

上海东洲资产评估有限公司
关于上海奥浦迈生物科技股份有限公司
发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的审
核问询函回复的核查意见



上海东洲资产评估有限公司

二零二五年九月

上海证券交易所：

上海东洲资产评估有限公司（以下简称“评估机构”）作为上海奥浦迈生物科技股份有限公司（以下简称“奥浦迈”或“上市公司”）聘请的评估机构，就贵所《关于上海奥浦迈生物科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金申请的审核问询函》（上证科审（并购重组）【2025】24号）（以下简称《问询函》）有关问询事项，我们对其中提及与评估机构相关的问题进行了逐项落实及核查，现将有关情况做出专项回复。

除非文义另有所指，本问询函回复中的简称与《上海奥浦迈生物科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》（以下简称“重组报告书”）中的释义具有相同涵义。

本问询函回复部分表格中单项数据加总数与表格合计数可能存在微小差异，均因计算过程中的四舍五入所形成。本问询回复的字体代表以下含义：

问询函所列问题	黑体（加粗）
对问题的答复	宋体
引用重组报告书的内容	楷体
对重组报告书的修改、补充	楷体（加粗）

目录

5. 关于标的公司评估	4
-------------------	---

5. 关于标的公司评估

重组报告书披露：（1）本次评估采用收益法和市场法对标的公司股东全部权益价值进行评估，其中收益法评估值为 145,200.00 万元，增值率 56.62%，市场法评估值为 148,500.00 万元，增值率 60.18%，最终以收益法评估值作为评估结论，最终交易作价为 145,050.07 万元；（2）本次交易评估值较最近三年标的公司增资对应投后估值跌幅较大；（3）收益法下，各类业务收入主要根据在手订单及细分行业增速水平进行预测，其中药效学评价业务预测增速高于整体行业增速；（4）标的公司主营业务成本主要包括材料费用、人工成本、制造费用，期间费用以销售、管理和研发费用为主；（5）预测期内资本性支出主要为标的公司持续经营所需的资产正常更新支出及新增投资支出，营运资金主要结合企业以前年度营运资金变动情况进行预测；（6）收益法评估在稳定期采用的折现率为 11.40%；（7）本次收益法评估将基准日全部的货币资金都认定为营运资金，溢余的资金在满足期后的营运资金投入后，超出部分作为营运资金的回流处理。非经营性资产评估价值为 38,313.94 万元。

请公司披露：（1）市场法评估下关键参数选取的合理性；收益法和市场法评估差异的原因，采用收益法作为最终评估结论的原因及合理性；本次交易作价与评估值存在差异的原因；（2）最近三年内标的公司增资对价与本次交易评估值存在较大差异的原因及合理性；（3）收益法评估过程中，对 CRO 行业发展前景的预测是否合理，药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据；结合细分行业发展、市场竞争、可比公司对应业务收入增速、标的公司历史经营及在手订单等情况，分析各类细分业务收入预测的审慎性及可实现性；（4）预测期主要成本及费用与报告期的对比情况，产品或服务毛利率、期间费用率与同行业可比公司的比较情况，并分析营业成本及期间费用预测的完整性；（5）未来年度资本性支出、营运资金的测算假设和过程，相关预测的合理性；（6）折现率计算过程中主要参数的确认依据，与可比交易案例的对比情况；（7）将溢余资产作为营运资金回流处理的原因及对估值产生的影响，是否符合行业惯例；非经营性资产的划分依据及估值合理性；（8）2025 年 1-6 月，标的公司实现业绩对预测期的覆盖情况及差异原因；本次预测净利润复合增长率与同行业的比较情况；结合历史经营年度主营业务收入、成本、期间费用、净利润复合

增长率以及毛利率等关键指标与评估预测期的对比情况，分析本次评估预测的合理性；（9）选取的上市公司及交易案例是否具有可比性，可比交易案例所采用的评估方法；结合标的公司市盈率、市销率、评估增值率等指标与上市公司及可比交易案例的对比情况，分析本次评估的公允性。

请独立财务顾问、评估师核查以上事项，并对本次评估的公允性、独立性发表明确意见。

回复：

一、市场法评估下关键参数选取的合理性；收益法和市场法评估差异的原因，采用收益法作为最终评估结论的原因及合理性；本次交易作价与评估值存在差异的原因

（一）市场法评估下关键参数选取的合理性

本次市场法评估采用上市公司比较法，通过比较标的公司澎立生物与可比公司在发展阶段、偿债能力、运营能力、盈利能力、研发投入等指标方面的差异，对可比公司截至评估基准日的市售率（EV/Sales 比率）进行调整，再考虑流动性折扣后计算得出澎立生物股东全部权益价值。根据上述方法进行评估，澎立生物股东全部权益评估价值为 148,500.00 万元。

本次将可比上市公司的选取、价值比率的选取、价值比率的修正以及流动性溢价的修正作为市场法评估下的关键参数，上述关键参数选取的合理性分析如下：

1、可比上市公司的选取及其合理性

报告期内，澎立生物主要从事临床前研究 CRO 服务，主要包括药效学研究评价、药代动力学研究评价和 non-GLP、美国 GLP 标准的安全性评价；此外，标的公司还从事器械研发临床前研究服务和实验动物销售。

本次通过对被评估单位和上市公司在行业分类、业务相似度、经营风险和财务风险进行综合对比，具体筛选过程如下：

（1）行业分类

按照申银万国行业分类，标的公司属于医药生物-医疗服务-医疗研发外包行

业。因此，本次在该行业分类中进行初步筛选，共获得 29 家上市公司。

(2) 业务相似度

被评估单位的最主要的业务为药效学评价、药代动力学评价、安全性评价等临床前 CRO 业务，因此本次对 29 家上市公司进行筛选，通过主营业务构成筛选出药物临床前 CRO 业务占比超过 50%共获得 5 家企业，具体介绍如下：

序号	证券代码	证券名称	2024年度报告的主营业务构成	筛选过程
1	835670.BJ	数字人	数字医学产品:95.6932%;其他:1.7325%;房屋租赁:1.3738%;交互智能一体机:1.2005%	主要业务非临床前CRO，不纳入
2	600721.SH	百花医药	医药研发:52.7736%;临床试验:38.6125%;租赁及物业服务:7.3630%;其他医药收入:0.6596%;广告:0.5664%;商标使用权:0.0127%;其他:0.0122%	主要业务非临床前CRO，不纳入
3	603127.SH	昭衍新药	药物非临床研究服务: 95.00%;临床服务及其他: 4.95%;实验模型供应: 0.04%	临床前CRO业务为主，作为可选公司
4	603259.SH	药明康德	化学业务（WuXi Chemistry）:74.0350%;测试业务（WuXi Testing）:14.4509%;生物学业务（WuXi Biology）:6.4828%;终止经营业务:3.3731%;其他业务（Others）:1.6582%	主要业务非临床前CRO，不纳入
5	603456.SH	九洲药业	合同定制类:75.0022%;特色原料药及中间体-中枢神经类药物:7.5361%;特色原料药及中间体-抗感染类:5.8988%;特色原料药及中间体-非甾体类药物:5.3609%;特色原料药及中间体-降血糖类药物:3.6765%;其他业务:1.4386%;贸易类及其他:1.0869%	主要业务非临床前CRO，不纳入
6	688046.SH	药康生物	商品化小鼠模型销售:58.2734%;功能药效:22.0399%;定制繁育:12.3974%;模型创制:4.8939%;代理进出口及其他:2.3136%;其他业务:0.0817%	主要业务非临床前CRO，不纳入
7	688073.SH	毕得医药	药物分子砌块-分子砌块杂环化合物:43.0819%;药物分子砌块-分子砌块苯环化合物:24.7035%;药物分子砌块-分子砌块脂肪族类化合物:17.1545%;科学试剂-催化剂和配体:10.4778%;科学试剂-活性小分子化合物:4.5810%;其他业务:0.0013%	主要业务非临床前CRO，不纳入
8	688131.SH	皓元医药	分子砌块、工具化合物和生化试剂-分子砌块和工具化合物-产品销售:60.0791%;原料药和中间体、制剂-原料药和中间体、制剂-技术服务:16.8620%;原料药和中间体、制剂-原料药和中间体、制剂-产品销售:16.3780%;分子砌块、工具化合物和生化试剂-分子砌块和工具化合物-技术服务:5.9539%;其他业务:0.7270%	主要业务非临床前CRO，不纳入
9	688202.SH	美迪西	临床前研究:52.2489%;药物发现与药学研究:47.7067%;其他业务-其他收入:0.0224%;其他业务-房屋租赁业务相关收入:0.0220%	临床前CRO业务为主，作为可选公司

序号	证券代码	证券名称	2024年度报告的主营业务构成	筛选过程
10	688222.SH	成都先导	新药研发服务-新药研发服务-客户定制服务:61.0784%;新药研发服务-新药研发服务-全时当量服务:26.8558%;新药研发服务-新药研发服务-其他:12.0122%;其他业务:0.0536%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
11	688238.SH	和元生物	细胞和基因治疗CDMO业务:54.3793%;细胞和基因治疗CRO业务:34.5845%;生物制剂、试剂及其他:9.6490%;其他业务:1.2595%;再生医学服务业务:0.1277%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
12	688265.SH	南模生物	基因修饰动物模型产品-标准化模型:43.2191%;基因修饰动物模型产品-模型繁育:23.6228%;基因修饰动物模型技术服务-药效评价和表型分析:13.9558%;基因修饰动物模型产品-定制化模型:8.8935%;基因修饰动物模型技术服务-饲养服务:7.8600%;其他模式生物技术服务:1.7264%;其他业务:0.7225%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
13	688621.SH	阳光诺和	药学研究服务:51.8031%;临床试验及生物分析服务:47.4421%;权益分成:0.6058%;其他业务:0.1489%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
14	688710.SH	益诺思	非临床CRO:95.4212%;临床CRO:4.1114%;其他:0.3810%;其他业务:0.0864%	临床前CRO业务为主, 作为可选公司
15	002821.SZ	凯莱英	商业化阶段CDMO解决方案:48.3052%;临床阶段CDMO解决方案:30.4373%;新兴服务:21.1274%;其他:0.1302%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
16	300149.SZ	睿智医药	药效药动业务:56.3930%;化学业务:26.4063%;大分子业务:16.2339%;其他:0.9668%	临床前CRO业务为主, 作为可选公司
17	300347.SZ	泰格医药	临床试验相关服务及实验室服务:49.9150%;临床试验技术服务:48.1309%;其他业务服务:1.9542%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
18	300363.SZ	博腾股份	临床后期及商业化业务:66.7360%;临床早期业务:24.2215%;新兴业务:8.0532%;其他:0.9892%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
19	300404.SZ	博济医药	临床研究服务:80.5078%;临床前研究服务:11.3634%;其他咨询服务:5.6898%;其他业务收入:2.4390%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
20	300683.SZ	海特生物	技术服务收入:63.3563%;注射用鼠神经生长因子(金路捷):18.6210%;其他:13.9596%;注射用埃普奈明:4.0631%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
21	300725.SZ	药石科技	药物开发及商业化阶段的产品和服务-药物开发和生产服务(CDMO):51.1303%;药物开发及商业化阶段的产品和服务-分子砌块(用于药物开发和生产):29.0703%;药物研究阶段的产品和服务-分子砌块(用于药物发现):16.6248%;药物研究阶段的产品和服务-化学研发服务:2.9910%;其他:0.1836%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
22	300759.SZ	康龙化成	实验室服务:57.4047%;CMC(小分子CDMO)服务:24.3469%;临床研究服务:14.8765%;大分子和细胞与基因治疗服务:3.3197%;其他业	临床前CRO业务为主, 作为可选公司

序号	证券代码	证券名称	2024年度报告的主营业务构成	筛选过程
			务:0.0521%	
23	301096.SZ	百诚医药	研发技术成果转化:35.8850%;受托药品研发服务-临床服务:26.5721%;受托药品研发服务-临床前药学研究:24.1345%;CDMO:5.2028%;商业化生产:4.5758%;其他:2.5704%;权益分成:1.0594%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
24	301201.SZ	诚达药业	自主销售类产品收入:65.3241%;定制类产品和服务收入:33.3449%;其他业务收入:0.6856%;贸易类收入:0.6454%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
25	301230.SZ	泓博医药	药物发现:58.1430%;商业化生产:30.3439%;工艺研究与开发:8.8455%;其他业务:2.6676%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
26	301257.SZ	普蕊斯	SMO业务:100.0000%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
27	301333.SZ	诺思格	临床试验运营服务:43.0060%;临床试验现场管理服务:27.5170%;数据管理与统计分析服务:13.5324%;生物样本检测服务:8.5360%;临床药理学服务:4.3294%;临床试验咨询服务:3.0792%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
28	301509.SZ	金凯生科	CDMO业务收入-含氟类CDMO业务:69.5836%;CDMO业务收入-非含氟类CDMO业务:29.0951%;贸易及其他:0.8153%;技术服务:0.5060%	主要业务非临床前CRO, 不纳入
29	301520.SZ	万邦医药	临床研究服务:80.1053%;药学研究服务:10.1614%;其他:9.7333%	主要业务非临床前CRO, 不纳入

经过初步筛选后获得昭衍新药、美迪西、益诺思、睿智医药以及康龙化成五家可比公司。评估人员通过企业官网、企业年报、上市公司相关研报确认了该五家企业均主要进行临床前 CRO 业务。

(3) 经营风险和财务风险可比性

本次采用收入规模和资产负债率分别来衡量被评估单位和上市公司的经营风险和财务风险，通常情况下收入规模越接近，则经营风险也越类似，可比性越强，上述公司的营业收入和资产负债率具体对比情况如下：

单位：万元

证券代码	证券名称	2024 年度	资产负债率
603127.SH	昭衍新药	201,833.38	14.02%
688202.SH	美迪西	103,774.57	24.20%
688710.SH	益诺思	114,166.94	25.39%
300149.SZ	睿智医药	97,020.48	37.97%

证券代码	证券名称	2024 年度	资产负债率
300759.SZ	康龙化成	1,227,577.49	40.56%
被评估单位		33,067.50	23.16%

经过评估人员分析，康龙化成由于收入规模和资产负债率与标的公司差异显著，不适宜作为可比公司，因此本次选择其他四家上市公司作为本次评估的可比上市公司，具体如下：

证券代码	证券名称	公司简介
603127.SH	昭衍新药	北京昭衍新药研究中心股份有限公司的主营业务是从从事以药物非临床安全性评价服务为主的药物临床前研究服务和实验动物及附属产品的销售业务。公司的主要产品是药物非临床研究服务、临床服务及其他、实验模型供应。
688202.SH	美迪西	上海美迪西生物医药股份有限公司的主营业务是通过研发技术平台向药企及科研单位提供药物发现与药学研究、临床前研究的医药研发服务。公司的主要服务包括药物发现、药学研究、综合项目。临床前研究包括药效学、药代动力学、毒理学安全性评价研究等。
688710.SH	益诺思	上海益诺思生物技术股份有限公司是一家专业提供生物医药非临床研究服务为主的综合研发服务（CRO）企业，具备了行业内具有竞争力的国际化服务能力，为全球的医药企业和科研机构提供全方位的符合国内及国际申报标准的新药研究服务。
300149.SZ	睿智医药	睿智医药科技股份有限公司主营业务是为全球制药企业、生物技术公司以及科研院校提供药物发现、开发以及生产服务。公司是国内极少数拥有临床前 CRO（医药研发服务）及 CMO（医药生产服务）全流程服务能力的领导品牌。

