

中水致远资产评估有限公司

关于

《关于山东科源制药股份有限公司发行股份购买资产
并募集配套资金申请的审核问询函》回复之

核查意见

中水致远资产评估有限公司

二〇二五年八月

目 录

问题七、关于评估.....	3
问题十五、关于业绩承诺.....	62

**《关于山东科源制药股份有限公司发行股份购买资产并募集
配套资金申请的审核问询函》**

（审核函〔2025〕030007号）

资产评估相关问题的答复

深圳证券交易所：

根据贵所上市审核中心2025年7月10日下发的《关于山东科源制药股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的审核问询函》（审核函〔2025〕030007号）的要求，中水致远资产评估有限公司质量审核部组织评估项目组对问询函问题进行了认真的研究和分析，并就资产评估相关问题出具了本答复。现将具体情况汇报如下：

问题七、关于评估

申请文件显示：（1）本次交易采用资产基础法结果，标的资产 100%股权评估值为 36.01 亿元，评估增值率 60.54%。（2）资产基础法下，标的资产持有的北京联馨 24%股权采用市场法进行评估，可比公司选取同仁堂等 4 家上市公司计算修正后价值乘数，评估增值率为 191.44%。（3）存货中库存商品评估增值率 37.65%，发出商品评估增值率 18.14%，主要系评估中考虑适当数额的税后净利润及未实现的产品毛利。（4）其他无形资产账面价值 0.15 亿元，评估值 5.33 亿元，评估增值率为 3453.33%，其中麝香酮无形资产组使用预期收益法评估，报告期内麝香酮实际毛利率分别为 89.31%、87.74%，预测期平均毛利率为 89.17%，高于实际水平，采用综合评价法选取风险系数的取值系数，风险报酬率为 12.92%。（5）经收益法评估，标的资产股东全部权益价值为 33.16 亿元。收益法评估中，预计标的资产 2025 年期间费用总额 4.69 亿元，较 2024 年低 1.14 亿元。

请上市公司补充说明：（1）北京联馨与同仁堂等上市公司生产规模、经营状况、利润水平是否存在重大差异，评估中修正后价值乘数、缺乏流动性折扣率的确定依据，与可比案例是否存在重大差异，评估增值的原因及合理性。（2）结合发出商品退回及调回情况，存货评估参数的选取依据及珍贵特殊存货的评估过程，说明存货评估增值率较高的原因及合理性。（3）结合对麝香酮无形资产组预期收益法评估过程，包括但不限于未来收益额、技术收入分成率、技术衰减率等主要参数取值依据、风险报酬率取值等，说明专利权无形资产组的评估依据及合理性。（4）收益法评估中预测期间费用的过程及依据，低于 2024 年的合理性，是否存在低估期间费用以抬高估值的情形。收益法评估结果是否公允。（5）结合标的资产报告期内盈利波动情况、未来年度业绩稳定的可行性、所处行业周期及终端需求变动预期、行业竞争格局及技术更替等情况，说明在资产基础法评估值高于收益法评估值的情况下，标的资产是否存在经营性资产减值的风险，本次评估定价是否公允。

请独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

【回复】

一、北京联馨与同仁堂等上市公司生产规模、经营状况、利润水平是否存在重大差异，评估中修正后价值乘数、缺乏流动性折扣率的确定依据，与可比案例是否存在重大差异，评估增值的原因及合理性

（一）北京联馨与同仁堂等上市公司生产规模、经营状况、利润水平是否存在重大差异

1、相较于同仁堂等大型综合医药公司，北京联馨作为人工麝香产业化承担主体，经营规模相对较小

北京联馨与可比公司同仁堂、达仁堂、片仔癀均涉及中成药产业链的制造环节，主营业务均涉及国家中药保密品种的研发、生产及销售，且北京联馨主要产品人工麝香为可比公司部分产品的核心原料，其主营业务及经营模式相似。

相较于同仁堂等可比上市公司，北京联馨经营规模相对较小，主要系北京联馨设立背景为经原卫生部、国家中医药管理局批准，由中国药材公司、中国医学科学院药物研究所、山东济南中药厂（标的公司前身）、上海市药材有限公司四家人工麝香研究单位于 1999 年联合发起设立，主要从事人工麝香生产，为全国唯一具有人工麝香生产批件的企业，专注于独家品种人工麝香；而可比公司为知名中成药企业，整体经营规模、盈利能力均强于北京联馨。

单位：万元

公司名称	2024年末总资产	2024年末净资产	2024年收入	2024年毛利	2024年净利润	主营业务
同仁堂 (600085.SH)	3,119,752.40	2,090,100.09	1,859,728.16	817,616.05	228,033.75	同仁堂主营业务为中成药的生产与销售，拥有包括中药材种植、中药材加工、中成药研发、中成药生产、医药物流配送、药品批发和零售在内的完整产业链条，常年生产的中成药超过400个品规，产品剂型丰富，覆盖内科、外科、妇科、儿科等类别，主要产品包括安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、六味地黄丸，金匱肾气等，属于综合型中药龙头企业。
达仁堂	1,076,862.50	784,993.63	730,673.61	352,072.10	221,521.85	达仁堂主营业务为医药大

公司名称	2024年末总资产	2024年末净资产	2024年收入	2024年毛利	2024年净利润	主营业务
(600329.SH)						健康产业链、产品链、人才链，业务涵盖中药材、中成药、化学原料及制剂、营养保健品的研发制造及医药商业和药品零售等，以速效救心丸为核心产品，年销超5000万盒，同时布局多个中药品种，为心脑血管领域龙头企业。
片仔癀 (600436.SH)	1,753,966.17	1,483,873.70	1,078,786.31	461,022.03	299,552.66	片仔癀主营业务为医药制造业、医药流通业及化妆品业等。公司的主要产品是肝病用药、心脑血管用药、其他用药，其以片仔癀锭剂为核心，拥有“林麝养殖-麝香提取-药品生产”全产业链，属于高端中药单品型企业。
北京联馨	177,158.00	144,484.52	108,274.79	34,468.47	20,303.16	北京联馨主营业务以人工麝香的生产与销售为核心，人工麝香是一种由国家保密的中药一类新药，作为濒危动物药材麝香的替代品，被广泛应用于中成药的生产中，其产品主要聚焦人工麝香于单一品类，属于细分领域专精特新企业。

2、本次对北京联馨的市场法评估中，已通过公司规模财务指标对规模差异进行修正

对北京联馨采用市场法评估过程中，通过选取成长能力和盈利能力财务指标对其经营状况与利润水平差异进行修正，从而可以消除经营状况与利润水平差异的影响。北京联馨与同仁堂等可比上市公司 2024 年经营状况与利润水平均存在一定差异，由于北京联馨核心收入来源为人工麝香，主要客户为中药制剂企业（如片仔癀、安宫牛黄丸生产企业），经营模式以“原料药供应”为主，其经营状况依赖单一原料药产品，而可比公司通过全产业链或多元化布局分散风险，经营稳定性更强；同时，北京联馨的利润水平受原材料价格与下游需求影响较大，而可比公司通过品牌溢价等方式维持更高的盈利水平。

分析如下：

证券代码	证券名称/单位名称	收入增长率	利润增长率	销售毛利率	销售净利率
600085.SH	同仁堂	4.12%	-11.73%	43.96%	12.26%
600329.SH	达仁堂	-11.14%	128.68%	48.18%	30.31%
600436.SH	片仔癀	7.25%	5.06%	42.74%	27.77%
-	北京联馨	-16.03%	-30.29%	31.83%	18.75%

（二）评估中修正后价值乘数、缺乏流动性折扣率的确定依据，与可比案例是否存在重大差异

1、评估中修正后价值乘数的确定依据

本次市场法评估计算了可比公司的息税折旧摊销前利润（EBITDA）价值比率乘数，但由于可比公司和被评估单位存在生产规模、经营状况及利润水平等方面的差异，因此需要对可比公司的上述价值比率乘数进行适当修正。

（1）修正模型

本次评估采用各类财务指标对所选取的价值比率乘数进行修正，具体修正公式如下：

被评估单位的价值比率乘数=可比公司的价值比率乘数×修正系数

修正系数=∏影响因素 Ai 的调整系数

影响因素 Ai 的调整系数=被评估单位系数/可比公司系数

（2）价值比率乘数修正

①修正因素的确定

参考《企业绩效评价标准值（2024）》分别从公司规模、盈利能力、资产质量、债务风险和经营增长状况等方面对被评估单位和可比公司进行分析，如下表所示：

项目	内容	北京联馨	同仁堂	达仁堂	片仔癀
公司规模	每股总资产（元）	29.52	18.36	8.46	11.85
	每股净资产（元）	24.08	11.42	4.95	6.76
盈利能力状况	EBITDA率	24.13%	16.65%	13.19%	33.36%
	净资产收益率	18.08%	13.87%	18.23%	54.22%

项目	内容	北京联馨	同仁堂	达仁堂	片仔癀
	总资产报酬率	12.78%	10.67%	12.88%	43.90%
	盈余现金保障倍数	1.15	0.35	1.33	0.38
运营能力 状况	总资产周转率（次）	0.61	0.74	1.12	1.35
	流动资产周转率(次)	0.79	1.73	1.11	0.69
	存货周转率（次）	0.66	0.97	2.94	1.32
	两金占流动资产比重	95.68%	44.50%	30.90%	33.81%
发展能力 状况	营业收入增长率	-16.03%	4.12%	-11.14%	8.45%
	资本保值增长率	102.06%	118.07%	77.67%	134.95%
	利润总额增长率	-30.82%	-15.10%	-6.16%	8.35%
	研发投入强度	4.99%	1.45%	2.22%	1.81%
偿债能力 状况	资产负债率	18.43%	37.80%	41.52%	31.89%
	速动比率	0.18	1.71	1.89	3.64
	现金流动负债比率	37.06%	10.02%	32.81%	36.36%
	有息负债率	0.00%	26.13%	0.80%	40.22%

②调整系数的确定

参考 2024 年中药材及中成药加工行业主要财务指标绩效标准值，建立本次市场法评估的调整评价体系，将纳入评价的财务指标按照区间分为差、较差、较低、中等、良好以及优秀六个评价等级区间。

将被评估单位和可比公司的各财务指标评价基准值分别设定为 100，然后根据被评估单位和可比公司测算得到的财务指标数值与绩效标准值进行比较评价打分，确定相应财务指标落入的评价等级区间，不同评价等级区间对应的评价打分标准如下：

评分标准	评价等级	评分
大于或等于绩效评价优秀值	优秀	110
介于绩效评价良好值和优秀值之间	良好	108
介于绩效评价中等值和良好值之间	中等	106
介于绩效评价较低值和中等值之间	较低	104
介于绩效评价较差值和较低值之间	较差	102
小于或等于绩效评价较差值	差	100

根据上述对调整因素的描述及调整系数确定方法，各影响因素调整系数详见

下表:

项目	内容	北京联馨	同仁堂	达仁堂	片仔癀
公司规模	每股总资产	优秀	良好	中等	中等
	每股净资产	优秀	中等	较低	中等
盈利能力状况	EBITDA 率	优秀	良好	良好	优秀
	净资产收益率	优秀	良好	优秀	优秀
	总资产报酬率	优秀	优秀	优秀	优秀
	盈余现金保障倍数	中等	较差	中等	较低
运营能力状况	总资产周转率（次）	中等	良好	优秀	优秀
	流动资产周转率（次）	较低	优秀	中等	较低
	存货周转率（次）	差	差	中等	较低
	两金占流动资产比重	差	中等	优秀	良好
发展能力状况	营业收入增长率	差	较低	差	较低
	资本保值增长率	较低	良好	差	优秀
	利润总额增长率	差	差	较差	较低
	研发投入强度	优秀	差	较差	较差
偿债能力状况	资产负债率	优秀	优秀	优秀	优秀
	速动比率	差	优秀	优秀	优秀
	现金流动负债比率	优秀	较低	优秀	优秀
	有息负债率	优秀	中等	中等	较低

续表:

项目	内容	北京联馨	同仁堂	达仁堂	片仔癀
公司规模	每股总资产	110	108	106	106
	每股净资产	110	106	104	106
盈利能力状况	EBITDA 率	110	108	108	110
	净资产收益率	110	108	110	110
	总资产报酬率	110	110	110	110
	盈余现金保障倍数	106	102	106	104
运营能力状况	总资产周转率（次）	106	108	110	110
	流动资产周转率（次）	104	110	106	104
	存货周转率（次）	100	100	106	104

项目	内容	北京联馨	同仁堂	达仁堂	片仔癀
	两金占流动资产比重	100	106	110	108
发展能力 状况	营业收入增长率	100	104	100	104
	资本保值增长率	104	108	100	110
	利润总额增长率	100	100	102	104
	研发投入强度	110	100	102	102
偿债能力 状况	资产负债率	110	110	110	110
	速动比率	100	110	110	110
	现金流动负债比率	110	104	110	110
	有息负债率	110	106	106	104

③修正系数调整表

各个财务指标的修正系数=被评估单位得分/可比公司得分，最终对各个指标的修正系数进行乘数加权，各指标类别的权重均为 20%，进而最终得出可比公司的价值乘数调整系数，具体调整表如下：

项目（权重）	内容	北京联馨	同仁堂	达仁堂	片仔癀
公司规模 （20%）	每股总资产	1.00	1.02	1.04	1.04
	每股净资产	1.00	1.04	1.06	1.04
盈利能力 状况 （20%）	EBITDA 率	1.00	1.02	1.02	1.00
	净资产收益率	1.00	1.02	1.00	1.00
	总资产报酬率	1.00	1.00	1.00	1.00
	盈余现金保障倍数	1.00	1.04	1.00	1.02
运营能力 状况 （20%）	总资产周转率（次）	1.00	0.98	0.96	1.00
	流动资产周转率（次）	1.00	0.95	0.98	1.02
	存货周转率（次）	1.00	1.00	0.94	0.96
	两金占流动资产比重	1.00	0.94	0.91	0.93
发展能力 状况 （20%）	营业收入增长率	1.00	0.96	1.00	1.00
	资本保值增长率	1.00	0.96	1.04	1.00
	利润总额增长率	1.00	1.00	0.98	0.98
	研发投入强度	1.00	1.10	1.08	1.04
偿债能力	资产负债率	1.00	1.00	1.00	1.00

状况 (20%)	速动比率	1.00	0.91	0.91	1.00
	现金流动负债比率	1.00	1.06	1.00	0.91
	有息负债率	1.00	1.04	1.04	1.06
修正系数		1.00	1.01	0.99	0.98

④被评估单位修正后价值比率乘数

根据上述数据，被评估企业的价值乘数=可比公司的价值乘数×修正系数，得出被评估单位 EV/EBITDA 价值乘数如下表所示：

EV/EBITDA价值乘数			
可比公司	评估基准日价值乘数		
	修正前价值乘数	调整系数	修正后价值乘数
同仁堂	17.95	1.01	18.04
达仁堂	20.23	0.99	20.11
片仔癀	35.13	0.98	34.28
平均值	24.44	-	24.14

2、修正后的价值乘数与可比交易案例的对比情况

经查询近年来医疗健康行业采用市场法评估且最终选取的价值乘数为息税折旧摊销前利润（EBITDA）的案例，本次市场法评估计算的修正后 EV/EBITDA 价值乘数取值为 24.14，低于平均值，介于市场交易案例区间范围内，取值具有合理性和谨慎性。市场交易中修正后的 EV/EBITDA 价值乘数统计情况如下：

上市公司	交易标的	评估基准日	修正后的 EV/EBITDA
博雅生物	罗益生物 48.87%股权	2019/9/30	29.03
新开源	NKYUS100%股权	2021/6/30	27.27
皓元医药	药源药物 100%股权	2021/12/31	24.00
艾迪药业	南大药业 31.161%股权	2023/12/31	17.53
平均值			24.46
科源制药	宏济堂持有的北京联馨 24%股权	2024/12/31	24.14

