	33%	56.67%	第 3 年满产
南通慧聚	制剂生产项 目	制剂	约 1%-4%	约 9%-13%	第 5 年约 14%-19%

注：圣诺生物数据来源于上市公司 2025 年年报问询函回复。

从上表对比可见，本次评估对南通慧聚制剂生产项目的产能爬坡假设较同行业可比案例更为审慎，预测达产周期及稳定期产能利用率均低于可比公司水平，对于产能释放节奏的设定具备充分的谨慎性，产能利用率预测具备合理性。

2) 标的公司制剂产品业务以销定产，预测期产销率预期为 100%。

3) 所涉产品销量、售价、毛利率预测数据、依据及合理性

南通慧聚制剂产品：①销量预测以各品种获批时间、集采中标情况及市场拓展计划为基础，结合前述分析，本次评估系按品种维度分别测算其预计收入规模。具体而言，已注册的己酮可可碱注射液已中标集采，按约定采购量预测；非诺贝特酸胆碱缓释胶囊等已获批品种按市场推广进度预测；在研品种等按预计获批时间分期纳入预测，获批前不确认收入。获批后再通过集采中标或渠道销售实现收入，该预测方法在医药行业早期项目评估中具有普遍适用性。②鉴于制剂产品涉及多个品种，各品种规格、适应症、患者用药周期及市场准入进度差异较大，且部分品种在研阶段尚无法确定最终规格和定价，难以在现阶段进行精确的量价拆分，因此本次评估未对单个品种按“单价 x 销量”模式进行精细化预测，而是按品种维度分别测算其预计收入规模后汇总，收入预测结果与各品种的获批时间、集采放量节奏及市场推广进度相匹配。

南通慧聚制剂技术服务收入预测系基于标的公司现有技术平台能力和研发团队规模，按预估可承接项目数量及单个项目价值进行测算。标的公司历经数年研发积累，已建成复杂多手性药物制备、复杂药物产业化、叠加多组合杂质分析及去除、高效工艺转化等核心技术平台，研发团队规模和技术能力已具备承接更多 CDMO 项目的基础，具体项目转化进度根据客户需求及合同洽谈进展确定。南通慧聚制剂技术服务业务的销量数据无法以实物量衡量，逻辑以项目数量 x 单

个项目价值作为预测基础。同时，标的公司自主研发制剂品种达到技术验证里程碑后，将部分品种的上市许可或商业化权益转让给外部制药企业，一次性获得技术转让收入；转让完成后，标的公司作为原始研发方和工艺掌握方，继续以生产服务商身份承接该品种的商业化生产订单。商业化技术服务按品种的预计市场规模及标的公司预估份额进行收入测算。

制剂产品毛利率预测：由于南通慧聚制剂业务尚处商业化早期，多数品种尚未获批上市，且各品种规格、适应症及患者用药周期差异较大，难以在现阶段进行精确的单品毛利率拆分。因此，本次评估未对单个品种逐一测算毛利率，而是基于行业数据和审慎原则，统一按 20%的综合毛利率进行估算。在充分考虑制剂业务尚处起步阶段、产能利用率偏低、未形成规模效应等客观因素，预测毛利率低于行业一般水平，具备充分的审慎空间。制剂技术服务按 40%的毛利率水平预测，符合行业水平。技术转让毛利率较高，主要系研发成本为历史年度研发投入产生，已在前期费用化处理。

3、分析扩产项目进度不及预期对各年现金流的影响

本次评估中，对南通慧聚及江苏慧臻扩产项目的投产进度系管理层基于当前实际进度、合同安排和行业经验的规划设定。

在假设悲观情景下，南通慧聚制剂生产项目、江苏慧臻原料药扩产项目分别延期 1 年，以及两个项目同时延期 1 年的情形，对标的公司归属于母公司股东权益评估值的影响测算如下：

单位：万元

量化假设	影响方式	假设调整后评估值	假设调整后对评估值影响额	假设调整后对评估值影响幅度
南通慧聚制剂生产项目投产进度较原计划推迟 1 年	主要影响南通慧聚制剂生产项目产品销售收入及制剂技术服务收入，制剂产能爬坡及 GMP 认证后商业化生产节奏相应延后；原料药板块不受影响	186,500	-3,800	-2.00%

量化假设	影响方式	假设调整后评估值	假设调整后对评估值影响额	假设调整后对评估值影响幅度
江苏慧臻原料药扩产项目投产进度较原计划推迟 1 年	主要影响江苏慧臻原料药扩产项目产品销售收入及产能释放进度，原料药板块合并产能利用率提升节奏相应延后；制剂板块不受影响	184,400	-5,900	-3.10%
两个项目同时推迟 1 年	制剂产品收入、制剂技术服务收入及原料药产品收入均出现递延，两个板块产能爬坡节奏整体后移，影响叠加	180,500	-9,800	-5.15%

上述测算的基本逻辑为：截至本回复出具日，南通慧聚及江苏慧臻扩产项目已基本完工，假设项目进度延期，则相关项目的资本性支出计划不变、转固时间不变（产线投产受制于产品准入条件，不是与转固时间挂钩），因此项目延期主要影响产线投产形成的经营活动现金流入，项目延期导致相关年度收入递延，企业自由现金流量整体后移。

整体来看，若项目出现延期情形，会引起现金流量整体后移，对各年度现金流量影响较小，对标的公司估值产生一定影响，但影响幅度有限。主要原因系：

- ①标的公司原料药及制剂产品需求确定性较强，推迟投产不改变长期需求；
- ②南通慧聚制剂生产项目延期主要影响制剂业务放量节奏，原料药业务不受影响；
- ③江苏慧臻原料药扩产项目延期主要影响原料药板块增量产能释放，制剂业务不受影响；
- ④标的公司原料药产线产能可在母公司与江苏慧臻之间调配，制剂已注册品种可通过委外加工保障销售。

本次评估作价已充分考虑了扩产项目进度不及预期的风险因素，评估结论具

备合理性。

三、标的公司计划取得批件的制剂产品详细情况、研发及审批进展、各产品预计上市时间、行业需求和相关药品纳入集采情况、目前在手订单等，说明批件获取是否存在实质障碍，未取得批件即纳入收入预测的合理性，以及未取得批件制剂产品的销量、售价、毛利率的预测数据、依据及合理性；

（一）计划取得批件的制剂产品详细情况、研发及审批进展、各产品预计上市时间、行业需求和相关药品纳入集采情况、目前在手订单等，说明批件获取是否存在实质障碍

本次评估预测期，标的公司纳入计划取得批件的制剂产品共 7 项，覆盖缺铁性贫血、肾病相关瘙痒、心律失常、心衰及原发性高血压、急性缺血性脑卒中、精神分裂等适应症，相关情况、研发及审批进展、各产品预计上市时间如下：

制剂品种	注册情况	研发及审批进展	适应症	已上市时间/预计上市时间
羧基麦芽糖铁注射液	未注册申报	完成工艺验证生产，准备开展临床研究，预计在 2027 年 4 月进行注册申报	缺铁性贫血	2028 年
蛋白琥珀酸铁口服液	未注册申报	完成工艺验证生产，正在注册申报阶段，预计在 2026 年 12 月进行申报	缺铁性贫血	2028 年下半年
醋酸地非法林注射液	未注册申报	注册申报阶段，预计在 2026 年 11 月进行申报	肾病-瘙痒	2029 年上半年
决奈达隆片	未注册申报	注册申报阶段，预计在 2026 年 9 月进行申报	心律失常	2028 年上半年
沙库巴曲缬沙坦钠片	未注册申报	准备工艺验证批生产，待进行临床研究，预计在 2027 年 6 月进行申报	心衰、原发性高血压	2028 年下半年
依达拉奉右莰醇注射用浓溶液	已注册申报，正在审评阶段	已完成工艺验证，已注册申报	急性缺血性脑卒中	2029 年上半年
布瑞哌啉口溶膜	已注册申报，正在审评阶段	已完成工艺验证，已完成临床试验，已注册申报	精神分裂	2027 年上半年