2、价值比率选取的合理性

价值比率通常包括盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率，如市盈率（P/E 比率）、市净率（P/B 比率）、市售率（EV/Sales 比率）等权益比率，或企业价值比率（EV/EBIT，EV/EBITDA）等。

评估人员通过对指标参数进行相关性分析，以及通过对所处行业以及业务进行分析，综合判断企业所适用的指标，具体如下：

（1）相关性分析

本次评估人员对市盈率、市净率、市售率在可比公司中进行了线性回归分析，其中“营业收入和企业价值”以及“总市值和归属于母公司净资产”均具有显著的相关性。相关性分析结果如下：

相关性检验	企业价值和收入	总市值和净利润	总市值和净资产
MultipleR	0.9926	0.5861	0.9976
RSquare	0.9852	0.3435	0.9952
Adjusted RSquare	0.9778	0.0152	0.9928
标准误差	51,016.74	375,713.97	32,196.04

根据相关性分析的结果，企业价值和收入的相关性，以及总市值和净资产的相关性均比较强，而总市值和净利润的相关性较弱。

（2）所属行业和业务的分析

考虑到被评估单位属于医药服务外包行业，采用市净率难以反映企业拥有的账面未反映的技术平台、研发团队和客户资源等价值，且被评估单位在资本结构方面与同行业上市公司存在差异，因此不宜采用市净率作为价值比率测算；与此同时，考虑到被评估企业所处的临床前 CRO 行业的同行业上市公司中，历史年度的利润波动幅度与离散程度较大，较难进行量化，因此也不宜采用市盈率等盈利能力类价值比率。

综合上述两点，本次评估选取了市售率（EV/Sales）价值比率。

3、价值比率修正的合理性

本次根据可比公司近年的财务数据计算可比公司价值比率和财务指标后，对可比公司上述价值比率采用了不同的修正体系进行修正，具体如下：

项目		待估对象	案例一	案例二	案例三	案例四
		澎立生物	昭衍新药	美迪西	睿智医药	益诺思
价值比率EV（不含资金）/Sales		-	3.41	4.07	3.05	3.7
交易日期修正	交易指数	100	100	100	100	100
	打分系数	100	100	100	100	100
交易情况修正	交易情况	正常市场交易	正常市场交易	正常市场交易	正常市场交易	正常市场交易
	打分系数	100	100	100	100	100
发展阶段修正	预期收入增长	19.04%	7.54%	11.91%	9.36%	9.68%
	打分系数	100	94	96	95	95
偿债能力修正	资产负债率	23.2%	14.0%	24.2%	38.0%	25.4%
	打分系数	100	104	100	94	99

项目		待估对象	案例一	案例二	案例三	案例四
		澎立生物	昭衍新药	美迪西	睿智医药	益诺思
运营能力修正	总资产周转次数	0.3	0.2	0.4	0.5	0.4
	打分系数	100	97	103	107	103
盈利能力修正	销售利润率	11.0%	12.6%	-21.4%	-6.3%	15.8%
	打分系数	100	103	80	80	109
研发投入修正	研发费用率	11.4%	4.6%	9.3%	6.1%	5.3%
	打分系数	100	88	96	91	89

修正体系解释如下：

（1）交易日期修正

资产的价格会因为不同的时间而发生变化，而可比企业的成交日期与评估时点通常不同。因此需要将可比企业在其成交日期时的价格调整到在评估时点的价格。这种对可比企业成交价格进行的调整，称为“市场状况调整”，或称“交易日期修正”。经过这一调整或修正之后，就将可比企业在其成交日期的价格变成了在评估时点的价格。本次计算口径均为 2024 年 12 月 31 日前 30 个的股票交易日均价，因此不需要进行交易日期修正。

（2）交易情况修正

可比企业的成交价格是实际发生的，它可能是正常的、公允的市场价值，也可能是某些特定条件、交易条款下的价格。由于要求评估对象价值是客观、公允的，所以可比企业的成交价格如果是不正常的，则应把它修正为正常的。这种对可比企业成交价格进行的修正，称为交易情况修正。进行交易情况修正，应排除交易行为中的特殊因素所造成的可比企业成交价格偏差，将可比企业的成交价格调整为正常价格。经过核查，评估人员认为，上市公司的交易价格均为活跃、公开交易下的正常市场交易价格不需要进行交易情况修正。

（3）发展阶段修正

案例的企业可能处于不同的发展阶段，收入预期增长的情况未必相同。一般情况下，企业的发展阶段可以分为初创期、成长期、稳定期、衰退期。发展阶段对于企业价值的影响，评估师认为主要因素是预期收入的增长差异。资本市场对于企业的并购对价或者上市公司股权走势的判断，主要来源于对于企业经营业绩

增长的预期：增长预期越高，则股价走高；预期越低，则股价看低。因此评估师根据资本市场对于可比企业预期收入增长情况，对发展阶段进行修正。

（4）经营规模修正

对于市售率（EV/Sales），由于该指标本身就是收入的价值比率（规模的主要指标），因此不宜再将营业收入作为修正因素，因此该价值比率不进行经营规模修正。

（5）偿债能力修正

企业的偿债能力是指企业用其资产偿还长期债务与短期债务的能力，是企业能否健康生存和发展的关键，反映企业财务状况和经营风险的重要标志。静态的讲，就是用企业资产清偿企业债务的能力；动态的讲，就是用企业资产和经营过程创造的收益偿还债务的能力。从中长期来看，国内 CRO 行业仍处于发展阶段，采用长期偿债能力指标能够更好地反映行业总体趋势，故本次选取资产负债率进行修正。

（6）运营能力修正

运营能力是指企业基于外部市场环境的约束，通过内部人力资源和生产资料的配置组合而对财务目标实现所产生作用的大小，通俗来讲，就是企业运用各项资产以赚取利润的能力。考虑到企业资产周转越快，流动性越高，资产获取利润的速度就越快，因此采用总资产周转率作为营运能力的考察指标。

（7）盈利能力修正

盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少及其水平的高低。本次采用市售率作为价值倍数进行计算，其中已经考虑了收入规模差异的影响，因此选择采用销售利润率作为补充。由于影响企业价值的最大因素就是盈利能力，销售利润率指标对于收入类价值比率非常重要。

（8）研发投入修正

研发投入事关公司的长期竞争力，衡量研发投入的重要的一个指标为研发费用率，即研发费用占营业收入的比率。研发费用率越高，代表着企业在创新能力

和技术研发上的投入意愿越高，有利于企业未来保持先进性和盈利能力。故本次对研发费用率进行了修正。

通过以上修正体系的搭建能够充分反映标的公司与可比上市公司在发展阶段、偿债能力、盈利能力、研发水平等方面的差异，且对比参数均来自于可比上市公司公开披露数据，修正结果客观公允。

4、流动性溢价率修正

由于选取的上市公司的价值是通过流通股的价格计算的，而标的公司为非上市公司，因此通过修正后的价值比率计算出来的经营性股权价值需要考虑流动性溢价因素。

本次评估结合国内实际情况采用非上市公司购并市盈率与上市公司市盈率对比方式估算缺少流通折扣率以此剔除流动性溢价带来的影响，详见下表：

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	27.7%
2	电力、热力、煤气、水的生产和供应业	91	21.35	108	26.98	20.9%
3	房地产业	41	30.24	42	40.58	25.5%
4	建筑业	22	23.51	59	29.85	21.2%
5	交通运输、仓储业	39	16.87	95	23.13	27.0%
6	银行业	47	0.50	43	0.58	13.7%
7	证券、期货业	48	29.75	49	37.66	21.0%
8	其他金融业	86	26.47	16	35.41	25.2%
9	社会服务业	477	30.31	162	45.79	33.8%
10	农、林、牧、渔业	9	29.03	21	43.08	32.6%
11	批发和零售贸易	128	30.84	122	43.94	29.8%
12	信息技术服务业	72	43.95	195	63.32	30.6%
13	计算机、通信和电子设备制造业	23	39.96	351	57.72	30.8%
14	机械、设备、仪器仪表制造业	80	32.68	738	43.95	25.7%
15	金属、非金属制造业	31	26.66	221	36.36	26.7%
16	石油、化学、塑胶、塑料制造业	51	29.98	352	40.04	25.1%
17	食品、饮料制造业	16	26.51	137	37.91	30.1%

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	37.3%
19	其他制造行业	20	26.09	147	35.97	27.5%
20	合计/平均值	1,308	-	3,131	-	27.0%

数据来源：产权交易所、Wind 资讯、CVSource

按上表所示，医药、生物制品制造业缺少流通性折扣率为 37.3%，故本次缺少流通性折扣率取值为 37.3%。

5、市场法股东全部权益价值计算

采用价值比率 EV/Sales 计算标的公司股权价值的过程和结果如下表所示：

项目	案例一	案例二	案例三	案例四
	昭衍新药	美迪西	睿智医药	益诺思
价值比率EV（不含资金）/Sales	3.41	4.07	3.05	3.7
交易日期修正	100/100	100/100	100/100	100/100
交易情况修正	100/100	100/100	100/100	100/100
发展阶段修正	100/94	100/96	100/95	100/95
偿债能力修正	100/104	100/100	100/94	100/99
运营能力修正	100/97	100/103	100/107	100/103
盈利能力修正	100/103	100/80	100/80	100/109
研发投入修正	100/88	100/96	100/91	100/89
修正后价值比率EV/Sales	3.97	5.36	4.38	3.94
权重	25%	25%	25%	25%
修正后价值比率×权重	0.99	1.34	1.10	0.99
加权修正后价值比率EV/Sales	4.41			
标的企业主营业务收入（万元）	31,436.00			
全口径经营性企业价值（不含货币资金）（万元）	138,632.76			
减：付息债务（万元）	9,508.62			
减：少数股东权益（万元）	731.61			
经营性不含货币资金股权价值（万元）	128,392.53			
考虑非流通性折扣后股权价值（万元）	80,490.27			
加：非经营性资产、负债（万元）	38,064.97			

项目	案例一	案例二	案例三	案例四
	昭衍新药	美迪西	睿智医药	益诺思
加：货币资金（万元）	29,978.36			
评估值（万元）	148,500.00			

综上所述，本次市场法评估的关键参数包括可比上市公司的选取、价值比率的选取、价值比率的修正以及流动性溢价的修正等，关键参数的选取均具备合理性，测算得出的股东全部权益价值 148,500.00 万元，具备合理性。

（二）收益法和市场法评估差异的原因，采用收益法作为最终评估结论的原因及合理性

1、采用收益法作为最终评估结论的原因及合理性

本次评估采用收益法得出的股东全部权益价值为 145,200.00 万元，较市场法测算得出的股东全部权益价值 148,500.00 万元低 3,300.00 万元。

不同评估方法的评估结果差异的原因主要是各种评估方法对资产价值考虑的角度不同，收益法的评估结果系基于目标公司的未来整体获利能力，通过对目标公司预期现金流量的折现来反映企业的现实价值；市场法是通过分析参考公司的各项指标，以参考公司股权或企业整体价值与其某一收益性指标、资产类指标或其他特性指标的比率，并以此比率倍数推断目标公司应该拥有的比率倍数，进而得出被评估公司股东权益的价值。

从市场法而言，市场法是以资本市场上的参照物来评价评估对象的价值，由于影响资本市场价格的因素较多，并且每个公司的经营特点和核心竞争力不尽相同，上述特征在市场法中难以精确量化；同时，资本市场中上市公司的股价受市场行情、宏观经济等多重因素的影响而不断变化，以本次采用的可比公司为例，截至 2025 年 7 月末，上市公司股价相比于评估基准日 2024 年 12 月 31 日有较大幅度的变动，具体如下：

单位：元/股

证券代码	证券名称	收盘价-2024 年 12 月 31 日	收盘价-2025 年 7 月 31 日	变化率
603127.SH	昭衍新药	16.63	31.91	92%
688202.SH	美迪西	30.17	63.40	110%

证券代码	证券名称	收盘价-2024 年 12 月 31 日	收盘价-2025 年 7 月 31 日	变化率
688710.SH	益诺思	35.51	44.88	26%
300149.SZ	睿智医药	6.42	14.24	122%
平均值				88%

从收益法而言，标的公司目前主要的经营资产、生产设施和相关场所已经完成投入，拥有超过 1,800 种疾病动物模型，已实现对客户的稳定交付，近年来的生产经营活动也不存在较大的变动，经营业绩在整体稳定的基础上保持增长，因而标的公司根据自身的经营情况以及对于未来市场的预期做出对于未来盈利的预测的可靠性更高，能够反映标的公司未来发展的规划和期望。

综合上述两种方法的对比，收益法所使用数据的质量和数量优于市场法，故本次评估优选收益法作为最终评估结果。

2、采用收益法作为最终评估结论符合行业惯例

根据本次交易的可比交易案例中披露评估方法的 5 项交易来看，其中 3 项最终选择收益法作为评估价格，可见收益法系同行业资产定价的主流方法，具体可比案例中所选择评估方法如下：

序号	交易内容	评估方法
1	泰格医药收购观合医药 100%股权	收益法
2	药明生物收购药明海德 30%股权	采用收益法和市场法进行评估，并以市场法（PB）作为评估依据
3	九洲药业收购康川济 51%股权	采用资产基础法和收益法进行评估，并以收益法作为评估依据
4	凯莱英收购医普科诺 100%股权	未披露估值/评估方法
5	皓元医药收购药源药物 100%股权	采用收益法和市场法进行评估，并以收益法作为评估依据
6	维亚生物收购朗华制药 80%股权 ^注	采用市场法（PE）进行估值

注：维亚生物未披露选取市场法作为评估结果的理由。

其中，药明生物收购药明海德选取市场法，主要系药明海德下属爱尔兰工厂和苏州工厂尚未开始大批量正式生产，收益法采用的数据主要依赖企业的行业经验和对企业未来发展预期的主观判断，评估考虑药明海德无形资源的价值及量化行业经验及业务未来前景存在困难，收益法未必能充分反映药明海德的内在价值，因此选择市场法。

综上所述，本次交易采用收益法作为最终评估结论具备合理性，符合同行业惯例。

（三）本次交易作价与评估值存在差异的原因；

本次交易最终选用收益法评估结果作为最终评估结论，评估值为 145,200.00 万元，最终交易作价为 145,050.07 万元。

本次交易作价略低于评估值，主要系评估值是根据标的公司预测的未来经营情况，按照收益法确定的标的公司 100%股权价值的评估结果，而交易对价是在上述客观评估结果的基础上，由上市公司与交易对方按照市场化原则协商确定。由于在本次交易方案中引入了差异化定价、差异化支付方式、差异化业绩补偿责任等较为复杂的交易要素，不同交易对方经市场化原则协商确定的交易对价不同（关于差异化定价的原因和合理性参见本问询回复之“2、关于交易方案”中相关论述），最终的交易作价系根据上市公司与各交易对方确定的需支付的交易对价之和确定，即：