3、缺乏流动性折扣率的确定依据

（1）缺少流通性对股权价值的影响

流通性定义为资产、股权、所有者权益以及股票等以最小的成本，通过转让或者销售方式转换为现金的能力。

缺少流通折扣定义为：在资产或权益价值基础上扣除一定数量或一定比例，以体现该资产或权益缺少流通性。

股权的自由流通性是对其价值有重要影响的。由于本次评估的企业是非上市公司，其股权不可以在股票交易市场上交易，这种不可流通性对其价值有一定影响。

流通性实际是资产、股权、所有者权益以及股票在转换为现金时其价值不发生损失的能力，缺少流通性就是资产、股权等在转换为现金时其价值发生一定损失。美国评估界在谈论缺少流通性时一般包含两个层面的含义：①对于控股股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少变现性”（Discount for Lack of Liquidity 或者 DLOL），即该股权在转换为现金的能力方面存在缺陷，也就是股权缺少流通折扣就是体现该股权在不减少其价值的前提下转换为现金的能力方面与具有流通性的股权相比其价值会出现的一个贬值；②对于少数股权，一般认为其缺少流通折扣实际主要表现在股权“缺少交易市场”（Discount for Lack of Marketability 或者 DLOM），即由于这类股权没有一个系统的有效的交易市场机制，使这些股权可以方便的交易，造成这类股权交易的活跃程度等方面受到制约，不能与股票市场上的股票交易一样具有系统的市场交易机制，因此这类股权的交易价值与股票市场上交易的股票相比存在一个交易价值的贬值。

一般认为不可流通股与流通股之间的价格差异主要由下列因素造成：①承担的风险。流通股的流通性很强，一旦发生风险后，流通股持有者可以迅速出售所持有股票，减少或避免风险。法人股持有者在遇到同样情况后，则不能迅速做出上述反应而遭受损失。②交易的活跃程度。流通股交易活跃，价格上升。法人股缺乏必要的交易人数，另外法人股一般数额较大，很多投资者缺乏经济实力参与法人股的交易，因而，与流通股相比，交易缺乏活跃，价格较低。

（2）缺少流通性对股权价值影响的定量研究

不可流通性影响股票价值这一事实是普遍存在的，目前国际上定量研究缺少流通折扣率的主要方式或途径主要包括以下几种：

限制性股票交易价格研究途径（Restricted Stock Studies）。该类研究途径的思路是通过研究存在转让限制性的股票的交易价与同一公司转让没有限制的股票的

交易价之间的差异来定量估算缺少流动性折扣。在美国的上市公司中，存在一种转让受到限制性股票，这些股票通常有一定的限制期，在限制期内不能进入股票市场交易，或者需要经过特别批准才能进场交易。但这些股票可以进行场外交易。

下面的表格是对上述限制股研究的一个总结：

序号	研究名称	覆盖年份	折扣率平均值(%)
1	SECOverallAverage	1966-1969	25.8
2	SECNon-reportingOTCCompanies	1966-1969	32.6
3	Gelman	1968-1970	33
4	Trout	1968-1972	33.5
5	Moroney		35.6
6	Maher	1969-1973	35.4
7	StandardResearchConsultants	1978-1982	45
8	WillametteManagementAssociates	1981-1984	31.2
9	SilberStudy	1981-1988	33.8
10	FMVStudy	1979-1992.4	23
11	FMVRestrictedStockStudy	1980-2001	22.1
12	ManagementPlanning,Inc.	1980-1995	27.7
13	BruceJohnson	1991-1995	20
14	ColumbiaFinancialAdvisors	1996-1997.2	21
15	ColumbiaFinancialAdvisors	1997.5-1998	13

从上述研究结论中可以看出利用上世纪 90 年代前限制期为 2 年的限制股交易价格研究缺少流通折扣率大约在 30%左右，利用 90 年代后的数据研究的结论则在 20%左右，这个差异主要是由于限制股的限制期由 2 年变为 1 年的原因。

IPO 前交易价格研究途径（Pre-IPO Studies）研究的思路是通过公司 IPO 前股权交易价格与后续上市后股票交易价格对比来研究缺少流通折扣率。根据美国证券市场的相关规定，公司在进行 IPO 时需要向美国证监会（SEC）报告公司前 2 年发生的所有股权交易情况，因此 IPO 前研究一般根据公司 IPO 前 2 年内发生的股权交易的价格与 IPO 后上市后的交易价格的差异来定量估算缺少流通折扣率。

IPO 前研究 RobertW.Baird&Company 的研究包含了 1980 年到 2000 年超过 4,000 个 IPO 项目以及 543 项满足条件的 IPO 前交易案例的数据，研究结果表明从

1980 年到 2000 年缺少流通折扣率的中位值和平均值分别为 47%和 46%。研究结果数据如下：

研究涵盖日期	IPO项目数量	符合条件的交易案例数量	折扣率平均值	折扣率中位值
1997-2000	1,847	266	50%	52%
1995-1997	732	84	43%	41%
1994-1995	318	45	45%	47%
1991-1993	443	49	45%	43%
1990-1992	266	30	34%	33%
1989-1990	157	17	46%	40%
1987-1989	98	21	43%	43%
1985-1986	130	19	43%	43%
1980-1981	97	12	59%	68%
1980-2000	4,088	543	46%	47%

另一个研究是 ValuationAdvisor 研究，该研究收集并编辑了大约 3,200 个 IPO 前交易的案例，并建立一个 IPO 前研究缺少流通折扣率的数据库。这个研究包括的数据主要是公司 IPO 前 2 年内普通股、可转换债券、优先股以及股票期权等的交易价格。1999 年到 2008 年的交易汇总表如下：

IPO前交易时间	1-90天	91-180天	181-270天	271-365天	1-2年
1999折扣率中位值	30.80%	53.90%	75.00%	76.90%	82.00%
2000折扣率中位值	28.70%	45.10%	61.50%	68.90%	76.60%
2001折扣率中位值	14.70%	33.20%	33.40%	52.10%	51.60%
2002折扣率中位值	6.20%	17.30%	21.90%	39.50%	55.00%
2003折扣率中位值	28.80%	22.30%	38.40%	39.70%	61.40%
2004折扣率中位值	16.70%	22.70%	40.00%	56.30%	57.90%
2005折扣率中位值	14.80%	26.10%	41.70%	46.10%	45.50%
2006折扣率中位值	20.70%	20.80%	40.20%	46.90%	57.20%
2007折扣率中位值	11.10%	29.40%	36.30%	47.50%	53.10%
2008折扣率中位值	20.30%	19.20%	45.80%	40.40%	49.30%

目前，美国一些评估分析人员相信 IPO 前研究缺少流通折扣率与限制股交易研究相比，对于非上市公司，可以提供更为可靠的缺少流通折扣率的数据。原因是 IPO 前的公司股权交易与实际评估中的非上市公司的股权交易情况更为接近，

因此按 IPO 前研究得出的缺少流通折扣率更为适合实际评估中的非上市公司的情
况。

（3）国内缺少流通折扣率的定量估算

缺少流通性的资产存在价值贬值这一规律在中国国内适用，国内的缺少流通
性折扣客观存在。借鉴国际上定量研究缺少流通折扣率的方式，本次评估结合国
内实际情况采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通
折扣率。采用非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折
扣率的基本思路是收集分析非上市公司并购案例的市盈率（P/E），然后与同期的
上市公司的市盈率（P/E）进行对比分析，通过上述两类 2024 年的非上市公司的
少数股权交易并购案例和截止于 2024 年末的上市公司市盈率数据，得到如下数据：

非上市公司并购市盈率与上市公司市盈率
比较估算非流动性折扣比率表（2024 年按行业）

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		非流动性 折扣比率
		样本点 数量	市盈率 平均值	样本点 数量	市盈率 平均值	
1	采掘业	17	17.55	63	24.26	27.67%
2	电力、热力、煤气、水的生产和 供应业	91	21.35	108	26.98	20.87%
3	房地产业	41	30.24	42	40.58	25.49%
4	建筑业	22	23.51	59	29.85	21.24%
5	交通运输、仓储业	39	16.87	95	23.13	27.05%
6	银行业	47	0.50	43	0.58	13.74%
7	证券、期货业	48	29.75	49	37.66	21.01%
8	其他金融业	86	26.47	16	35.41	25.24%
9	社会服务业	477	30.31	162	45.79	33.81%
10	农、林、牧、渔业	9	29.03	21	43.08	32.62%
11	批发和零售贸易	128	30.84	122	43.94	29.82%
12	信息技术业	72	43.95	195	63.32	30.59%
13	电子制造业	23	39.96	351	57.72	30.76%
14	机械、设备、仪表制造业	80	32.68	738	43.95	25.65%
15	金属、非金属制造业	31	26.66	221	36.36	26.67%
16	石油、化学、塑胶、塑料制造业	51	29.98	352	40.04	25.12%
17	食品、饮料制造业	16	26.51	137	37.91	30.07%

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		非流动性折扣比率
		样本点数量	市盈率平均值	样本点数量	市盈率平均值	
18	医药、生物制品制造业	10	24.50	210	39.08	37.31%
19	其他制造行业	20	26.09	147	35.97	27.46%
20	合计/平均值	1,308		3,131		26.96%

数据来源：Wind资讯、CVSource
通过以上数据的对比和分析，本次最终选医药、生物制品制造业 37.31%作为市场法评估的缺乏流动性折扣率。

4、缺乏流动性折扣率与可比交易案例的对比情况

经查询近年来医疗健康行业采用市场法评估且披露缺乏流动性折扣率数据的案例，本次评估计算流动性折扣率取值 37.31%，高于市场交易的平均值，取值具有合理性和谨慎性。市场交易的缺乏流动性折扣率统计情况如下：

上市公司	交易标的	评估基准日	缺乏流动性折扣率
荣丰控股	威宇医疗 30.15%股权	2020/12/31	23.50%
皓元医药	药源药物 100%股权	2021/12/31	41.16%
艾迪药业	南大药业 31.161%股权	2023/12/31	31.6%
三友医疗	水木天蓬 37.1077%股权	2024/4/30	28.00%
新诺威	石药百克 100%股权	2024/6/30	35.00%
嘉必优	欧易生物 63.2134%股权	2024/9/30	29.30%
奥浦迈	澎立生物 100%股权	2024/12/31	37.31%
平均值			32.27%
科源制药	宏济堂持有的北京联馨 24%股权	2024/12/31	37.31%

(三) 本次市场法评估增值的原因及合理性分析

经市场法评估，于评估基准日 2024 年 12 月 31 日，宏济堂持有的北京联馨 24% 的股权评估值为 94,922.61 万元，与评估基准日账面价值 32,570.21 万元相比评估增值 62,352.40 万元，增值率为 191.44%。评估增值的原因系本次基于市场可比交易或公开市场数据，反映了被投资企业当前或预期的市场价值，而企业对长期股权投资采用权益法核算，其账面值则反应了初始投资额和已实现利润，两者的价值基础不同导致长期股权投资评估增值。

评估增值的合理性主要源于北京联馨自身存在的技术壁垒及产品稀缺性、人工麝香广阔的市场空间及稳健的经营业绩，具体为：

1、北京联馨拥有的人工麝香为一类新药、独家品种，北京联馨和宏济堂等相关单位因人工麝香研制及其产业化荣获国家科技进步一等奖，技术壁垒高、竞争格局良好

北京联馨经原卫生部、国家中医药管理局批准，由中国药材公司、中国医学科学院药物研究所、山东济南中药厂（标的公司前身）、上海市药材有限公司四家人工麝香研究单位于 1999 年联合发起设立，主要从事人工麝香生产，为全国唯一具有人工麝香生产批件的企业。北京联馨拥有的人工麝香为独家品种，竞争格局良好。

北京联馨和宏济堂等相关单位因人工麝香研制及其产业化荣获国家科技进步一等奖，技术壁垒高；同时，北京联馨人工麝香生产工艺处于对外保密状态，拥有专利超过 100 项，较难仿制。

2、人工麝香作为珍贵药材天然麝香的等效替代品，广泛应用在中成药及化妆品等领域，市场空间广阔

产生天然麝香的野生麝鹿资源稀缺，已被列为国家一级保护动物，禁止非法捕猎和采集麝香。

麝香为超过 400 种中成药的关键原料，为心脑血管疾病（如片仔癀、安宫牛黄丸）、跌打损伤类中成药的核心原料。随着国家中医药产业持续推出支持政策，麝香相关中成药产品市场空间广阔，人工麝香与天然麝香等同配方使用，人工麝香作为珍贵药材天然麝香的等效替代品，解决了天然麝香长期供应不足的状态，市场空间广阔。

同时，在化妆品领域，人工麝香因其独特的香气与调香特性，被广泛应用于高端护肤品、香水等领域，具有较好的市场增长需求。

3、北京联馨经营较为稳健，盈利能力较为突出，能够持续为宏济堂贡献投资收益

北京联馨 2021 年至 2024 年的营业收入分别为 95,732.96 万元、125,005.92 万

元、128,947.51 万元以及 108,274.79 万元，净利润分别为 22,287.14 万元、28,562.40 万元、29,123.47 万元以及 20,303.16 万元，盈利能力较为突出。

本次评估中对应北京联馨市场法整体估值为 395,510.89 万元，市盈率为 19.48 倍（对应 2024 年净利润）、16.00 倍（对应 2023 年与 2024 年平均净利润），同时考虑到北京联馨作为人工麝香唯一生产企业的稀缺性，其估值具有合理性。

二、结合发出商品退回及调回情况，存货评估参数的选取依据及珍贵特殊存货的评估过程，说明存货评估增值率较高的原因及合理性

（一）评估基准日存货构成、账面价值及评估价值

根据资产基础法，从宏济堂母公司财务报表进行出发，对其各项资产负债进行评估并最终得出评估结果。宏济堂存货由原材料、产成品、在产品、发出商品构成，2024 年 12 月 31 日，母公司单体口径存货的账面价值、计提的跌价准备及评估价值具体如下：

单位：万元

存货构成	账面价值	评估价值	增减值	增减率
原材料	11,669.43	11,669.43	-	-
产成品（库存商品）	30,376.82	41,814.03	11,437.21	37.65%
在产品（自制半成品）	1,027.13	1,027.13	-	-
发出商品	15,508.89	18,321.77	2,812.88	18.14%
存货合计	58,582.27	72,832.36	14,250.09	24.32%

（二）发出商品退回及调回情况

报告期内，宏济堂存在因质量或包装问题形成的退货，同时存在一定规模的已发出产品调回的情形，主要系：

中成药作为我国医药行业的重要细分领域，长期以来保持稳定的增长态势，根据中康 CMH 统计数据显示，2017 年至 2019 年，我国中成药销售额分别为 1,439.49 亿元、1,501.42 亿元以及 1,553.07 亿元，复合增长率为 3.87%。2020 年受公共卫生事件影响，中成药市场规模短暂回落至 1,478.25 亿元，但受益于呼吸系统等日常疾病用药需求的大幅增加，2021 年以及 2022 年，我国中成药市场规模迅速上升至 1,559.01 亿元以及 1,808.82 亿元，2020 年至 2022 年的复合增长率为

10.62%，显著高于以往水平。

但 2023 年及 2024 年，受公共卫生事件放开及宏观经济增速放缓影响，中成药市场逐步回归常态，2023 年中成药市场规模为 1,743.34 亿元，同比下降 3.62%，但仍大幅高于前期水平，2024 年中成药市场规模为 1,680.31 亿元，相较 2019 年（1,553.07 亿元）年复合增长率为 2.34%，相较 2021 年（1,559.01 亿元）年复合增长率为 3.80%，增长趋于稳定。