计划取得批件的制剂产品的相关行业需求和相关药品纳入集采情况列示如下：

品种	是否进入国家集采	集采批次/状态	市场需求（国内/全球）
羧基麦芽糖铁注射液	否	未纳入国家集采	国内：处于市场导入期，2025Q1 城市公立医院销售额约 2,937 万元，2024 年全年销售额约 4,865 万元，基数较小但同比增长显著。 全球：2025 年羧基麦芽糖铁全球销售额约 18.0 亿美元，占全球静脉铁剂市场 50.25%份额，是增长最快的剂型。
蛋白琥珀酸铁口服液	否	未纳入国家集采（仅参与地方联盟集采）	国内：2025 年前三季度院端销售额约 4.90 亿元，零售端约 8,300 万元，合计约 5.73 亿元（前三季度），全年预计约 7-8 亿元。2024 年全年院端 6.26 亿元+零售 1.14 亿元，合计约 7.4 亿元。 全球：暂无
醋酸地非法林注射液	否	未纳入国家集采	国内：原研 2026 年 4 月刚在中国获批，2025 年度国内尚无商业化销售记录。 全球：2025 年全球销售额约 9,616 万美元（约 0.96 亿美元），为透析患者 CKD 相关瘙痒的小众专科用药市场。
决奈达隆片	否	未纳入国家集采	国内：2024 年在中国三大终端六大市场销售额超 1.4 亿元，2025Q1 以约 38%的增速继续增长，全年预计约 2 亿元规模，属于小基数高增速品种。 全球：全球盐酸决奈达隆市场具体销售额未检索到明确数值，该品种在全球抗心律失常药物市场中占比较小。
沙库巴曲缬沙坦钠片	是	第十二批（2026 年 7 月 31 日公布拟中选）	国内：2025 年国内医院端销售额约 67.19 亿元，线下零售与电商合计约 20.27 亿元，全渠道合计约 87.46 亿元，占中国降压药市场总额的 12.88%，排名第一。 全球：2025 年全球销售额约 77.48 亿美元，但同比 2024 年略有下降。
依达拉奉右莪醇注射用浓溶液	否	未纳入国家集采（国家医保谈判品种）	国内：2025 年在中国三大终端六大市场销售额超 25 亿元，同比增长 22.11%，在神经系统药物（化药+生物药）产品排名中跻身前五。 全球：先声药业独家品种，仅在中国上市，无独立全球市场销售数据。
布瑞哌唑口溶膜	否	未纳入国家集采（申请纳入医保阶段）	国内：2024 年 6 月布瑞哌唑片才在中国获批进口，2025 年度口溶膜尚未上市，国内销售额可忽略。 全球：布瑞哌唑（含所有剂型）2025 年全球销售额约 22.24 亿至 28 亿美元，口溶膜为改良型新剂型，目前尚无独立的全球销售额披露。

上述品种所处治疗领域需求明确。羧基麦芽糖铁注射液国内处于导入期，全球 2025 年销售额约 18.0 亿美元，占全球静脉铁剂市场 50.25%；蛋白琥珀酸铁口服液国内 2024 年合计约 7.4 亿元，2025 年前三季度约 5.73 亿元；醋酸地非法林注射液全球 2025 年约 0.96 亿美元，为透析 CKD 相关瘙痒小众专科市场；决奈

达隆片国内 2024 年超 1.4 亿元，2025 年一季度增速约 38%；沙库巴曲缬沙坦钠片国内 2025 年全渠道约 87.46 亿元，全球约 77.48 亿美元，已进入第十二批国家集采拟中选；依达拉奉右莰醇注射用浓溶液国内 2025 年超 25 亿元，同比增长 22.11%，为国家医保谈判品种；布瑞哌唑口溶膜国内尚未上市，布瑞哌唑全球 2025 年约 22.24 亿至 28 亿美元。

集采方面，仅沙库巴曲缬沙坦钠片已进入第十二批国家集采拟中选；依达拉奉右莰醇注射用浓溶液为国家医保谈判品种；布瑞哌唑口溶膜处于申请纳入医保阶段；其余品种未纳入国家集采或仅参与地方联盟集采。整体看，相关品种市场需求明确，部分品种已有医保或集采准入路径，为获批后商业化提供支撑。

标的公司上述 7 个品种无在手订单，原因系制剂产品须获批上市后方可签署正式销售合同，获批前无法通过在手订单验证收入，属于医药行业的固有经营特征，后续取得批件预计不存在实质性障碍的理由分析如下：

1、标的公司已有获批品种验证了全链条注册与产业化能力

标的公司已取得己酮可可碱注射液、己酮可可碱缓释片、非诺贝特酸胆碱缓释胶囊三项自研制剂产品批文，其中两项已纳入集采。标的公司经营团队已完整走通从立项研究、处方工艺开发、质量与稳定性研究、BE/临床研究、注册申报、药品注册核查、GMP 符合性检查，到集采准入及商业化供应的全流程，在制剂业务生产质量体系、供应链体系和销售体系均经过实际检验。该等经验可复用于后续 7 项品种，形成成熟的注册申报路径和产业化平台，显著降低后续品种在审评审批及生产落地环节的不确定性。后续品种获批后，可依托现有商业化体系实现较快导入，进一步强化取得批件后形成收入的可行性。

2、已进入审评阶段的品种未出现重大发补，审评风险可控

标的公司已进入审评阶段的依达拉奉右莰醇注射用浓溶液、布瑞哌唑口溶膜在审评过程中未收到重大发补要求。重大发补通常指向药学、非临床或临床数据存在实质性缺陷，或处方工艺、质量控制、BE 等效性等关键审评维度存在根本性问题。未出现重大发补，说明现有申报资料在核心审评要点上未发现实质性障碍，后续审评推进的可预期性较强。即使存在常规补充资料或审评时序波动，也

不构成取得批件的实质性障碍。

3、暂处于研发阶段的品种技术路线明确、研发计划清晰

标的公司暂处于研发阶段的羧基麦芽糖铁注射液、蛋白琥珀酸铁口服液、醋酸地非法林注射液、决奈达隆片、沙库巴曲缬沙坦钠片，相关技术路线明确，研发计划清晰，预计不存在导致研发失败的重大技术障碍。这意味着相关品种在处方工艺、质量标准、稳定性研究、临床/BE 策略及注册路径等关键环节已有明确方案或可借鉴经验，主要风险集中于常规研发推进和审评沟通，而非不可逾越的技术瓶颈。因此，后续推进至注册申报并取得批件的可行性较高。

4、产品布局与市场需求、准入路径形成正向支撑

标的公司计划取得批件的 7 项制剂产品，品种覆盖缺铁性贫血、肾病瘙痒、心律失常、心衰/高血压、急性缺血性脑卒中、精神分裂等治疗领域，国内及全球需求明确。部分品种已具备集采或医保准入路径，如沙库巴曲缬沙坦钠片已进入第十二批国家集采拟中选，依达拉奉右莰醇注射用浓溶液为国家医保谈判品种，布瑞哌唑口溶膜处于申请纳入医保阶段。虽然上述市场因素不直接决定批件取得，但说明相关品种获批后具备明确的商业化基础，进一步强化了公司推进注册申报和取得批件的合理性与可行性。

综上，标的公司已通过三项自研制剂产品的获批上市和集采准入，验证了从研发到商业化的全链条能力；制剂收入放量至亿级规模，表明业务基础合理、商业化路径可行；已进入审评阶段的品种未收到重大发补，审评风险可控；暂处于研发阶段的品种技术路线明确、研发计划清晰，预计不存在导致研发失败的重大技术障碍；相关产品市场需求明确，部分品种已有集采或医保准入路径。基于上述因素，上述 7 项制剂产品后续取得批件预计不存在实质性障碍。

（二）未取得批件即纳入收入预测的合理性

将暂未取得批件的品种纳入收入预测，主要依据以下逻辑：

1、符合医药行业通用预测惯例

医药企业的核心价值既包含已上市品种的存量收益，也包含研发管线的增量

价值。将研发管线按进度分层纳入收入预测，是生物医药行业企业进行经营规划、产能布局与价值评估的通用做法，符合行业技术驱动、管线迭代的经营属性。

2、按申报进度分层纳入，匹配确定性与预测周期

处于申报阶段的品种，技术可行性已通过工艺验证、临床验证等核心环节予以确认，注册审评处于正常推进状态，对应品种技术路线成熟、研发路径清晰，获批时间具备合理预期。

尚未进入申报阶段的品种，研发流程按既定计划稳步推进。结合标的公司已注册产品积累的研发周期与注册申报经验，上述品种预计不存在导致研发失败的重大技术障碍；其预计获批时间系参考行业通用研发周期、匹配企业实际研发进度作出的合理判断，整体预测具备审慎性。

3、收入预测具有一定商业需求支撑

标的公司在研品种在立项研究阶段已完成必要的市场论证与商业可行性评估，收入预测具备一定商业需求支撑。立项阶段即围绕目标适应症的患者规模、临床应用趋势、行业增长速率、市场竞争格局等维度开展市场空间测算，结合同类成熟产品的渗透率、价格水平，预判品种上市后的市场容量与营收规模，在研品种通常具备充足的需求底盘与商业价值。

因此，各在研制剂产品终端应用市场需求较大。国内已有原型药物品种，对应的终端市场容量充足，为制剂产品获批上市后的销售放量提供了明确的市场基础。对于暂未在国内上市销售的品种，如醋酸地非法林注射液，其原研与国产均尚未在国内上市，标的公司相关产品获批后具备先发优势。

4、遵循审慎性原则，设置安全边际

在研产品预测时已按审慎原则设定获批时间，在研品种的预测均以获批上市为假设前提，未在预计获批前提前确认收入，仅将获批后商业化阶段的收入纳入预测。本次将已申报、在研且研发路径明确的制剂产品纳入收入预测，符合医药企业收益法评估的行业惯例，该部分产品预测的收入体量处于合理水平，本次预测在品种选择和收入规模上按照标的公司管理层申报数据已保持合理审慎。

（三）未取得批件制剂产品的销量、售价、毛利率的预测数据、依据及合理性

本次评估中，制剂产品收入预测未采用“单价×销量”的精细化拆分模式，也未以市占率作为测算起点，而是以各品种对应适应症的终端市场规模为基础，结合标的公司实际可实现的销售规模进行综合判断，按品种维度分别测算后汇总形成制剂产品板块收入预测。具体而言，评估人员通过米内网等公开数据查询各品种对应适应症或同机制药物的终端市场规模，作为判断标的公司可实现销售规模的基础参照——例如沙库巴曲缬沙坦钠片 2025 年三大终端市场为 78 亿元，依达拉奉右莰醇注射用浓溶液为 25.68 亿元。在此基础上，结合各品种的集采中标情况、市场竞争格局、企业市场拓展计划及渠道覆盖能力等因素综合判断标的公司该品种预计可实现的销售规模；对于在研品种，以获批上市为假设前提，参考同适应症已上市品种的市场规模及竞争格局，结合标的公司的产品差异化优势合理判断。