本次交易最终作价=Σ（各交易对方定价*该交易对方持股比例）

因此，本次最终交易作价是以评估值为基础的市场化谈判结果，从结果来看，本次最终交易作价略低于评估值也能够更好地保护上市公司和中小股东的利益。

二、最近三年内标的公司增资对价与本次交易评估值存在较大差异的原因及合理性

（一）最近三年内标的公司增资对价的原因、作价依据

最近三年内，澎立生物发生过 2 次增资，具体如下：

增资时间	增资方	增资额 (万元)	增资价格 (元/注册资本)	增资原因	作价 依据	对应公司 投后估值
2022 年 3 月	江西济麟	10,000.00	42.96	投资人看好澎立生物未来的市场空间	当期各股东协商一致	32.20 亿元
	红杉恒辰	5,000.00				
	上海敬笃	5,000.00				
	青岛乾道	2,000.00				
	合计	22,000.00				

增资时间	增资方	增资额 (万元)	增资价格 (元/注册资本)	增资原因	作价 依据	对应公司 投后估值
2022 年 3 月	公司以股本溢价形成的资本公积向全体在册股东按其持股比例转增股本 299,846,868 股, 公司的注册资本由人民币 7,496.1717 万元变更为 37,480.8585 万元。			资本公积转增股本	不涉及	32.20 亿元

（二）最近三年内标的公司增资对价与本次交易评估值存在较大差异的原因及合理性

关于本次交易的价格，根据东洲评估出具的《资产评估报告》，截至评估基准日 2024 年 12 月 31 日，本次交易标的公司澎立生物 100.00%股权评估值为 145,200.00 万元，经上市公司与交易对方充分协商，经最终计算后，本次交易标的公司 100.00%股权的交易作价确定为 145,050.07 万元。

本次交易评估值较标的公司于 2022 年 3 月完成的增资对应投后估值 32.20 亿元跌幅较大，主要系由于标的公司受到 2021 年及 2022 年上半年生物医药 CRO 行业二级市场情绪高涨、一级市场融资估值提升的影响，但目前由于 2022 年下半年起生物医药投融资放缓、市场竞争加剧，相关行业估值情况受到影响，因此，本次交易评估值较 2022 年 3 月增资价格跌幅较大，符合标的公司所处行业的发展趋势。

由于标的公司前次增资对价为财务投资人与标的公司管理团队根据市场情况充分谈判协商确认的结果，本次交易评估值以东洲评估出具的《资产评估报告》为基础，两次估值均具备公允性。

综上所述，最近三年内标的公司增资对价与本次交易评估值存在较大差异的原因系标的公司所处行业遇冷以及一二级市场估值情况发生变化所致，两次估值均具备公允性，相关差异情况具备合理性。

三、收益法评估过程中，对 CRO 行业发展前景的预测是否合理，药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据；结合细分行业发展、市场竞争、可比公司对应业务收入增速、标的公司历史经营及在手订单等情况，分析各类细分业务收入预测的审慎性及可实现性

（一）收益法评估过程中，对 CRO 行业发展前景的预测是否合理，药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据

1、收益法评估过程中，对 CRO 行业发展前景的预测是否合理

（1）CRO 行业市场规模

收益法评估过程中，关于 CRO 行业中药效学研究评价、药代动力学研究评价、安全性评价、创新医疗器械临床前有效性及安全性评价的发展前景和市场规模，整体 CRO 行业以及各细分行业市场规模未来预计持续增长，相关引用数据主要来源于 Frost & Sullivan、前瞻产业研究院、Research and Markets 等机构的公开数据，具体情况如下：

机构名称	引用数据	机构简介
弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan）	全球和中国的临床前药效学评价、药代动力学、安全性评价服务以及医疗器械 CRO 市场规模	根据弗若斯特沙利文官网，弗若斯特沙利文（Frost & Sullivan，简称“沙利文”），1961 年成立于华尔街，有约 3,000（中国近 700）位咨询顾问及分析师。60 多年以来，沙利文通过其遍布全球的近 50 个办公室，利用强大的数据库和专家库、运用丰富的专业知识和咨询工具，帮助超 10,000 家客户（包括全球 1000 强公司、国内外顶级金融机构以及其他各类领先企业等）加速成长步伐，助力客户在行业内取得增长、科创、领先的标杆地位，实现融资及上市等资本运作目标。近 10 年来，沙利文蝉联中国企业赴香港及境外上市行业研究顾问市场份额领导地位；且近年来，沙利文报告也被广泛引用用于业内领先的 A 股、科创板等上市公司的招股文件、一级和二级市场研究报告及其他资本市场公示文件中。
前瞻产业研究院	全球医疗器械 CRO 市场规模	根据官网显示，前瞻产业研究院于 1998 年成立于北京清华园，主要致力于为企业、政府、科研院所提供产业研究、产业规划、园区规划、产业招商、统计调查、产业战略咨询、产业转型升级、产业大数据等领域提供具有前瞻性的产业规划咨询服务与解决方案。前瞻产业研究院具有超过 20 年的产业研究基础，前瞻积累了对中国以及全球每个细分产业市场的敏感洞察与研究经验；20 年的行业数据积累与产业大数据平台持续研发投入建设；18 万家企业、政府及科研院所累计持续服务的经验与案例。
Research and Markets	全球药代动力学 CRO 的市场规模	Research and Markets 是一家总部位于爱尔兰都柏林的国际市场研究机构，成立于 2002 年，其主要从事全球范围的企业和行业市场调研分析、定制研究以及咨询培训等服务。Research and Markets 是全球最大的市场研究机构之一，拥有来自 80 多个国

机构名称	引用数据	机构简介
		家的 1700 个研究团队，提供广泛的市场和企业研究产品。
DATA INTELO	全球药代动力学 CRO 的 市场规模	DATA INTELO 于 2015 年成立,位于美国加利福尼亚州安大略, 是一家专注于市场研究和商业咨询的机构, 专注于提供最新的 行业趋势和深入分析, 涵盖多个行业领域, 如 IT、电信、食品 和饮料、汽车、医疗保健等, 累计超过 3000 名满意客户。
Grand View Research	全球医疗器 械 CRO 市场 规模	Grand View Research 是一家总部位于美国加利福尼亚州旧金山 的市场研究和咨询公司。该公司专注于提供市场研究报告、定 制研究和咨询服务, 涵盖多个行业, 包括科技、医疗、能源和 消费品等。Grand View Research 每年发布超过 240 份报告, 帮 助企业用户进行市场情报分析、市场机会评估和商业决策。
Spherical Insights	全球医疗器 械 CRO 市场 规模	Spherical Insights 是一家专注 全球市场研究、商业咨询及数据 智能服务的专业机构, 致力于为企业提供战略决策支持, 帮助 其把握市场趋势、识别增长机会并优化业务运营。提供深度行 业分析报告、市场规模估算、增长预测、竞争格局研究及技术 趋势追踪, 已覆盖超过 18,000 个数据源和 60,000 个细分主题。

(2) 下游医药或医疗器械行业的研发支出水平

下游医药或医疗器械行业的研发支出水平直接影响 CRO 行业的发展前景。作为创新药研发基石的大型跨国制药企业研发投入快速增长、中国医药行业的研发支出持续增长、中小型创新药械企业研发支出基本面趋于改善, 相关引用数据主要来源于艾昆纬 (IQVIA)、Frost & Sullivan、动脉橙等机构的公开数据, 具体情况如下:

机构名称	引用数据	机构简介
艾昆纬 (IQVIA)	作为一直以来创新药研发基石的大型跨国制药企业研发投入快速增长、屡破新高, 于 2024 年达到再创纪录的超 1,900 亿美元, 同时研发费用率继续提升至约 25%。	艾昆纬是一家全球领先的医疗健康数据和技术解决方案提供商, 其前身可追溯至 1982 年成立的昆泰 (Quintiles), 2016 年与艾美仕 (IMS Health) 合并后正式成立, 总部位于美国, 纽交所上市公司; 作为全球领先的临床研究服务、商业洞察和医疗健康智能解决方案提供商, 艾昆纬业务覆盖 100 多个国家和地区, 专注于为生命科学行业提供数据科学、技术解决方案及咨询服务。
弗若斯特沙利文 (Frost & Sullivan)	中国医药行业的研发支出自 2019 年的 211 亿美元增长至 2024 年的 476 亿美元, 复合年增长率为 17.67%, 远超同期全球医药研发支出 8.79% 的复合年增长率。	同前文
动脉橙	全球医疗健康领域投融资 (不含 IPO、定向增发等) 在 2024 年全行业投融资金额小幅回暖至 582 亿美元, 同比增长 1.4%, 基本触底企稳。生物医	动脉网创立于 2014 年, 是中国领先的医疗健康产业研究机构和媒体平台。动脉橙产业智库以全维度产业数据为基础, 针对产业创新者的决策层提供的辅助决策工具系统, 帮助产业创新者在产业趋势判断、机构战略决

机构名称	引用数据	机构简介
	药投融资金额的触底企稳，意味着行业内中小型药械企业创新研发支出意愿的基本面趋于改善。	策、竞争对手分析、市场拓展策略、产品开发路线、品牌定位传播等各方面提供决策建议。

（3）药物在研管线数量

全球药物在研管线数量以及国内 CDE 受理的新药临床试验申请（IND）数量持续增长，其数量变动能够较好反映 CRO 下游新药研发行业的繁荣度，进而传导影响 CRO 行业的景气程度，相关引用数据主要来源于 PharmaProjects、CDE 等机构的公开数据，具体情况如下：

机构名称	引用数据	机构简介
PharmaProjects	2014-2023 年，全球每年的药物研发管线（即制药公司正在开发的所有药物，包括临床前阶段、临床试验和监管批准各阶段的药物，以及最终推出的药物）总规模屡创新高，从 2014 年的 11,307 个增长至 2023 年的 21,292 个。	PharmaProjects 是 informa 公司的 Citeline 系列产品，是全球第一款创新药生命周期数据库，其研发药物数据覆盖 1980 年至今所有商用或处方用的全球各疾病领域药物，包括制药、疫苗、新型或重新配方药物和技术，以及特定体内诊断的药物研发信息，拥有超过 90,000 份完整药物报告，涉及研发方及合作方信息、应用适应症及最高临床阶段信息、重大事件综述、作用机制及靶点、全球各国上市或获批状态、合作空间、药物化学信息、临床前信息等，可供追踪全球 R&D 管线从临床前至上市的研发动态。
CDE	自 2017 年以来，由 CDE 受理的新药临床试验申请（IND）数量大幅增长，由 2017 年的 767 项增长超过两倍至 2024 年的 3,073 项。	CDE 是国家药品监督管理局药品审评中心，提供药品注册审评、技术指导和相关服务，推动药品研发与监管创新，定期公布药品审评报告等信息。

（4）中国创新药 BD 数量以及总金额

近年来中国创新药 BD 数量以及总金额快速上升，越来越多的创新药物获得国际认可，我国创新药出海成效显著、全球化进程加速。根据医药魔方数据，2024 年国内生物医药企业共发生超 100 项授权交易，经披露的交易总金额为 523 亿美元（2023 年交易总额为 419 亿美元），创历史新高。随着我国创新药的加速全球化，国内新药研发企业对早期研发管线越发高度重视，更加追求早期管线的差异化、个性化，以达到后续海外授权并购退出的路径，因此，新药研发企业对 CRO 服务商在特定环节的专业性和技术积累提出了更高的要求，倾向选择具备国际化能力和差异化竞争优势的 CRO 公司。

医药魔方隶属于上海华彬立成科技有限公司，成立于 2015 年，致力于重构医药数据，打破信息不对称壁垒，全面赋能医药行业创新。医药魔方通过“数据+AI”与医药产业深度融合，依托独创的全链条数据标准体系和 AI 智能技术，构建了十款企业级医药数据产品，已服务 1000+家头部医药企业与投资机构。基于强大的数据资源，医药魔方还为行业客户提供专业医药媒体和咨询服务，带来基于数据支撑的医药资讯、洞见和战略规划，其行业订阅用户超 80 万人，数据月搜索量超 100 万次。

综上所述，根据 CRO 行业发展前景相关的公开市场数据显示，CRO 行业市场规模预计能够持续增长，与行业景气度密切相关的下游医药或医疗器械行业的研发支出水平、药物在研管线数量以及中国创新药 BD 数量以及总金额等均呈现良好发展态势，本次引用的数据来源具有真实性及权威性，多家 A 股上市招股说明书中亦引用了上述机构发布的报告或数据，因此标的公司对 CRO 行业发展前景的预测具备合理性。

2、药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据

根据弗若斯特沙利文数据，2024 年中国临床前药理药效评价行业市场规模约 77.1 亿元人民币，预计 2031 年将增至 137.1 亿元，2025-2031 年（E）的复合增长率为 8.66%。

据标的公司药效学评价业务的未来收入预测，在 2025 年-2029 年预测期内，标的公司药效学评价将维持高于行业增速，而从 2025 年-2031 年行业预测整体增速来看，标的公司药效学评价整体预测收入复合增速 8.83%与行业平均增速 8.66%基本一致，具体情况如下：

项目	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2031 年	2025-2029CA GR	2025-2031CA GR
标的公司药效学收入增速	15.48%	14.56%	12.93%	11.19%	0.00%	0.00%	13.53%	8.83%
中国药效学 CRO 行业市场规模增速	7.68%	8.03%	8.46%	9.04%	9.16%	9.59%	8.30%	8.66%

注 1：数据来源于弗若斯特沙利文出具的《创新药临床前研发服务市场研究报告》；
注 2：标的公司于 2030 年及以后年度的永续期预测收入增速均为 0%。

在 2025 年-2029 年预测期内，标的公司药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据如下：

（1）标的公司聚焦临床前药效学评价核心业务并深耕多年，基于历史数据表现看，在细分行业存在差异化竞争优势

标的公司作为国内最早聚焦于创新药研发临床前药效学研究评价的 CRO 公司之一，长期深耕临床前研究领域，坚持在行业基础技术领域不断探索与创新，已建立起集实验动物繁育、评价方法开发、疾病动物模型构建、实验设计与生物分析等为一体的临床前药效学 CRO 全链条服务体系。

标的公司通过自身长期构建的丰富的疾病动物模型储备、在免疫炎症/肿瘤免疫疾病领域的深厚积淀以及非人灵长类疾病动物模型构建能力等，具体核心技术竞争优势详见本问询回复的问题 1 之“六、标的公司技术先进性的具体表征，在相关市场上是否具有竞争优势，本次交易是否有助于上市公司增强硬科技属性”，服务水平和市场竞争力位列国内临床前药效学 CRO 行业前列。2022 年至 2024 年度，标的公司药效学评价服务收入及增速与临床前 CRO 可比公司的比较情况如下：