前期基于中成药市场的快速增长，标的公司及客户均对市场销售较为乐观，判断会有大幅度的销售增长，因此客户备货较为积极，但 2023 年及 2024 年中成药市场销售放缓，使得终端销售未及标的公司前期预期。

基于中成药行业的销售特点，除向连锁药店等客户进行直销外，标的公司同时通过经销商向下游进行产品推广及销售，即便公司已经通过经销商管理制度以及经销商协议对经销商的销售区域、销售价格进行了管理，但市场中仍出现了部分“乱价”、“窜货”（显著偏离指导价或向非授权区域销售）等现象。对于中成药企业，尤其是中药老字号，维护稳健的价格体系以及良好的品牌声誉至关重要。基于对前述市场情况的重新评估，为加强经销商管控、避免经销商随意调整售价扰乱终端价格体系以及影响公司品牌声誉，2024 年下半年至 2025 年初，标的公司进一步结合市场及终端销售的最新情况，同时基于谨慎性原则以及财务规范性要求，经客户确认后，对部分已发出产品进行调回，导致报告期内产生较大金额的已发出产品调回。此外，报告期内，由于标的公司产品及品规较多，部分客户要货周期较短，标的公司对特定产品或品规的库存可能不足，而新生产需要一定周期或经济效益略低，为及时向客户供货并促进下游产品加快销售，标的公司与部分拥有富余品规库存的其他客户进行协商，将其他客户的产品暂时调回后供往急需客户，产生部分临时性的周转调回。

相关调回事项系标的公司基于市场变化以及销售策略，取得客户认可后作出的阶段性决策，是重要的战略性调整措施，标的公司相应调整了相关考核及内部管理，并进一步优化了库存备货管理，预计后续将不再发生相关调回行为。

截至各期末，标的公司发出商品分为销售并发出给客户尚未取得客户确认的产品和期后已经调回产品在本期末确认的发出产品。

1、评估测算对于发出商品中已经发出确认销售的产品，按照评估测算的通常思路：根据签订的销售合同价格确定产品销售单价，减去该部分产品应承担的税金及附加和所得税费用后，确定评估值。

2、发出商品中属于基准日后调回的产品

（1）有质量问题和近效期 180 天内的产品已经全额计提减值准备，评估测算时按照 0 元处理。

（2）对于调回的正常产品，考虑到该部分产品虽然在发出商品科目列示，但其已经不具备发出商品的性质，评估对该部分产品按照产成品（库存商品）的测算思路确定评估值。测算公式如下：

评估价值=实际数量×不含税销售单价×（1—销售费用率—税金及附加率—所得税费用率—净利润率×r）

税金及附加率=税金及附加/营业收入

销售费用率=销售费用/营业收入

所得税费用率=所得税/营业收入

净利润率=净利润/营业收入

r 为一定的扣除率，畅销产品为 0%，一般销售产品为 50%，勉强可销售的产品为 100%。

（三）存货评估参数的选取依据及珍贵特殊存货的评估过程

1、原材料

宏济堂原材料主要为各类药材、包装材料等。评估人员在财务、库管部门陪同下，对库存原材料进行了抽查盘点，未发现账实不符现象。原材料周转较快，账面价格与市场价基本相符，按账面值确定评估值。

原材料中单价超过 5 万元/千克的珍贵存货主要为天然牛黄、人工麝香及体外培育牛黄，无评估增减值。评估基准日后，天然牛黄、人工麝香及体外培育牛黄市场价格不存在低于评估基准日账面价格的情形，具体为：体外培育牛黄和人工麝香，标的公司用量较大，由长期合作的供应商武汉健民大鹏药业有限公司、北京联馨稳定供货，评估基准日后供货价格与评估基准日账面单价保持一致；评估基准日后天然牛黄市价高于评估基准日账面价格。同时，该部分珍贵药材后续将

用于高毛利的中成药产品，无评估增减值具有合理性。

单位：kg、万元/kg、万元

原材料	数量	单价	账面价值	评估价值	增减值	增减率
天然牛黄	8.73	65.81	574.22	574.22	-	-
人工麝香	51.24	5.75	294.73	294.73	-	-
体外培育牛黄	18.49	10.94	202.27	202.27	-	-

2、在产品（自制半成品）

标的公司在产品核算的是未下产线的药品已发生的生产费用，对于在产品以其账面核算成本作为评估值。

3、产成品（库存商品）

标的公司产成品主要包括其生产的各类药品等，对于产成品采用现行市价法进行评估。首先根据盘点结果以及账面记录，确定产成品在评估基准日的实存数量，其次通过了解相关产品的销售市场情况，确定产成品的销售情况和畅滞销程度，评估人员依据调查情况和企业提供的资料分析，对于产成品以不含税销售价格减去销售费用、全部税金和一定的产品销售利润后确定评估值。对于存货跌价，评估师通过了解跌价计提方式，跌价的产品均为过期药品，无法对外销售，按照核实后的账面值确认跌价损失。

评估价值=实际数量×不含税销售单价×（1-销售费用率-税金及附加率-所得税费用率-净利润率×r）

税金及附加率=税金及附加/营业收入

销售费用率=销售费用/营业收入

所得税费用率=所得税/营业收入

净利润率=净利润/营业收入

r 为一定的扣除率，畅销产品为 0%，一般销售产品为 50%，勉强可销售的产品为 100%。

上述税费参数的选取为模拟合并口径财务报表数据（与收益法评估保持），模拟合并范围包括山东宏济堂制药集团股份有限公司（母公司）、海南宏济堂医药有限公司、宏济堂制药（莱芜区）有限公司和山东宏济堂制药集团医药有限公

司，采用该口径进行模拟合并并计算税费主要原因如下：1、模拟合并的四家公司主要从事麝香酮、中成药等产品的研发、生产和销售，该部分收入占 2024 年合并口径营业收入的 88.94%，为宏济堂核心业务组成部分。目前的经营模式以山东宏济堂制药集团股份有限公司（母公司）、宏济堂制药（莱芜区）有限公司为生产主体，以山东宏济堂制药集团股份有限公司、山东宏济堂制药集团医药有限公司和海南宏济堂医药有限公司为销售主体进行运营，业务上不可分割；2、模拟合并范围内的子公司均为全资子公司；3、未纳入模拟合并范围的其他公司相对较小，与模拟合并的四家公司业务关联性较小，对公司整体价值影响较小。以下收益法分析数据均为模拟合并的四家公司的财务数据（以下简称“收益法模拟合并口径数据”）。

产成品参数指标表（依据审计后宏济堂收益法模拟合并口径 2024 年度合并财务报表数据）如下：

单位：万元

序号	项目	计算公式或依据	2024 年度
1	营业收入	申报的总体数据	114,098.15
2	销售费用	申报的总体数据	32,456.92
3	销售费用率	$3=(2)/(1)*100\%$	28.45%
4	营业税金及附加	申报的总体数据	1,361.88
5	营业税金及附加率	$5=(4)/(1)*100\%$	1.19%
6	净利润	申报的总体数据	10,819.36
7	净利润率	$7=(6)/(1)*100\%$	9.48%
8	所得税	申报的总体数据	-833.10
9	所得税率	$9=(8)/(1)*100$	0.00%

标的公司的产成品中珍贵特殊存货主要为麝香酮。具体测算过程示例如下：

数量：489.28KG

账面值：1,275.92 万元

评估价值的确定：

评估值=数量×单位产品不含税售价×（1—销售费用率—税金及附加率—所得税费用率—净利润率×r）

麝香酮评估基准日的不含税售价为 21.77 万元/kg，产品的销售费用率参照上

表取 28.45%，税金及附加率取 1.19%，所得税费用率取 0.00%，净利润率取 9.48%，宏济堂是人工麝香核心原料麝香酮的全国独家供应商，产品为畅销产品，r 取 0%。

$$\text{评估值} = 489.28 \times 21.77 \times (1 - 28.45\% - 1.19\% - 0 - 9.48\% \times 0\%)$$
$$= 7,494.44 \text{ (万元)}$$

综上，麝香酮评估增值 6,218.52 万元，增值率为 487.38%。

4、发出商品

标的公司发出商品包括已销售产品和发出退回的产品。对于发出商品中已经发出确认销售的产品按照已经签订的合同价格确定销售单价减去全部税金确定评估值。对于发出商品中发出但于基准日后退回的产品，仍按照库存商品的测算思路确定评估值。

（四）存货评估增值率较高的原因及合理性

宏济堂存货由原材料、产成品、在产品、发出商品构成，2024 年 12 月 31 日，存货中，原材料、在产品（自制半成品）无评估增值；产成品（库存商品）、发出商品评估增值率分别为 37.65%、18.14%，具有合理性，主要系：1、产成品中增值部分主要系麝香酮，麝香酮增值额 6,218.52 万元，主要系麝香酮毛利率较高；2、发出商品主要为中成药等产品，标的公司所在的中成药行业毛利率较高。2023 年度及 2024 年度，合并口径下中成药毛利率分别为 46.90%和 39.33%。存货产成品和发出商品评估值测算，以产品市场售价或已签订的合同价格为基础，扣减相应税费确定存货评估值。标的公司产品综合毛利率较高，扣减相应税费后存在一定增值，系正常盈利医药企业存货的普遍情况，存货存在一定增值具有合理性。存货的账面价值、计提的跌价准备及评估价值具体如下：

单位：万元

存货构成	账面价值	评估价值	增减值	增减率
原材料	11,669.43	11,669.43	-	-
产成品（库存商品）	30,376.82	41,814.03	11,437.21	37.65%
在产品（自制半成品）	1,027.13	1,027.13	-	-
发出商品	15,508.89	18,321.77	2,812.88	18.14%
存货合计	58,582.27	72,832.36	14,250.09	24.32%

三、结合对麝香酮无形资产组预期收益法评估过程，包括但不限于未来收益额、技术收入分成率、技术衰减率等主要参数取值依据、风险报酬率取值等，说明专利权无形资产组的评估依据及合理性

（一）评估方法介绍

专利等技术类资产和商标资产：对于未来收益可以预计的专有技术、专利权、软件著作权等技术类无形资产和商标资产，可采用收益法进行评估。具体评估思路是首先通过估算被评估无形资产在合理的收益期限内未来收益，并采用适宜的折现率折算成现值，然后累加求和，得出被评估无形资产的收益现值。

技术类无形资产和商标资产评估最常用的方法为收益现值法。收益现值法的关键是要界定委估无形资产所产生的未来收益，这通常是采用分成收益法来进行的。分成收益法应用中，借鉴国际贸易中的分成基数与分成率的匹配关系，有两种具体的计算方法，即净收益分成法和销售收入分成法。本次评估经综合分析决定对无形资产采用销售收入分成法来进行对评估对象的评估值的计算。这是因为：销售收入以销售合同为基础，以销售发票为证据，是比较容易查证的。而会计利润是在收入的基础上扣减各项成本费用和税金后得到的，各项成本费用的合理性是由技术实施方控制的，计算也比较复杂，容易引起权利方与被许可实施方之间的争议，增加了核查成本。

就无形资产进行资产评估的角度来看，也不宜以会计净利润为基础进行技术分成计算。会计净利润是在收入的基础上扣减了各项成本费用和税金后得到的，遵循会计准则的要求，在持续经营的前提下，应用了谨慎性原则后进行的会计处理。

对于具体企业来说，无形资产价值在一定程度上取决于相关无形资产应用给企业带来的经营利润，但就无形资产本身价值大小而言，与企业利润之间也不是等比例的关系。因此，通常在实践中更普遍采用的是另一种办法即销售收入分成法。一方面是销售价格或销售收入相对来讲是比较公开的资料，比较易于把握；另一方面更为重要的是销售价格涵盖了成本和利润，价值范畴全面。因此，这种方法在无形资产评估中较为通行，其合理性和可行性已被普遍接受。

由于委估的专有技术、专利权、商标等都已在产品中得到应用，其价值均可

以体现在产品的超额获利能力中，因此，采用销售收入分成率法进行评估是评估方法比较现实的合理选择。

采用分成模型对无形资产进行评估，其公式表述为：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i \times K}{(1+r)^i}$$

其中：P——无形资产评估值；

K——分成率；

R_i——第 i 期的收入；

n——收益期限；

r——折现率。

（二）麝香酮无形资产组预期收益法评估过程

本次评估以麝香酮生产专有技术及客户渠道组成的麝香酮无形资产组合的评估作为评估计算示例。

1、经济寿命期的确定

对于整个社会而言，技术不断发展。随着技术的发展和更新，更先进的技术将取代老技术，或与现有技术相类似技术在未来成为行业公知技术。因此任何技术均有一定的经济寿命年限。在确定被评估单位关于技术类无形资产未来收益预测年限时，综合考虑了技术的经济使用年限和法定保护年限、该行业技术的更新换代年限、市场规模和竞争及产品寿命等因素，详细分析如下。

麝香酮无形资产组合的应用领域为生产人工麝香，人工麝香研制及其产业化获得国家科技进步一等奖。本次评估将麝香酮无形资产组合未来预测收益年限以麝香酮业务未来可能的更新换代年限为主要考虑因素。确定麝香酮无形资产组合未来收益可能长期存在，本次评估按照年限不少于 50 年进行测算，即从评估基准日至 2074 年 12 月 31 日。主要影响因素包括：（1）麝香酮及人工麝香于 1994 年获批新药证书以来，无其他企业的相关产品获批或进入临床阶段，人工麝香作为独家品种、宏济堂生产的麝香酮独家供应生产人工麝香的状态至今已超过 30 年；（2）麝香酮技术壁垒高，宏济堂结合智能化纯化工艺，制备出高纯度麝香酮，人工麝香研制及其产业化获得国家科技进步一等奖，其他企业较难仿制；（3）宏济

堂麝香酮生产工艺对外保密，其他企业难以取得具体生产流程、生产参数及质量标准等相关信息，同时，宏济堂就麝香酮生产已获授权多项发明专利。

2、销售收入的预测

麝香系鹿科动物林麝脐下腺分泌物，属珍稀中药材，具有开窍醒神、活血通络、消肿止痛的功效，用于治疗常见病、多发病和疑难病症，已有 2000 多年的历史，目前正在生产销售的以麝香为关键原料的中成药超过 400 种。因长期猎麝取香，麝资源严重破坏，我国已于 2003 年将麝列为一级保护动物，严禁猎杀，因此，麝香药源紧缺，伪劣掺假品充斥市场，严重影响中成药质量和用药安全。

人工麝香从二十世纪七十年代开始立项科研，由原卫生部药政局和中国药材公司联合下达研究课题，“六五”期间被列入国家科委的攻关项目。1975 年，原卫生部和中国药材公司委托中国医学科学院药物研究所牵头、组织了由山东济南中药厂（宏济堂前身）和上海市中药研究所参加的联合攻关协作组，在国家科委“六五”攻关等项目的资助下，展开了系统的人工麝香研究。人工麝香于 1994 年获中药一类新药证书，是卫生部药政局批准的首个一类中药材代用品的新药；1994 年 2 月 25 日，中华人民共和国卫生部颁发人工麝香新药证书（编号：（93）卫药证字 Z-70 号）、麝香酮新药证书（编号：（93）卫药证字 Z-66 号）及质量标准（试行）。

根据国家中医药管理局出具《关于成立北京联馨药业有限公司的批复》（国中医药生[1998]18 号），由中国药材公司、中国医学科学院药物研究所、山东济南中药厂（宏济堂前身）、上海市药材有限公司组建成立北京联馨作为生产人工麝香主体。1999 年 9 月，中国药材公司、中国医学科学院药物研究所、山东济南中药厂（宏济堂前身）、上海市药材有限公司签署《合资设立北京联馨药业有限公司合同书》，明确约定由山东济南中药厂（宏济堂前身）向北京联馨供应原料麝香酮，后续北京联馨于 1999 年 11 月成立。2004 年 3 月，北京联馨取得人工麝香的药品注册批件（国药准字 Z20040042）。