鉴于制剂产品涉及多个品种，各品种规格、适应症、患者用药周期及市场准入进度差异较大，且部分品种在研阶段尚无法确定最终规格和定价，难以在现阶段进行精确的量价拆分，因此本次评估未对单个品种按“单价×销量”模式进行精细化预测，而是按品种维度分别测算其预计收入规模后汇总，收入预测结果与各品种的获批时间、集采放量节奏及市场推广进度相匹配，具备合理的业务基础。

四、预测期内标的公司到期的认证、许可、批件等的详细情况，是否存在无法续期的风险，相关因素是否纳入评估考虑。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

（一）预测期内标的公司到期的认证、许可、批件等的详细情况

标的公司作为原料药及制剂生产企业，其生产经营涉及的主要资质包括药品生产许可证、药品注册批件、原料药登记号及关联审评审批状态、药品 GMP 证书、出口类认证（FDA 注册、CEP 证书等）及高新技术企业证书等。

具体明细如下：

截至本回复出具日，慧聚药业及其子公司持有如下《药品生产许可证》：

持证主体	许可证号	生产地址	生产范围	发证机关	有效期至
慧聚药业	苏 20160256	江苏省南通市海门区三厂街道青化路18号	江苏省南通市海门区三厂街道青化路18号：原料药【盐酸贝那普利、盐酸法舒地尔、恩替卡韦、盐酸替罗非班、丁苯酞、普瑞巴林、盐酸川芎嗪、氟比洛芬酯、盐酸决奈达隆、阿普米司特、阿瑞匹坦、福沙匹坦双葡甲胺、富马酸丙酚替诺福韦、盐酸依匹斯汀、艾诺韦林、普乐沙福、盐酸氨酮戊酸、磷酸特地唑胺、达格列净、沙库巴曲缬沙坦钠、蛋白琥珀酸铁、右蒎醇、非诺贝特酸胆碱，仅限注册申报使用：富马酸替诺福韦二吡呋酯、利伐沙班、利格列汀、艾司奥美拉唑钠、艾司奥美拉唑镁、非诺贝酸、氟比洛芬、马来酸氟吡汀、替格瑞洛、索磷布韦、苯甲酸阿格列汀、赛拉瑞韦钾、克林霉素磷酸酯、苹果酸奈诺沙星、甲磺酸艾多沙班、拉考沙胺、肝素钠、磺达肝癸钠、盐酸氯普鲁卡因、氘玛巴洛沙韦、醋酸地非法林、依达拉苷；抗肿瘤药（吉非替尼、伊布替尼、盐酸培唑帕尼、妥拉美替尼、奥替拉西钾，仅限注册申报使用：醋酸阿比特龙、氟维司群、硝羟喹啉、普克鲁胺、阿昔替尼、维莫非尼、卡非佐米、甲磺酸艾立布林）】，出口欧盟原料药（苯甲酸阿格列汀，不得在国内作为原料药销售使用）委托生产：小容量注射剂，硬胶囊剂，片剂	江苏省药品监督管理局	2030.09.05

持证主体	许可证号	生产地址	生产范围	发证机关	有效期至
南通慧聚	苏 20240023	南通市海门市区临江镇临江大道 188 号（国际中小企业科技园）E1；江苏省南通市海门区临江大道 11 号	南通市海门市区临江镇临江大道 188 号（国际中小企业科技园）E1 楼：膜剂（仅限注册申报使用）委托生产：片剂（仅限注册申报使用），小容量注射剂（仅限注册申报使用）江苏省南通市海门区临江大道 11 号内 B3 楼：片剂（仅限注册申报使用）	江苏省药品监督管理局	2029.12.18
江苏慧臻	苏 20250016	江苏省宿迁市生态化工科技产业园扬子路 38 号	江苏省宿迁市生态化工科技产业园扬子路 38 号：原料药（蛋白琥珀酸铁，沙库巴曲缬沙坦钠）（仅限注册申报使用）	江苏省药品监督管理局	2030.06.11

截至本回复出具日，慧聚药业及其子公司已取得的药品注册批件情况如下：

序号	药品名称	剂型	药品批准文号	持有人	有效期限
1	盐酸替罗非班	原料药	国药准字 H20173354	慧聚药业	2022.08.22- 2027.08.21
2	己酮可可碱注射液 (5ml: 0.1g)	注射剂	国药准字 H20249505	慧聚药业	2024.12.01- 2029.11.30
3	非诺贝特酸胆碱缓 释胶囊 (45mg)	胶囊剂	国药准字 H20253685	慧聚药业	2025.03.25- 2030.03.24
4	非诺贝特酸胆碱缓 释胶囊 (135mg)	胶囊剂	国药准字 H20253684	慧聚药业	2025.03.25- 2030.03.24
5	盐酸贝那普利	原料药	国药准字 H20046355	慧聚药业	2025.04.14- 2030.05.17
6	阿瑞匹坦胶囊 (80mg)	胶囊剂	国药准字 H20256488	慧聚药业	2025.12.30- 2030.12.29

序号	药品名称	剂型	药品批准文号	持有人	有效期限
7	阿瑞匹坦胶囊 (125mg)	胶囊剂	国药准字 H20256487	慧聚药业	2025.12.30- 2030.12.29
8	己酮可可碱缓释片 (0.4g)	片剂	国药准字 H20263473	慧聚药业	2026.02.25- 2031.02.24

截至本回复出具日，慧聚药业及其子公司目前共有 43 种原料药在登记平台上进行登记，其中 34 种原料药审评审批通过，可用于生产已获批上市的制剂产品，具体情况如下：

序号	登记号	品种名称	包装规格	有效期至	与制剂共同审评审批结果
1	Y20200000655	艾诺韦林	10 公斤/桶；25 公斤/桶	2031.06.23	A
2	Y20200000221	阿瑞匹坦	10 公斤/包	2031.09.24	A
3	Y20190000654	普瑞巴林	10 公斤/包	2031.10.20	A
4	Y20200000343	富马酸丙酚替诺福韦	5 公斤/袋	2027.03.14	A
5	Y20200001396	普乐沙福	1.2 公斤/袋	2027.05.05	A
6	Y20200001369	吉非替尼	10 公斤/包	2027.10.24	A
7	Y20190006974	盐酸替罗非班	—	2027.08.21	A
8	Y20200001017	阿普米司特	3 公斤/包	2028.06.13	A
9	Y20210001047	氯法拉滨	150g/包	2028.06.26	A
10	Y20200001493	福沙匹坦双葡甲胺	1 公斤/包；5 公斤/包；10 公斤/包	2028.06.27	A
11	Y20220000125	右蒎醇	1 公斤/袋	2028.09.26	A
12	Y20220000067	沙库巴曲缬沙坦钠	15 公斤/桶	2028.11.01	A
13	Y20220000259	达格列净	5 公斤/包	2028.11.23	A
14	Y20210000521	奥替拉西钾	5 公斤/包	2029.02.22	A
15	Y20220000188	盐酸氨酮戊酸	4 公斤/袋	2029.02.27	A
16	Y20220001022	妥拉美替尼	1 公斤/包	2029.03.11	A
17	Y20220000297	盐酸决奈达隆	15 公斤/袋	2029.03.14	A
18	Y20180001763	盐酸川芎嗪	20 公斤/桶	2029.03.24	A
19	Y20220000095	氟比洛芬酯	1 公斤/瓶	2029.03.26	A
20	Y20220000341	磷酸特地唑胺	10 公斤/袋	2029.04.06	A
21	Y20220000495	盐酸法舒地尔	1 公斤/袋；2 公斤/袋；5 公斤/袋	2029.04.07	A

序号	登记号	品种名称	包装规格	有效期至	与制剂共同审评审批结果
22	Y20200000577	盐酸依匹斯汀	2 公斤/袋	2029.05.14	A
23	Y20220000848	达格列净	10 公斤/包	2029.05.30	A
24	Y20210000908	蛋白琥珀酸铁	5 公斤/包	2029.06.11	A
25	Y20220000885	普乐沙福	650g/袋; 1 公斤/袋; 2 公斤/袋; 2.5 公斤/袋; 3 公斤/袋	2029.06.20	A
26	Y20220000515	盐酸培唑帕尼	10 公斤/袋	2029.07.16	A
27	Y20220001180	阿扎胞苷	520 克/袋; 1 公斤/袋	2029.09.23	A
28	Y20230000162	非诺贝特酸胆碱	1 公斤/袋; 5 公斤/袋; 10 公斤/袋; 15 公斤/袋; 20 公斤/袋; 25 公斤/袋; 30 公斤/袋	2030.01.14	A
29	Y20230000804	伊布替尼	15 公斤/袋	2030.01.25	A
30	Y20170000425	恩替卡韦	0.1 公斤/袋; 1 公斤/袋; 1.5 公斤/袋	2030.03.27	A
31	Y20220001074	丁苯酞	10 公斤/桶; 15 公斤/桶; 20 公斤/桶; 25 公斤/桶	2030.04.08	A
32	Y20190002852	盐酸贝那普利	15 公斤/袋	2030.05.17	A
33	Y20230001355	苯甲酸阿格列汀	10 公斤/袋; 15 公斤/袋; 20 公斤/袋; 30 公斤/袋	2030.08.18	A
34	Y20240000174	甲苯磺酸艾多沙班	1 公斤/袋; 2 公斤/袋; 5 公斤/袋; 10 公斤/袋	2030.09.29	A
35	Y20210000157	赛拉瑞韦钾	6 公斤/袋	—	I
36	Y20210000201	索磷布韦	15 公斤/袋	—	I
37	Y20240000918	磺达肝癸钠	100g/袋; 200g/袋; 500g/袋; 1 公斤/袋	—	I
38	Y20240000969	盐酸氯普鲁卡因	0.5 公斤/包; 1 公斤/包; 2 公斤/包; 5 公斤/包; 10 公斤/包	—	I
39	Y20250000060	玛氛诺沙韦	5.5 公斤/袋	—	I
40	Y20250000121	醋酸地非法林	1 克/包; 5 克/包; 10 克/包; 15 克/包; 30 克/包; 50 克/包; 100 克/包	—	I

