

北京坤元至诚资产评估有限公司

关于《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回复报告》 之专项核查意见

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
千金 湘江 药业	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%
	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及合理性

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。其中：千金湘江药业“马来酸依那普利片”报告期销量略有下滑，主要系非集采品规（指中标集采的品种规格，一般在集采和非集采渠道都有销售）销量下降导致，集采品规自2022年中标以来，销量增长趋势明显（其中：2023年增长率35.82%、2024年增长率15.82%），本次评估预测期销量的增长主要系集采品规带来，非集采品规整体销售收入基本维持历史水平；此外，千金湘江药业“马来酸依那普利片”市场规模在全国排名前五，凭借其品牌及市场推广优势，该产品在未来整体市场规模预计下行的趋势下依然能保持稳步上升的收入规模。千金协力药业“恩替卡韦分散片”、“消癌平分散片”报告期收入、销量均呈下降趋势，整个预测期销售规模基本维持历史水平，预测期恩替卡韦分散片收入平均占比5.6%，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。

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（加大非集采销售占比），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）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%万元；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。

（七）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

1、报告期后（2024年10月-2025年3月）千金湘江药业主要产品分月度收入情况如下：

金额单位：万元

主要产品/项目	2024年 10月	2024年 11月	2024年 12月	10-12月 实现数	10-12月 预测数	差异率
缬沙坦胶囊	1,419.88	1,637.78	1,196.33	4,253.99	4,403.02	-3.38%
马来酸依那普利片	408.40	435.75	393.57	1,237.72	1,398.98	-11.53%
阿托伐他汀钙片	343.00	494.76	456.37	1,294.13	1,462.19	-11.49%
盐酸地芬尼多片	538.03	439.70	348.89	1,326.62	1,653.28	-19.76%
酒石酸唑吡坦片	356.75	491.07	342.58	1,190.40	1,086.75	9.54%
阿卡波糖片	391.51	457.68	373.24	1,222.43	1,219.82	0.21%
他达拉非片	507.90	186.43	220.49	914.82	1,226.39	-25.41%
阿魏酸哌嗪片	326.94	388.15	170.12	885.21	1,137.04	-22.15%
主要产品/项目	2025年 1月	2025年 2月	2025年 3月	1-3月 实现数	1-3月 预测数	差异率
缬沙坦胶囊	2,509.59	1,379.81	1,546.53	5,435.93	4,455.20	22.01%
马来酸依那普利片	678.62	433.64	432.91	1,545.18	1,414.56	9.23%
阿托伐他汀钙片	776.48	346.05	429.44	1,551.97	1,473.25	5.34%
盐酸地芬尼多片	803.90	471.45	834.55	2,109.90	1,636.66	28.91%
酒石酸唑吡坦片	805.00	340.06	461.47	1,606.53	1,159.20	38.59%
阿卡波糖片	745.06	460.17	361.72	1,566.95	1,350.07	16.06%
他达拉非片	735.28	352.01	583.90	1,671.18	1,315.94	26.99%
阿魏酸哌嗪片	686.83	273.06	327.95	1,287.84	1,145.69	12.41%
主要产品/项目	2024年10-2025年3月 实现数合计		2024年10-2025年3月 预测数合计		差异率	
缬沙坦胶囊	9,689.92		8,858.22		9.39%	
马来酸依那普利片	2,782.90		2,813.54		-1.09%	
阿托伐他汀钙片	2,846.10		2,935.44		-3.04%	
盐酸地芬尼多片	3,436.52		3,289.94		4.46%	
酒石酸唑吡坦片	2,796.93		2,245.95		24.53%	
阿卡波糖片	2,789.38		2,569.89		8.54%	
他达拉非片	2,586.00		2,542.33		1.72%	
阿魏酸哌嗪片	2,173.05		2,282.73		-4.80%	
主要产品收入合计	29,100.80		27,538.04		5.67%	

注：1、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1-3月预测数采用全年度预测数÷4处理；2、以上收入数据包含折扣返利。