人工麝香作为珍贵药材天然麝香的等效替代品，广泛应用在中成药及化妆品等领域，市场空间广阔，具体详见本问题“一/（三）/2、人工麝香作为珍贵药材天然麝香的等效替代品，广泛应用在中成药及化妆品等领域，市场空间广阔”具

体内容：麝香酮作为人工麝香核心原料，销售规模将在历史基础上保持相对稳定并具有潜在增长性。经预测，麝香酮产品未来收入如下表所示：

单位：万元

产品或服务名称	预测年度				
	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度
麝香酮收入	27,212.39	29,389.38	31,566.37	33,743.36	35,920.35

2030 年度及后续收入与 2029 年度保持一致。

3、技术分成率的确定

（1）可比公司的选择

采用对比公司法确定分成率。评估专业人员参照同行业上市公司收益分成率资料，分析确定技术类无形资产整体的销售收入分成率。

本次评估的麝香酮无形资产组合对应的产品，是供应给国内唯一生产人工麝香的企业，而其产品人工麝香被国家保密局批准为国家机密级产品（保密期 10 年，2015 年过期，但各方仍参照保密要求进行管理）。因此在本次评估中，参考中药生产行业进行选取对比公司，采用以下基本标准作为筛选对比公司的选择标准：

①对比公司近三年经营为盈利公司；

②对比公司必须为至少有两年上市历史；

③对比公司从事中药生产行业，其主营业务中有国家保密配方产品，并且生产该产品历史不少于 3 年。

根据上述三项原则，利用 IFIND 数据系统进行筛选，最终选取了以下 3 家上市公司同仁堂、达仁堂、片仔癀作为对比公司。

（2）各类别无形资产分成率权重的确定

分成率的理论基础是基于无形资产的贡献率。由于无形资产必须与其他有形资产有机结合才能创造收益，在评估过程中，无形资产带来的超额利润一般无法单独评估测算，通常采用从无形资产运作后企业的收入分成的办法进行评估测算。因此，合理的分成率是评估无形资产的一项重要参数。

①可比公司比率比较

本次评估采用分析对比公司资本结构的方法来估算分成率。由于委托评估的

无形资产组合是涉及保密配方药品的无形资产，因此对比公司选择上述生产同类或类似产品的上市公司。

由于本次评估的技术资产是间接销售模式实现收益，因此，技术资产产生的收益以技术的价值在公司的资本结构中所占的比率来估算其产生的收益，其资本结构与同行业的上市公司相比应有某些相同或相似的地方。为此，以对比公司的资本结构估计并以此为参考确定使用该技术资产组合公司应有的资本结构，进而估算其贡献率或分成率。

通过计算，本次选择的 3 家对比公司的资本结构如下：

可比公司资本结构

对比对象		同仁堂	达仁堂	片仔癀	平均值
股票代码		600085	600329	600436	-
营运资金比重	2021-12-31	28.8%	29.8%	5.6%	23.8%
	2022-12-31	32.9%	31.9%	10.1%	
	2023-12-31	31.2%	23.4%	14.2%	
	2024-9-30	39.2%	24.6%	13.9%	
有形非流动资产比重	2021-12-31	9.3%	12.4%	0.4%	6.5%
	2022-12-31	9.2%	13.6%	0.6%	
	2023-12-31	7.8%	16.3%	0.9%	
	2024-9-30	0.7%	6.6%	0.4%	
无形非流动资产比重	2021-12-31	61.9%	57.8%	94.0%	69.7%
	2022-12-31	57.8%	54.5%	89.2%	
	2023-12-31	61.0%	60.2%	84.8%	
	2024-9-30	60.1%	68.8%	85.7%	

由上表看出，对比公司资本结构的平均值为营运资金 23.8%，有形非流动资产 6.5%，无形非流动资产 69.7%。

②各类别无形资产技术分成率的确定

无形资产包括技术类无形资产、商标类无形资产（品牌资产）、商誉类无形资产，传统的“四分说”、“三分说”以及按照国际国内统计数据进行收入分成已经不合时宜或不适用。通过对各个无形资产所起的作用进行分析，得出技术类无形资产所占权重。本次评估经过评估人员分析确定采用 AHP（层次分析法）模

型来估算各驱动因素在无形资产中的贡献程度来确定。

层次分析法（Analytic Hierarchy Process 简称 AHP）是美国学者 S.L.SAATY 提出的一种运筹学方法，即运用多层次模糊(Fuzzy)综合评价的方法，是一种综合的定性及定量方法，通过构建多层次模糊综合评价模型，将相关因素通过模糊数学的方法加以量化，合理分配各因素的权重，形成相对客观的判断标准，以反映客观事物因素间的层次和模糊关系，使评价结果能够较好地反映现实情况。

运用层次分析法建模，大体上可按下面四个步骤进行：

- A. 建立递阶层次结构模型；
- B. 构造出各层次中的所有判断矩阵；
- C. 层次单排序及一致性检验；
- D. 层次总排序及一致性检验。

在这个模型下，复杂问题被分解为元素的组成部分。这些元素又按其属性及关系形成若干层次。上一层次的因素作为准则对下一层次因素起支配作用。这些层次可以分为三类：最高层(目标层)、中间层(准则层)和最底层(方案层)。

A. 建立递阶层次结构

根据对无形资产构成的分析和 AHP 的方法原理，以及各类无形资产对收益贡献的影响路径，建立递阶层次。

B. 构造各层次因素的判断矩阵

a. 准则层判断矩阵：

评估人员通过分析委估技术的产品市场份额增长、销售价格溢价和成本费用节约对收益的贡献，并进行两两比较，得到准则层判断矩阵。

b. 方案层判断矩阵：

评估人员通过分析被评估单位的商誉及其他类资产和麝香酮无形资产组合分别对市场份额增长、销售价格溢价和成本费用节约的影响和贡献，并进行两两比较，得到方案层判断矩阵。

c. 层次单排序

计算比较判断矩阵的特征向量及最大特征根 $\lambda_{\max}$ （特征向量 W 及最大特征根的计算方法不在此述）。比较判断矩阵特征向量的值，表示了同一层次中若干元

素对相邻上一层次某一元素的相对重要性排序权重。层次分析法的计算问题基本上归结为如何计算判断矩阵的最大特征根及其对应的特征向量。这里仅介绍一种简单的近似计算方法——方根法。其计算步骤如下：

计算判断矩阵每一行元素的乘积 M_i 。

$$M_i = \prod_{j=1}^n a_{ij} (i=1, 2, \dots, n)$$

计算 M_i 的 n 次方根 $\bar{W}$ 。

$$\bar{W} = \sqrt[n]{M_i} (i=1, 2, \dots, n)$$

对向量 $W_i = (\bar{W}_1, \bar{W}_2, \bar{W}_3, \bar{W}_4)^T$ 进行归一化处理，即使

$$W_i = \frac{\bar{W}_i}{\sum_{i=1}^n \bar{W}_i} (i=1, 2, \dots, n)$$

则 $W = (W_1, W_2, W_3)^T$ 即为判断矩阵的特征向量。

计算判断矩阵的最大特征 λ_{max} 。

$$\lambda_{max} = \sum_{i=1}^n \frac{(AW)_i}{nW_i}$$

式中， $(AW)_i$ 同样表示向量 (AW) 的第 i 个元素。

D. 一致性检验

上述排序权重由经验和判断形成的比较判断矩阵计算得到，主观的经验和判断是否有客观的一致性（不致出现相互矛盾），即排序权重是否有满足性要求，必须进行检验。检验方法分三步进行：

计算一致性指标 CI

$$CI = \frac{\lambda_{max} - n}{n - 1}$$

式中： λ_{max} —比较判断矩阵的最大特征根

n —比较判断矩阵阶数

根据比较判断矩阵阶数 n ，查出平均随机一致性指标 RI

计算一致性比率 CR

$$CR = \frac{CI}{RI}$$

当 $CR < 0.1$ ，认为比较判断矩阵具有满意的一致性，排序权重可以接受。

经检验，上述比较判断矩阵 $CR < 0.1$ ，则排序权重可以接受。

E. 计算结果

经对上述判断矩阵进行归一化计算，均通过一致性检验。根据层次总排序结果，具体计算结果如下表：

确定分成率	市场份额增长	销售价格溢价	成本费用节约	B 层总值排序
	0.2970	0.5396	0.1634	
商誉及其他类资产	0.5000	0.6667	0.3333	0.5627
麝香酮无形资产组合	0.5000	0.3333	0.6667	0.4373

(3) 待估资产技术分成率的确定

由上表可知，待估麝香酮无形资产组合贡献为总体的 43.73%，即待估麝香酮无形资产组合的收入分成率需要在整体分成率的基础上乘以 43.73%。

另一方面，根据 3 家对比公司的有关报表数据，可以得到以下数据：

序号	对比公司名称	股票代码	年份	无形非流动资产在资本结构中所占比例	无形非流动资产中专利、专有技术所占比重	专有技术、专利在资本结构中所占比重	相应年份的业务税金折旧/摊销前利润 EBITDA	技术对主营业务现金流的贡献	相应年份的主营业务收入	技术分成率
A	B	C	D	E	F	$G=E \times F$	H	$I=G \times H$	J	$K=I/J$
1	同仁堂	600085	2021-12-31	61.86%	43.73%	27.05%	320,951.6	86,818.5	1,460,310.1	5.95%
			2022-12-31	57.85%	43.73%	25.30%	343,639.2	86,927.4	1,537,242.3	5.65%
			2023-12-31	60.98%	43.73%	26.67%	393,262.7	104,875.0	1,786,089.1	5.87%
			2024-9-30	60.12%	43.73%	26.29%	247,458.3	65,060.5	1,381,971.0	4.71%
2	达仁堂	600329	2021-12-31	57.82%	43.73%	25.29%	92,841.0	23,475.1	690,754.4	3.40%
			2022-12-31	54.53%	43.73%	23.85%	103,879.3	24,770.3	824,925.0	3.00%
			2023-12-31	60.22%	43.73%	26.33%	121,223.8	31,920.2	822,231.2	3.88%
			2024-9-30	68.79%	43.73%	30.08%	86,324.8	25,967.1	561,093.3	4.63%
3	片仔癀	600436	2021-12-31	94.03%	43.73%	41.12%	320,863.9	131,928.5	802,155.0	16.45%
			2022-12-31	84.82%	43.73%	37.09%	324,486.4	120,356.9	869,400.2	13.84%
			2023-12-31	89.23%	43.73%	39.02%	361,216.2	140,937.1	1,005,849.7	14.01%

序号	对比公司名称	股票代码	年份	无形非流动资产在资本结构中所占比例	无形非流动资产中专利、专有技术所占比重	专有技术、专利在资本结构中所占比重	相应年份的业务税金折旧/摊销前利润 EBITDA	技术对主营业务现金流的贡献	相应年份的主营业务收入	技术分成率
			2024-9-30	85.74%	43.73%	37.49%	322,372.9	120,867.6	845,032.2	14.30%

从上表中可以得到对比公司技术组合占全部资本结构比重平均值为 30.46%，
分成率平均值为 7.97%。

另外，还需对被评估麝香酮无形资产组合贡献占收入比率进行毛利率调整。

被评估无形资产贡献比率 = 对比公司无形资产贡献比率

$$\times \frac{\text{目标无形资产产品毛利率}}{\text{对比公司无形资产产品毛利率}}$$

对比公司产品销售毛利分析表

项目	对比公司名称	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-9-30	平均值
销售毛利 润率	同仁堂	47.62%	48.80%	47.29%	43.70%	46.86%
	达仁堂	39.91%	39.93%	44.01%	48.97%	43.20%
	片仔癀	50.72%	45.64%	46.76%	45.44%	47.14%
	平均值	46.09%	44.79%	46.02%	46.04%	45.73%
	被评估产品预测期 平均毛利率	-	-	-	-	89.17%

被评估麝香酮无形资产组合分成率计算表

序号	名称	对比公司前 4 年平均销售毛利润率	被评估技术组合代表产品预测期平均毛利率	毛利率差异	对比公司技术组合占全部资本结构比重平均值	对比公司分成率平均值	技术组合分成率
		A	B	C=A-B	D	E	F=E-C*D
1	技术组合	45.73%	89.17%	-43.44%	30.46%	7.97%	21.21%

根据上述分析计算，从而得到麝香酮无形资产组合收入分成率为 21.21%。标的公司麝香酮业务毛利率较高，2023 年度和 2024 年度，麝香酮业务毛利率分别为 89.31%和 87.74%，明显高于同仁堂、达仁堂和片仔癀毛利率水平；同时，麝香酮产品独家供应至北京联馨，无需单独建立销售团队开拓市场，销售费用金额较小。因此，麝香酮无形资产收入分成率具有合理性，是谨慎的。

经查询市场公开案例，部分案例与本次麝香酮无形资产分成率接近。

上市公司名称	标的资产	评估基准日	分成率名称	分成率
九洲药业	南京康川济医药科技有限公司 51%股权	2021 年 6 月 30 日	药品研发技术、客户关系收入分成率	22.16%
康缘药业	江苏中新医药有限公司 100%股权	2023 年 12 月 31 日	在研候选新药管线营业收入分成率	15.00%

4、技术衰减率

委估的麝香酮生产技术已经十分成熟并在实际生产中应用多年，相关技术具有较高的技术门槛，目前标的公司作为北京联馨的设立股东之一以及唯一的麝香酮供应商，双方签有长期的供货协议，并且我国并未提供其他麝香酮作为人工麝香原料的研发路径，具有明显的独家性特点。此外，考虑到中药生产技术对稳定性的更高要求，结合其在过去 30 多年的生产中没有较大变动的实际情况，委估麝香酮无形资产组合未来在产品生产销售中所发挥的作用能够维持稳定，故收入分成率未来不考虑衰减。

5、折现率

根据《专利资产评估指导意见》，运用收益法进行专利资产评估时，应当综合考虑评估基准日的利率、投资回报率、资本成本，以及专利实施过程中的技术、市场、经营、资金等因素，合理确定折现率。

本次评估采用风险累加法计算折现率，即折现率=无风险报酬率+风险报酬率。

（1）无风险报酬率。

根据《资产评估专家指引第 12 号收益法评估企业价值中折现率的测算》，无风险利率通常可以用国债的到期收益率表示，选择国债时应当考虑其剩余到期年限与企业现金流时间期限的匹配性。所以此次评估选取了 10 年以上国债到期收益率 2.97%，即无风险报酬率为 2.97%。

（2）风险报酬率

对专利技术而言，影响风险报酬率因素包括技术风险、市场风险、资金风险、管理风险及政策风险，根据专利资产的特点，本次评估确定专利资产风险溢价系数取值范围为 0-8%，各因素风险系数的取值系数采用综合评价法。

根据目前评估惯例，4 个风险系数各取值范围在 0%—8%之间(合计 32%)，具

体的数值根据测评表求得。

①技术风险分析及评价

委估专利的技术风险细分为技术转化风险、技术替代风险、技术权利风险和技术整合风险，根据委估专利的现状，各项风险确定如下：

技术风险取值表

考虑因素	权重	分值							权重分合计
		100	80	60	40	20	0	合计	
技术转化风险	0.3	-	-	-	-	20	-	20	6
技术替代风险	0.3	-	-	-	-	30	-	30	9
技术权利风险	0.2	-	-	60	-	-	-	60	12
技术整合风险	0.2	-	-	-	-	20	-	20	4
合计	-	-	-	-	-	-	-	-	31