序号	登记号	品种名称	包装规格	有效期至	与制剂共同审评审批结果
41	Y20250000387	GD-11	1 公斤/袋; 2 公斤/袋; 3 公斤/袋; 5 公斤/袋; 10 公斤/袋	—	I
42	Y20260000037	维莫非尼	0.5 公斤/包; 1 公斤/包; 2 公斤/包; 5 公斤/包; 10 公斤/包	—	I
43	Y20260000385	甲磺酸艾立布林	5 克/瓶; 4 克/瓶; 3 克/瓶; 2 克/瓶; 1 克/瓶; 0.5 克/瓶; 0.2 克/瓶; 0.1 克/瓶	—	I

注：A：指已批准在上市制剂使用的原料/辅料/包材。I：指尚未通过与制剂共同审评审批的原料/辅料/包材。

截至本回复出具日，慧聚药业及其子公司目前取得的主要境外资质认证情况如下：

序号	证书类型	证书编号	产品名称	国家/地区	检查机构/注册机构	发证日期/注册日期
1	EIR	-	常规检查	美国	FDA	2024.12.06
2	医药品适合性调查结果通知书	5122507033417	克利贝特	日本	PMDA	2014.01.27
3	医药品适合性调查结果通知书	5130408007165	福沙匹坦双葡甲胺	日本	PMDA	2023.06.02
4	医药品适合性调查结果通知书	5130608004883	阿瑞匹坦	日本	PMDA	2024.07.23
5	医药品适合性调查结果通知书	5130608029601	盐酸法舒地尔水合物	日本	PMDA	2024.11.21
6	GMP 调查结果报告书	AA81373	达格列净	日本	PMDA	2026.01.13
7	MF	230MF10074	阿瑞匹坦	日本	PMDA	2021.02.19
8	MF	304MF10040	福沙匹坦双葡甲胺	日本	PMDA	2022.02.24
9	MF	231MF10048	盐酸法舒地尔水合物	日本	PMDA	2022.03.02
10	MF	307MF10037	达格列净	日本	PMDA	2025.02.19
11	医药品外国制造业者认定证	AG10500422	-	日本	日本厚生劳动省	2021.11.17

序号	证书类型	证书编号	产品名称	国家/地区	检查机构/注册机构	发证日期/注册日期
12	动物用医药品等外国制造业者认定证	3 外制药第 617 号	-	日本	日本农林水产省	2021.08.30
13	CEP 证书	R1-CEP2015-322-Rev00	盐酸贝那普利	欧盟	EDQM	2023.01.11
14	CEP 证书	CEP2018-006-Rev01	恩替卡韦水合物	欧盟	EDQM	2024.07.09
15	CEP 证书	CEP2019-117-Rev01	阿瑞匹坦	欧盟	EDQM	2025.10.22
16	CEP 证书	CEP2013-329-Rev01	兽用匹莫苯丹	欧盟	EDQM	2025.10.27
17	CEP 证书	R0-CEP2020-126-Rev01	兽用马波沙星	欧盟	EDQM	2022.10.06
18	CEP 证书	R0-CEP2020-283-Rev00	拉考沙胺	欧盟	EDQM	2021.10.28
19	CEP 证书	CEP2022-277-Rev00	盐酸决奈达隆	欧盟	EDQM	2024.03.12
20	CEP 证书	CEP2022-291-Rev00	吉非替尼	欧盟	EDQM	2024.04.02
21	CEP 证书	CEP2024-024-Rev00	氟比洛芬	欧盟	EDQM	2025.06.06
22	GMP 证书	DE_HH_01_GMP_2020_0025	泰拉霉素	德国	BGV	2020.05.29
23	药品注册证	1452-5-ND	替戈拉生	韩国	MFDS	2018.06.11
24	GMP 检查结果通知书	医药品管理科-8278 号	替戈拉生	韩国	MFDS	2022.03.03

标的公司为高新技术企业，享受企业所得税“高新技术企业”的优惠政策，最新发证时间为 2023 年 11 月 6 日，适用所得税税率为 15%。

（二）相关资质无法续期的风险较小，相关因素已纳入评估考虑

1、药品 GMP 证书

在有效期届满前，企业依法申请 GMP 符合性检查，在持续合规生产的情况下，标的公司目前生产质量管理体系运行良好，不存在导致无法续期的重大违法违规事项，续期不存在实质性障碍。

2、药品注册批件

部分已获批品种处于持续生产销售状态，产品质量稳定，再注册申请依照法定程序提交即可，注册批件有效期届满前依法申请再注册。根据《药品注册管理办法》，再注册申请符合规定的，予以再注册，不存在实质性障碍。

3、FDA 注册及 CEP 证书

该认证续期主要涉及费用缴纳及质量体系合规维持，标的公司已多次通过 FDA 现场检查，具备续期条件。

4、高新技术企业

高新技术企业续期需满足研发费用占比、高新收入占比、科技人员占比等指标，标的公司预测期内研发费用率均超过 7%，研发人员稳定期数量为 366 人，占标的公司总职工人数的 25%以上，预计满足延续认定条件。

标的公司持续生产运营状态正常，质量管理体系运行良好，相关证书/批件续期不存在重大不确定性。评估测算中已假设企业能够持续合法取得经营所需的各项资质，永续期收益预测亦基于上述资质可持续续期的前提，该假设符合企业历史经营实际，具备合理性。

五、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述问题，评估师主要履行了以下核查程序：

1、获取标的公司报告期内固定资产明细表及在建工程明细表，核查固定资产增速及投向，了解收入下滑原因及产能瓶颈情况，分析固定资产投入的必要性及是否存在产能过剩风险。

2、获取南通慧聚及江苏慧臻扩产项目的预算文件、工程进度台账、付款进度资料及江苏慧臻 2027 年排产计划，核查各项目的当前进展、预计完工时间及与预测收入的匹配性；获取标的公司在手订单明细、框架协议及合作意向文件，核查在手订单对预测收入的覆盖率，验证新增产能消化的订单基础。

3、获取制剂产品注册证、研发进度资料及对应制剂产品管线注册进度表，核查已获批品种的市场准入情况、在研品种的研发进展情况。

4、获取标的公司及子公司持有的药品生产许可证、药品注册批件、原料药登记号及关联审评审批状态、药品 GMP 证书出口类认证及高新技术企业证书等认证、许可、批件，核查各项证书到期时间及标的公司是否符合续期条件。

（二）核查意见

1、报告期内固定资产增速较快系标的公司前瞻性能布局，具有合理性；新增产能具有明确的客户基础和消化措施，不存在产能过剩或过度扩张风险。

2、标的公司消化新增产能的具有明确可行的措施。

3、扩产项目进展正常，后续关键节点明确，纳入收入预测系基于市场确定性需求，具有合理性；预测期扩产项目所涉产品销量、售价、毛利率等预测数据具有相关依据和合理性；假设扩产项目进度不及预期，该事项对各年现金流影响较小，对估值产生一定影响，但影响幅度有限。

4、标的公司制剂产品管线注册进度正常，批件获取预计不存在实质障碍，对未取得批件部分产品分析其研发进度和申报情况，审慎预测其上市后收入规模，具备合理性；未取得批件制剂产品的销量、售价、毛利率的预测数据具有相关依据及合理性。

5、预测期内到期的认证、许可及批件续期不存在重大不确定性，评估假设已充分考虑相关因素。

经核查，评估师认为上市公司已在回复中补充了产能建设进度、新增产能对标的公司业务影响分析以及药品批件研发、申请进度以及原有批件续期可能性，对于评估的假设以及估值的可实现性具有合理的支撑。

问题 8. 关于净现金流量预测。草案显示，基准日当期单价按实际在手订单预测，标的公司管理层预计 2027 年及以后年度各产品单价将维持稳定。报告期内，标的公司收入逐年下滑，但预测期内预测营收增速较高。预测期内毛利率水平维持在 44%-53%范围，高于 2026 年 1-4 月的实际毛利率水平，且预测期毛利