单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	复合增长率
美迪西	66,562	116,650	165,887	136,560	103,729	11.73%
昭衍新药	107,590	151,668	226,797	237,649	201,833	17.03%
药明康德	1,651,333	2,287,487	3,932,116	4,029,976	3,791,778	23.10%
康龙化成	511,405	741,929	1,024,010	1,153,339	1,226,938	24.46%
睿智医药	148,159	169,068	132,104	113,187	96,510	-10.16%
益诺思	33,377	58,162	86,221	103,641	114,068	35.97%
均值	419,738	587,494	927,856	962,392	922,476	17.02%
澎立生物药效学收入	8,595	13,118	15,611	16,663	18,823	21.65%

注：由于各上市公司未单独披露药效学业务收入，因此此处列示同行业上市公司整体业务收入。

综上，基于历史年度标的公司收入情况、同行业可比公司收入情况，结合标的公司始终专注于核心业务药效学细分领域积累的核心技术以及行业差异化竞争优势，历史年度 2020 年-2024 年药效学收入取得 21.65%的复合增长率，高于

同行业平均增速 17.04%，在国内外投融资呈现初步回暖趋势、同行业可比公司业绩企稳的趋势下，标的公司在未来预测期内收入继续保持优于行业平均水平的良好增势具备合理性。

标的公司药效学评价业务在近年来取得较好的增长，主要得益于：

①能够为客户提供全面的药效学评价服务。举例来看，标的公司所建立的免疫炎症药效评价平台几乎覆盖了国内药企进入 IND 阶段的免疫炎症领域创新药项目所涉及的所有适应症，覆盖比例达到 96%，这就意味着针对各种免疫疾病，标的公司都有相应技术手段为客户实现药效学评价，快速响应客户需求，帮助客户推进药物 IND 申报，因此在激烈的市场竞争中更容易获得客户认可。

②拥有超过 1800 个基于从啮齿类到非人灵长类多种属的疾病模型，涵盖自身免疫与炎症、肿瘤、代谢、心脑血管、呼吸系统、抗感染、中枢神经、眼科、及骨外科等多个治疗领域，积累了丰富的业务数据，为客户药物研发的成药性提供了更多选择，目前标的公司已服务了超过 100 个全球或国内首创的创新药管线进入临床阶段，丰富的创新项目服务经验也持续获得客户认可，为持续获得订单打下基础。标的公司历史上曾经为多个具有里程碑意义的创新药产品提供药效学评价服务，包括康方生物（9926.HK）PD-1/VEGF 伊沃西单抗（全球首个 PD-1/VEGF 双特异性抗体，2022 年 12 月，康方与 Summit 达成合作开发协议，BD 总金额达 50 亿美元）、海外创新药 Argenx 公司（阿根克斯）FcRn 抑制剂 Vyvgart（艾加莫德）（全球首个获批的 FcRn 抑制剂，2021 年 12 月获 FDA 批准上市，2023 年销售额超 10 亿美元，2025 年一季度销售额达 7.9 亿美元）、复星凯特阿基仑赛注射液（国内首个批准上市的细胞治疗类产品）等。

（2）标的公司出海策略取得良好成效，近年海外营收增速较快，未来海外增速有望继续保持较快增长

2022 年至 2024 年度，标的公司境外药效学业务收入各年均保持较快的增速，复合增长率达 41.20%，具体境外药效学业务收入和增速与临床前 CRO 行业可比公司境外业务比较情况如下：

单位：万元，%

项目	2022 年		2023 年		2024 年		境外收入复合增长率
	收入金额	境外收入占比	收入金额	境外收入占比	收入金额	境外收入占比	
美迪西	39,773.01	23.98	38,744.32	28.37	39,374.42	37.94	-0.50
昭衍新药	38,276.57	16.88	57,875.68	24.35	43,895.31	21.75	7.09
药明康德	3,182,860.67	80.88	3,296,926.21	81.73	3,087,021.13	78.67	-1.52
康龙化成	838,575.13	81.63	956,308.22	82.88	1,042,844.29	84.95	11.52
睿智医药	93,458.43	70.45	94,171.86	82.73	80,563.62	83.04	-7.15
益诺思	1,519.60	1.76	4,039.78	3.89	2,454.68	2.15	27.10
百英生物	6,672.10	25.71	16,288.37	48.16	22,220.76	55.23	82.49
同行业上市公司均值	600,162.22	-	637,764.92	-	616,910.60	-	17.00
澎立生物	4,592.84	29.42	6,372.63	38.25	9,156.59	48.65	41.20
澎立生物增速	-	-	38.75%	-	43.69%	-	-

根据上表显示，在近年境内市场增速有所放缓的情况下，同行业上市公司积极推动境外业务，境外收入金额以及境外收入占比整体呈现增长趋势。2022 年至 2024 年，澎立生物境外营业收入保持较快增长态势，境外收入复合增速达 41.20%，呈现高于临床前 CRO 可比公司的平均水平。

基于海外市场拓展的良好基础，预计未来 5-7 年，标的公司临床前药效学评价服务收入增长率将高于全球行业平均增长率，主要原因系标的公司具有国际化业务基因，实施出海战略处于快速发展期，具体分析如下：

标的公司初始创设于 2008 年，彼时国内医药市场早期以仿制药为主，创新药产业起步较晚，因此全球范围内新药创制集中于海外，标的公司主要为海外客户提供临床前药效学研究 CRO 服务，**较早布局了海外业务**，在此前期间，标的公司逐步建立起具备国际视野、符合全球技术标准的技术与服务团队，坚持以技术创新为驱动，与部分国际化制药企业建立了全面深入的战略合作。

至 2015 年前后，中国创新药市场发展逐渐步入快车道，中国的 CRO 行业及公司面临历史性的市场机遇，标的公司于 2017 年完成境内 A 轮融资后，境内业务逐渐步入快速增长正轨。2019 年至 2022 年，标的公司以境内业务为主，彼时收入规模尚小，整体营业收入复合年增长率为 55.79%，远高于中国临床前药效学评价 CRO 市场的复合年增长率 13.23%，在取得境内业务增长的同时，也为海

外业务和国际化打下了基础。

自 2022 年起生物医药投融资由过热转变为降温，尤其是境内市场，标的公司即实施出海策略逐步将业务重心向境外业务倾斜，叠加彼时标的公司由于受限于原实验设施趋于饱和，新设金桥实验基地于 2023 年上半年建设完成，标的公司境外业务得以迅速放量。因此，标的公司凭借国际化业务基因以及卓有成效的出海策略，加之整体境外业务规模相对较小，在 2022 年-2024 年的境外业务收入增长率高于临床前 CRO 可比公司的平均水平。标的公司的境外业务取得高于行业平均水平的增速系来自于标的公司设立之初起长期积累的国际化服务能力和口碑，满足全球前沿创新的研发需求，举例来说：（1）针对热门免疫炎症疾病的类风湿性关节炎靶点 IL-6/R 和 IL-17 抗体等，标的公司通过建立了国内外首次用于药效学研究的食蟹猴类风湿性关节炎疾病模型，首先于 2010 年为 Takeda（武田制药）、Teva（梯瓦制药）等海外大型跨国药企提供创新研发服务，随后在国内创新药快速发展期，陆续为丽珠集团、天境生物、君实生物、德思特力等知名创新药企，包括综合型 CRO 企业药明康德的合资新药研发企业药明利康提供服务，整体协助了该适应症下 32% 的大分子创新药物申报；（2）针对骨科领域的核心靶点 RANKL 和 Sclerostin 抗体，标的公司建立了骨质疏松、牙周炎牙槽骨吸收与关节炎相关骨侵蚀等系列模型，形成了适用于 RANKL 拮抗剂药效学评估的标准化平台，从 2009 年开始即已在与该领域国际创新领导者 Amgen（安进制药）和 UCB（优时比制药国际集团）进行候选分子的有效性验证与申报支撑，随后陆续为礼来、Teva（梯瓦制药）、西比曼、君盟生物及东阳光等境内外知名创新药企提供服务。

此外，标的公司于 2024 年 8 月顺利完成对美国 SAMM Solutions 业务的战略并购，一方面，SAMM Solutions 的业务直接为标的公司 2024 年境外收入带来业务增量，**获取安全性评价业务资质**，进一步推高标的公司 2024 年度的境外收入增速；另一方面，标的公司能够依托在美国当地的经营机构，成为标的公司境外业务的桥头堡，进一步加速境外市场的覆盖效率；同时，美国创新药企的部分科研资金来源于当地政府支持，整体研发资金的使用倾向于委托美国当地的经营机构进行药物研发，标的公司对美国地区的业务布局能够加强境外业务拓展能力，更容易获得当地客户的支持。2025 年上半年标的公司临床前药效学评价国外业

务收入 **6,663.35** 万元，同比 2024 年上半年增加 **148.73%**，其中美国地区收入同比增加 **134.71%**。

综上，截至 2024 年，标的公司境外业务收入尚不足 1 亿元，2025 年上半年境外收入**同比实现 148.73%的高速增长**，未来仍具发展空间。结合标的公司在临床前药效服务评价的技术积累和客户积累，同时考虑到完成对美国 **SAMM Solutions** 业务的战略并购给标的公司海外业务拓展带来的正向助力，预计在未来几年标的公司能够在临床前药效学评价方面实现超过行业平均水平的增长速度。

（3）标的公司布局具有重大未满足医疗需求和增长潜力的疾病领域，打造差异化创新服务矩阵，预测期内新布局疾病领域有望呈现高速发展趋势

1）标的公司布局具有重大未满足医疗需求和增长潜力的疾病领域，打造差异化创新服务矩阵

标的公司布局的重大未满足医疗需求和增长潜力的疾病领域已覆盖全球和国内药物整体市场超过 60%，未来具有庞大的市场需求空间。免疫炎症疾病和肿瘤疾病均系重大疾病赛道，标的公司自成立伊始便持续聚力于免疫疾病相关药物研发领域，又凭借自身技术储备切入肿瘤免疫和肿瘤赛道，同时，标的公司于 2024 年新建的三大疾病领域研发平台作为前瞻性布局中枢神经系统、代谢疾病、抗感染疾病赛道，打造差异化创新服务矩阵，以快速响应下游药企紧跟主流疾病研发热点的创新研发需求。

上述标的公司长期深耕及前瞻性布局的疾病领域已覆盖全球和国内药物的比例如下：

滂立布局领域的全球药物市场			
疾病领域	市场规模（十亿美元）		2023-2028（预测） 复合年增长率
	2023 年	2028 年（预测）	
肿瘤	228.9	360.6	9.52%
代谢和心血管疾病	258.8	338.5	5.52%
免疫和呼吸系统疾病	228.3	294.6	5.23%
神经科学	129.8	159.3	4.18%
抗感染 ^注	107.6	141.9	5.70%
布局领域药物的总市场规模	953.4	1,294.9	6.32%

占总市场的百分比	64.8%	66.8%	-
总市场	1,472.3	1,938.7	5.66%
澎立布局领域的中国药物市场			
疾病领域	市场规模（十亿人民币）		2023-2028（预测） 复合年增长率
	2023 年	2028 年（预测）	
肿瘤	241.6	448.4	13.2%
代谢和心血管疾病	289.3	414.3	7.4%
免疫和呼吸系统疾病	109	204.4	13.4%
神经科学	173.4	228.8	5.7%
抗感染	190.3	213.3	2.3%
布局领域药物的总市场规模	1,003.6	1,509.2	8.5%
占总市场的百分比	62.0%	64.4%	-
总市场	1,618.3	2,342	7.7%

资料来源：全球抗感染药物市场数据来源于 GlobalData 预测数据，其他数据来源均为弗若斯特沙利文、恒瑞医药 2024 年年度报告。

2）预测期内新布局疾病领域有望呈现高速发展趋势

在代谢疾病领域，标的公司新组建了具有丰富研发和产业化经验的资深团队，其具备丰富的大小动物模型构建与项目管理经验，并已在代谢平台建立涵盖自发性和诱导性代谢疾病模型在内的多样化动物资源库，同时，标的公司与猴场达成新型合作，丰富了代谢类实验动物资源，显著降低了使用成本、缩短项目启动周期。目前代谢平台**已成功开发多家老客户中大型制药公司的增量合作**（包括恒瑞医药、正大天晴、齐鲁制药、三生制药、英矽智能（AI 制药企业）等），以及**新开拓行业内知名客户的业务合作**（**拓臻生物**（美股创新药上市公司）、一品红等）。

在抗感染领域，标的公司打造了覆盖病毒、细菌和真菌的全方位、一体化研发服务平台，核心团队由具有丰富产业化经验的专家领衔，平台拥有高标准的 ABSL2/BSL2 实验室体系，并获多项认证与备案，严格遵循国际生物安全与质量规范。同时，抗感染平台依托超过 120 种标准病原株及千余临床分离菌株的资源库，建立了涵盖呼吸道、消化道等多系统的感染模型矩阵，并整合微生物快速检测与免疫分析技术，能够为客户提供符合临床申报要求的抗感染药物评价服务。该平台已与科伦药业、长春高新、丽珠集团等多家境内大型药企建立**增量合作**，签单量迅速增长。

在神经系统 CNS 领域，标的公司同样组建了经验丰富的专业团队，提供从靶点验证至 IND 申报的一站式服务。平台融合多通道在体电生理、深度神经网络分析及超高分辨率脑影像等前沿技术，致力于为客户提供科学深度与商业可行性兼具的临床前解决方案，该平台已与恒瑞医药、康缘药业、美国 Rapport Therapeutics（美股创新药上市公司）、丹麦灵北制药等海内外药企建立增量合作。

综上所述，标的公司在代谢、抗感染和 CNS 三大新业务平台搭建了**具有丰富研发和产业化经验的业务团队、完善的平台能力、丰富的模型与数据资源以及高质量的服务体系**，并凭借在药效学评价方面的深厚积淀、完整的技术路线储备、成熟的新药评价体系以及丰富的客户资源赋能三大业务平台的业务拓展，预计标的公司未来能够在三大新疾病领域市场中实现市场占有率的快速提升。

（二）结合细分行业发展、市场竞争、可比公司对应业务收入增速、标的公司历史经营及在手订单等情况，分析各类细分业务收入预测的审慎性及可实现性

1、主营业务收入总体预测情况

标的公司主营业务聚焦于创新药及创新医疗器械临床前 CRO 服务，总体收入预测根据标的公司各细分业务板块，综合考虑各板块历史发展情况、市场竞争情况、行业发展情况及在手订单、在谈意向订单等情况综合确定。

本次评估收入预测总体情况与行业预测在 2025 年-2029 年的增速基本一致，低于 2025 年-2030 年行业预测增速，同时也明显低于标的公司历史增速，具体如下：

（1）与行业预测增速的比较

根据弗若斯特沙利文对中国临床前 CRO 行业的统计数据，本次评估标的公司与行业预测增速对比情况如下：

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2025-2029 CAGR	2025-2030 CAGR
标的公司预测 主营业务收入 （万元）	39,530	46,773	53,025	58,968	64,700	64,700	13.11%	10.36%
收入增速	-	18.32%	13.37%	11.21%	9.72%	0.00%		