其中各风险因素取值如下：

技术转化风险：工业化生产（0）；小批量生产（20）；中试（40）；小试（80）；实验室阶段（100）。

技术替代风险：无替代产品（0）；替代产品较少（20）；存在若干替代产品（40）；替代产品较多（60）；替代产品非常多（100）。

技术权利风险：风险小（0-20）；风险较小（20-40）；风险中等（40-60）；风险较大（60-80）；风险大（80-100）。已取得专利权，或者通过保密保护技术权利，可认为技术权利风险小；如保密措施不完善或执行力差，技术权利风险将会增加，正在申请中的专利在公开后授权前其技术权利风险程度也较高。

技术整合风险：相关技术完善（0）；相关技术在细微环节需要进行一些调整，以配合待估技术的实施（20）；相关技术在某些方面需要进行一些调整（40）；某些相关技术需要进行开发（60）；相关技术的开发存在一定的难度（80）；相关技术尚未开发（100）。

说明：

A、技术转化风险：

委估技术是在研发实践中产生，目前大规模应用，据此确定技术转化风险较小，确定分值为20。

B、技术替代风险

目前被评估单位委估技术产品在国内较为先进，没有替代产品，国外存在替代产品，据此确定技术替代风险分值为 30。

C、技术权利风险

申报评估的技术为被评估单位自行研制，主要技术为专有技术，另有一些非主要技术获得授权专利证书，但是技术被盗用的维权难度较高。综合确定技术权利风险分值为 60。

D、技术整合风险

被评估单位技术比较完善，生产的产品具有稳定性，且已经大规模使用。据此，技术整合风险分值确定为 20。

E. 技术风险系数确定

技术风险系数取值一般在 0-8%之间，根据以上技术风险评价，技术风险系数确定如下：

技术风险系数=0%+(8%-0%)×31%=2.48%

②市场风险评价

市场风险包括市场容量风险和市场竞争风险，根据委估专利对应产品的市场状况，各项风险确定如下：

市场风险取值表

权重	考虑因素		分权重	分值						权重分合计
				100	80	60	40	20	合计	-
40%	市场容量风险 1		-	-	-	-	40	-	40	16
60%	市场竞争风险	市场现有竞争风险 2	70%	-	-	-	-	20	20	8.4
		市场潜在竞争风险 3	30%	-	-	-	34	-	34	6.12
-	合计		-	-	-	-	-	-	-	30.52

市场潜在竞争风险取值表

权重	考虑因素	序号	分值						权重分合计
			100	80	60	40	20	合计	
30%	规模经济性(A)	1	-	-	-	40	-	40	12

权重	考虑因素	序号	分值						权重分合计
			100	80	60	40	20	合计	
40%	投资额(B)	2	-	-	-	40	-	40	16
30%	销售网络(C)	3	-	-	-	-	20	20	6
-	合计	-	-	-	-	-	-	-	34.0

市场容量风险：市场总容量大且平稳(0)；市场总容量一般，但发展前景好(20)；市场总容量一般且发展平稳(40)；市场总容量小，呈增长趋势(80)；市场总容量小，发展平稳(100)。

市场现有竞争风险：市场为新市场，垄断经营(0)；市场总厂商数量较少，实力无明显优势(20)；市场总厂商数量较少，但其中有几个厂商具有较明显的优势(40)；市场总厂商数量较高，但其中有几个厂商具有较明显的优势(60)；市场总厂商数量众多，较有实力的厂商也只占较少份额，竞争激烈(100)。

市场潜在竞争风险：市场潜在竞争风险由以下三个因素决定。

一是规模经济性。根据三种情况加以区分：企业存在明显的规模经济(0)；企业存在一定的规模经济(40)；企业基本不具规模经济(100)。企业如具备一定的规模，则将具有相当的抗风险能力。

二是投资额及转换费用。首先，必须了解该项目的投资额是否已落实，在投资落实的基础上，投资额总量的档次分为一亿以上、五千万至一亿以及五千万以下三档分别评分。项目投资额及转换费用高(0)；项目投资额及转换费用中等(40)；项目投资额及转换费用低(100)。

三是销售网络。从销售的角度分析，分为：产品有完善的销售网络(0)；产品的销售网络一般(40)；产品的销售网络较差(100)。销售网络越完善，则风险程度越低。

A. 市场容量风险

中药行业目前市场总容量较大，发展平稳。据此确定市场容量风险较小，分值评定为 40。

B. 市场现有竞争风险

被评估单位起步较早，在产品品质、技术水平方面具有优势。市场总厂商数量较少，具有先发优势，但随着行业的发展，可能会存在竞争。据此确定市场现

有竞争风险分值评定为 20。

C. 市场潜在竞争风险：

市场潜在竞争风险分值评定为 34，具体评定过程见前面的市场潜在竞争风险取值表。

D. 市场风险系数确定

市场风险系数取值一般在 0-8%之间，根据以上市场风险评价，市场风险系数确定如下：

$$\text{市场风险系数} = 0\% + (8\% - 0\%) \times 30.52\% = 2.44\%$$

③资金风险评价

资金风险主要包括融资固定资产风险和流动资金风险，根据企业现状，各项风险评价如下：

资金风险取值表

权重	考虑因素	序号	分值						权重分合计
			100	80	60	40	20	合计	
50%	融资固定资产风险 1	1	-	-	-	50	-	50	25
50%	流动资金风险 2	2	-	-	-	50	-	50	25
-	合计	-	-	-	-	-	-	-	50

融资固定资产风险：根据项目投资额低(0)、项目投资额中等(40)、项目投资额高(100)等项目需要投资额的情况确定。需要融资的额度越大，则风险越大。

流动资金风险：根据流动资金需要额少(0)、流动资金需要额中等(40)、流动资金需要额高(100)等的流动资金需求情况确定。其风险程度同上述。

A. 融资固定资产风险：项目短期内没有大规模固定资产投资的需求，但总体设备投资较大。因此综合分析后，融资固定资产风险分值评定为 50。

B. 流动资金风险：先期材料采购流动资金有一定需求。综合分析后，流动资金风险分值评定为 50。

C. 资金风险系数确定

资金风险系数取值一般在 0-8%之间，根据以上资金风险评价，资金风险系数确定如下：

$$\text{资金风险系数} = 0\% + (8\% - 0\%) \times 50\% = 4.00\%$$

④管理风险评价

管理风险主要包括经营管理战略风险、管理机制和体系构建风险、管理人员和员工素质风险以及技术开发风险，根据企业现状，各项风险评价如下：

管理风险取值表

权重	考虑因素	序号	分值						权重分合计
			100	80	60	40	20	合计	
25%	经营管理战略风险	1	-	-	-	40	-	40	10
25%	管理机制和体系构建	2	-	-	60	-	-	60	15
25%	管理人员和员工素质风险	3	-	-	60	-	-	60	15
25%	技术开发风险	4	-	-	-	40	-	40	10
-	合计	-	-	-	-	-	-	-	50

经营管理战略风险：根据被评估企业日常经营管理中是否制定明确发展战略、发展规划和经营目标等的情况确定。如果制定得越完善，则风险相对较小。

管理机制和体系构建风险：根据被评估企业经营管理中是否有促进企业发展的良好管理机制，是否制定体系化的管理制度、管理流程和操作规范等确定。其风险程度同上述。

管理人员和员工素质风险：根据被评估企业管理人员尤其是高层管理人员的素质（工作经验、学历、敬业精神等），一般员工的技能、学历等素质，还有企业的培训管理确定。如果人员素质越高，则风险相对较小。

技术开发风险：技术力量强，研究与开发投入高(0)；技术力量较强，研究与开发投入较高(40)；技术力量一般，有一定的研究与开发投入(60)；技术力量弱，研究与开发投入少(100)。

A. 经营管理战略风险：被评估企业已根据实际情况和市场发展趋势制定了未来战略规划，确定了相应的经营目标，但由于该企业作为民营企业经营仍有一些需完善的地方，故风险分值评定为 40。

B. 管理机制和体系构建风险：被评估单位因为目前管理较为完善，但现代化的企业管理体系尚未完全建立，存在管理机制和体系构建风险。故风险分值评定为 60。

C. 管理人员和员工素质风险：被评估企业高层管理人员都是业内经验丰富的

专家，管理经验丰富；公司基层员工学历水平较高，公司的现代企业制度已基本建立起来，企业的运作相对规范；高层员工和技术骨干相对稳定，存在一定的流动性，基层员工素质参差不齐。企业管理仍需完善，故风险分值评定为 60。

D. 技术开发风险：被评估企业研发人员队伍存在流动性；技术力量一般，研究与开发投入尚可。故风险分值评定为 40。

E. 管理风险系数确定

管理风险系数取值一般在 0-8%之间，根据以上管理风险评价，管理风险系数确定如下：

$$\text{管理风险系数} = 0\% + (8\% - 0\%) \times 50\% = 4.00\%$$

⑤风险报酬率

$$\begin{aligned} \text{风险报酬率} &= \text{技术风险} + \text{市场风险} + \text{资金风险} + \text{管理风险} \\ &= 2.48\% + 2.44\% + 4.00\% + 4.00\% \\ &= 12.92\% \end{aligned}$$

(3) 折现率结果

$$\begin{aligned} \text{折现率} &= \text{无风险报酬率} + \text{风险报酬率} \\ &= 15.89\% \end{aligned}$$

6、评估结果

将上述各参数代入评估模型，经测算麝香酮无形资产组合评估值为 47,832.00 万元。

技术类无形资产价值评估计算表

单位：万元

序号	项目	预测数据						
		2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
1	收入	27,212.39	29,389.38	31,566.37	33,743.36	35,920.35	35,920.35	35,920.35
2	销售分成率	21.21%	21.21%	21.21%	21.21%	21.21%	21.21%	21.21%
3	销售分成额	5,770.99	6,232.67	6,694.35	7,156.03	7,617.71	7,617.71	7,617.71
4	折现率	15.89%	15.89%	15.89%	15.89%	15.89%	15.89%	15.89%
5	折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	5.50	6.50
6	折现系数	0.9289	0.8015	0.6916	0.5968	0.5150	0.4443	0.3834

序号	项目	预测数据						
		2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年
7	折现值	5,360.74	4,995.70	4,629.98	4,270.61	3,922.75	3,384.84	2,920.70

(续表)

序号	项目	预测数据		
		2032 年-2072 年	2073 年	2074 年
1	收入	35,920.35	35,920.35	35,920.35
2	销售分成率	21.21%	21.21%	21.21%
3	销售分成额	7,617.71	7,617.71	7,617.71
4	折现率	15.89%	15.89%	15.89%
5	折现期	-	48.50	49.50
6	折现系数	-	0.0008	0.0007
7	折现值	18,335.41	5.96	5.14
8	合计	47,832.00		

(三) 宏济堂中成药技术类无形资产组合预期收益法评估过程

宏济堂中成药技术类无形资产组合，是宏济堂中成药生产过程中积累的生产工艺技术、检测及质量控制技术等。

1、经济寿命期的确定

本次评估将中成药技术类无形资产组合未来预测收益年限以中成药业务未来可能的更新换代年限为主要考虑因素，结合与企业相关负责人访谈以及其他情况，确定中成药技术类无形资产组合未来收益可能在8年左右，即从评估基准日至2032年12月31日。

2、销售收入的预测

中成药技术类无形资产组合的收益来自其中药产品的收入，收入预测数据如下：

单位：万元

产品或服务名称	报告期		预测期				
	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度
中成药收入	61,011.81	75,336.36	92,928.49	114,456.87	132,322.16	143,242.44	152,204.97

2030 年后收入与 2029 年保持一致。

3、技术分成率的确定

（1）可比公司的选择

采用可比公司法确定提成率。评估专业人员参照同行业上市公司收益提成率资料，分析确定技术类无形资产整体的销售收入提成率。

筛选对比公司的标准如下：可比公司近三年经营为盈利公司；可比公司必须为至少有两年上市历史；可比公司从事中药生产行业。

根据上述标准，本次中成药技术类无形资产组合评估所选择的同行业上市公司共 48 家。

（2）各类别无形资产分成率权重的确定

经对判断矩阵进行归一化计算，均通过一致性检验。根据层次总排序结果，具体计算结果如下表：

确定分成率权重	市场份额增长	销售价格溢价	成本费用节约	B 层总值排序
	0.6483	0.2297	0.1220	
商誉及其他	0.4000	0.4126	0.1429	0.3715
技术类资产	0.2000	0.2599	0.7143	0.2765
商标类资产	0.4000	0.3275	0.1429	0.3520

（3）中成药技术类无形资产组合收入分成率

由上表可知，待估中成药技术类无形资产组合贡献为总体的 27.65%，即待估中成药技术类无形资产组合的收入分成率需要在整体分成率的基础上乘以 27.65%。

我们根据 48 家对比公司的有关报表数据，可以得到对比公司技术分成率平均值 3.26%。另外，还需对被评估中成药技术类无形资产组合贡献占收入比率进行毛利率调整。

被评估无形资产贡献比率 = 对比公司无形资产贡献比率

$$\times \frac{\text{目标无形资产产品毛利率}}{\text{对比公司无形资产产品毛利率}}$$

序号	名称	对比公司以前年度平均销售利润率	委估技术产品预计销售利润率	销售利润率差异	技术占全部资本结构比重平均值	对比公司技术提成率	产品技术提成率
		A	B	C=A-B	D	E	F=E-C*D
1	中成药技术类无形资产组合	56.34%	37.22%	19.12%	15.50%	3.26%	0.30%

根据上述分析计算，从而得到中成药技术类无形资产组合收入分成率为0.30%。

4、技术衰减率

从 2026 年至 2032 年，结合经济寿命期，中成药技术类无形资产组合的技术衰减率设定为 0.04%。委估中成药技术类无形资产的分成率为 0.30%。中成药行业市场未来竞争仍会存在，行业内技术水平会逐步提高，技术未来在生产中所发挥的作用通常呈下降趋势，综合考虑后在盈利预测中从 2026 年起分成率保持一定的衰减。委估的中成药技术类无形资产组合收益期为 8 年，按照评估基准日后 8 年分成率衰减为 0 考虑，则每年衰减率为 0.04%。

5、折现率

（1）无风险报酬率

此次评估选取了 5-10 年国债到期收益率 2.20%，即无风险报酬率为 2.20%。

（2）风险报酬率

对专利技术而言，影响风险报酬率因素包括技术风险、市场风险、资金风险、管理风险及政策风险，根据专利资产的特点，本次评估确定专利资产风险溢价系数取值范围为 0-8%，各因素风险系数的取值系数采用综合评价法。本次评估的风险报酬率为 15.62%。

（3）折现率结果

折现率=无风险报酬率+风险报酬率=17.82%

6、评估结果

将上述各参数代入评估模型，测算中成药技术类无形资产组合评估值为

1,010.00 万元。

（四）宏济堂品牌商标预期收益法评估过程

宏济堂品牌始创于 1907 年，2006 年商务部认定“宏济堂”为首批“中华老字号”，2024 年米思会发布的中成药企业排行榜中，宏济堂位列中国中药企业 50 强。宏济堂具有较强的品牌优势，获得了下游客户及消费者的广泛认可。

本次收益法测算的商标为以“宏济堂 1907”为核心的用于中药生产和健康食品的宏济堂系列商标，以下简称“宏济堂品牌商标”。

1、经济寿命期的确定

宏济堂品牌创立已超过百年，作为首批“中华老字号”具有一定品牌知名度和美誉度。中华老字号 China Time-honored Brand，是指历史悠久，拥有世代传承的产品、技艺或服务，具有鲜明的中华民族传统文化背景和深厚的文化底蕴，取得社会广泛认同，形成良好信誉的品牌。