率下滑幅度远低于报告期内毛利率下滑幅度。标的公司 2026 年 1-4 月出现亏损，但预测 5-12 月实现净利润 1.33 亿元。

请公司：（1）补充披露截至评估基准日标的公司在手订单情况，说明预测 2025 年 5-12 月毛利率及净利润大幅增长的原因及合理性；评估基准日至今标的公司实际收入及净利润等财务数据与预测数据是否存在重大差异及原因，分析 2026 年业绩承诺的可实现性；（2）区分境内境外市场，说明 2027 年及以后年度各产品单价将维持稳定的原因及合理性，是否与行业趋势一致；说明预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性，分析收入预测的可实现性；（3）区分境内境外市场，披露预测期内主要产品毛利率的预测数据、依据及合理性，并结合产品市场竞争格局、供需变化、下游产品纳入集采影响、原研产品专利到期情况等，说明预测期内毛利率水平、毛利率降幅均优于报告期内实际情况的合理性；（4）量化分析标的公司报告期内管理费用率与同行业公司存在较大差异的原因，说明预测期内管理费用率水平较低且逐年下降的确定依据及合理性。请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

一、补充披露截至评估基准日标的公司在手订单情况，说明预测 2025 年 5-12 月毛利率及净利润大幅增长的原因及合理性；评估基准日至今标的公司实际收入及净利润等财务数据与预测数据是否存在重大差异及原因，分析 2026 年业绩承诺的可实现性；

（1）截至评估基准日标的公司在手订单情况

截至 2026 年 4 月 30 日，标的公司在手订单合计约 17,896.68 万元（含税金额）；截至 2026 年 8 月 31 日，对应时点在手订单金额为 37,145.87 万元（不含税金额 34,873.94 万元）。

（2）预测 2026 年 5-12 月毛利率及净利润大幅增长的原因及合理性

2026 年 1-4 月，标的公司合并层面净利润为-241.96 万元，单体母公司层面净利润为 2,171.18 万元，差异来源于标的公司不同板块子公司的经营状态：母公司慧聚药业本部盈利，但由于外部市场环境因素，收入较去年有所下滑；合并层

面亏损主要系子公司处于建设期和投入期，子公司江苏慧臻处于原料药扩产项目建设期，产能未释放但固定成本及折旧已发生；而子公司南通慧聚作为制剂业务职能公司，处于制剂产品研发及注册申报阶段，研发投入和销售推广持续发生但尚未产生收入。上述子公司的阶段性亏损在合并层面抵消了母公司的盈利，导致合并报表出现微亏。该亏损系标的公司战略化转型的阶段性投入导致，属于暂时性现象。

1) 预测 2026 年 5-12 月毛利率增长的原因及合理性

2026 年 5-12 月预测综合毛利率为 49.48%，与 2025 年度毛利率 49.71%相近，较 2026 年 1-4 月毛利率 43.76%提升 5.72 个百分点。预测期毛利率的回升主要受各业务板块毛利率变动及收入结构变化的综合影响所致。

①原料药及中间体产品板块毛利率预测分析

原料药及中间体板块 2024 年度、2025 年度、2026 年 1-4 月及 2026 年 5-12 月预测毛利率分别为 51.76%、48.69%、43.71%及 44.16%。原料药及中间体板块毛利率整体波动原因系标的公司部分产品单价受市场影响下降，整体综合收入规模略有收缩，故报告期内毛利率下降；预测期部分产品由于大规模生产，单位成本逐渐下降；沙库巴曲缬沙坦钠原料药由于原研专利权保护期限补偿，预测期产品合同单价上调。上述综合因素导致预测期毛利率较基准日当期小幅度回升，但仍低于 2025 年水平。标的公司预测期主要产品毛利率变动原因及合理性分析如下：

A.泰拉霉素原料药

该产品近年销售数量持续增长，但受市场竞争加剧影响，销售单价承压。标的公司已对相关产品的合成路线进行优化，关键步骤的收率较历史年度有所提升，单位产品消耗的原材料相应减少。本次预测中 2026 年 5-12 月毛利率处于阶段性低点，主要系该期间所售产品对应批次的生产成本较高所致；2027 年起，成本将参考最新研发降本数据计算，对应毛利率预计将有所回升。

B.沙库巴曲缬沙坦钠原料药

该产品因原研专利权期限补偿的原因，终端市场竞争格局改善，新签销售合

同销售单价回升，带动毛利率增长。该品种单位成本已随产量增长而趋于稳定，毛利率维持在当前合理水平。

C.达格列净原料药

该产品前期处于市场化导入阶段，销售单价从导入期的较高水平逐步下降以充分参与市场竞争，导致毛利率从前期高位下降。本次预测中单价已充分考虑集采因素等市场因素的影响，随着生产工艺趋于稳定，单位固定成本进一步摊薄，结合期后实际单位生产数据来看，毛利率已从阶段性低点企稳回升。

D.对于其他产品，包括盐酸贝那普利原料药、马波沙星原料药、苯甲酸阿格列汀原料药、甲磺酸艾立布林原料药、匹莫苯丹原料药等，上述品种均已进入成熟稳定生产阶段，近年来单位成本较为稳定，产品生产情况波动较小。本次预测参考各品种近期实际生产的单位成本数据及最新销售价格进行计算，毛利率与各品种历史水平基本持平，处于合理区间。

综上，预测期标的公司原料药及中间体各产品毛利率的变动或保持稳定，均有具体业务背景和经营数据支撑。对于已实施工艺改进的产品，成本优化效果将在后续预测期逐步体现；对于价格已充分调整的产品，毛利率已从阶段性低点企稳回升；对于成熟产品，毛利率与历史水平基本持平。各产品毛利率预测均具备合理性。

②制剂产品板块毛利率预测分析

鉴于标的公司制剂产品业务尚处于商业化早期，多数制剂产品尚未获批上市，暂不具备分产品精准测算毛利率的基础，因此本次测算未对单个品种逐一测算毛利率，而是基于行业数据和审慎原则，对制剂产品统一按 20%的综合毛利率进行估算。同行业可比公司制剂产品毛利率普遍在 40%以上，本次评估采用的 20%毛利率水平远低于行业均值，已充分考虑了制剂业务尚处起步阶段、产能利用率偏低、未形成规模效应、固定成本分摊压力大等客观因素，制剂产品板块的毛利率预测具备充分的审慎性与合理性。

③技术服务和技术转让业务毛利率预测分析

报告期及 2026 年 5-12 月技术服务业务和技术转让业务毛利率情况如下：

单位：万元

项目名称	2024 年度	2025 年度	2026 年 1-4 月	2026 年 5-12 月
原料药技术服务收入	2,015.49	2,020.61	0.85	905.32
制剂技术服务收入	-	-	-	1,826.57
技术转让收入	-	-	-	4,698.11
原料药技术服务费成本合计	1,476.47	472.44	-	158.00
制剂技术服务费成本合计				1,095.94
技术转让成本				81.03
原料药技术服务毛利率%	26.74%	76.62%	100.00%	82.55%
制剂技术服务毛利率%				40.00%
技术转让毛利率%				98.28%

其中原料药技术服务业务未来预测期业务量相对较少，毛利率按照预测期最近一期毛利率水平预测，制剂技术服务按照 40%的毛利水平预测符合行业水平。技术转让毛利率较高主要为研发成本为历史年度研发投入产生所致。

综上，原料药及中间体产品板块 2026 年 5-12 月预测毛利率小幅度回升，主要系规模效益、部分产品单价回升等多方面因素综合影响；制剂产品统一按 20%的综合毛利率进行审慎估算；技术服务业务毛利率按照期后实际成本数据核算，与历史年度水平具有一致性。相关业务的毛利率预测均有具体业务背景和经营数据支撑，预测 2026 年 5-12 月毛利率增长具备合理性。

2) 预测 2026 年 5-12 月净利润大幅增长的原因及合理性

①收入稳定增长的原因分析

截至 2026 年 8 月 31 日，标的公司在手订单含税金额 37,145.87 万元（不含税金额 34,873.94 万元）。2026 年 5-12 月收入预计增长主要系沙库巴曲缬沙坦钠原研专利期限延长、其他仿制药企业暂无法进入高血压适应症市场，同时心衰适应症纳入集采，下游核心客户方生和集团采购需求大幅增加；标的公司作为其核心供应商，自 2026 年 6 月起上调该产品销售价格，预计带动该产品收入大幅增长。随着标的公司自研药物研发成果逐步落地转化，制剂技术转让业务有序推进，持续形成新增销售收入。高毛利核心原料药产品集中交付叠加制剂技术转让业务

增量释放，共同支撑标的公司 2026 年 5-12 月收入规模显著提升。

②费用率分析

一体化战略转型期集中投入及阶段性外部因素导致收入端暂时性处于阶段低点，对应期间费用率处于历史高位。随着新建产能投产带来收入增长，以及前期集中投入高峰期已过，预测期后标的公司的期间费用率将有所回落。

综上所述，2026 年 5-12 月预计收入规模显著提升、毛利率增长、以及费用率下降均有明确的业务支撑，毛利率及净利润增长具备合理性。

（3）评估基准日至今标的公司实际收入及净利润等财务数据与预测数据是否存在重大差异及原因，分析 2026 年业绩承诺的可实现性

①评估基准日至今标的公司实际收入及净利润等财务数据与预测数据是否存在重大差异及原因。

根据标的公司 2026 年 8 月 31 日未审财务报表，期后财务数据如下：

单位：万元

项目	1-8 月份 财务数据	5-8 月份 财务数据	5-12 月份 预测数据	完成率	按时间逻辑需完成比例
主营收入	40,165.22	23,834.12	50,820.21	0.47	0.50
主营成本	19,942.11	10,756.71	25,675.95	0.42	0.50
净利润	6,829.21	7,071.17	12,310.74	0.57	0.50
毛利率	50.35%	54.87%	49.48%	-	-