由上表可见：报告期后千金湘江药业主要产品收入实现数与预测数差异较小，实现数合计大于预测数，评估收入预测合理。

2、报告期后（2024年10月-2025年3月）千金协力药业主要产品分月度收入情况如下：

金额单位：万元

主要产品/项目	2024年 10月	2024年 11月	2024年 12月	10-12月 实现数	10-12月 预测数	差异率
水飞蓟宾葡甲胺片	1,518.92	1,828.21	1,318.02	4,665.15	3,981.96	17.16%
恩替卡韦分散片	72.00	143.05	66.88	281.92	351.48	-19.79%
苯磺酸氨氯地平片	301.44	384.87	189.02	875.33	814.75	7.44%
雷公藤多苷片	162.53	205.44	139.38	507.35	595.65	-14.82%
消癌平分散片	13.52	27.04	1.48	42.04	42.17	-0.31%
主要产品/项目	2025年 1月	2025年 2月	2025年 3月	1-3月 实现数	1-3月 预测数	差异率
水飞蓟宾葡甲胺片	2,162.68	577.26	1,648.67	4,388.61	4,311.17	1.80%
恩替卡韦分散片	149.82	57.51	108.75	316.08	359.59	-12.10%
苯磺酸氨氯地平片	538.47	167.42	233.05	938.94	889.59	5.55%
雷公藤多苷片	354.53	106.15	187.78	648.47	625.43	3.68%
消癌平分散片	9.71	2.75	7.41	19.87	44.28	-55.13%
主要产品/项目	2024年10-2025年3月 实现数合计		2024年10-2025年3月 预测数合计		差异率	
水飞蓟宾葡甲胺片	9,053.76		8,293.12		9.17%	
恩替卡韦分散片	598.00		711.07		-15.90%	
苯磺酸氨氯地平片	1,814.27		1,704.34		6.45%	
雷公藤多苷片	1,155.82		1,221.08		-5.34%	
消癌平分散片	61.91		86.46		-28.39%	
主要产品收入合计	12,683.76		12,016.07		5.56%	

注：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1-3月预测数采用全年度预测数÷4处理。

由上表可见：报告期后千金协力药业主要产品收入实现数与预测数差异较小，实现数合计大于预测数，评估收入预测合理。

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题之“二”之“(五) 标的公司预测期内主要产品收入增幅的确定依据及合理性”相关回复。

(二) 标的公司主要产品销售单价对比及差异

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/标准盒

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	预测期
缬沙坦胶 囊	集采品规	5.76	5.68	5.99	5.77	5.79	5.90	5.81-5.56
	非集采品规	22.80	17.95	16.36	18.84	19.82	18.01	19.09-19.47
马来酸依 那普利片	集采品规	12.55	12.52	12.51	12.55	12.54	12.55	12.54
	非集采品规	16.36	16.75	18.65	16.76	17.39	16.11	15.33-15.29
阿托伐他 汀钙片	集采品规	4.35	4.34	4.34	4.34	4.34	4.35	4.34-4.07
	非集采品规	10.69	8.20	8.91	8.38	7.20	7.20	7.32-7.19
盐酸地芬 尼多片	集采品规	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	8.22	8.33	8.19	8.11	8.42	8.28	7.54
酒石酸唑 吡坦片	集采品规	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	31.93	31.54	32.09	31.45	31.37	31.30	31.70
阿卡波糖 片	集采品规	9.03	8.99	8.91	9.03	8.93	8.96	8.98-8.52
	非集采品规	12.68	10.53	10.74	12.96	13.92	12.86	11.39-11.31
他达拉非 片	集采品规	24.39	24.82	24.48	24.20	24.67	24.23	22.15
	非集采品规	14.76	11.77	7.59	15.19	12.78	10.53	10.33
阿魏酸哌 嗪片	集采品规	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	23.96	23.84	23.49	24.21	23.65	23.52	23.71

注：1、以上所有品规销售单价的计算以集采品规定义为元/标准盒，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元/标准盒；2、集采品规系中标集采的品种规格，集采品规销售单价由集采渠道与非集采渠道合计销售收入与销量相比取得。