通过在现场访谈沟通，与管理层访谈，评估人员了解到：

（1）企业不打算废除该商标，且还会充分发挥老字号品牌的作用，继承和发扬老字号的品牌文化、技艺和传统，使老字号品牌得以传承和发展。

（2）该商标出现在企业现有产品及服务中。

（3）商标如到期，企业将对其进行续展，使之不断延续。

根据经验和上述考虑因素，本次评估判断宏济堂品牌商标的收益期为永续。

2、销售收入的预测

宏济堂品牌商标的收益来自其中成药产品的收入，收入预测数据如下：

单位：万元

产品或服务名称	报告期		预测期				
	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度
预测收入	61,011.81	75,336.36	92,928.49	114,456.87	132,322.16	143,242.44	152,204.97

2030 年后收入与 2029 年保持一致。

3、技术分成率的确定

（1）可比公司的选择

采用可比公司法确定提成率。评估专业人员参照同行业上市公司收益提成率资料，分析确定技术类无形资产整体的销售收入提成率。

筛选对比公司的标准如下：可比公司近三年经营为盈利公司；可比公司必须为至少有两年上市历史；可比公司从事中药生产行业。

根据上述标准，本次宏济堂品牌商标评估所选择的同行业上市公司共 48 家。

(2) 各类别无形资产分成率权重的确定

经对判断矩阵进行归一化计算，均通过一致性检验。根据层次总排序结果，具体计算结果如下表：

确定分成率权重	市场份额增长	销售价格溢价	成本费用节约	B 层总值排序
	0.6483	0.2297	0.1220	
商誉及其他	0.4000	0.4126	0.1429	0.3715
技术类资产	0.2000	0.2599	0.7143	0.2765
商标类资产	0.4000	0.3275	0.1429	0.3520

(3) 宏济堂品牌商标收入提成率

由上表可知，待估宏济堂品牌商标贡献为总体的 35.20%，即待估宏济堂品牌商标的收入分成率需要在整体分成率的基础上乘以 35.20%。

我们根据 48 家对比公司的有关报表数据，可以得到对比公司商标分成率平均值 4.15%。另外，还需对被评估宏济堂品牌商标贡献占收入比率进行毛利率调整。

$$\text{被评估无形资产贡献比率} = \text{对比公司无形资产贡献比率} \times \frac{\text{目标无形资产产品毛利率}}{\text{对比公司无形资产产品毛利率}}$$

序号	名称	对比公司以前年度平均销售利润率	委估商标产品预计销售利润率	毛利率差异	商标占全部资本结构比重平均值	对比公司技术提成率	商标提成率
		A	B	C=A-B	D	E	F=E-C*D
1	宏济堂品牌商标	56.34%	37.22%	19.12%	19.73%	4.15%	0.38%

根据上述分析计算，从而得到宏济堂品牌商标收入分成率为 0.38%。作为百年“中华老字号”品牌，上述分成率及估值是较为谨慎的。

4、技术衰减率

商标品牌是中成药行业的重要无形资产，并且通常时间越久的品牌，往往更

容易取得终端人群的认可，具有更高的商业价值，宏济堂是我国中华老字号、国家级非物质文化遗产、中成药工业百强品牌，具有较强的品牌优势及销售渠道资源，因此宏济堂品牌商标未考虑技术衰减率，具有合理性。

5、折现率

（1）无风险报酬率

此次评估选取了 5-10 年国债到期收益率 2.20%，即无风险报酬率为 2.20%。

（2）风险报酬率

对专利技术而言，影响风险报酬率因素包括技术风险、市场风险、资金风险、管理风险及政策风险，根据专利资产的特点，本次评估确定专利资产风险溢价系数取值范围为 0-8%，各因素风险系数的取值系数采用综合评价法。本次评估的风险报酬率为 15.62%。

（3）折现率结果

折现率=无风险报酬率+风险报酬率=17.82%

6、评估结果

将上述各参数代入评估模型，测算宏济堂品牌商标评估值为 3,110.00 万元。

（五）主要评估参数的取值依据及合理性

本次评估对标的公司纳入范围不同类别的无形资产经过分析采用各自相适应的评估方法，其中麝香酮无形资产组合、宏济堂中成药技术类无形资产组合和宏济堂品牌商标均采用了预期收益法进行评估，其他不同类型无形资产均采用行业较为通用的无形资产评估方法；针对标的公司外购软件（办公、财务软件）、技术类无形资产（专利技术、专有技术、著作权）、商标等，目前均在产品生产中正常使用，是被评估单位的重要生产要素；麝香酮无形资产组合为标的公司的重要技术资产，常年在标的公司高毛利的麝香酮产品生产中发挥重要作用；宏济堂中成药技术类无形资产组合是标的公司正常生产经营的组成要素之一；宏济堂品牌商标作为“中华老字号”在标的公司的市场竞争中发挥不可替代的作用。评估过程中对由无形资产产生的现金流（或收益）和由企业其它资产产生的现金流（或收益）进行了合理区分，在标的公司对无形资产能够按预测有效应用的前提下，

采用收益法评估依据充分，估值具有合理性。

四、收益法评估中预测期间费用的过程及依据，低于 2024 年的合理性，是否存在低估期间费用以抬高估值的情形。收益法评估结果是否公允

本次交易收益法采用的收益类型为模拟合并口径企业自由现金流量，模拟合并范围包括山东宏济堂制药集团股份有限公司（母公司）、海南宏济堂医药有限公司、宏济堂制药（莱芜区）有限公司和山东宏济堂制药集团医药有限公司，对其他子公司所持有长期股权投资进行单独评估（作为溢余资产），并最终加总得出收益法的评估结果，采用该收益法总体评估思路的主要原因如下：

1、模拟合并的四家公司主要从事麝香酮、中成药等产品的研发、生产和销售，该部分收入占 2024 年合并口径营业收入的 88.94%，为宏济堂核心业务组成部分。目前的经营模式以山东宏济堂制药集团股份有限公司（母公司）、宏济堂制药（莱芜区）有限公司为生产主体，以山东宏济堂制药集团股份有限公司、山东宏济堂制药集团医药有限公司和海南宏济堂医药有限公司为销售主体进行运营，业务上不可分割；2、模拟合并范围内的子公司均为全资子公司；3、未纳入模拟合并范围的其他公司相对较小，与模拟合并的四家公司业务关联性较小，对公司整体价值影响较小。以下收益法分析数据均为模拟合并的四家公司的财务数据（以下简称“收益法模拟合并口径数据”）。

收益法中，溢余资产长期股权投资金额为 119,022.31 万元，主要为北京联馨 24%股权、宏济堂扁鹊中药房（山东）有限公司 90%股权及山东宏济堂健康产业有限公司 100%股权，合计评估值为 118,438.16 万元，占长期股权投资评估值比例为 99.51%。北京联馨 24%股权采用市场法评估，不涉及收益预测；宏济堂扁鹊中药房（山东）有限公司、山东宏济堂健康产业有限公司采用收益法评估，但合计评估值仅为 23,515.54 万元，体量较小。因此，分析收益法模拟合并口径数据有代表性。

单位：万元

主要被投资单位名称	投资比例	账面价值	评估价值	评估方法
北京联馨	23%	24,655.39	94,922.61	市场法
宏济堂扁鹊中药房（山东）有限公司	90%	6,000.00	12,700.40	收益法

主要被投资单位名称	投资比例	账面价值	评估价值	评估方法
山东宏济堂健康产业有限公司	100%	8,600.00	10,815.14	收益法
小计	-	39,255.39	118,438.16	-

（一）收益法评估中预测期间费用的过程及依据，低于 2024 年的合理性，是否存在低估期间费用以抬高估值的情形

收益法模拟合并口径数据下，2025 年期间费用金额 46,973.09 万元，较 2024 年金额 51,906.47 万元（剔除未纳入模拟合并范围主体的期间费用金额）减少 4,933.38 万元，减少幅度为 9.50%；同时，预测期期间费用率低于 2024 年，主要原因有：

- 1、参考报告期内收入增长情况，宏济堂收入预计持续增长，而部分成本费用相对固定，随着收入规模增加，单位收入所需要分摊的固定成本会降低，带动期间费用率下降。
- 2、报告期内，标的公司前期基于市场乐观判断各项投入较大，期间费用率高于同行业可比上市公司平均水平，但受报告期内阶段性市场波动以及销售管理等因素影响，报告期内业绩未完全释放，费用金额相对较高；标的公司已加强人员考核和成本费用有效性管理，员工数量有所减少，进而预测期职工薪酬有所下降，与职工薪酬相关的差旅费等费用相应进行调整。
- 3、报告期内，存在被大股东资金占用的情形，截至 2024 年 12 月 31 日，力诺集团及其下属公司对宏济堂资金占用的本金为 62,919.42 万元，为日常运营需要，宏济堂对外融资规模较大、财务费用较高，截至重组报告书（草案）首次披露之日（2025 年 4 月 21 日），大股东资金占用已解决，后续宏济堂的融资规模将有所下降，带动未来财务费用下降。

以下对各期间费用（收益法模拟合并口径数据下）的预测进行分析如下：

1、销售费用预测

标的公司的销售费用主要包括职工薪酬、宣传促销费、服务费、差旅费、市场推广费、业务招待费、办公费等。2023 年度和 2024 年度，标的公司销售费用分别为 37,510.81 万元和 32,456.92 万元，占营业收入的比例为 35.53%和 28.45%。

2024 年度，销售费用较去年同期下降 5,053.90 万元，主要系职工薪酬、市场

推广费有所下降。2024 年度，销售人员职工薪酬金额为 17,498.48 万元，同比减少 1,525.57 万元，主要系标的公司加强人员业绩考核和成本费用有效性管理，使得销售人员有所下降；市场推广费为 173.30 万元，同比减少 4,127.63 万元，主要系：标的公司部分产品销售模式发生变化，原由标的公司负责市场推广，转为由下游客户承担市场推广职能、标的公司销售产品的价格相应下调；同时标的公司减少了配送商模式（主要销往医院等医疗机构）的销售规模。

本次评估标的公司销售费用按照职工薪酬、宣传促销费、市场推广费、差旅费、业务招待费、办公费、折旧与摊销、服务费、运输费等进行拆分预测。其中，职工薪酬按照未来人均薪酬和人数预测，本次评估预计 2025 年根据整体销售人员规划确定销售人员薪酬，后续销售人员薪酬随着业务规模进一步扩大同步增加；宣传促销费、市场推广费按照预测收入与历史期各类细分销售费用占收入比例进行预测；差旅费按照销售人员人工成本的变化同比率进行预测；折旧与摊销按照历史水平进行预测，保持稳定；业务招待费、办公费、运输费、服务费等费用参考历史水平保持适当增长进行预测。

具体而言，预测期第一年（即 2025 年）销售费用低于 2024 年销售费用，并较 2024 年同期下降 636.90 万元，主要系职工薪酬和差旅费有所下降。2025 年度，销售人员职工薪酬金额为 16,619.41 万元，同比减少 879.07 万元，主要系标的公司加强人员业绩考核和成本费用有效性管理，预计销售人员有所下降；2025 年度差旅费为 1,370.60 万元，同比减少 72.50 万元，主要系差旅费按照销售人员人工成本的变化同比率进行预测，销售人员规模相较 2024 年减少所致。

标的公司报告期和预测期销售费用（收益法模拟合并口径）数据如下：

单位：万元

项目	报告期（收益法模拟合并口径）		预测期				
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
职工薪酬	19,024.05	17,498.48	16,619.41	19,241.95	21,385.50	22,752.04	23,896.46
宣传促销费	8,980.51	9,755.59	9,967.99	11,809.57	13,375.24	14,416.00	15,310.48
服务费	795.82	1,284.95	1,323.50	1,363.20	1,404.10	1,446.22	1,489.61
差旅费	1,898.52	1,443.10	1,370.60	1,586.88	1,763.66	1,876.36	1,970.74
市场推广费	4,300.93	173.30	180.97	216.69	246.92	266.75	283.67

项目	报告期（收益法模拟合并口径）		预测期				
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
业务招待费	1,377.82	1,319.36	1,358.95	1,399.71	1,441.71	1,484.96	1,529.51
折旧与摊销	335.29	433.05	433.05	433.05	433.05	433.05	433.05
办公费	451.30	417.93	430.47	443.39	456.69	470.39	484.50
运输费	210.62	44.43	45.76	47.13	48.55	50.00	51.50
其他	135.97	86.72	89.32	92.00	94.76	97.60	100.53
销售费用	37,510.81	32,456.92	31,820.02	36,633.58	40,650.18	43,293.37	45,550.06
营业收入	105,561.02	114,098.15	120,647.78	144,457.01	164,613.30	177,835.48	189,111.63
销售费用率	35.53%	28.45%	26.37%	25.36%	24.69%	24.34%	24.09%

2、管理费用预测

2023 年度和 2024 年度，标的公司管理费用分别为 5,414.98 万元和 7,492.68 万元，占营业收入的比例分别为 5.13%和 6.57%，主要包括职工薪酬、折旧与摊销、业务招待费、服务费、办公费、差旅费等费用。2024 年度，管理费用-职工薪酬增幅较大，主要系标的公司 2024 年增加职能部门，管理人员数量增加所致。

本次评估标的公司管理费用按照职工薪酬、折旧与摊销、业务招待费、服务费、办公费、差旅费等进行拆分预测。其中，本次评估中，2025 年管理人员薪酬按照整体管理人员规划及历史人均薪酬水平确定，后续管理人员薪酬保持小幅增长；折旧与摊销按照历史水平进行预测，保持稳定；服务费、业务招待费基于未来实际需求进行预测，并保持稳定增长；办公费、差旅费基于历史水平保持稳定增长。

具体而言，预测期管理费用率低于 2024 年度、略低于 2023 年度，预测期 2025 年管理费用较 2024 年同期下降 1,693.23 万元，主要系职工薪酬、业务招待费、服务费等有所下降。2025 年度管理人员职工薪酬金额为 3,199.11 万元，同比减少 910.06 万元，主要系标的公司加强人员管理考核和成本费用有效性管理，使得 2025 年管理人员有所下降所致；2025 年度业务招待费为 100.00 万元，同比减少 230.62 万元，主要系业务招待费基于标的公司管理人员减少以及费用预算控制计划进行相应预测；2025 年度服务费为 370.48 万元，同比减少 537.65 万元，2024 年服务费主要为标的公司资本运作等服务费支出金额较大，由于本次交易后续相关费用

将由上市公司支付，预测 2025 年及后续预测期服务费将有所下降。

标的公司报告期和预测期管理费用（收益法模拟合并口径）数据如下：

单位：万元

项目	报告期（收益法模拟合并口径）		预测期				
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
职工薪酬	2,537.15	4,109.17	3,199.11	3,295.09	3,393.94	3,495.76	3,600.63
折旧与摊销	1,180.53	1,312.66	1,312.66	1,312.66	1,312.66	1,312.66	1,312.66
服务费	940.36	908.13	370.48	381.60	393.05	404.84	416.98
办公费	324.59	462.69	433.69	446.70	460.10	473.90	488.12
业务招待费	247.65	330.62	100.00	103.00	106.09	109.27	112.55
差旅费	105.03	116.90	123.42	127.13	130.94	134.87	138.91
其他	79.67	252.51	260.08	267.88	275.92	284.20	292.72
管理费用	5,414.98	7,492.68	5,799.45	5,934.06	6,072.70	6,215.50	6,362.58
营业收入	105,561.02	114,098.15	120,647.78	144,457.01	164,613.30	177,835.48	189,111.63
管理费用率	5.13%	6.57%	4.81%	4.11%	3.69%	3.50%	3.36%

3、研发费用的预测

标的公司的研发费用主要包括职工薪酬、材料投入、技术开发费、折旧与摊销、能源费等。2023 年度和 2024 年度，标的公司研发费用分别为 5,695.26 万元和 7,211.26 万元，占营业收入的比例分别为 5.40%和 6.32%。2024 年，标的公司研发人员职工薪酬金额 3,206.24 万元，较去年同期增加 612.16 万元，主要系标的公司加大研发投入，研发人员数量增加所致；材料投入金额 1,635.83 万元，较去年同期增加 675.84 万元，主要系标的公司为开展新产线工艺的产品验证，投入材料 805.00 万元。