注：完成率=5-8 月份财务数据/5-12 月份预测数据；按时间逻辑需完成比例=5-8 月数/5-12 月

结合期后经营数据来看，标的公司经营情况已呈现明显改善趋势。期后实际经营数据已初步验证了评估预测中的收入恢复增长、利润扭亏为盈的逻辑思路的合理性，截至本报告书签署日，标的公司基准日期后至今经营情况整体符合预测方向，不存在影响评估结论的重大差异。

②分析 2026 年业绩承诺的可实现性

标的公司 2026 年全年预测收入为 67,151.30 万元，2026 年 1-8 月实现收入 40,165.22 万元（未经审计），2026 年 9-12 月预计销售收入为 26,986.08 万元。截至 2026 年 8 月 31 日，标的公司在手订单金额为 37,145.87 万元（不含税金额

34,873.94 万元），预计 2026 年完成的在手订单金额约 2.4 亿元，2026 年在手订单覆盖率约 90%；充足的在手订单为 2026 年业绩兑现提供了核心保障。

业务经营层面，标的公司原料药及中间体核心产品毛利率呈稳步回升态势，主业盈利质量持续优化；制剂业务、CDMO 相关服务等业务有序推进；同时核心产品产能逐步释放，标的公司订单承接能力、生产交付能力及客户覆盖范围稳步提升。标的公司依托稳固的核心客户合作基本盘，叠加新市场拓展成效，业务增长动能充足。

综上所述，评估基准日至今标的公司实际收入及净利润等财务数据与预测数据不存在重大差异。标的公司在手订单充足、高毛利产品盈利稳健，标的公司 2026 年度业绩承诺具备可实现性。

二、区分境内境外市场，说明 2027 年及以后年度各产品单价将维持稳定的原因及合理性，是否与行业趋势一致；说明预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性，分析收入预测的可实现性；

（一）区分境内境外市场，说明 2027 年及以后年度各产品单价将维持稳定的原因及合理性，是否与行业趋势一致；

本次评估中，各主要产品预测期单价已充分考虑不同品种所处生命周期阶段、终端集采进度及行业竞争格局等因素综合确定。各品种均已进入或即将进入稳定生产阶段，且各产品上市时间均较长，价格经历多年市场竞争及销售政策的充分调整后已趋于合理水平，预测期维持稳定具备业务基础，符合行业趋势。

本次评估对未来年度核心产品单价的预测，系参考基准日当期已签订在手订单的平均单价确定。不同产品的价格企稳逻辑存在差异，按集采情况、销售区域及市场供求关系等因素可分为以下三类：

1、已纳入集采的品种（盐酸贝那普利原料药、达格列净原料药）

对于已纳入国家集采的品种，其原料药价格已历经集采落地初期的充分调整。集采对原料药价格的传导逻辑在于：制剂端集采降价后，制剂企业向上游原料药供应商传导成本压力。这一传导过程通常在集采落地后的 1-2 个采购周期内完成，后续原料药价格即进入平稳运行状态，预测期单价企稳符合行业普遍性规

律。

①盐酸贝那普利原料药（内销为主，人用心血管类药）

该产品已纳入集采多年，近年来价格降幅已收窄，反映了集采降价压力已基本消化完毕，当前价格已处于低位平稳运行状态。

②达格列净原料药（内销，人用降糖药）

该产品报告期内价格从早期高位下降后趋于平稳，预测期价格企稳。该品种现行销售价格已充分反映了集采降价的预期，进一步下降空间有限，合作方市场稳定、持续增量，预测期价格企稳。

2、报告期后已纳入集采的品种（沙库巴曲缬沙坦钠原料药）

沙库巴曲缬沙坦钠原料药（内销，人用心血管类药）终端产品沙库巴曲缬沙坦钠片包括心衰和高血压两种适应症，其中高血压原研专利权保护期限补偿至2031年，心衰适应症已纳入第十二批集采，专利保护期内医生只能向高血压患者开具原研诺华、南京方生和自主晶型或者少数获诺华授权的厂家的药品，其他仿制药厂家无法进入高血压适应症的药品市场抢占份额。根据行业研究数据，国内心血管病患率持续上升，推算全国心血管病现患人数约3.3亿，其中高血压患者约2.45亿，心衰患者约890万，从患者数量角度高血压适应症的市场容量远大于心衰，终端市场空间和价格维护能力均强于心衰适应症。集采落地后推动沙库巴曲缬沙坦钠片销量持续扩容，方生和的原料药需求将同步增长。慧聚药业作为其核心原料药供应商，双方已形成深度绑定、互利共生的合作格局，慧聚药业在供应链中具备较强的供应话语权。价格层面，受集采降价传导效应影响，预计该原料药价格2027年小幅下行，待专利保护期届满后将进一步回落。

3、预计不进入国家集采的兽用及外销品种（泰拉霉素原料药、马波沙星原料药、苯甲酸阿格列汀原料药、甲磺酸艾立布林原料药、匹莫苯丹原料药）

上述品种因应用终端及销售区域等原因，预计不进入国家集采，其价格主要受行业供需格局及市场竞争影响，不存在集采降价向原料药端的传导压力。

①泰拉霉素原料药（外销为主，兽用）

该产品近年经过充分竞争后，整体价格已下降至低点，部分中小规模企业因难以承压亏损退出，而终端市场需求仍在增长，预期产品价格持续下降空间有限。

②马波沙星原料药（外销，兽用）

该产品报告期内价格呈小幅下降趋势，预测期价格企稳。该品种预计不进入国家集采，价格主要受行业供需格局影响，已处于稳定生产阶段，预测期单价企稳具备市场基础。

③苯甲酸阿格列汀原料药（外销为主，人用）

该产品报告期内价格呈持续小幅下降趋势，预测期价格企稳。该品种以外销为主，目前新增俄罗斯市场开拓顺利、持续增量，国内终端虽已进入第十二批集采但不影响外销定价体系，预测期价格企稳。

④甲磺酸艾立布林原料药（外销，人用）

该产品报告期内价格经历前期调整后逐步企稳，预测期价格企稳。该品种为高附加值抗肿瘤原料药，技术壁垒较高，预计不进入集采，预测期单价企稳具备市场基础。

⑤匹莫苯丹原料药（外销为主，兽用）

报告期内价格经历波动后趋于稳定，该品种为兽用原料药，不进入国家集采，预测期单价企稳。

上述兽用及外销产品均已在各自细分市场经历了充分的价格调整，当前价格体系趋于稳定，预测期单价企稳具备市场基础。

综上，各品种单价企稳假设分别基于集采降价压力已消化完毕、非集采品种无降价传导压力、高血压适应症专利保护及市场份额优势等多重逻辑支撑；加之各品种已进入或即将进入生命周期稳定阶段，本次评估以基准日时点的实际销售价格及已签订单价格作为预测期单价，各品种预测价格已充分考虑产品终端、销售区域、集采情况等多种价格影响因素，符合行业趋势。

（二）区分境内境外市场，说明预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性，分析收入预测的可实现性；

1、说明预测期境内市场主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性

预测期内境内市场主要产品按治疗领域合并列示的收入、销量、单价预测数据如下：

单位：万元、千克、万元/千克

项目		2026年5-12月	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
心血管适应症相关原料药主要产品	总收入	17,860.88	27,690.62	31,844.21	32,162.65	32,484.28	31,635.23
	总数量	64,218.58	99,757.15	114,720.73	115,867.93	117,026.61	118,196.88
	平均单价	0.2781	0.2776	0.2776	0.2776	0.2776	0.2676
内分泌及代谢适应症相关原料药主要产品	总收入	4,321.20	4,893.94	4,893.94	5,976.26	6,036.03	6,096.39
	总数量	13,244.53	15,000.00	15,000.00	18,317.34	18,500.51	18,685.52
	平均单价	0.3263	0.3263	0.3263	0.3263	0.3263	0.3263

注：上述数据按治疗领域合并列示。

（1）单价预测数据、依据及合理性

标的公司境内市场主攻心血管领域，心血管系统适应症相关原料药主要包含沙库巴曲缬沙坦钠原料药、盐酸贝那普利原料药等。合并平均单价前期波动主要是预测期部分产品单价预测下滑。其中，沙库巴曲缬沙坦钠原料药因原研专利权期限补偿，心衰适应症虽已纳入集采但高血压适应症仍受专利保护，终端市场空间和价格维护能力较强，受集采政策的持续传导影响，预计2027年单价仍将适度下行，2031年起永续期考虑专利补偿到期单价继续下调；盐酸贝那普利原料药已纳入集采多年，价格降幅已显著收窄，当前处于低位平稳运行状态。上述品种单价变动均已充分考虑市场差异、集采政策及专利保护等因素，预测期单价企稳假设具备合理性。

内分泌及代谢适应症相关原料药主要包含达格列净原料药等，合并平均单价预测稳定。其中，达格列净原料药该等原料药2026年初进入集采，基准日当期价格已充分反映集采降价预期，进一步下降空间有限，预测期以基准日订单价格作为预测单价。