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/标准盒

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	预测期
水飞蓟宾 葡甲胺片	集采品规	25.21	25.13	25.06	25.50	24.44	25.43	24.57
	非集采品规	25.76	24.99	22.52	25.57	24.71	25.61	23.86-23.72
恩替卡韦 分散片	集采品规	4.63	9.46	9.90	8.50	8.13	11.22	11.50
	非集采品规	9.42	10.69	10.54	11.84	6.76	9.65	16.65-13.46
苯磺酸氨 氯地平片	集采品规	3.95	3.85	4.65	3.91	3.65	3.81	4.19
	非集采品规	4.42	4.23	3.73	3.78	3.16	3.69	3.89
雷公藤多 苷片	集采品规	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	19.01	19.07	19.34	19.62	19.41	18.46	19.58
消癌平分 散片	集采品规	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	67.19	67.11	67.06	66.44	64.79	65.04	65.14

注：1、以上所有品规销售单价的计算以集采品规规格定义为元/标准盒，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元/标准盒；2、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。

（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、千金湘江药业产品 A

产品 A 属于 ARB 类药物品种，同类药品包括氯沙坦、厄贝沙坦、替米沙坦，氯沙坦和厄贝沙坦已入集采多年，价格降至 0.1-0.3 元/片，成为产品 A 的价格锚定参照；而替米沙坦因部分厂商退出，2023 年价格出现小幅回升，反映了供给端波动对价格的影响。由此可见，产品 A 作为非独家品种，长期价格趋势将向其他 ARB 类靠拢，且降幅趋缓，但短期也可能因原料药差异存在韧性。

药品价格的调控政策的影响主要反映在集采品种的价格降幅，目前第七批集采中产品 A80mg 中标价降至 0.18 元/片，千金湘江药业参与的河南十三省（区、兵团）联盟及广东联盟药品集中带量采购中标价更是降至 0.16 元/片。但随着价格下降的同时也带来了量的提升，千金湘江药业 2024 年新一轮的集采中标数量超过上一轮中标数量 50%以上。

产品 A 集采中标企业除千金湘江药业以外，还有浙江华海药业股份有限公

司、常州四药制药有限公司、天大药业(珠海)有限公司等公司，价格基本持平，符合集采“低价竞争”逻辑，中标药企们严格按约定价格和供应量执行，且通过规模化生产、优化工艺、供应链管理等途径降低成本，保证利润。而未纳入集采的规格或包装差异化的产品定价较高主要流向零售药店或线上平台，厂家们通过差异化包装或服务（如慢病管理）来提升产品溢价。

国内产品 A 原料药产能较充足，原材料市场价格基本稳定，而千金湘药业凭借量大、竞价、信誉良好、账期短等优势，原材料 A 报告期采购价格呈下降趋势，自 2022 年 790.83 元/千克，到 2023 年 649.29 元/千克，到 2024 年 1-9 月 483.85 元/千克，降幅明显。

综合以上，集采大幅度降低了产品 A 销售单价，但降幅放缓，中选企业纷纷降本增效，降价的同时销量提升明显，产品 A 整体销售规模不会因集采的影响而下降，所以预测期内该产品集采品规销售单价考虑下降调整，销量以及单位成本与单价保持匹配。见下表：

项目/年度	2024 年 10-12 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
集采品规销售单价	5.81	5.81	5.68	5.68	5.56	5.56
集采品规销售数量	463.30	1,783.72	1,890.74	1,985.28	2,084.55	2,147.08
集采品规销售收入	2,693.04	10,368.19	10,748.50	11,285.92	11,589.52	11,937.20
集采品规收入增长率	19.93%	6.31%	5.19%	4.41%	4.19%	2.72%
集采品规单位成本	3.32	3.32	3.25	3.25	3.18	3.18
集采品规销售成本	2,038.64	8,062.97	8,349.98	8,723.03	8,945.52	9,190.70
集采品规销售毛利	1,153.08	4,439.34	4,602.17	4,832.28	4,962.27	5,111.14
集采品规毛利率	42.82%	42.82%	42.82%	42.82%	42.82%	42.82%
标的公司整体评估值	124,670.00					