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	2025-2029 CAGR	2025-2030 CAGR
中国临床前 CRO 服务市场规模（亿元）	999.1	1,127	1,271	1,440	1,634	1,855	13.08%	13.17%
增速	-	12.75%	12.86%	13.29%	13.41%	13.55%		

注：弗若斯特沙利文《创新药临床前研发服务市场研究报告》中的行业数据预测至 2030 年；标的公司本次评估预测增长期为 2025 年-2029 年，2030 年及以后年度为永续期，预测增长率为 0%。

总体来看，在预测增长期，标的公司整体主营业务收入增速 13.11%与行业预测增速 13.08%基本一致。

（2）与标的公司历史增速的比较

与历史期间对比来看，标的公司在预测增长期（2025 年-2029 年）的复合增速 13.11%低于 2020 年-2024 年增速 30.58%：

单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2020-2024 CAGR
标的公司主营业务收入	10,813	19,037	25,172	30,770	31,436	30.58%

综上，从标的公司整体主营业务收入来看，本次评估的预测增长期与行业增速基本一致，并低于标的公司历史业务增速，具备谨慎性和合理性。

2、药效学评价服务收入预测情况

针对药效学评价服务，本次评估的预测方法如下：

①首先根据具体的药效学评价服务内容，以标的公司管理事业部为框架进行业务拆分，拆分为存量业务与增量业务，其中存量业务为公司已开展的肿瘤、免疫炎症、人源化免疫小鼠、骨科及眼科等疾病平台，增量业务为 2024 年通过研发投入新搭建的代谢、抗感染和中枢神经系统三大疾病平台业务；

②针对存量业务和增量业务所面临的市场环境、标的公司本身对于相应业务的历史发展情况、核心竞争力和驱动因素、下游市场情况，综合分析未来发展预期；

③根据药效学评价业务 2025 年最新的整体订单情况及历史订单数据、历史客户复购率等核心数据推演未来收入预测模型，进行可实现性分析，并基于谨慎性原则参考模型结果，最终以存量业务参考行业增速、增量业务参考标的公司历

史类似业务情况预测的收入确定收益法预测结果。

具体分析过程如下：

（1）存量业务的预测

1) 标的公司存量业务发展良好，取得了超过行业增速的水平

标的公司存量业务历史年度发展情况良好，自 2017 年左右开始以肿瘤及免疫疾病业务开始进入快速增长期，至 2020 年，相关药效学业务收入达到约 1.3 亿元；自 2020 年开始，标的公司药效学业务整体规模上了一个台阶，此后仍保持高于行业增速的增长率，自 2020 年至 2024 年历史收入复合增长率达到 21.65%。标的公司存量业务保持较好的增速，主要基于：

A、标的公司拥有完善的研发技术团队和管理团队

标的公司所处临床前 CRO 行业属于技术推动型及人才密集型企业，研发及技术团队为公司持续创新和业务发展的关键。标的公司重视研发及技术团队的建设，核心技术人员均具备专业的医药学术背景，并在制药行业中具备多年的业内经验，并已建立起以海外资深临床医学博士、海归药理专家、知名高校博士等代表的完善研发及技术团队，保持高效优质的项目交付能力和较强的可持续研发能力，其中 2024 年末研发团队的硕博以上学历占比达 62.50%。

同时，标的公司管理团队具有丰富的管理经验以及大型跨国医药公司的任职经历，能够制定符合中国本土医药研发市场的发展和监管要求的战略，带领标的公司实现快速、稳定的发展。

B、标的公司客户质量优质，客户数量近年来保持增长

标的公司凭借药效学业务的竞争优势不断拓展新客户，与老客户之间保持了持续稳定的合作关系，客户数量由 2020 年的 213 家逐年攀升至 2024 年的 341 家，保持持续增长趋势。客户画像中，境内客户中规模以上客户达到约 50%，境外客户中包含相当数量的知名上市公司以及全球前沿的创新生物医药企业，体现标的公司客户质量较好。同时，从历史上看，标的公司在药效学业务方面的客户复购率总体超过 50%，强大的客户粘性也已成为标的公司业务持续增长的基石。

2) 基于谨慎性原则，存量业务选择略低于行业增速的增长率进行收入预测

根据 Frost&Sullivan 研究，全球临床前药效学评价服务市场规模 2018 年为 27.71 亿美元，2024 年增长至 44.4 亿美元，预计 2031 年将增至 76.9 亿美元，2024-2031 年（E）的复合增长率为 8.2%；国内临床前药效学研究 CRO 服务市场规模亦呈现扩张之势。中国临床前药效学研究 CRO 服务市场规模已由 2018 年的 34.83 亿元增长至 2024 年的 77.1 亿元，预计 2031 年将增至 137.1 亿元，2024-2031 年（E）的复合增长率为 8.6%。

虽然标的公司在肿瘤、免疫炎症等疾病领域拥有较强的竞争优势和技术优势，历史增长率也超过了行业增速，但考虑到该类业务为相对成熟的业务板块，未来可能面临一定的市场竞争，基于谨慎性原则，本次评估以 2024 年实际业务收入为基础，参考行业平均增速，按照 8.14%-8.5%年复合增长率预测其在 2025 年-2029 年收入增长情况，并按照 0%的增速预测其在 2030 年之后的增长情况，具体如下：

单位：万元

业务部门	2023 年	2024 年	2025 年 (E)	2026 年 (E)	2027 年 (E)	2028 年 (E)	2029 年 (E)	CAGR 2025-2029
免疫炎症	5,944	6,567	7,359	7,984	8,663	9,399	10,198	8.50%
肿瘤	3,223	3,383	4,941	5,361	5,817	6,311	6,847	8.50%
非人灵长类平台	4,815	5,903	6,833	7,414	8,044	8,728	9,470	8.50%
眼科、骨病、耳病等其他疾病	2,681	2,894	4,311	4,613	5,042	5,501	5,895	8.14%
合计	16,663	18,747	23,444	25,372	27,566	29,939	32,410	8.43%

（2）增量业务的预测

对标的公司新布局的代谢、抗感染和中枢神经三大增量业务平台，本次评估根据目前增量平台的竞争优势、所涉市场空间、历史业务平台增长经验等方面进行考虑，预测增量平台能够在 5 年内达到 1.2 亿元的收入水平，并根据标的公司在历史期间新增业务板块的业绩表现情况综合确定预测期的收入，具体分析如下：

1）增量业务平台的竞争优势

在代谢、抗感染、神经系统疾病领域，标的公司均组建了具有丰富产业化经验的专业研发技术团队，在业务平台内搭建具有竞争优势的疾病模型、前沿技术、稀缺业务资质等，并已开发老客户中大型制药公司的增量合作以及新开拓行业内知名客户的业务合作，具体竞争优势和客户合作情况详见本问题回复“（一）收

益法评估过程中，对 CRO 行业发展前景的预测是否合理，药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据”之“2、药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据”。

2) 增量业务平台所涉市场空间

标的公司选择布局增量业务平台所涉疾病领域的主要原因系该三大疾病领域的药物市场和药物研发管线来看，均拥有较大的市场容量并有望持续增长：

A.在药物市场规模方面，根据沙利文统计，增量疾病领域代谢、抗感染和中枢神经与存量疾病领域肿瘤和免疫炎症疾病同属于重大疾病领域前列的病种，三大增量平台合计的药物市场规模分别占全球总市场和中国总市场的 33.70%和 40.35%，均高于肿瘤和免疫炎症疾病的 31.05%和 21.66%。

B.在全球药物研发管线方面，根据 Pharmaprojects 公布的 2025 年 1 月数据，增量疾病领域代谢、抗感染和中枢神经全球药物研发管线数量合计为 10,334 条，与肿瘤和免疫炎症的 9,476 条和 3,968 条数量相当。

3) 历史业务平台增长经验

根据标的公司历史业务平台增长经验来看，标的公司自 2017 年完成境内 A 轮融资后业务发展进入增长正轨，标的公司通过前期搭建的免疫炎症、肿瘤、非人灵长类平台实现收入逐年攀升，经过 5 年时间的业务发展，在 2021 年药效学收入达到 1.31 亿元的水平。

较 2017 年相比，标的公司目前拥有更完善的研究设备和实验资源、充足的实验场地、丰富的客户资源和项目技术经验，积累了数百家国内外客户群体，而这些客户群体近年来也在积极布局代谢、抗感染及中枢神经系统疾病，而标的公司已就上述业务机会进行了充足的准备。结合历史业务平台增长经验来看，标的公司未来能够通过与老客户扩大疾病合作领域以实现业务导流，利用大量项目经验和疾病动物模型的科学知识复用，以及市场中建立起来的良好口碑，给予增量业务平台的业务开拓正向助力。

综合上述分析，标的公司增量业务平台的药效学收入预测情况如下：

单位：万元

业务部门	2023 年	2024 年	2025 年 (E)	2026 年 (E)	2027 年 (E)	2028 年 (E)	2029 年 (E)	CAGR 2025-2029
抗感染、代谢、中枢神经	-	76	3,290	5,500	7,800	10,000	12,000	38.20%

从标的公司历史上新业务平台和技术平台的增速对比来看，标的公司于 2020 年起新建的眼科、耳病、骨病等疾病业务平台实现的收入自 2020 年的 535 万元增长至 2024 年的 2,894 万元，复合增长率为 52.48%；于 2020 年新增体外分析（BIO）和流式分析（FACs）两大技术平台，2020 年至 2024 年销售收入复合增速 40.11%。对比本次预测的新三大业务平台 2025 年至 2029 年销售收入复合增速 38.20%，低于历史新增业务平台和技术平台的增速，具备谨慎性。

（3）增量业务的收入预测合理性分析情况

1) 增量业务技术平台 2025 年预测收入合理性分析

根据药效学评价服务增量业务技术平台 2025 年上半年已实现营业收入与在手订单及在手订单情况对 2025 年全年预测收入的覆盖比例为 109%，可实现性较高，具体情况如下：

项目	公式	金额（万元）
2025 年 1-6 月药效学业务增量平台实现收入	A	798.77
截至 2025 年 6 月 30 日增量平台在手订单金额	B	2,090.25
2025 年 7-8 月增量平台新签订单金额	C	1,272.25
预计 2025 年三季度增量平台新签订单	$D=C/2*3$	1,908.38
历史药效学业务新签订单当年转化收入比例 ^注	E	70%
预计 2025 年当年增量平台能实现收入	$F=A+(B+D)*E$	3,597.81
收益法中 2025 年药效学增量平台业务预测收入	G	3,290.00
覆盖率	$H=F/G$	109%

注：历史药效学业务新签订单当年转化收入比例系根据 2023 年和 2024 年度新签订单在当年转化收入的平均比例得出。

2) 增量业务技术平台 2025 年以后年度预测收入合理性分析

标的公司已在增量业务技术平台代谢、中枢神经、抗感染疾病领域构建了能够覆盖上述领域中主流适应症的相关疾病动物模型，越多的疾病动物模型可以更好地模拟疾病、满足客户各类创新药物的研发需求，其中：1) 在代谢领域已构建 37 个疾病动物模型，能够覆盖肥胖、血脂异常、糖尿病、肝纤维化、肝

硬化等主流代谢疾病；2）在中枢神经领域已构建 83 个疾病动物模型，能够覆盖帕金森、阿兹海默、肌萎缩侧索硬化、亨廷顿病、焦虑、抑郁症等主流中枢神经疾病和部分罕见病；3）在抗感染领域已构建 51 个疾病动物模型，能够覆盖《病原微生物实验室生物安全管理条例》中所有第二类高危病原微生物。

在前述标的公司在增量业务技术平台的技术布局基础上，结合增量业务的疾病领域均拥有与免疫炎症和肿瘤领域相当的全球药物研发管线的数量（代谢、抗感染和中枢神经全球药物研发管线数量合计为 10,334 条，肿瘤 9,476 条，免疫炎症 3,968 条）和对应的药物市场空间、标的公司历史业务平台业务发展增速，本次预测增量平台能够在 5 年内达到 1.2 亿元的收入水平，2025 年至 2029 年销售收入复合增速 38.20%，整体业务规模尚小且低于历史新增技术平台的增速，具备谨慎性和合理性。

（4）总体预测情况及可实现性分析

综合以上标的公司对标的公司存量业务平台和增量业务平台的预测过程，整体预测期药效学收入预测情况如下：

单位：万元

业务部门	2023 年	2024 年	2025 年 (E)	2026 年 (E)	2027 年 (E)	2028 年 (E)	2029 年 (E)	CAGR 2025-2029
免疫炎症	5,944	6,567	7,359	7,984	8,663	9,399	10,198	8.50%
肿瘤	3,223	3,383	4,941	5,361	5,817	6,311	6,847	8.50%
非人灵长类平台	4,815	5,903	6,833	7,414	8,044	8,728	9,470	8.50%
眼科、骨病、耳病等其他疾病	2,681	2,894	4,311	4,613	5,042	5,501	5,895	8.14%
抗感染、代谢、中枢神经	-	76	3,290	5,500	7,800	10,000	12,000	38.20%
合计	16,663	18,823	26,734	30,872	35,366	39,940	44,411	13.53%

对于上述收益预测的可实现性及谨慎性，本次评估结合历史客户及订单演变情况、客户复购情况，以及 2025 年上半年药效学业务实际经营情况等因素进行了进一步验证，具体如下：

1）2025 年订单实现收入情况分析

根据标的公司 2025 年 1-6 月财务报表，标的公司上半年药效学评价服务实现收入 1.26 亿元。

根据在手订单情况来看，截至 2025 年 6 月 30 日，标的公司药效学评价服务

的在手订单为 1.22 亿元，同时，在 2025 年 7 月至 8 月上旬期间，药效学评价业务共新签约订单 0.47 亿元，假设三季度签约情况分布平均，则预计 2025 年三季度共能签约金额 0.94 亿元。根据标的公司药效学业务从签约到确认收入周期约为 3 个月的业务开展周期，前三季度新签订单的当年转化收入比例较高，由于新增的三大技术平台增量业务在一定程度上能够提升标的公司药效学业务对客户的吸引力，进而提升订单转化能力和签约效率，本次仍然根据 2023 年和 2024 年度新签订单在当年转化收入的平均比例进行测算转化形成的收入，具备谨慎性。

根据上述情况计算药效学评价服务 2025 年上半年已实现营业收入与在手订单合计金额对 2025 年全年预测收入的覆盖比例如下：

项目	公式	金额（亿元）
2025 年 1-6 月药效学业务实现收入	A	1.26
截至 2025 年 6 月 30 日在手订单金额	B	1.22
2025 年 7-8 月上旬新签订单金额	C	0.47
预计 2025 年三季度新签订单	D=C*2	0.94
历史药效学业务新签订单当年转化收入比例 ^注	E	70%
预计 2025 年当年能实现收入	F=A+（B+D）*E	2.77
收益法中 2025 年药效学业务预测收入	G	2.67
覆盖率	H=F/G	104%