本次评估标的公司研发费用按照职工薪酬、材料投入、技术开发费、折旧与摊销、能源费等进行拆分预测。其中，2025 年研发人员薪酬按照整体研发人员规划及历史人均薪酬水平确定，后续研发人员薪酬保持小幅增长；折旧与摊销按照历史水平进行预测，保持稳定；材料投入、技术开发费、能源费等基于历史水平保持稳定增长。

具体而言，预测期前两年研发费用低于 2024 年研发费用，预测期 2025 年研

发费用较 2024 年同期下降 338.68 万元，主要系材料投入有所下降。2025 年度，材料投入金额为 988.79 万元，同比减少 647.04 万元，主要系 2024 年标的公司为开展新产线工艺的产品验证投入材料 805.00 万元，为阶段性支出，扣除该笔费用后，预测期研发费用金额高于 2024 年度，且 2027 年度及以后研发费用实际金额均超过报告期金额。

标的公司报告期和预测期研发费用（收益法模拟合并口径）数据如下：

单位：万元

项目	报告期（收益法模拟合并口径）		预测期				
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
职工薪酬	2,594.08	3,206.24	3,467.46	3,571.48	3,678.62	3,788.98	3,902.65
材料投入	959.99	1,635.83	988.79	1,018.46	1,049.01	1,080.48	1,112.89
技术开发费	695.26	817.96	842.5	867.78	893.81	920.62	948.24
折旧与摊销	821.52	797.83	797.83	797.83	797.83	797.83	797.83
能源费	312.06	316.49	325.98	335.76	345.83	356.21	366.89
其他费用	312.36	436.91	450.01	463.51	477.42	491.74	506.49
研发费用	5,695.26	7,211.26	6,872.57	7,054.81	7,242.52	7,435.86	7,635.01
营业收入	105,561.02	114,098.15	120,647.78	144,457.01	164,613.30	177,835.48	189,111.63
研发费用率	5.40%	6.32%	5.70%	4.88%	4.40%	4.18%	4.04%

4、财务费用的预测

报告期内，标的公司的财务费用主要包括利息支出、利息收入、银行手续费等，其中利息支出金额较大，主要为标的公司的金融机构贷款利息支出。

财务费用包括利息支出、利息收入、手续费支出等。利息支出按企业的长短期借款金额的基础上考虑实际情况进行预测，假设该借款是企业经营所必要的，预测期保持一定金额的借款。

具体而言，预测期财务费用低于 2024 年财务费用，其中，预测期 2025 年财务费用较 2024 年同期下降 2,266.56 万元，主要系利息支出有所下降。2025 年度，利息支出金额为 2,479.05 万元，同比减少 2,147.35 万元，主要系利息支出按企业的长短期借款金额的基础上考虑实际情况进行预测，截至 2024 年 12 月 31 日，力诺集团及其下属公司对标的公司资金占用的本金为 62,919.42 万元，因力诺集团及

其关联方于 2025 年归还全部资金占用金额及相应利息，故标的公司根据其资金使用情况计划于 2025 年至 2026 年期间逐年降低借款本金金额合计 2 亿元，故而形成利息支出低于历史期间同期水平的情况。

标的公司报告期和预测期财务费用（收益法模拟合并口径）数据如下：

单位：万元

项目	报告期（收益法模拟合并口径）		预测期				
	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
利息支出	4,290.07	4,626.40	2,479.05	2,037.05	1,816.05	1,816.05	1,816.05
财务费用	4,598.69	4,745.61	2,479.05	2,037.05	1,816.05	1,816.05	1,816.05
营业收入	105,561.02	114,098.15	120,647.78	144,457.01	164,613.30	177,835.48	189,111.63
财务费用率	4.36%	4.16%	2.05%	1.41%	1.10%	1.02%	0.96%

（二）收益法评估结果是否公允

收益法主要评估参数合理谨慎，相关指标预测符合标的公司经营特点和同行业可比公司特点，具有合理性。本次评估收益法预测过程合理，取值依据充分，因此，收益法评估结果具有公允性。收益法的主要评估参数如下：

单位：万元

项目\年份	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
营业收入	120,647.78	144,457.01	164,613.30	177,835.48	189,111.63
营业成本	65,035.18	75,734.89	85,395.16	91,410.82	96,309.65
毛利率	46.10%	47.57%	48.12%	48.60%	49.07%
销售费用	31,820.02	36,633.58	40,650.18	43,293.37	45,550.06
管理费用	5,799.45	5,934.06	6,072.70	6,215.50	6,362.58
研发费用	6,872.57	7,054.81	7,242.52	7,435.86	7,635.01
财务费用	2,479.05	2,037.05	1,816.05	1,816.05	1,816.05
折现率	11.01%				

收入方面，收益法模拟合并口径下，2023 年度和 2024 年度，营业收入金额分别为 105,561.02 万元和 114,098.15 万元，增长率为 8.09%；2025 年营业收入 120,647.78 万元，较去年同期增长 5.74%；2024 年至 2029 年收入年复合增长率为 10.63%，略高于历史期增长率，主要考虑到未来中成药行业逐步回升，经营业绩将逐渐释放，并且标的公司解决资金占用问题后，营运资金更加充足，有利于自

身各项业务开展，具有合理性，具体分析详见本问题“五/（二）未来年度业绩稳定的可行性”的回复内容。

毛利率方面，收益法模拟合并口径下，2023 年和 2024 年毛利率水平分别为 56.30%和 51.65%，预测期间 2025 年至 2029 年整体毛利率分别为 46.10%、47.57%、48.12%、48.60%、49.07%，平均毛利率水平 47.89%，低于报告期毛利率水平，预测期毛利率具有谨慎性和合理性。

期间费用方面，预测具有合理性，分析详见本题回复之“四/（一）收益法评估中预测期间费用的过程及依据，低于 2024 年的合理性，是否存在低估期间费用以抬高估值的情形”的相关内容。

折现率方面，本次交易收益法中的折现率为 11.01%，与可比交易平均值 11.20%基本持平，处于可比交易的合理区间内。同时，近年来国债收益率及银行存款利率大幅下降，10 年期国债到期收益率已由 2021 年末的 2.78%下降至 2024 年末的 1.68%，带动无风险报酬率下降。因此，此次评估折现率取值合理谨慎。

序号	股票代码	股票名称	标的公司	评估基准日	折现率	其中：无风险报酬率
1	600062	华润双鹤	华润紫竹药业有限公司 100%股权	2023/8/31	10.90%	未披露
2	603439	贵州三力	贵州汉方药业有限公司 50.26%股权	2023/5/31	10.44%	2.69%
3	002644	佛慈制药	广东佛慈普泽医药有限公司 60%股权	2022/12/31	未披露	未披露
4	300534	陇神戎发	甘肃普安制药股份有限公司 70%股权	2022/3/31	10.99%	3.64%
5	688131	皓元医药	药源药物化学（上海）有限公司 100%股权	2021/12/31	12.45%	3.80%
6	300239	东宝生物	青岛益青生物科技股份有限公司 60%股权	2021/6/30	未披露	未披露
平均值					11.20%	3.38%
本次交易				2024/12/31	11.01%	2.97%

五、结合标的资产报告期内盈利波动情况、未来年度业绩稳定的可行性、所处行业周期及终端需求变动预期、行业竞争格局及技术更替等情况，说明在资产基础法评估值高于收益法评估值的情况下，标的资产是否存在经营性资产减值的风险，本次评估定价是否公允

（一）标的资产报告期内盈利波动情况

报告期各期，标的公司实现营业收入分别为 118,859.63 万元和 128,287.26 万元，归属于母公司所有者的净利润分别为 6,898.78 万元和 10,814.08 万元，具体如下：

单位：万元

项目	2024 年 12 月 31 日/2024 年度	2023 年 12 月 31 日/2023 年度
资产总额	425,326.72	344,513.91
负债总额	218,621.04	150,622.31
所有者权益	206,705.68	193,891.59
营业收入	128,287.26	118,859.63
营业成本	63,029.18	55,212.70
研发费用	8,328.84	6,843.24
净利润	10,814.08	6,898.78

报告期内，标的公司的资产规模及盈利水平呈现增长态势，标的公司资产总额从 2023 年末的 344,513.91 万元增长至 2024 年末的 425,326.72 万元，营业收入从 2023 年度的 118,859.63 万元增长到 2024 年度的 128,287.26 万元，净利润从 2023 年度的 6,898.78 万元增长到 2024 年度的 10,814.08 万元。

（二）未来年度业绩稳定的可行性

1、中成药市场空间广阔，未来整体发展趋势不断向好，中成药收入预计将持续增长

（1）近年来中成药市场规模稳健提升，随着居民生活水平的提高和健康意识的增强、国家持续推出支持中成药政策，中成药市场仍将持续提升

近年来中成药市场规模稳健提升，随着居民生活水平的提高和健康意识的增强、国家持续推出支持中成药政策，中成药市场长期内仍将持续提升，具体参见本问题“五/（三）/1、所处行业周期及终端需求变动预期”的具体内容。

国家政策对中成药的鼓励和支持持续向好，中药工业规模将持续扩大。例如，国务院发布的《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》是首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。2023 年 2 月 28 日，《中医药振兴发展重大工程实施方案》正式发布，该《方案》明确推进中医药振兴发展的基本原则，并统筹部署了 8 项重点工程，包括中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中医药特色人才培养工程（岐黄工程）等，安排了 26 个建设项目。2025 年 3 月 20 日，国办发布了《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，对中医药全产业链做出了支持和部署，提出了 8 个方面 21 项任务，以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，推动形成传承创新并重、布局结构合理、装备制造先进、质量安全可靠、竞争能力强的中医药产业高质量发展格局，更好增进人民健康福祉和服务中国式现代化。

（2）中成药行业集中度不断提高，利好具有一定资金实力、产品布局丰富的中成药企业

根据米内网信息，2024 年在中国城市实体药店终端，187 个销售额超过 1 亿元的中成药品牌归属 90 多个集团（二级），高销售额的产品更多地集中在少数头部企业旗下，反映出行业集中度有所提升。中成药行业集中度不断提高，利好具有一定资金实力、产品布局丰富的中成药企业。

2、标的公司作为中华老字号，品牌效应较强，产品布局丰富，拥有多个具有较大潜力的独家产品在加大推广中，参与的《人工麝香研制及其产业化》项目于 2015 年荣获国家科技进步一等奖，科研能力较强，具有较强的竞争优势

（1）品牌优势

宏济堂品牌始创于 1907 年，2006 年商务部认定“宏济堂”为首批“中华老字号”，宏济堂中医药文化入选国家非物质文化遗产名录；宏济堂获得中药工业百强品牌、山东省独角兽企业、山东省瞪羚企业、山东省百年品牌重点培育企业、山东省制造业百家高端品牌培育企业等资质或认可。宏济堂具有较强的品牌优势，获得了下游客户及消费者的广泛认可。

（2）产品优势

宏济堂聚焦于中成药及健康产品、麝香酮等产品的研发、生产与销售，具有产品线丰富、特色品种多等优势，截至本回复出具日，宏济堂拥有 150 个药品批件，涵盖心脑血管类、感冒消炎类、咽喉口腔类、消化系统类、泌尿系统类等众多领域，并拥有金鸣片、前列欣胶囊及麝香心痛宁片等 7 个药品独家品种、复方西羚解毒胶囊等 2 个独家剂型。目前上述独家产品的销售规模尚小，随着推广效果逐步展现，未来将成为公司新的业绩增长点。

其中，宏济堂安宫牛黄丸、阿胶具有较好的客户基础，市场影响力逐步提升，市场占有率还有显著上升空间。同时，人工麝香作为贵重药材天然麝香的替代品，由北京联馨进行独家生产，宏济堂系人工麝香核心原料麝香酮的全国独家供应商，具备产品独特性。

（3）质量优势

宏济堂为药品制定了高于国家药品标准的公司内部质量控制标准，提高了药品关键检查项目的指标，进行药品上市前后全流程质量溯源控制。标的公司通过研发管理、临床研究、产品中试、新产品试制及质量控制等环节，充分保证了产品质量的可靠性、稳定性和先进性。公司始终采用严格的质量标准控制药品质量，从物料到中间产品再到成品均严格把关。

（4）科研优势

宏济堂拥有国家企业技术中心、博士后科研工作站、山东省技术创新中心等多个省级以上创新平台，进行中药创新药物研发、经典名方及名优中成药二次开发等研究。公司目前在推进多个产品的开发，在上市后预计将为公司带来新的业绩贡献与增长。

宏济堂承担国家、省市级重点科技攻关项目三十余项，其中国家“十一五”重大新药创制专项 2 项、国家“十二五”重大新药创制专项 1 项、“十三五”重点研发计划 2 项，“十四五”重点研发计划 1 项，山东省重点研发计划 4 项，山东省新旧动能转换重大产业攻关项目 2 项。宏济堂麝香酮作为人工麝香核心原料，《人工麝香研制及其产业化》项目于 2015 年荣获国家科技进步一等奖，《瘀毒理论指导下肺系疾病论证体系的创建与应用》项目于 2022 年荣获山东省科学技术奖一等奖。

3、宏济堂将控制优化期间费用，外部融资及财务费用将减少下降

宏济堂通过加强人员考核和成本费用有效性管理控制人员数量、减少日常不必要开支、优先市场推广支出，控制期间费用在合理范围。具体详见本问题“四、收益法评估中预测期间费用的过程及依据，低于 2024 年的合理性，是否存在低估期间费用以抬高估值的情形。收益法评估结果是否公允”的具体内容。

同时，宏济堂大股东资金占用已解决，自有货币资金大幅提升，后续外部融资规模将下降，财务费用预计将相应下降。

4、报告期内，因大股东资金占用，宏济堂整体资金较为紧张；大股东资金占用已完全解决，宏济堂资金较为充足，能够有效支持宏济堂开展业务

报告期内，因大股东资金占用，宏济堂整体资金较为紧张。截至 2024 年 12 月 31 日，力诺集团及其下属公司对标的公司资金占用的本金为 62,919.42 万元，主要系资金拆借款、代垫款等。大股东资金占用已完全解决，宏济堂资金较为充足，能够有效支持宏济堂开展业务。

5、毛利率预测的合理性

预测成本根据标的公司各品规的成本结构表（有原辅料、包材、能源等单耗及单位成本），结合整体人工成本、制造费用（分为折旧、摊销、机物料消耗、排污费、维修费等）分别根据历史数据进行预测。原辅料根据历史期间的单耗水平和总耗量进行预测；包材根据历史期间的单耗水平和总耗量进行预测；人工成本根据企业历史期间的薪金水平结合企业人工成本预算及考虑未来一定的增长变化综合考虑确定；制造费用包括折旧、摊销、机物料消耗、排污费、维修费以及其他支出，折旧、摊销按照现有折旧摊销政策并考虑相应的资本性支出进行预测，机物料消耗、排污费、维修费以及其他支出等在历史期间水平的基础上进行预测。对于麝香酮业务，测算根据 2024 年该品规的整体毛利水平进行预测。

收益法模拟合并口径下，2023 年、2024 年毛利率水平为 56.30%、51.65%，预测期间 2025 年至 2029 年整体毛利率分别为 46.10%、47.57%、48.12%、48.60%、49.07%，平均毛利率水平 47.89%，低于报告期毛利率水平，预测期毛利率具有谨慎性和合理性。