此外，对千金湘江药业集采品规“产品 C10mg×28 片/盒、产品 E50mg×60 片/盒”进行了类似调整。

2、千金协力药业产品 A

产品 A 的竞品包括水飞蓟素胶囊、复方甘草酸苷片等。

当前竞品市场均价约为 1.5-3 元/片（如规格 50mg），中成药护肝片价格则更低。竞品价格若受集采或产能过剩驱动持续降价，产品 A 可能承压。若该药

在生物利用度或临床效果上显著优于竞品，或能维持溢价。

目前产品 A 尚未纳入国家集采目录，只有少量省份开展了省采，药品价格的调控政策对该药品的价格影响暂不明显。

产品 A 是类独家品种，全国仅千金协力药业和福建广生堂拥有水飞蓟宾的**药品注册批件**，也仅这两家中标了部分省份集采，双方保持友好良性竞争局面。结合报告期后产品 A 销售单价也可以看出，无论是集采品种还是非集采品种，无论是集采前还是集采后，其价格均稳定在 24-25 元/盒，集采政策对该产品价格影响小。

产品 A 的主要原材料为原材料 A，原材料 A 的起始物料为农副产品水飞蓟籽，而该农副产品受气候、种植面积、国家政策的影响，所以价格有一定的波动。但随着公司采购量的增长以及采取年度招标竞价的采购模式，其整体价格是呈下降趋势的，从 2022 年的平均 1,047.66 元/千克，到 2023 年的平均 1,010.54 元/千克，到 2024 年的平均 943.7 元/千克，降幅明显。

综合以上，产品 A 销售单价较为稳定，集采对价格的影响较小，根据报告期单价趋势分析预测未来并保持不变具备合理性。

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占比进行分析，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分直接摊到销售的各个产品的具体规格上，评估时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，评估时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、报告期内主要产品的毛利率水平

（1）千金湘江药业

主要产品		2022年	2023年	2024年 1-9月	报告期平 均毛利率	预测期平 均毛利率
缬沙坦胶囊	集采品规	23.52%	38.29%	42.85%	34.89%	42.82%
	非集采品规	71.12%	75.41%	72.98%	73.17%	73.05%
马来酸依那普利片	集采品规	82.65%	82.89%	80.77%	81.83%	80.78%
	非集采品规	83.79%	84.92%	80.69%	83.13%	82.43%
阿托伐他汀钙片	集采品规	33.23%	51.41%	60.96%	48.53%	61.05%
	非集采品规	73.85%	77.75%	67.26%	72.95%	66.62%

盐酸地芬尼多片	集采品规	/	/	/	/	/
	非集采品规	86.86%	87.76%	82.61%	85.74%	84.82%
酒石酸唑吡坦片	集采品规	/	/	/	/	/
	非集采品规	85.96%	87.89%	86.90%	86.92%	86.77%
阿卡波糖片	集采品规	-5.67%	14.93%	27.06%	12.11%	27.03%
	非集采品规	43.14%	43.50%	25.03%	37.23%	28.80%
他达拉非片	集采品规	91.25%	92.42%	90.29%	91.32%	90.47%
	非集采品规	79.59%	84.77%	79.36%	81.24%	78.67%
阿魏酸哌嗪片	集采品规	/	/	/	/	/
	非集采品规	90.09%	88.09%	81.61%	86.60%	81.65%

(2) 千金协力药业

主要产品		2022年	2023年	2024年 1-9月	报告期平 均毛利率	预测期平 均毛利率
水飞蓟宾葡甲胺片	集采品规			82.29%	82.29%	82.29%
	非集采品规	81.07%	81.01%	80.03%	80.70%	79.95%
苯磺酸氨氯地平片	集采品规	72.75%	75.63%	79.23%	75.87%	79.23%
	非集采品规	65.44%	71.67%	79.26%	72.12%	77.93%
雷公藤多苷片	集采品规	/	/	/	/	/
	非集采品规	71.07%	73.83%	75.46%	73.45%	75.46%
恩替卡韦分散片	集采品规	83.51%	82.71%	83.44%	83.22%	83.44%
	非集采品规	82.18%	83.92%	86.72%	84.27%	86.85%
消癌平分散片	集采品规	/	/	/	/	/
	非集采品规	91.40%	90.27%	87.32%	89.67%	89.66%