注：历史药效学业务新签订单当年转化收入比例系根据 2023 年和 2024 年度新签订单在当年转化收入的平均比例得出。

综上所述，根据标的公司药效学评价在 2025 年 1-6 月实现收入情况、在手订单情况及近期新签订单进行分析，药效学评价 2025 年预测收入具备可实现性。

2）根据历史客户情况推演 2026 年及以后年度收入可实现性

针对药效学评价 2026 年及以后年度预测收入，根据历史年度的新老客户数量及新老客户结构占比情况，通过历史老客户复购率数据推演未来年份老客户数量和新客户数量，同时参考历史新老客户平均项目数量和平均项目创收数据以及 2025 年 1-6 月的实际经营情况，对标的公司预测期的药效学评价相应的客户构成和项目数量和创收趋势进行推演，预测期药效学评价收入的具体数据如下：

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
----	--------	--------	--------	--------	--------

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
新客户数量	191	160	174	186	197
老客户数量	300	389	444	499	554
客户数量合计	491	549	618	685	751
新客户占比	39%	29%	28%	27%	26%
新客户平均项目数量	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
老客户平均项目数量	2.80	2.80	2.80	2.80	2.80
新客户平均项目创收（万元）	18.57	18.57	18.57	18.57	18.57
老客户平均项目创收（万元）	24.87	25.36	25.87	26.39	26.91
老客户平均项目创收变化率	2%	2%	2%	2%	2%
新客户业务收入（万元）	6,146.61	5,148.99	5,599.53	5,985.70	6,339.70
老客户业务收入（万元）	20,862.82	27,593.16	32,124.40	36,825.85	41,702.51
收入合计（万元）	27,009.43	32,742.16	37,723.93	42,811.56	48,042.21
收入增速	43.49%	21.22%	15.22%	13.49%	12.22%

上述数据来源均以标的公司历史经营数据为基础，根据一定的统计学方法得出，具体计算过程如下：

A、2025 年度全年预测过程

标的公司药效学业务 2025 全年预测数据主要根据历史 2021-2024 年度和 2025 年上半年实际情况进行预测。

客户数量预测：2025 年度新老客户数量通过对比 2023 和 2024 年度中上半年的新老客户数量占当年新老客户总数的比例，对 2025 年上半年客户数量进行年化推演，推演过程如下：

药效学评价服务	公式	数量/比例
2025 年上半年新客户数量	A	70
2025 年上半年老客户数量	B	207
2023 和 2024 年度上半年项目确认收入的新客户数量占全年新客户数量比例平均值	C	37%
2023 和 2024 年度上半年项目确认收入的老客户数量占全年老客户数量比例平均值	D	69%
2025 年全年新客户数量	$E=A/C$	191
2025 年全年老客户数量	$F=B/D$	300

客户平均项目数量预测：考虑到单个客户在当年存在多个业务分布在上下半

年的情况，因此仅根据半年数据难以判断全年的平均项目数量变化，因此本次采用 2021-2024 年度新老客户平均项目数量作为预测值。

平均项目创收预测：2025 年上半年的平均项目创收水平高于历史水平，本次出于谨慎考虑，2025 年全年的平均项目创收水平和后续几年的处理方式保持一致，即新客户采用 2021-2024 年度平均数，而老客户的平均项目创收年平均复合增速为 8.89%，2025 年谨慎考虑按照 2%的增速预测。

B、2026 年及后续年度客户数量测算过程

由于标的公司药效学评价新老客户在项目类型、项目数量、客单价方面存在差异，因此本次对于客户群体拆分为新客户和老客户进行分别预测。

老客户数量主要基于 2022-2024 年度的复购率等因素进行测算，以 2026 年老客户数量测算为例具体如下：

以 2026 年测算为例	计算公式	数量（人）/比例
下一年客户复购率 ^{注1}	A	52.0%
跨年复购的复购率 ^{注2}	B	5.3%
在下一年和跨年复购的合计复购率	A+B	57.30%
2025 年客户总数	C	491
2024 年客户总数	D	337
2025 年复购的客户数量	$E=A \times C$	257
2024 年复购的客户数量	$F=B \times D$	18
老客户中前两年未有药效学业务收入比例 ^{注3}	G	29.8%
2026 年老客户数量（取整）	$H= (E+F) / (1-G)$	389

注 1：下一年客户复购率基于 2022 年和 2023 年的药效学业务收入中，下一年中有重复复购的客户数进行计算；

注 2：跨年复购的复购率基于 2022 年的药效学业务中，2023 年未有相关业务收入但在 2024 年有业务收入的客户数量进行测算。

注 3：老客户中前两年未有药效学业务收入比例，系基于 2024 年的老客户群体中 2022 和 2023 年均未有药效学业务收入的客户数量占老客户比例进行计算。该部分主要考虑 2024 年的老客户群体中有一部分在 2022 年和 2023 年未进行药效学评价业务，而在这两年中有药代动力学业务的开展或者在 2022 年以前有药效学业务。考虑到药效学业务主要基于下游创新药客户的新药管线开发需求，因而在不同年份之间会因需求变化而变动，因此该部分为老客户群体中重要组成部分。

新客户数量预测基于历史年度新客户数量占客户总数比例进行预测。

C、2026 年及后续年度客户平均项目数量预测

根据对历史年度的数据分析，标的公司药效学业务新老客户的平均项目数量存在一定的波动，因此新老客户预测期内的平均项目数量均采用 2021-2024 年度的平均值作为预测期分别的平均项目数量。

D、2026 年及后续年度平均项目创收预测

根据对历史年度的分析，标的公司药效学业务新客户的项目平均创收相对稳定，而老客户的平均项目创收呈现逐年向上趋势，主要原因为基于老客户对于标的公司服务能力的信任，会增加创新度更高或价值更高的项目比重。因此，考虑到 2021-2024 年老客户的平均项目创收年平均复合增速为 8.89%，预测期谨慎考虑按照 2%的增速预测。而新客户的项目平均创收存在一定的波动，本次采用 2021-2024 年 4 年的平均项目创收作为预测期的平均项目创收预测，未考虑增长情况。

E、对药效学收入预测可实现性分析的结论

本次评估收益法模型选取的最终评估预测收入低于上述客户推演模型的数据，同时客户推演模型的假设基础为历史客户的复购率等因素，尚未考虑新增三大疾病平台带来的老客户复购率的提升，因此可以看出最终收益法预测结果具备谨慎性和合理性，具体数据对比情况如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
客户群体推演模型预测收入	27,009.43	32,742.16	37,723.93	42,811.56	48,042.21
收入增速	43%	21%	15%	13%	12%
收益法预测收入	26,733.81	30,872.25	35,365.92	39,939.78	44,410.89
收入增速	42%	15%	15%	13%	11%

综上，结合行业发展情况、市场竞争情况、下游市场情况及标的公司相关业务历史发展情况，并通过历史订单和客户复购等情况进行可行性验证，本次评估对于标的公司药效学评价业务的收入分析具有可行性和谨慎性。

3、药代动力学服务收入预测情况

针对药代动力学服务收入，本次评估的收入预测方法如下：

①针对药代动力学业务特点进行分析，考虑到该类业务无明显药物技术平台

的边界划分，即不会区分不同疾病类型，而境内和境外市场所面临的市场容量、市场增速和竞争格局各不相同，因此本次对于药代动力学业务的收入预测按照境内和境外客户进行整体区分；

②对标的公司药代动力学评价业务的历史发展情况进行分析，以确认标的公司在预测期药代动力学业务的增长基础和客户基础；

③基于药代动力学业务历史订单情况、新老客户数量及平均单价情况推演未来收入预测模型，并基于谨慎性原则参考模型结果确定最终收益法预测结果。

④结合最近一年药代动力学业务单价及毛利率下降，以及国内外市场竞争情况，最终综合参考不同市场平均增速谨慎考虑药代动力学评价业务未来预测增速。

具体分析过程如下：

（1）标的公司药代动力学业务历史发展情况

药代动力学评价业务收入自 2020 年开始快速增长，2020 年至 2024 年药代动力学业务复合增长率为 52.74%。2024 年相比于 2023 年略有下滑，主要系订单价格受到医药行业投融资放缓以及部分大额订单收入的波动带来的影响，但从 2025 年实际新签订单来看，药代动力学业务已呈现明显复苏趋势，项目单价及整体毛利率也呈现稳步回升趋势。

标的公司药代动力学业务在历史年度能够实现快速增长，究其原因主要在于：①标的公司药效学评价业务构建起了公司独特的技术竞争力，丰富的动物模型结合具有行业竞争力的药效学业务，直接带来了充足的项目订单；②历史期间整体药代动力学业务基数较小，总体增长率较快。

（2）药代动力学业务市场情况

根据 Frost&Sullivan 研究，中国临床前药代动力学评价市场规模 2018 年为 21.8 亿人民币，2022 年增长至 39.4 亿人民币，到 2026 年将达到 60.0 亿人民币，到 2030 年达到 75.5 亿人民币。全球临床前药代动力学评价市场规模 2018 年为 16.3 亿美元，2022 年增长至 22.0 亿美元，预计到 2026 年达到 29.8 亿美元，到 2030 年达到 41.3 亿美元。

根据 DATA INTELO 预测，全球药代动力学市场规模在 2023 年-2032 年的复

合增长率为 8.1%；根据 Research and Markets 预测，全球药代动力学市场规模在 2025 年-2030 年的复合增长率为 9.0%。汇总如下：

2025-2029CAGR	药代动力学评价-国内	药代动力学评价-全球
行业预计增速（沙利文）	6.76%	9.23%
行业预计增速（DATA INTELO）	-	8.10%
行业预计增速（Research and Markets）	-	9.00%
平均值	6.76%	8.78%

（3）药代动力学业务的收入预测

药代动力学是新药研发必不可少的重要环节，随着下游医药研发投入的增加，药代动力学整体市场保持了较好的市场增速，其中国内和全球临床前药代动力学业务增速分别为 6.76%和 8.78%。但与此同时，临床前药代动力学本身技术壁垒相对较低，主要通过实验动物给药观察动物药物代谢情况进行数据分析，整体过程不涉及动物模型构建，也不需要相关业务资质，因此近年来随着行业竞争加剧，项目单价和毛利率下降明显，标的公司药代动力学业务 2024 年收入较 2023 年下降 8.95%，同时结合 2025 年在手订单及预测订单分析（详见下文），预计 2025 年药代动力学业务收入将进一步下降。随着 2025 年以来整体下游医药行业回暖，标的公司预计在预测期（2025 年至 2029 年）药代动力学业务以 2025 年收入为基数，保持略低于行业增速的增长率，具备谨慎性和合理性：

单位：万元

药代动力学评价	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
药代动力学评价国内客户收入	1,800.00	1,908.00	2,022.48	2,143.83	2,272.46
收入增速	-25%	6%	6%	6%	6%
药代动力学评价国外客户收入	1,800.00	1,944.00	2,099.52	2,267.48	2,448.88
收入增速	1%	8%	8%	8%	8%
合计	3,600.00	3,852.00	4,122.00	4,411.31	4,721.34

（4）药代动力学 2025 年收入可实现性分析

根据标的公司 2025 年 1-6 月财务报表，标的公司上半年药代动力学评价服务实现收入 0.13 亿元。

截至 2025 年 6 月 30 日，标的公司药代动力学业务的在手订单为 0.06 亿元，

2025 年 7 月至 8 月上旬，新增在手订单 0.14 亿元，预计 2025 年第三季度新增在手订单合计为 0.28 亿元。本次根据 2023 年和 2024 年度当年签订订单在当期确认收入的比例，以及上述 2025 年在手订单情况对 2025 年药代动力学业务收入的可实现性分析如下：

项目	公式	金额（亿元）
2025 年 1-6 月药代动力学业务实现收入	A	0.13
截至 2025 年 6 月 30 日在手订单金额	B	0.06
2025 年 7-8 月上旬新签订单金额	C	0.14
预计 2025 年三季度新签订单	$D=C*2$	0.28
历史药代动力学业务新签订单当年转化收入比例	E	85%
预计 2025 年当年能实现收入	$F=A+(B+D)*E$	0.42
收益法中 2025 年药代动力学业务预测收入	G	0.36
覆盖率	$H=F/G$	116%

综上所述，根据标的公司药代动力学评价在 2025 年 1-6 月实现收入情况、在手订单情况及近期新签订单进行分析，药代动力学评价业务在 2025 年上半年发展情况略好于预期，因此 2025 年预测收入具备可实现性。

（5）药代动力学 2026 年及以后年度收入可实现性分析

针对药代动力学 2026 年及以后年度预测收入，根据历史年度的新老客户数量及新老客户结构占比情况，通过历史老客户复购率数据推演未来年份老客户数量和新客户数量，同时参考历史新老客户平均项目数量和平均项目创收数据以及 2025 年 1-6 月的实际经营情况，对标的公司预测期的药代动力学评价相应的客户构成和项目数量和创收趋势进行推演，预测期药代动力学评价收入的具体数据如下：

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
新客户数量	34	42	44	45	46
老客户数量	96	99	109	118	126
客户数量合计	130	141	153	163	172
新客户占比	26%	30%	29%	28%	27%
新客户平均项目数量	1.33	1.33	1.33	1.33	1.33
老客户平均项目数量	2.29	2.29	2.29	2.29	2.29

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
新客户平均项目创收（万元）	8.88	12.96	12.96	12.96	12.96
老客户平均项目创收（万元）	14.63	18.97	18.97	18.97	18.97
新客户业务收入（万元）	403.00	725.91	760.48	777.77	795.05
老客户业务收入（万元）	3,209.37	4,292.62	4,726.22	5,116.46	5,463.34
收入合计（万元）	3,612.37	5,018.54	5,486.70	5,894.23	6,258.39
收入增速	-13.83%	38.93%	9.33%	7.43%	6.18%

上述数据来源均以标的公司历史经营数据为基础，根据一定的统计学方法得出，具体计算过程如下：

A、2025 年度全年预测

标的公司药代动力学业务 2025 全年预测数据主要根据历史 2021-2024 年度和 2025 年上半年实际情况进行预测。

客户数量预测：2025 年度新老客户数量通过对比 2023 和 2024 年度中上半年的新老客户数量占当年新老客户总数的比例，对 2025 年上半年客户数量进行年化推演。

药代动力学	公式	数量/比例
2025 年上半年新客户数量	A	14
2025 年上半年老客户数量	B	77
2023 和 2024 平均上半年项目确认收入的新客户数量占全年新客户数量比例	C	41%
2023 和 2024 平均上半年项目确认收入的老客户数量占全年老客户数量比例	D	80%
2025 年全年新客户数量	$E=A/C$	34
2025 年全年老客户数量	$F=B/D$	96

客户平均项目数量预测：考虑到单个客户在当年存在多个业务分布在上下半年的情况，因此仅根据半年数据难以判断全年的平均项目数量变化，因此本次采用 2021-2024 年度新老客户数量平均项目数量作为预测值。

平均项目创收预测：经过分析标的公司历史年度药代动力学业务平均项目创收波动主要受到个性化订单规模的影响较大。2025 年上半年，新客户平均项目创收为 4.81 万元，老客户平均项目创收为 10.28 万元，整体低于 2021-2024 年度的整体平均项目创收水平，主要系订单规模差异导致。经过对截至 2025 年 6