（2）销量预测数据、依据及合理性

预测期内主要产品销量系基于产能释放进度与终端市场需求综合确定，从供给和需求两个维度分析如下：

供给端方面，2027 年及以后年度销量增长主要依托新建产能的逐步释放。江苏慧臻原料药扩产项目预计于 2027 年逐步投产，为标的公司原料药业务生产板块提供产能新增支撑。子公司产能的释放将使标的公司突破近期以来的产能瓶颈，为原料药板块销量增长提供产能保障。同时，原料药板块产能可在江苏慧聚母公司与江苏慧臻之间合并调配，进一步增强了产能供给的灵活性。

需求端方面，各治疗领域主要产品对应终端制剂市场容量为销量增长提供了市场基础：

心血管适应症方面，沙库巴曲缬沙坦钠原料药对应沙库巴曲缬沙坦钠片（人用心血管类药），终端产品覆盖心衰及高血压两大适应症，适用人群极为广泛——根据行业研究数据，国内心血管病患病率持续上升，推算全国心血管病现患人数约 3.3 亿，其中高血压患者约 2.45 亿，心衰患者约 890 万，终端市场的持续扩容将直接拉动原料药需求；慧聚药业作为方生和的核心原料药供应商，双方已形成互利共生的深度绑定关系，存量客户的持续采购需求为销量增长提供了基础保障。盐酸贝那普利原料药对应盐酸贝那普利片（人用心血管类降压药），作为成熟仿制药品种，下游制剂市场需求稳定，我国心血管病患病率持续上升，从患者数量角度需求持续增长，原料药需求随终端仿制药市场稳步增长，已纳入集采多年、供需格局稳定。

内分泌及代谢适应症方面，达格列净原料药对应达格列净片（人用降糖药），根据《国际糖尿病联盟（IDF）全球糖尿病地图》数据，2024 年全球糖尿病患病率已达 11.11%，患者总数突破 5.89 亿，中国糖尿病患者人数居全球首位。下游制剂市场需求旺盛，且 SGLT-2 抑制剂类药物市场占有率持续提升，原料药需求增长具有刚性基础，合作方市场稳定、持续增量，终端客户进入集采，需求增加。

综上，预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据具有合理性。

2、说明预测期境外主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性

预测期内境外市场主要产品按治疗领域合并列示的收入、销量、单价预测数

据如下：

单位：万元、千克、万元/千克

项目		2026年5-12月	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
兽用抗菌药适应症相关原料药主要产品	总收入	7,118.89	12,497.17	14,371.74	14,515.46	14,660.61	14,807.22
	总数量	11,928.51	22,162.25	25,486.59	25,741.45	25,998.87	26,258.86
	平均单价	0.5968	0.5639	0.5639	0.5639	0.5639	0.5639

注：上述数据按治疗领域合并列示

（1）单价预测数据、依据及合理性

标的公司境外市场主攻兽用抗菌药，兽用抗菌药适应症相关原料药主要产品包含泰拉霉素原料药和马波沙星原料药等，合并平均单价自 0.5968 万元/千克小幅回落，企稳于 0.5639 万元/千克。主要是产品权重比例变动导致。其中，泰拉霉素原料药近年经过充分竞争后，整体价格已出现下降，部分中小规模企业因难以承压亏损退出，而终端市场需求仍在增长，预期价格持续下降空间有限；马波沙星原料药报告期内价格呈小幅稳步下降趋势，该品种不进入国家集采，价格主要受行业供需格局影响，已处于稳定生产阶段，预测期单价企稳具备市场基础。

（2）销量预测数据、依据及合理性

预测期内主要产品销量系基于产能释放进度与终端市场需求综合确定，从供给和需求两个维度分析如下：

供给端方面，2027 年及以后年度销量增长主要依托新建产能的逐步释放。江苏慧臻原料药扩产项目预计于 2027 年逐步投产，为标的公司原料药业务生产板块提供产能新增支撑。子公司产能的释放将使标的公司突破近期以来的产能瓶颈，为原料药板块销量增长提供产能保障。同时，原料药板块产能可在江苏慧聚母公司与江苏慧臻之间合并调配，进一步增强了产能供给的灵活性。

需求端方面，各治疗领域主要产品对应终端制剂市场容量为销量增长提供了市场基础：

兽用抗菌适应症方面，泰拉霉素原料药对应泰拉霉素注射液（兽用抗生素药），受益于生猪养殖规模化率提升及替抗政策驱动，兽药市场需求持续增长。

该品种为兽用原料药，不进入国家集采，终端市场需求稳步增长为原料药销量增长提供了明确的需求支撑。马波沙星原料药为外销兽用品种，对应终端制剂市场需求稳定，客户合作关系稳定。

综上，预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据具有合理性。

三、区分境内境外市场，披露预测期内主要产品毛利率的预测数据、依据及合理性，并结合产品市场竞争格局、供需变化、下游产品纳入集采影响、原研产品专利到期情况等，说明预测期内毛利率水平、毛利率降幅均优于报告期内实际情况的合理性；

（一）境内市场预测期内主要产品毛利率的预测数据、依据及合理性

1、内销的主要产品预测期内综合毛利率情况

内销的主要产品包括心血管适应症主要产品沙库巴曲缬沙坦钠原料药、盐酸贝那普利原料药以及内分泌及代谢适应症主要产品达格列净原料药等，其综合毛利率预测数据如下：

项目	2026年 5-12月	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
心血管适应症相关原料药主要产品	50.18%	50.85%	51.39%	51.83%	52.10%	50.48%
内分泌及代谢适应症相关原料药主要产品	31.26%	32.09%	32.64%	33.07%	33.34%	33.37%

2、预测期内内销的主要产品毛利率的预测依据及合理性

内销的主要产品主要面向国内市场，受集采政策、市场供求关系等多方面因素影响较大。预测期毛利率存在波动，波动原因包括规模效应导致毛利率上升，永续期下滑主要是部分产品单价下滑。具体来看：沙库巴曲缬沙坦钠原料药为标的公司主要核心产品之一，心衰适应症报告期后已进入集采，但高血压适应症因核心晶型原研专利权保护期限补偿至 2031 年，仍处于专利保护期内，高血压适应症占有主要市场份额，制剂价格下降有限；标的公司实际签订合同的销售单价回升，且市场空间较大，为原料药毛利率提供了支撑，但考虑集采落地预计原料药价格 2027 年较 2026 年签订价格将会略有下降，2031 年专利保护期到期后将

单价进一步下降。盐酸贝那普利原料药已纳入集采多年，原料药价格已充分消化集采降价压力，近年来价格波动不大，预测期延续历史水平具备合理性。达格列净原料药 2026 年初已纳入集采，基准日当期价格已充分反映集采降价预期，进一步下降空间有限，其生产成本已随工艺成熟和产量提升而趋于稳定。综上，内销产品毛利率预测具备合理性。

（二）境外市场预测期内主要产品毛利率的预测数据、依据及合理性

1、外销的主要产品预测期内综合毛利率情况

外销的主要产品包括兽用抗菌原料药泰拉霉素原料药、马波沙星原料药等，其综合毛利率预测数据如下：

项目	2026 年 5-12 月	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
兽用抗菌药适应症相关原料药主要产品	21.51%	42.52%	43.06%	43.50%	43.77%	43.80%

外销的主要产品主要面向欧盟、美国、日本等境外市场，不涉及国内集采影响。兽用原料药综合毛利率从 2026 年 5-12 月的 21.51% 提升至 2027 年的 42.52%，2028 年以后年度波动主要是产品规模效应的影响。2027 年毛利率大幅上升主要原因是泰拉霉素原料药 2027 年起工艺改进降本效果显现，毛利率回升，带动整体外销毛利率提升；其他外销产品毛利率基本稳定，对综合毛利率形成稳定支撑。综上，外销产品毛利率预测具备合理性。

（三）结合产品市场竞争格局、供需变化、下游产品纳入集采影响、原研产品专利到期情况等，说明预测期内毛利率水平、毛利率降幅均优于报告期内实际情况的合理性

毛利率从基准日当期的低点回升，预测期内毛利率水平、毛利率降幅均优于报告期内实际情况的主要原因如下：

（1）2026 年 1-4 月受行业市场环境影响，收入规模处于阶段性低谷；2026 年 5-12 月起随着客户采购恢复、沙库巴曲缬沙坦钠原研专利权保护期限补偿导致价格上升，毛利率自然回升。

(2) 标的公司对核心产品泰拉霉素原料药进行生产工艺技术改造，针对原工艺收率偏低、成本竞争力不足的问题，通过优化路线与反应流程实现显著降本。该工艺改造完成后单位成本可显著下降。

(3) 各产品预测期毛利率均以各品种历史实际毛利率水平及近期实际生产数据为基础确定，未超出报告期内已实现的毛利率区间，毛利率回升至合理水平具备充分的业务基础和财务依据。

综上所述，预测期毛利率较基准日当期小幅度回升，系基于供给增长、成本下降、产能利用率提升等因素的综合判断，与行业趋势一致，毛利率预测具备合理性。预测期内毛利率水平、毛利率降幅均优于报告期内实际情况具有合理性。