注：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，此处集采品规的毛利率系该品规集采渠道和零售渠道平均毛利率。

由上表可以看出，两家标的公司除个别产品毛利率变动幅度较大以外，大部分产品整体毛利率较稳定。

2、以下分别选取两家标的公司销售额最大的品种进行举例分析

(1) 报告期内缬沙坦胶囊非集采品规毛利率维持在 71.12%-75.41%区间，相对较为稳定；而集采品规缬沙坦胶囊 80mg×36 粒自纳入集采品规后，随着销售数量的提高，分摊的制造费用降低，成本率下降，毛利率逐年提升。

缬沙坦胶囊是一种常用的心血管类用药，2023 年样本医院销售额约 10 亿元（米内网数据），零售+基层市场占比约 30%-40%；受集采影响，价格大幅下降，

但销量增长显著，未中选集采企业市场份额急剧萎缩，部分退出市场，尚存的企业也需通过规模化或产业链整合降本增效；截至 2024 年，国内通过一致性评价的缬沙坦胶囊企业超 15 家，竞争激烈；国内缬沙坦原料药产能充足，原材料价格基本稳定；中国高血压患者约 3 亿人，ARB 类药物占降压药市场的 30%+（缬沙坦为 ARB 中主要品规之一）且高血压患者需长期用药，缬沙坦胶囊从长期看依然具有市场潜力。

千金湘江药业生产的缬沙坦胶囊于 2020 年 4 月通过一致性评价，2020 年 9 月进入集采，2023 年市场份额占比约 9.2%，尤其在湖南等区域凭借本地渠道优势占据更强市场份额，借助上市公司“千金药业”品牌效应，患者对产品信任度、依赖度高。

基于以上分析，集采虽然大幅度降低了产品的销售单价，但随着集采销售规模的大幅提高，产品单位成本下降，公司利润反而得到提升。本次评估结合产品最新集采情况、毛利率变动趋势及原材料供应、市场环境等，以 36 粒/盒的集采品规最新集采价格进行预测，并结合历史单价降幅考虑一定比例下降，同时预计未来毛利率水平与基准日期间基本保持一致。

（2）报告期内水飞蓟宾葡甲胺片整体毛利率较稳定，集采品规加入集采后毛利率略高于集采前，集采对水飞蓟宾葡甲胺片毛利率的影响小。

水飞蓟宾葡甲胺片是临床常用的肝病辅助治疗药物，近年来，随着肝病患者增多和健康意识提升，该药物市场呈现稳定增长趋势。2023 年样本医院销售额约 8-10 亿元（米内网数据），零售市场占比约 40%-50%，由于肝病用药需求稳定（中国脂肪肝患者超 2 亿，乙肝携带者约 7000 万），市场年增长率约 5%-8%；国产仿制药通过医保和渠道优势主打医院市场，随着脂肪肝患者自我药疗需求上升，基层医疗机构（如县级医院）和药店成为新的增长重点；水飞蓟宾葡甲胺片的主要原材料为水飞蓟宾，水飞蓟宾的起始物料为农副产品水飞蓟籽，而该农副产品受气候、种植面积、国家政策的影响，价格有一定的波动；中国肝病患者庞大（乙肝+脂肪肝+酒精肝超 3 亿人），但水飞蓟宾作为辅助用药，渗透率仍有提升空间。

千金协力药业生产的水飞蓟宾属于类独家品规，核心竞争力强（目前全国只

有两家企业有水飞蓟宾的药品注册批件，千金协力和广生堂），2023年市场份额占比约41.03%；虽然原料价格波动，但随着千金协力药业采购量的增长以及采取年度招标竞价的采购模式，整体价格是呈下降趋势，且评估基准日区间采购价基本已达到最低的合理价格。

基于以上分析，本次评估结合产品历史毛利率水平及市场环境、政策变化，考虑预测期毛利率水平基本维持历史水平。

（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未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	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%