月 30 日的在手订单以及 2025 年 7 月和 8 月初新签订单的单价分析，当前在手订单的平均项目创收超过 18 万元，因此合理预计药代动力学业务 2025 年下半年平均项目创收将恢复至往年水平，具体预测如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-6 月平均项目创收 (A)	2021-2024 年平均项目创收 (B)	2025 年全年平均数 (C=(A+B)/2)
新客户	4.81	12.96	8.88
老客户	10.28	18.97	14.63

B、2026 年及后续年度客户数量测算过程

标的公司药代动力学业务客户数量具体测算方式同药效学评价业务，老客户数量主要基于 2022-2024 年度的复购率等因素进行测算。列式如下：

以 2026 年测算为例	计算公式	数量 (人) / 比例
下一年客户复购率 ^{注 1}	A	40.7%
跨年复购的复购率 ^{注 2}	B	7.3%
在下一年和跨年复购的合计复购率	A+B	48.0%
2025 年客户总数	C	130
2024 年客户总数	D	109
2025 年复购的客户数量	E=A×C	53
2024 年复购的客户数量	F=B×D	8
老客户中前两年未有药代动力学业务收入比例 ^{注 3}	G	38.6%
2026 年老客户数量 (取整)	H= (E+F) / (1-G)	99

注 1：下一年客户复购率基于 2022 年和 2023 年的药代动力学业务收入中，下一年（即 2023 年和 2024 年）中有复购的客户数进行计算；

注 2：跨年复购的复购率基于 2022 年的药代动力学业务中，2023 年未有相关业务收入但在 2024 年有业务收入的客户数量进行测算。

注 3：老客户中前两年未有药代动力学业务收入比例，系基于 2024 年的老客户群体中 2022 和 2023 年均未有药代动力学业务收入的客户数量占老客户比例进行计算。该部分主要考虑 2024 年的老客户群体中有一部分在 2022 年和 2023 年未进行药代动力学业务，而在这两年中有药效学业务的开展或者在 2022 年以前有药代动力学业务。考虑到药效学业务对于药代动力学业务的导流作用，同时药代动力学业务存在的跨年需求的情况，因此该部分为老客户群体中重要组成部分。

C、2026 年及后续年度客户平均项目数量预测

根据对历史年度分析，标的公司药代动力学业务新老客户的平均项目数量存在一定的波动，因此新老客户预测期内的平均项目数量均分别采用 2021-2024 年度的平均值作为预测期的平均项目数量。

D、2026 年及后续年度平均项目创收预测

考虑到 2021-2024 年标的公司药代动力学项目平均单价存在波动，因此本次对于新老客户均采用 2021-2024 年 4 年的平均项目创收的平均数作为未来的预测数据。

E、基于客户群体模型推演对预测收入的可行性分析

本次收益法所采用的管理层预测收入低于上述客户推演模型的数据，最终收益法预测结果具备谨慎性和合理性，具体数据对比情况如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
客户群体推演模型预测收入	3,612.37	5,018.54	5,486.70	5,894.23	6,258.39
收入增速	-14%	39%	9%	7%	6%
收益法预测收入	3,600.00	3,852.00	4,122.00	4,411.31	4,721.34
收入增速	-14%	7%	7%	7%	7%

综合上述分析，结合药代动力学业务的特点，近年来行业波动情况、未来市场发展趋势，以及通过历史订单和客户推演模型验证，本次评估对于药代动力学评价业务的收入预测具备谨慎性和合理性。

4、安全性评价业务收入预测情况

历史及报告期内，标的公司未开展临床前药物研发安全性评价业务，无历史收入数据。未来，标的公司药物研发安全性评价业务主要通过收购的美国 SAMM Solutions 业务进行开展。安全性评价是指通过动物体内和体外系列研究全面评价候选药物的安全性，是新药申请 IND 并进入临床试验或申请 NDA/BLA 的必要程序和重要步骤。标的公司开拓安全性评价业务的核心驱动因素在于搭建并实现全流程的临床前 CRO 服务能力。通过补齐全链条服务上的短板，安全性评价服务与公司原有的药效学业务、药代动力学业务能够形成良好的客户资源协同，进一步发挥原有业务的带动效应，培育公司未来新的增长点。

鉴于安全性评价服务为公司新拓展业务，历史年度并无可参照数据，同时考虑到安全性评价业务订单金额较大、部分订单执行周期较长，因此本次预测的方法为：

①结合已签订的在手订单和正在沟通的意向订单，综合考虑订单及客户开展业务的背景，以订单为基础推演未来收入预测模型，并基于谨慎性原则参考模型结果确定最终收益法预测结果；

②临床前安全性评价业务与药效学评价、药代动力学评价有共同的客户基础，都是创新药临床前研发必备的环节，因此在评估安全性评价业务开拓过程中也可以适当参考标的公司历史年度新增业务板块的整体收入增长情况；

③综合行业发展趋势、业务执行周期、订单谈判周期等因素对安全性评价业务在未来年份的收入进行预测。

具体分析过程如下：

（1）在手订单及意向订单情况

截至 2025 年 6 月 30 日，安全性评价业务共拥有在手订单 310.99 万美元，意向订单 560.78 万美元，其中：在手订单 310.99 万美元预计在 2025 年和 2026 年分别能够确认收入 102.64 万美元和 208.35 万美元；意向订单 560.78 万美元计划均将于 2026 年确认收入，具体如下：

单位：万美元

项目	2025 年	2026 年
2025 年 1-6 月已确认收入	29.26	-
截至 2025 年 6 月 30 日已签订在手订单预计确认收入	102.64	208.35
截至 2025 年 6 月 30 日意向订单预计确认收入	-	560.78
预计合计确认收入	131.90	769.13

安全性评价业务意向订单主要来自于客户 DFI（Diabetes Free, Inc），该意向订单能够正式签约的确定性较高，主要原因系：①该客户已就安全性评价业务与标的公司签署前期方法开发的合同，前期方法开发业务已在 2025 年上半年完成，已确认销售收入；②该客户已向标的公司支付定金用于购买实验动物，同时标的公司已完成前期实验准备，待正式签约后可快速开展实验并及时向客户交付成果。根据目前洽谈的实验计划和项目周期，预计将于 2026 年内完成全部实验，因此预计该笔意向订单于 2026 年度确认收入的确定性较高。

（2）对比公司历史年度类似业务的发展趋势

由于安全性评价业务并无直接可参考历史数据，但仍可借鉴公司其他类似业务板块，例如药代动力学板块自初设至逐步成熟的发展趋势：公司药代动力学业务自 2020 年的初创阶段发展至 2024 年复合增长率为 52.74%，整体发展趋势良好，证明标的公司有能力兑现新业务板块的商业化价值。

（3）安全性评价业务行业情况

根据弗若斯特沙利文研究，2018 年全球非临床安全性评价市场规模为 44.9 亿美元，并于 2022 年增至 78.3 亿美元，2018—2022 年的复合增速为 14.92%，预计 2027 年全球非临床安全性评价市场规模将达到 194.1 亿美元，2022-2027 年的复合增速达到 19.91%。

在竞争格局方面，经过多年的成熟发展，全球安全性评价市场被两大 Charles River 和 LabCorp 占据了较大的市场份额，但由于全球大型跨国制药企业研发支出和非临床安评市场持续增长，同行业上市公司中以国内安全性评价业务为主的昭衍新药和益诺思也积极开展出海战略，海外业务增长速度较国内更快，具体业务收入如下：

单位：万元						
公司名称	业务板块	区域	2024 年	2023 年	2022 年	2022 年至 2024 年复合 增长率
益诺思	安全性评价	境内	93,863.45	85,467.03	69,786.07	15.97%
		境外	2,062.41	3,468.49	1,250.24	28.44%
		小计	95,925.85	88,935.52	71,036.31	16.21%
昭衍新药	药物非临床 研究服务	境内	147,853.34	173,024.24	183,083.27	-10.13%
		境外	43,895.31	57,875.68	38,276.57	7.09%
		小计	191,748.66	230,899.92	221,359.84	-6.93%

上述两家安全性评价服务同行业上市公司 2022 年至 2024 年境外收入复合增长率平均值为 17.77%，与沙利文研究的整体行业情况类似。

标的公司目前拥有美国地区临床前安全性评价业务资质，在预测期内主要在美国地区开展境外客户业务，近年来国内上市公司也陆续在境外安全性评价业务上发力，境外，尤其美国地区安全性评价服务市场空间较大，是标的公司未来该业务板块的增长动力。

（4）安全性评价业务收入预测

本次评估中，对于 2025-2026 年度的预测收入主要基于基准日前后在手订单和意向订单进行估计，后续年度的预测主要按照订单获取增速进行估计，基于同行业可比公司来自境外业务的收入增速（17.77%）、全球临床前安全性评价市场整体增速（19.91%），考虑到标的公司业务基数较小，基于谨慎性原则按照 10% 的增长率确定订单增速，并结合安全性评价业务订单洽谈、执行和开展周期进行各年度收入的预测（具体预测方式详见下文“（5）安全性评价业务收入预测的合理性分析”），最终再根据管理层合理评估参考不高于行业整体增速的情形适当下调预测结果确定最终收入预测结果，具体如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	CAGR2026-2029
安全性评价收入（元）	718.84	3,234.78	4,313.04	4,960.00	5,456.00	-
安全性评价收入（美元）	100.00	450.00	600.00	690.00	759.00	-
增长率	-	350%	33%	15%	10%	19.04%

标的公司未来能够通过已经积累的丰富的药效、药代海外客户为安全性评价业务持续导流获取订单，在业务规模较小的发展初期获得较快的业务增长速度，本次评估谨慎预计自 2026 年至 2029 年，GLP 安全性评价业务复合增长率为 19.04%。与标的公司自身历史新增业务的增速趋势进行对比，安全性评价业务的未来增速（19.04%）低于公司自身历史新增业务的发展增速，与行业预期增速 19.91% 基本一致，具备谨慎性。

（5）安全性评价业务收入预测的合理性分析

本次评估中安全性评价业务的收入预测基于该类业务订单特点、2025 年以来新增在手订单、意向订单的洽谈和变化情况，结合行业整体预测未来增速谨慎确定。

安全性评价业务的订单主要分为短期订单和长期订单：

短期订单执行周期较快，从意向沟通到合同签约历时约一个季度，从签约到实现收入预计需要半年时间；

长期订单通常需要更长时间的实验时间，同时长期订单由于单价较高，签约

前的前期沟通往往会更长，从发掘客户需求到沟通到正式签署预计需要半年时间，从签约到实现收入预计需要一年时间。

以 2025 年度三季度的洽谈订单为例，预计各个节点时间如下：

时间	短周期订单	长周期订单
意向订单沟通时间	2025 年三季度	2025 年三季度
预计合同签约时间	2025 年四季度	2026 年一季度
预计收入时间	2026 年二季度	2027 年一季度

因此本次评估中即基于上述订单周转逻辑及 2026 年之后 10% 的订单增长率预测 2026 年之后的模型推演收入。

截至 2025 年 6 月 30 日，安评业务在手订单 310.99 万美元，意向订单 560.78 万美元，上述订单根据具体执行周期的安排，安全性评价业务共拥有的意向订单、在手订单和预计收入转化情况如下：

单位：万美元

订单类型	短周期订单	长周期订单
已签订订单	102.64	208.35
洽谈中意向订单	220.82	339.96
预计收入确认情况		
确认收入时间	2025 年下半年	2026 年
确认收入金额	102.64	769.13

注：依据前述原则，2025 年二季度末意向短期订单预计签订时间为 2025 年下半年，确认收入在 2026 年；2025 年二季度末意向长期订单预计签订时间为 2026 年

基于标的公司目前与潜在客户沟通，预计 2025 年三季度和四季度分别新增 40 万美元和 50 万美元短期意向订单、80 万美元和 100 万美元长期意向订单，同时基于上述评估假设和 10% 的后续年度订单获取速度增长率，按照在手订单、洽谈中订单、订单执行周期等因素对药物研发安全性评价的预测收入进行预测如下：

单位：万美元

意向协议签订时间	2025 二季度末已沟通意向订单	2025 年三季度	2025 年四季度	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
洽谈中的短周期意向订单金额	220.82	40.00	50.00	220.00	242.00	266.20	292.82
洽谈中的长周期意向订单金额	339.96	80.00	100.00	440.00	484.00	532.40	585.64
获取订单增速	-	-	-	10%	10%	10%	10%
在手订单签订时间	2025 年二季度末签约订单	2025 年 6-12 月		2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
预计新增短周期在手订单金额	102.64	260.82		215.00	236.50	260.15	286.17
预计新增长周期在手订单金额	208.35	339.96		400.00	462.00	508.20	559.02
收入确认时间	2025 年 1-6 月已确认收入	2025 年 6-12 月收入	2025 年全年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
确认收入合计	29.26	102.64	131.90	916.63	625.75	710.33	781.36

注：2026 年意向订单金额根据 2025 年四季度意向订单金额年化后按照 10%的增速计算。

以 2026 年收入 916.63 万美元为例，上述预测计算过程如下：

项目	公式	金额（万美元）
截止 2025 年二季度末短周期意向订单	A	220.82
截止 2025 年二季度末长周期意向订单	B	339.96
预计 2025 年三季度沟通洽谈短周期意向订单	C	40.00
预计 2025 年下半年签约的短周期订单合计	D=A+C	260.82
预计 2025 年下半年签约的长周期订单合计	E=B	339.96
预计 2025 年四季度沟通洽谈短周期意向订单	F	50.00
预计 2026 年沟通洽谈短周期意向订单	G	220.00
预计 2026 年签约的短周期订单	H=F+3/4×G	215.00
截止 2025 年二季度末长周期在手订单	I	208.35
预计在 2026 年实现收入（来自短周期业务）	J=D+H/2	368.32
预计在 2026 年实现收入（来自长周期业务）	K=E+I	548.31
预计 2026 年实现收入	J+K	916.63

在进行最终收益法预测时，考虑到上述订单推演模型涉及到具体交付仍存不确定性，因此出于谨慎性考虑，并适当评估了境外业务开展可能面临的地缘政治不确定性等，最终按照略低于行业增速并向下取整的方式进行收入预测，结果如下：

安全性评价业务	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
根据订单模拟收入（万美元）	131.90	916.63	625.75	710.33	781.36
根据订单模拟收入（万人民币）	948.15	6,589.08	4,498.14	5,106.10	5,616.71
收入增速	-	595%	-32%	14%	10%
收益法预测收入（万美元）	100.00	450.00	600.00	690.00	759.00
收益法预测收入（万人民币）	718.84	3,234.78	4,313.04	4,960.00	5,456.00
收入增速	-	350%	33%	15%	10%

注：人民币与美元汇率采用国家外汇管理局 2024 年 12 月 31 日人民币汇率中间价 7.1884 换算。

综上，本次评估对于安全性评价业务的预测具备谨慎性和合理性。

5、医疗器械临床前 CRO 业务

对于医疗器械临床前 CRO 业务在预测期的收入，本次评估过程预测方法如下：

①总体分析医疗器械临床前 CRO 的行业竞争格局和行业未来发展情况；

②综合分析临床医疗器械历史业务发展情况，并根据 2024 年总体业务表现、项目单价水平、预计新增生物相容性业务等因素评估未来收入增速表现；

③通过历史项目数量、项目评价创收等数据推演未来收入预测模型，并基于谨慎性原则参考模型结果确定最终收益法预测结果，最终结合行业发展情况谨慎考虑医疗器械 CRO 业务未来预测增速。