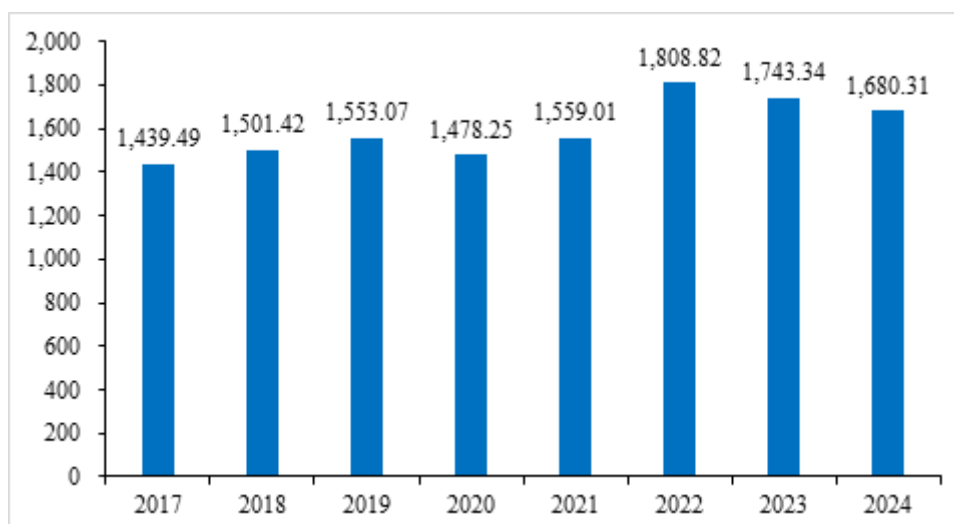
（三）所处行业周期及终端需求变动预期、行业竞争格局及技术更替等情况

1、所处行业周期及终端需求变动预期

根据国家统计局、工信部统计，2023 年规模以上医药工业增加值约 1.3 万亿元，按照不变价格计算同比下降 5.2%；规模以上医药工业企业实现营业收入 29,552.5 亿元，同比下降 4%；实现利润 4,127.2 亿元，同比下降 16.2%；三项指标增速多年来首次均为负增长。而中成药及中药饮片是当中唯二营收、利润均正增长的领域。2023 年度，中成药在全国等级医院销售总额超 1,729 亿元，同比增长 12.1%。

近年来，中国中成药市场呈现出稳定增长的发展态势，已成为全球最大的中成药市场之一。随着居民生活水平的提高和健康意识的增强，加之近几十年来我国居民的疾病出现了从传染性疾病向慢性非传染性疾病转变的趋势，心脑血管疾病、呼吸系统疾病、内分泌系统疾病等疾病的发病率呈现明显的上升趋势，中成药因其天然、副作用小、疗效确切等特点，市场需求持续增长。根据中康 CMH 统计数据显示，2017 年至 2022 年，我国中成药销售额由 1,439.49 亿元上升到 1,808.82 亿元，达到近几年高峰。2023 年及 2024 年受国内经济增速放缓、需求萎缩等因素影响略有回落。

我国中成药销售额（亿元）



数据来源：中康 CMH

我国中成药市场将保持良好的发展态势，并在我国医药工业中占据重要地位。随着中医药国际化进程的加快，以及国内消费者对健康需求的提升，中成药市场

有望继续保持高速发展。此外，随着创新药物的涌现和中药现代化进程的推进，中成药产品结构将不断优化，进一步推动市场规模的增长。未来几年，中成药市场将继续受益于国家政策的支持和市场需求的增长，市场规模有望进一步扩大，行业前景广阔。

2、技术更替行业竞争格局及技术更替

中成药产品生产经营要经过研究开发、临床前研究、临床试验、试生产、规模化生产到产品销售等多个环节。在中成药产品生产经营过程中对技术要求高，资金投入大，审批与研究环节周期较长，新药产品的开发更需要投入大量的资金、人才、设备。我国虽拥有众多中药制造企业，但受制于企业规模普遍偏小、研发资源配置不足等结构性因素，行业整体创新效能尚未完全释放，关键技术突破仍存在提升空间。

我国中药生产行业贯彻“科技兴药”方针，积极推进在中药研究、开发及生产方面的标准化和现代化。目前，我国中成药生产行业整体技术水平处于从传统中药生产到采用现代工艺生产的过渡期，中成药产品的研发技术和生产工艺正逐步实现标准化和现代化。其中，高新技术包括高效液相色谱检测、指纹图谱检测、超微粉碎技术等，先进的制药设备包括高速混合制粒机、真空履带干燥设备、真空包衣机、全自动高效节能压片机等。随着前述高新技术与先进制药设备在中成药生产企业的逐渐普及，整体技术工艺水平得到了显著提升，使中药制剂不断向着剂量小、疗效高、起效快方向发展，中药制剂的使用、携带及储存也更加便捷。

（四）标的资产是否存在经营性资产减值的风险，本次评估定价是否公允

1、标的公司未来年度业绩提升具有可实现性

报告期内，标的公司仍处于业务增长阶段，销售费用率稳步下降，但仍处于同行业公司较高水平，是影响标的公司盈利能力的重要原因。由于标的公司所处行业市场空间广阔，中成药需求量持续增长，标的公司具有品牌优势、产品优势、质量优势、研发优势等将逐步体现，未来年度业绩提升具有可行性。

2、标的公司与终端客户的合作具有可持续性

标的公司与下游销售渠道具有良好的合作关系，对不同的客户市场采用针对

性的销售策略，主要包括：麝香酮产品独家供应至北京联馨，合作关系稳固，合作年份超过 20 年；对于药店零售终端，标的公司搭建广泛的销售网络，通过店员教育和消费者广告宣传等措施，提高企业和产品的品牌知名度，建立起稳定的销售渠道。销售渠道的稳定对供需双方均有重要的意义，标的公司与终端客户合作具备一定的可持续性。

3、标的公司经营性资产的主要构成为固定资产和无形资产，不存在减值迹象

标的公司固定资产购置期限较短，成新率较高。公司主要固定资产系药品加工生产、研发用途，房屋建筑物的建造、设备购置增加与标的公司主营业务发展及生产战略布局相匹配，同时标的公司销售规模逐步提升，产线最终将达到合理产能利用率，不会发生产线闲置、利用率持续下降而造成资产价值损失情况。标的公司账面无形资产主要为土地使用权，主要宗地购置时间较早，未来在标的公司产能利用率保持稳定、土地资产正常使用情况下，不存在减值迹象。

本次评估中对麝香酮生产专有技术及客户渠道、中成药专有技术商标进行评估，麝香酮独家供应至北京联馨用于生产人工麝香，宏济堂为百年老字号、品牌美誉度高，评估谨慎公允，具体详见本问题“三、结合对麝香酮无形资产组预期收益法评估过程，包括但不限于未来收益额、技术收入分成率、技术衰减率等主要参数取值依据、风险报酬率取值等，说明专利权无形资产组的评估依据及合理性”的具体内容。

4、基于评估规则，收益法评估较为谨慎，略低于资产基础法具有合理性

宏济堂当前处于投入期，业绩未充分释放，收益法基于未来期间现金流预测计算得出公司价值，在较短的 5 年预测期后进入永续期，无法完全体现公司的长远价值及中华老字号的战略稀缺性。对于中成药业务，宏济堂商品品牌价值、公司与连锁药房等零售渠道良好的合作关系、丰富的中药药品注册批件是宏济堂的核心竞争力，由于宏济堂资金相对有限、前期研发销售投入过高、产品销售规模体现需要一定过程，业绩尚未充分体现，且中成药业务处于扩张发展期，较多产品贡献收入较小；宏济堂经过持续研发投入形成多个独家中药品种，独家中药品种具有稀缺性，转化成收入需要持续的市场培育，后续转化为收入回报的时间点存在一定不确定性。同时，基于谨慎性，本次收益法评估未包含存在一定不确定

性、且非企业可控的政府补助等影响，因此收益法评估值低于资产基础法评估值具有合理性。

5、选取的评估方法和最终交易价格已经由国有资产有权管理部门核准

中水致远资产评估有限公司已于 2025 年 4 月 20 日出具了《山东科源制药股份有限公司拟发行股份购买资产所涉及山东宏济堂制药集团股份有限公司股东全部权益价值项目》资产评估报告（中水致远评报字[2025]第 010079 号），并经济南市财政局等国有资产有权管理部门备案。本次交易的交易价格是以评估机构出具的评估报告作为定价的参考依据，且最终交易价格以经由国有资产有权管理部门备案的评估值确定。

综上，标的公司正处于业务增长阶段，未来年度业绩提升具有可行性，与下游客户合作具备一定的可持续性，不会发生生产线闲置、利用率持续下降而造成固定资产、无形资产等主要经营性资产价值损失情况，标的资产不存在经营性资产减值风险。本次评估符合相关法律、法规及规范性文件的规定，单项资产较账面成本增值合理，评估定价具备合理性、公允性。

六、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下主要核查程序：

1、查阅《评估报告》《评估说明》；查阅可比公司财务指标、企业规模、企业所处成长阶段、业务结构以及经营模式等情况，分析可比公司选取情况合理性；了解缺乏流动性折扣的计算方式，分析缺乏流动性折扣合理性；复核北京联馨市场法评估测算过程，分析评估增值合理性；

2、取得标的公司的存货的构成、库龄、账面金额、计提的跌价准备；了解标的公司存货退回和调回的会计处理；核实存货评估参数和珍贵特殊存货的评估测算过程，分析存货增值的合理性；

3、查阅标的公司审计报告、公司产品名册、无形资产清单，了解相关产品收入情况，相关商标、专利、专有技术、著作权在生产经营中的具体情况以及记账情况；获取并核查专利证书等权属文件，通过国家知识产权局等官方渠道验证真

实性了解技术先进性、应用场景、与主营业务的关联性；获取麝香酮产品历史年度收入及营业利润财务数据，了解与北京联馨的合作背景情况；复核麝香酮无形资产组评估测算过程和参数；核查无形资产折现率无风险报酬率的取值依据；分析无形资产评估增值的合理性；

4、查阅标的公司审计报告，查阅标的公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用明细；访谈财务负责人，了解《评估报告》中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用未来预测合理性；对应分析预测数据与报告期数据的差异原因；复核《评估报告》收益法测算过程及主要取值参数的合理性；

5、查阅关于中成药行业的市场政策及行业研究报告；分析资产基础法和收益法评估值差异的合理性，分析标的公司是否存在经营性资产减值的风险，定价是否公允。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、北京联馨市场法评估中修正后参数与可比案例不存在重大差异，评估增值主要源于北京联馨自身存在的技术壁垒及产品稀缺性、人工麝香广阔的市场空间及稳健的经营业绩，具有合理性；

2、标的公司产品综合毛利率较高，扣减相应税费后存在一定增值，系正常盈利医药企业存货的普遍情况，存货存在一定增值具有合理性；

3、无形资产组的评估参数合理，评估值具有合理性；

4、收益法评估中预测期间费用低于 2024 年数据具有合理性，不存在低估期间费用以抬高估值的情形，收益法评估结果公允；

5、标的公司未来年度业绩提升具有可实现性、与终端客户的合作具有可持续性；标的公司经营性资产的主要构成为固定资产和无形资产，不存在减值迹象；基于评估规则，收益法评估较为谨慎，低于资产基础法具有合理性；选取的评估方法和最终交易价格已经由国有资产有权管理部门核准。因此，标的资产不存在经营性资产减值的风险，本次评估定价公允。

问题十五、关于业绩承诺

申请文件显示：（1）力诺投资、力诺集团做出收入承诺、收回应收账款承诺、无其他退货原因导致的退货承诺、收入承诺资产减值承诺、市场法评估资产减值承诺。（2）对未达承诺收入、市场法评估资产减值对应的补偿金额计算公式，同《监管规则适用指引-上市类第1号》的相关原则不一致。

请上市公司结合资产评估中对麝香酮资产、中成药资产、应收账款、北京联馨等资产的具体评估过程，补充披露业绩承诺金额同资产评估是否匹配，并结合《监管规则适用指引-上市类第1号》的具体要求补充披露本次业绩承诺补偿方案的合规性。

请独立财务顾问、评估师、律师核查并发表明确意见。

【回复】

一、本次资产评估中麝香酮资产、中成药资产等资产的具体评估过程

本次交易中，对宏济堂采用资产基础法作为最终评估结论。资产基础法评估中，对麝香酮资产、中成药资产（中成药技术类无形资产组合和宏济堂品牌商标）进行了收益预测，而对应收账款以审定账面价值为评估依据、对北京联馨24%股权采用市场法进行评估，不涉及收益预测情形。具体情况如下：

（一）麝香酮资产、中成药资产

麝香酮资产、中成药资产具体评估过程具体详见本回复“问题七/三、结合对麝香酮无形资产组预期收益法评估过程，包括但不限于未来收益额、技术收入分成率、技术衰减率等主要参数取值依据、风险报酬率取值等，说明专利权无形资产组的评估依据及合理性”的具体内容。

（二）应收账款

本次重组应收账款评估过程如下：

宏济堂母公司应收账款账面余额 108,034.30 万元，计提坏账准备 7,109.57 万元，账面净额 100,924.73 万元，主要为企业应收的货款等。评估人员收集了相关销售合同，抽查了部分凭证，对部分客户进行了函证并对收回的函证进行了核实，

经核实账实相符。对于坏账准备，评估人员了解其发生时间、欠款形成原因及单位清欠情况、欠债人资金、信用、经营管理状况，在具体分析后对各项应收款收回的可能性进行判断。经与被评估单位核实确定，应收账款坏账准备收回可能性较小，因此本次评估参考计提的单项坏账准备确认评估风险损失，以应收款合计减去评估风险损失后的金额确定评估值。坏账准备按评估有关规定评估为零。

应收账款评估值为 100,924.73 万元，评估无增减值。

（三）北京联馨 24%股权

北京联馨 24%股权评估过程具体详见本回复“问题七/一、北京联馨与同仁堂等上市公司生产规模、经营状况、利润水平是否存在重大差异，评估中修正后价值乘数、缺乏流动性折扣率的确定依据，与可比案例是否存在重大差异，评估增值的原因及合理性”的具体内容。

二、补充披露业绩承诺金额同资产评估是否匹配

资产基础法评估中，对麝香酮资产、中成药资产（中成药技术类无形资产组合和宏济堂品牌商标）进行了收益预测，而对应收账款以审定账面价值为评估依据、对北京联馨 24%股权采用市场法进行评估，不涉及收益预测情形。

根据《业绩预测补偿及减值补偿协议》，麝香酮相关资产在 2025 年、2026 年及 2027 年各会计年度应实现的承诺收入数分别不低于 27,212.39 万元、29,389.38 万元及 31,566.37 万元，与评估中麝香酮产品未来收入保持一致。

根据《业绩预测补偿及减值补偿协议》，中成药相关资产在 2025 年、2026 年及 2027 年各会计年度应实现的承诺收入数（不包括宏济堂贸易配送业务收入及麝香酮相关资产收入）分别不低于 92,928.49 万元、114,456.87 万元及 132,322.16 万元，与评估中中成药产品未来收入保持一致。

综上，麝香酮资产、中成药资产等资产业绩承诺金额同资产评估中预测金额匹配。

三、中介机构核查情况

（一）核查程序

针对上述事项，评估师履行了以下主要核查程序：

- 1、查阅标的资产评估报告；
- 2、查阅《业绩预测补偿及减值补偿协议》及其补充协议；

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

- 1、已列示本次资产评估中麝香酮资产、中成药资产等资产的具体评估过程；
- 2、麝香酮资产、中成药资产评估过程中涉及收益预测，各会计年度应实现的承诺收入数与本次资产评估预测数据匹配；应收账款评估值已审定账面价值为依据；北京联馨 24%股权采用市场法评估，其减值与补偿金额以每一会计年度结束后减值测试结果为依据。

(本页无正文，为《中水致远资产评估有限公司关于<关于山东科源制药股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请的审核问询函>回复之核查意见》之签字盖章页)

资产评估师：

_____	_____
杨颖锋	李鹏举

中水致远资产评估有限公司

年 月 日