（2）千金协力药业

项目	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%

(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 年整体情况进行比较。

由上表，千金湘江药业预测期销售费用率基本与 2023-2024 年水平接近，较 2022 年有所下降，主要原因是随着公司集采品种增多，集采销售占比呈上升趋势，集采的不断深入使医院开发及市场维护的效率提升，市场推广和促销费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，预测期销售费用率预测具有合理性。千金湘江药业预测期研发费用率基本与 2023-2024 年水平接近，较 2022 年有所上升，主要原因是在总部战略规划指导下，公司不断加大研发投入，大力推进新品立项与研发，研发费用率上升明显，2024 年新增立项 29 个，达到最高峰，预测期随着在研项目的推进，研发投入将逐步趋于稳定。管理费用率水平预测期与报告期比较相对稳定。

千金协力药业预测期期间费用率平均水平高于报告期，主要原因是研发费用增幅明显导致，千金协力药业无论在销售规模还是产品种类上均小于千金湘江药业，同样在总部战略规划指导下，每年投入 2000 万元以上进行新品种研发，造成了研发费用率的大幅提升。

(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
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	11,762.14
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= $(11,762.14/8,078.34)^{(1/7)}-1=5.51\%$ 。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3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3月		
	实际数	预测数	差异率

营业收入	39,167.69	36,415.75	7.56%
毛利率	65.83%	63.56%	3.57%
毛利额	25,785.46	23,145.54	11.41%
净利润	6,037.65	5,960.34	1.30%

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。其中，营业收入、毛利率、毛利额实际数均高于预测数，净利润实际数略低于预测数，整体差异率小。

(二) 报告期后（2024年10月-2025年3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	5.81	5.81	995.77	909.23	5,788.09	5,285.09	50.76%	42.82%
	非集采品规	18.92	19.29	258.54	198.01	4,890.21	3,818.94	81.52%	72.97%
产品B	集采品规	12.54	12.54	135.40	143.24	1,697.46	1,795.71	88.06%	80.78%
	非集采品规	16.89	15.32	75.92	71.07	1,282.40	1,088.79	88.89%	82.45%
产品C	集采品规	4.34	4.34	619.27	647.00	2,689.56	2,809.99	60.22%	61.05%
	非集采品规	8.26	7.29	21.46	26.46	177.26	193.01	74.64%	66.69%
产品D	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	8.25	7.50	432.34	457.84	3,564.93	3,435.97	88.02%	84.88%
产品F	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	31.57	31.69	88.69	73.03	2,799.85	2,314.70	96.97%	86.83%
产品E	集采品规	8.98	8.98	277.42	257.94	2,491.85	2,316.88	34.30%	27.03%
	非集采品规	12.07	11.38	26.96	26.41	325.39	300.65	53.04%	29.16%
产品G	集采品规	24.39	22.15	116.34	112.44	2,837.78	2,490.54	95.22%	90.47%
	非集采品规	11.36	10.33	27.36	12.96	310.96	133.94	84.34%	78.67%
产品H	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品	23.87	23.71	91.30	99.29	2,179.61	2,354.06	92.10%	81.64%

	规								
主要产品合计				34,022.92	32,529.13	31,035.35	28,338.27		

注：1、以上所有品规销售单价的计算以集采品规规格定义为元/标准盒，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元/标准盒；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1-3月预测数采用全年度预测数÷4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3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3月		
	实际数	预测数	差异率
营业收入	13,489.45	12,415.75	8.65%
毛利率	81.99%	80.05%	2.42%
毛利额	11,059.79	9,939.29	11.27%
净利润	1,185.72	1,212.04	-2.17%

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。其中，营业收入、毛利率、毛利额实际数均高于预测数，净利润实际数略低于预测数，整体差异率小。

（四）报告期后（2024年10月-2025年3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	25.22	24.57	159.87	188.36	4,032.25	4,627.44	84.12%	82.29%

	非集采品规	25.01	23.82	200.78	153.92	5,021.51	3,665.68	83.20%	79.97%
产品B	集采品规	8.59	11.50	21.31	18.80	183.15	216.15	81.95%	83.44%
	非集采品规	10.27	15.33	40.40	32.28	414.85	494.92	84.43%	87.62%
产品C	集采品规	3.92	4.19	227.32	259.28	892.00	1,087.56	79.69%	79.23%
	非集采品规	3.88	3.89	237.57	158.66	922.27	616.78	81.30%	77.91%
产品D	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	19.19	19.58	60.25	62.37	1,155.82	1,221.08	76.25%	75.46%
产品E	集采品规	/	/	/	/	/	/	/	/
	非集采品规	66.66	65.14	0.93	1.33	61.91	86.46	86.44%	89.66%
合计				948.43	875.00	12,683.76	12,016.07		