四、量化分析标的公司报告期内管理费用率与同行业公司存在较大差异的原因，说明预测期内管理费用率水平较低且逐年下降的确定依据及合理性。

(一) 量化分析标的公司报告期内管理费用率与同行业公司存在较大差异的原因

标的公司报告期内管理费用率与同行业可比公司对比情况如下：

财务指标	公司名称	2026 年 1-4 月	2025 年度	2024 年度
管理费用率 (%)	美诺华	10.10	9.63	11.53
	奥翔药业	7.02	12.33	13.39
	同和药业	5.35	4.56	5.04
	天宇股份	10.99	12.95	13.44
	博瑞医药	9.86	12.63	10.85
	行业平均值	8.66	10.42	10.85
	标的公司	25.71	18.72	13.50

注：由于可比上市公司未公布 2026 年 1-4 月数据，故选取 2026 年一季度数据作为对比

报告期内，标的公司管理费用占营业收入的比例分别为 13.50%、18.72%和 25.71%，标的公司 2025 年和 2026 年 1-4 月管理费用偏高，主要原因如下：

1、标的公司处于战略转型关键期，集中引进了大量制剂板块的管理人员，人员规模快速扩张加上薪酬调整，使管理费用增速远高于同期收入增速。

2、子公司江苏慧臻新建原料药生产工厂与南通慧聚新建制剂生产工厂尚处于建设期，尚未形成规模化收入，但其日常运营费用（行政人员薪酬、办公费、中介费等）已分摊计入管理费用，而收入端尚未同步放大，导致管理费用率阶段性偏高。叠加 2026 年 1-4 月销售收入因阶段性因素暂时性回落，收入基数的收缩使管理费用率增长更为明显。

（二）说明预测期内管理费用率水平较低且逐年下降的确定依据及合理性

项目	预测期					
	2026 年 5-12 月	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
管理费用率（%）	12.23	12.97	11.19	10.51	10.14	10.35

预测期起预计管理费用率将逐步回落，主要系前期集中引进的管理人员已完成团队搭建，后续管理团队规模将根据业务扩张节奏审慎调整，管理端固定人力投入不再持续大幅增加；随着江苏慧臻原料药新产线投产、制剂业务逐步商业化放量，标的公司营业收入基数持续扩大，管理费用被持续摊薄，收入基数效应逐步显现，推动管理费用率下行。

预测期标的公司管理费用率预计随着收入规模的扩大、业务板块的发展稳定逐步降低。2025 年可比上市公司管理费用率均值为 10.42%，标的公司永续期管理费用率约 10.35%，与可比上市公司均值基本持平，不存在明显偏离，相关预测具备合理性。

综上所述，标的公司报告期内管理费用率与同行业公司存在差异的原因具有合理性；预测期内管理费用率水平较低且逐年下降的确定依据合理。

五、评估结果调整说明

（一）调整事项

标的公司管理层提供了 2024 年度至 2026 年 1-4 月重要前期差错更正情况的说明，并且在 2026 年 7 月 27 日出具《安徽集友新材料股份有限公司拟以现金收购江苏慧聚药业股份有限公司股权涉及的其归属于母公司的股东全部权益价值评估项目》资产评估报告（浙联评报字[2026]第 512 号）后，标的公司考虑期后主要产品对应的终端产品集采落地等事项对盈利预测的重大影响，标的公司管理

层对相关盈利预测进行修改，修改包括以下内容：

1、重要前期差错更正

报告期内，标的公司将委外废水处理部分支出计入安全生产费，冲减专项储备，该类支出属于污染治理环保支出，不属于财资（2022）136号法定列支范围。参照财资（2022）136号《企业安全生产费用提取和使用管理办法》、《企业会计准则解释第3号》（财会【2009】8号），上述处理已经产生的生产废水，目的是排污达标、防治环境污染，属于环保成本，不属于《企业安全生产费用提取和使用管理办法》二十二条中列明的安全生产相关支出，应直接计入制造费用/管理费用-环保支出。

标的公司 2025 年确认与上海葆隆生物科技有限公司发生的技术转让收入 264.15 万元，根据合同约定需协助甲方进行重现试验，虽然标的公司于 2025 年在标的公司实验室进行重现试验并取得双方签署的验收报告，但相关技术转让在上海葆隆现场实验小试重现发生在 2026 年 6 月，根据《企业会计准则第 14 号-收入》第五条规定及标的公司技术转让收入确认政策，基于谨慎性原则，该技术转让收入根据客户现场重现时间确认，故调整冲减 2025 年度收入 264.15 万元，相应调减营业成本 81.03 万元，考虑相关应收账款信用减值损失和所得税费用影响后减少 2025 年净利润 144.43 万元。

针对上述两项前期差错更正，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）已出具中汇会审【2026】14029 号审计报告，标的管理层补充预测管理费用-污水处理费以及预测期第一年补充预测技术转让收入 264.15 万元及对应成本。

2、主要产品盈利预测调整

泰拉霉素原料药基准日库存金额高，且单位成本较高，预测期末考虑实际成本情况，现标的公司管理层谨慎考虑预测期第一期该产品单位成本，仍然按照历史年度单位成本预测，未考虑“工艺改进”对该期的利润影响。

沙库巴曲缬沙坦钠原料药终端产品为沙库巴曲缬沙坦钠片，该产品心衰适应症于 2026 年 7 月 31 日纳入第十二批国家药品集采，高血压适应症因原研专利延期至 2031 年未被纳入。基于上述市场情况及原评估报告出具后政策的重大影响，

标的公司管理层考虑了价格的传导，修改沙库巴曲缬沙坦钠原料药 2027 年-2030 年含税销售单价按照 2026 年 6 月 12 日签订的合同单价适当下调，永续期 2031 年含税销售单价按照 2026 年 6 月 12 日签订的合同单价的基础上进一步下调。

达格列净原料药 2026 年-2028 年预测根据市场变化略有调整，2029 年后标的公司管理层考虑其他客户的增量仍按照原预测量执行。

（二）调整结果-评估结论

根据上述调整事项，评估结果发生相应变动，变动如下：

1、资产基础法

原结论：江苏慧聚药业股份有限公司在评估基准日 2026 年 4 月 30 日净资产账面价值 103,602.97 万元，评估值为 112,659.84 万元，评估增值 9,056.87 万元，增值率 8.74%。

变更后结论：江苏慧聚药业股份有限公司在评估基准日 2026 年 4 月 30 日净资产账面价值 103,458.55 万元，评估值为 112,679.89 万元，评估增值 9,221.34 万元，增值率 8.91%。

2、收益法

原结论：江苏慧聚药业股份有限公司在评估基准日 2026 年 4 月 30 日合并口径归属于母公司股东全部权益账面值为 87,454.23 万元，评估值为 198,200.00 万元，评估增值 110,745.77 万元，增值率 126.63%。

变更后结论：江苏慧聚药业股份有限公司在评估基准日 2026 年 4 月 30 日合并口径归属于母公司股东全部权益账面值为 87,309.80 万元，评估值为 190,300.00 万元，评估增值 102,990.20 万元，增值率 117.96%。

上述调整结果已在 2026 年 9 月 15 日重新出具的评估报告中体现。

六、中介机构核查程序和核查意见

（一）核查程序

针对上述问题，评估师主要履行了以下核查程序：

1、获取标的公司截至评估基准日的在手订单明细、框架协议及在谈项目清单，复核在手订单对 2026 年 5-12 月预测收入的覆盖率。获取标的公司 2026 年 8 月 31 日财务报表，对比分析评估基准日至今实际经营数据与预测数据的差异情况。

2、获取标的公司 2026 年 1-4 月及期后 5-8 月各业务板块的境内外市场收入、成本、费用明细及主要产品的单价、销量、单位成本、毛利率数据，逐品种分析毛利率变动的驱动因素，了解收入预测的可能性。

3、获取核心产品工艺改进的相关成果、明细产品的各期生产核算数据，复核毛利率变动的量化依据。获取终端产品的集采政策情况、原研专利情况、终端产品市场竞争情况，分析毛利率回升的合理性。

4、获取标的公司期间费用明细表及费用分摊依据，查询可比上市公司管理费用率数据，核查管理费用率的历史变动原因及分析预测期下降的核心业务逻辑。

（二）核查意见

1、在手订单对当期预测收入具有较高覆盖率，2026 年 5-12 月毛利率及净利润增长系收入恢复与费用率下降的共同结果，具备合理性；评估基准日至今实际经营情况与预测数据不存在重大差异，2026 年业绩承诺具备可实现性。

2、2027 年及以后年度各产品单价已充分考虑产品终端、销售区域、集采情况等多种价格影响因素，符合行业趋势；预测期内主要产品单价、销量的预测数据依据合理；收入预测具有可实现性。

3、预测期毛利率较基准日当期小幅度回升，系基于供给增长、成本下降、产能利用率提升、产品结构优化等因素的综合判断，与行业趋势一致，毛利率预测具备合理性。预测期内毛利率水平、毛利率降幅均优于报告期内实际情况具有合理性。

4、报告期内管理费用率高于同行业主要系战略转型期人才集中投入及收入端阶段性收缩所致，预测期内管理费用率下降系收入增长、人员优化、薪酬回归常态化共同作用的结果，下降后的费用率与同行业可比上市公司不存在明显偏离，相关预测具备合理性。

经核查，评估师认为上市公司在结合标的公司的盈利预测调整事项后，已在回复中补充了最新在手订单情况、分析了产品单价变动、毛利率波动以及管理费用率的合理性。

（此页无正文，为浙江中联资产评估有限公司关于上海证券交易所《关于对安徽集友新材料股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书草案的问询函》资产评估相关问题回复之核查意见》之签章页）