注：1、以上所有品规销售单价的计算以集采品规规格定义为元/标准盒，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元/标准盒；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1-3月预测数采用全年度预测数÷4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，剔除10月份影响，仅考虑11月和12月的情况下，销售单价为9.66元/盒；此外2024年以来为集采销量占比显著升高，由2023年的8.55%增加到了16.23%，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。

九、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、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来

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低于折旧摊销。

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：荷塘路金龙东路 1 号），其评估价值为 5,879.65 万元，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，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。该数值是通过通过对 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

《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回复报告》
之专项核查意见

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
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

《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回复报告》
之专项核查意见

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
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，且成果转化较快，股权评估时点下较商誉评估时点下研发进度发展更快，公司可预见的研发项目支出归集及核算可靠性更高，预测净利润率更贴近公司实际情况。

（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、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、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。

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）收购瀚晖制药有限公司49%股权	收益法中的收入分成法	21.65%	重组报告书未披露		
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

本次评估采用企业全部资本加权平均成本（WACC）倒推法估算无形资产折现率。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），在其他因素不变的情况下，无形资产折现率一般也应呈下降趋势。

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
千金湘江药业	株国用(2015)第A0298号	荷塘区金龙路与金塘大道交界处	工业用地	国有出让	92,528.81	抵押

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(m ²)	他项权利
1	千金湘江药业	湘(2024)株洲市不动产权第5037720号	荷塘路金龙东路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	荷塘路金龙东路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	荷塘路金龙东路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	荷塘路金龙东路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、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、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。

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

（三）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日计提的销售费用参照千金协力药业计提方法进行模拟测算，测算后千金湘江药业需要计提金额为4,398.07万元，千金湘江药业实际计提金额为4,172.36万元，差异率为5.41%，差异较小。

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，%

项目	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
数额	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

评估师回复：

（一）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

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

单位：万元

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	2,625.99
占研发费用比	0.21%	27.52%	46.19%	42.94%	48.29%	48.05%	45.20%	43.17%

（2）千金协力药业

单位：万元

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，标的公司前期研发已经逐步形成了成果，预计后续委外研发费用占比将有所下降。

(二) 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

(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

标的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，而预测期关于研发费用的预测主要结合历史费用情况及各项目费用的变动趋势进行，未来预测已经考虑了会计估计变更的影响。此外，结合上表，执行新的会计估计后，两家标的公司研发费用化金额降低，而评估预测基于“随着研发进度推进，前期研发已经逐步形成成果，未来需要的研发投入不会一直保持2023年、2024年高位”的考虑，预测期研发费用率也呈下降趋势，与标的公司实际情况相符。

九、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) 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、本次评估预测已经考虑了会计估计变更的影响。

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；

（二）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

因叶胜利与薛峰、王雪洪签订《股份代持解除协议》时，千金协力药业的审计评估工作尚未完成，故前述主体在协议中约定转让价格时主要系在参考千金协力药业当时净资产情况的基础上协商确定。为保证各方合法权益，前述主体在《股份代持解除协议》中同时设置了价格调整条款，明确被代持股权的实际转让价格为该股权的评估价值。

综上，薛峰、王雪洪被代持股权的实际转让价格与评估价值不存在差异。

五、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、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：

薛峰、王雪洪被代持股份实际转让价格与评估价值一致，价格调整条款触发不影响标的公司评估价值。

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，与评估报告销量预测加总数一致（直接产品不同规格销量简单加和，未进行标准盒换算），具体如下：

（一）千金湘江药业营业收入分析预测表

单位：万元

项目/年度		2024年 10-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
缬沙坦胶囊	收入	4,403.02	17,820.78	18,430.42	19,187.77	19,654.46	20,160.32
	平均单价（元/盒）	7.03	7.08	6.96	6.94	6.82	6.81
	销量（万盒）	626.66	2,517.85	2,648.46	2,765.38	2,881.38	2,959.85
马来酸依那普利片	收入	1,399.22	5,659.17	6,031.13	6,325.57	6,586.82	6,760.51
	平均单价（元/盒）	9.96	9.91	9.96	10.00	10.03	10.04
	销量（万盒）	140.43	570.75	605.22	632.70	656.80	673.36
阿托伐他汀钙片	收入	1,462.19	5,892.99	6,366.12	6,972.78	7,279.86	7,631.57
	平均单价（元/盒）	4.24	4.24	4.11	4.11	3.99	3.99
	销量（万盒）	344.54	1,389.44	1,548.03	1,696.09	1,826.22	1,914.56
盐酸地芬尼多片	收入	1,653.28	6,546.65	7,007.27	7,413.58	7,696.41	7,914.38
	平均单价（元/盒）	6.84	6.85	6.85	6.86	6.86	6.86
	销量（万盒）	241.61	955.71	1,022.30	1,081.05	1,121.72	1,152.88

项目/年度		2024年 10-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
酒石酸唑吡坦片	收入	1,086.75	4,636.81	5,048.43	5,397.64	5,687.71	5,937.30
	平均单价（元/盒）	17.39	17.36	17.28	17.21	17.16	17.12
	销量（万盒）	62.49	267.15	292.15	313.71	331.42	346.84
阿卡波糖片	收入	1,219.82	5,400.26	6,003.61	6,561.39	6,886.36	7,210.85
	平均单价（元/盒）	8.51	8.53	8.35	8.36	8.17	8.18
	销量（万盒）	143.38	633.22	719.06	784.87	842.67	881.85
他达拉非片	收入	1,226.39	5,263.77	5,784.71	6,241.62	6,613.00	6,937.12
	平均单价（元/盒）	18.91	18.85	18.89	18.93	18.95	18.99
	销量（万盒）	64.87	279.25	306.24	329.73	348.98	365.31
阿魏酸哌嗪片	收入	1,137.04	4,582.76	4,768.69	4,897.71	4,996.06	5,095.99
	平均单价（元/盒）	13.78	13.80	13.76	13.74	13.74	13.74
	销量（万盒）	82.53	331.98	346.67	356.48	363.65	370.93
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		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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、销量未换算成标准盒，仅对各产品各规格销量做简单相加；2、平均单价系收入除以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

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	收入	3,981.96	17,244.68	18,173.67	18,930.20	19,547.87	20,056.86
	平均单价（元/盒）	24.35	24.49	24.54	24.58	24.61	24.62
	销量（万盒）	163.51	704.17	740.48	770.03	794.34	814.56
恩替卡韦分散片	收入	351.48	1,438.37	1,510.28	1,566.49	1,622.48	1,675.89
	平均单价（元/盒）	10.01	9.75	9.77	9.79	9.80	9.81
	销量（万盒）	35.12	147.47	154.59	160.09	165.55	170.75
苯磺酸氨氯地平片	收入	814.75	3,558.37	3,816.48	4,005.27	4,177.11	4,260.66
	平均单价（元/盒）	4.41	4.41	4.41	4.42	4.41	4.41
	销量（万盒）	184.78	806.27	864.86	906.73	946.25	965.17

项目/年度		2024年 10-12月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
雷公藤多苷片	收入	595.65	2,501.72	2,626.81	2,705.61	2,786.78	2,842.52
	平均单价（元/盒）	14.41	14.41	14.41	14.41	14.41	14.41
	销量（万盒）	41.34	173.61	182.29	187.76	193.39	197.26
消癌平分散片	收入	42.17	177.13	182.45	187.92	191.68	195.51
	平均单价（元/盒）	65.14	65.14	65.14	65.14	65.14	65.14
	销量（万盒）	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、销量未换算成标准盒，仅对各产品各规格销量做简单相加；2、平均单价系收入除以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回复报告之专项核查意见》之签章页）

资产评估师：

张晓

肖毅

北京坤元至诚资产评估有限公司

年 月 日