具体分析如下：

（1）医疗器械临床前 CRO 的市场情况

创新医疗器械临床前评价是指在开展临床试验前，通过同品种器械数据对比、体内动物试验等方式对医疗器械的工作机理、设计定型等进行分析检测，验证其安全性、有效性等。标的公司提供的临床前评价服务主要为体内动物试验检测评价，因以活体动物进行体内代入检测，其能够更科学、准确地检测分析受试器械的安全性和有效性。

与发达国家相比，我国人均医疗器械消费支出尚处于较低水平，未来提升空间巨大。随着我国经济的继续发展、人民生活水平的提高、社会老龄化趋势等因素，创新医疗器械临床前评价市场将继续保持增长态势。根据沙利文分析中国医疗器械临床前 CRO 市场规模从 2018 年的 7.2 亿人民币增长到 2022 年的 12.1 亿人民币，同期复合年增长率为 13.7%，预计于 2026 年将达到 23.7 亿人民币，2022 年至 2026 年的年复合年增长率为 18.4%，2026 年至 2030 年的年复合年增长率为 13.6%。

而在全球市场，Grand View Research 表示全球医疗器械 CRO 市场规模在 2021-2028 年的年复合增长率为 8.6%；根据前瞻产业研究院预测全球医疗器械 CRO 市场规模在 2022-2028 年复合增长率为 8.8%；根据 Spherical Insights 预测全球医疗器械 CRO 市场规模在 2023-2033 年的年复合增长率为 8.79%。

在竞争格局方面，由于国内临床前医疗器械 CRO 服务行业规范性发展起步较晚，市场竞争格局较为分散。根据 Frost&Sullivan 研究，前五名临床前器械 CRO 机构中仅药明康德系上市公司且占比最高为 7.4%，包括标的公司在内的其他机构市场各自占比约 3.3%-6.3%。近年来，药明康德虽未单独披露医疗器械 CRO

业务的收入情况，但其整体测试业务近年保持稳定，预计该领域竞争格局尚未发生明显变化。

（2）医疗器械临床前 CRO 业务历史发展情况

从历史发展情况来看，医疗器械评价业务销售收入呈现高速增长，2020 年至 2024 年复合增长率为 40%，具体如下：

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2020-2024CAGR
销售收入	1,448.60	3,233.94	4,827.94	6,745.66	5,565.22	40.00%

从整体趋势来看，2020 年至 2024 年整体呈现快速增长趋势，2024 年相比于 2023 年有所下降，主要系由于下游创新医疗器械公司受到行业投融资放缓尚未完全回暖所致。

（3）医疗器械临床前 CRO 业务的收入预测

根据行业发展情况、业务历史发展情况，并综合考虑 2025 年初在手订单、历史项目数量、项目单价变化情况等因素，参考下游客户需求调研和新增的生物相容性业务板块发展规划等因素对医疗器械评价业务销售收入进行了预测，预测结果如下：

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	CAGR 2025-2029
医疗器械业务	6,745.66	5,565.22	5,565.22	5,843.48	6,194.09	6,565.74	6,959.68	5.75%
增长率	-	-17.50%	0.00%	5.00%	6.00%	6.00%	6.00%	-

对于 2025 年度，本次评估考虑医疗器械业务虽然短期承压明显，2024 年相比 2023 年收入有所下滑，但 2021 年至 2024 年销售收入整体呈现上升趋势，预计 2025 年销售收入能够与 2024 年持平。对于 2026 年及以后年度，本次评估考虑到医疗器械生物相容性业务将成为医疗器械业务新的增长点之一，因此预计整体医疗器械业务保持小幅增长。其中，2026 年因生物相容性业务的处于业务发展初期，因此按 5%增速进行预测，后续年度按 6%增速进行预测。上述收入预测增速低于行业增速，同时远低于标的公司该业务的历史增速。

（4）2025 年业务收入预测可实现性分析

根据 2023 年和 2024 年报告期内标的公司医疗器械业务分季度实现情况，

2023 年和 2024 年在上半年分别实现全年收入的 47.09%和 40.84%，本次根据原有医疗器械 CRO 业务在报告期内同比实现收入情况，以及新增医疗器械生物相容性业务进行分析：

项目	计算公式	金额（亿元）
2024 年上半年器械 CRO 业务收入占全年比例	A	40.84%
2023 年上半年器械 CRO 业务收入占全年比例	B	47.09%
2 年平均占比	$C=(A+B)/2$	43.96%
2025 年上半年收入实现情况	D	0.23
根据 2025 年上半年业务占比测算 2025 年收入（不含生物相容性业务）	$E=D/C$	0.53
预计 2025 年新增医疗器械生物相容性业务收入	F	0.05
测算 2025 年医疗器械 CRO 业务总收入	$G=E+F$	0.58
收益法中医疗器械 CRO 业务 2025 年预测收入	H	0.56
覆盖率	$I=G/H$	104%

注：2025 年新增医疗器械生物相容性业务收入=300*80%*50%*3（管线数量）*1.9（常规测试定价 1.9 万元）*0.7（价格折扣）=478.80 万元

标的公司已于 2025 年 9 月上旬完成医疗器械生物相容性业务资质认证的前置现场检查程序，预计于 9 月底获取相关资质认证，并于 2025 年第四季度开展医疗器械生物相容性业务。由于标的公司原有医疗器械客户中至少 80%的客户存在生物相容性实验的需求，因此标的公司可以快速实现业务导入，按标的公司历史已有近 300 家合作客户渠道测算，预计 2025 年与前述存在相关业务需求客户的 50%开展生物相容性业务合作、每家 3 个管线项目、每个项目按照常规测试项目测试报价（不含其他遗传毒性、植入反应测试等需求），结合生物相容性的业务周期通常小于 1 个月，预计 2025 年该项新业务能够实现约 478.80 万元的营业收入。

综上，根据标的公司原有医疗器械业务在 2025 年 1-6 月实现收入以及历史年度 1-6 月收入平均占比计算的全年收入，以及新增的医疗器械生物相容性业务预测收入，两者合计金额能够覆盖收益法中 2025 年医疗器械评价业务预测收入的 104%，因此，医疗器械 CRO 业务 2025 年预测收入具备可实现性。

（5）2026 年及以后年度收入可实现性分析

根据标的公司医疗器械业务 2022 年-2024 年度的收入情况进行分析如下：

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年度
项目数量（个）	214	254	349	315
项目数量增速	110%	19%	37%	-10%
平均项目创收（元/个）	15.06	19.00	19.33	17.67
平均项目创收增速	10%	26%	2%	-9%
营业收入（万元）	3,222.40	4,8827.94	6,745.66	5,565.22
营业收入增速	130%	50%	40%	-17%

通过对 2021 年度和 2024 年度的收入进行分析，标的公司的医疗器械业务的项目数量整体呈现上升趋势，2021 年-2024 年的项目数量的复合增长率为 13.8%；

根据上述历史年度医疗器械业务的数据统计和经营情况，对医疗器械业务的项目数量和平均项目收入变动趋势进行外推，预测期医疗器械业务收入的具体数据如下：

项目	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度
项目数量（个）	337	360	385	411	439
项目数量增速	7%	7%	7%	7%	7%
平均项目创收（元/个）	17.76	17.76	17.76	17.76	17.76
平均项目创收增速	0%	0%	0%	0%	0%
营业收入（万元）	5,985.90	6,394.43	6,838.49	7,300.31	7,797.65
营业收入增速	8%	7%	7%	7%	7%

预测期项目数量增速主要参考 2021-2024 年的复合增长率 13.8%，本次预测期谨慎考虑后续年度按照历史增速的 50%考虑，即预计预测期的复合增速约 7%。

预测期平均项目创收主要考虑到 2021-2024 年度单价波动较大，同时经分析 2025 年二季度新签订单的价格已有回暖趋势，因此采用 2021-2024 年 4 年平均的项目创收单价 17.76 万元作为预测期平均项目创收，具备谨慎性。

在本次评估过程中综合考虑上述项目收入推演模型的结果，并基于谨慎性原则按照相应更低的增长率确定最终收益法预测结果，具体如下：

单位：万元

项目	2025 年度	2026 年度	2027 年度	2028 年度	2029 年度
模拟推演收入	5,985.90	6,394.43	6,838.49	7,300.31	7,797.65
收入增速	8%	7%	7%	7%	7%

收益法预测收入	5,565.22	5,843.48	6,194.09	6,565.74	6,959.68
收入增速	0%	5%	6%	6%	6%

综合上述分析，管理层对于医疗器械评价的预测具备谨慎性和合理性。

6、实验动物销售收入

标的公司管理层在编制本次收益法评估所依据的实验动物销售营业收入预测时，遵循了谨慎性、可实现性原则，建立在标的公司具体经营成果分析和未来计划基础之上进行预测。预计在预测期间内，标的公司计划将维持现有客户的关系、满足澎立生物整体业务增速带来的实验动物需求量提升，管理层预计未来实验动物对外销售将保持 2% 的小幅增长进行综合分析后，预测结果如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	CAGR 2025-2029
实验动物销售	2,912.44	2,970.69	3,030.10	3,090.70	3,152.52	2%
增长率	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	-

（1）历史年度业务发展情况

标的公司于 2021 年完成对吉辉的收购，2022 年至 2024 年业务收入复合增速为 13.99%，具体如下：

单位：万元

	2022 年	2023 年	2024 年	2022-2024 年 CAGR
实验动物销售收入（对外销售）	2,197.54	2,756.21	2,855.33	13.99%

考虑到实验动物将优先满足集团内部需求，因此对外销售收入谨慎按照 2% 增速预测，远低于公司自身历史年度增速，具备谨慎性。

（2）同行业上市公司增速对比

标的公司的实验动物销售收入占整体收入比重比较小，主要由子公司上海吉辉开展实验动物繁育及销售业务，产品包括近交系小鼠、远交群小鼠、免疫缺陷小鼠、远交群大鼠等，用于下游各类药物研发企业、CRO 企业、科研单位等进行各类研发实验。标的公司销售以基础品系实验用鼠为主，优先满足标的公司临床前研究业务的实验动物需求。报告期内，标的公司实验动物销售业务规模较为稳定。

同行业上市公司药康生物、南模生物相关动物销售业务产品主要为免疫缺陷小鼠模型、人源化小鼠模型等动物模型，相关业务板块的营业收入情况如下：

单位：万元

公司名称	业务板块	2022 年	2023 年	2024 年	收入复合增长率
药康生物	商品化小鼠模型销售	32,317.81	36,719.67	40,024.34	11.29%
南模生物	基因修饰模式生物	21,781.19	27,923.99	28,873.34	15.14%
标的公司	实验动物销售	2,197.54	2,756.21	2,855.33	13.99%

本次评估实验动物销售增速仅为 2%，远低于同行业上市公司历史增速，具备谨慎性。

因此，标的公司实验动物销售收入预测具备审慎性及可实现性。

四、预测期主要成本及费用与报告期的对比情况，产品或服务毛利率、期间费用率与同行业可比公司的比较情况，并分析营业成本及期间费用预测的完整性

（一）主营业务成本与毛利率分析

1、预测期主营业务成本与报告期的对比情况

被评估单位主营业务成本报告期和预测期对比如下：

单位：万元

项目/年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
主营业务收入	30,769.65	31,436.00	39,530.31	46,773.19	53,025.15	58,967.52	64,700.42
主营业务成本	16,216.47	17,925.87	21,884.49	26,271.07	29,908.41	33,261.26	36,600.02
材料费用	4,684.01	5,085.12	6,566.30	8,234.63	9,717.21	11,281.20	12,900.54
材料费用占主营业务收入比例	15.22%	16.18%	16.61%	17.61%	18.33%	19.13%	19.94%
工资薪酬	5,538.06	6,279.15	7,498.86	9,464.16	11,140.97	12,488.21	13,697.49
工资薪酬占主营业务收入比例	18.00%	19.97%	18.97%	20.23%	21.01%	21.18%	21.17%
制造费用	5,994.41	6,561.59	7,819.33	8,572.28	9,050.23	9,491.85	10,001.99
制造费用占主营业务收入比例	19.48%	20.87%	19.78%	18.33%	17.07%	16.10%	15.46%
主营业务毛利率	47.30%	42.98%	44.64%	43.83%	43.60%	43.59%	43.43%

标的公司主营业务成本主要包括材料费用、工资薪酬、制造费用。预测期内，标的公司主要成本与报告期的差异原因如下：

(1)材料费用：报告期内，2023 年和 2024 年材料费用占收入比重为 15.22% 和 16.18%，预测期内该占比逐年呈小幅增长趋势，预计到永续期，材料费用占比约为 19.94%。本次采用材料费用占收入比重对材料费用进行预测，考虑到被评估单位材料成本中涉及部分进口试剂，鉴于中美关税摩擦的发展前景尚不明朗，未来相关进口试剂的采购价格存在上涨的可能性，因此管理层谨慎考虑，预测未来年度材料费用将维持一定的上涨趋势，材料费用占收入比重逐年呈小幅增长趋势具备合理性。

(2)工资薪酬：报告期内，2023 年和 2024 年工资薪酬占收入比重为 18.00% 和 19.97%，预测期内该占比自 2025 年起逐年呈小幅增长趋势，预计到永续期，工资薪酬占比约为 21.17%。本次对于工资薪酬的预测系基于未来业务发展的增速情况，按照一定的增长率进行了预测，根据业务开展所需的人工成本的复合增速略高于收入增速，工资薪酬占收入比重逐年呈小幅增长趋势具备合理性。

(3)制造费用：报告期内，2023 年和 2024 年制造费用占收入比重为 19.48% 和 20.87%，预测期内该占比逐年下降，预计到永续期，制造费用占比约为 15.46%。本次对于制造费用预测划分为折旧摊销、租金以及其他制造费用。其中折旧摊销依据企业整体固定资产、无形资产、长期待摊费用的折旧摊销进行测算。由于管理层预计未来不需要新增租赁场地，因此，租金成本基于现有的租赁合同约定租金以及租金增幅进行预测。其他制造费用中包含水电费、办公费等，该部分和收入呈现一定的相关性，该部分结合收入增速按照一定的增长率进行预测。因此，随着收入规模的提升，规模效应逐步体现，制造费用占收入比重逐年下降具备合理性。

2、毛利率与同行业可比公司的比较情况

被评估单位毛利率与同行业可比公司对比如下：

证券代码	证券名称	2022 年	2023 年	2024 年
603127.SH	昭衍新药	48.31%	43.22%	29.19%
688202.SH	美迪西	47.03%	30.53%	15.37%
688710.SH	益诺思	41.04%	44.69%	33.16%
300149.SZ	睿智医药	40.48%	39.66%	31.65%
中位数		44.04%	41.44%	30.42%

被评估单位-预测期	澎立生物	44.64%-43.43%（2025-2029）
-----------	------	--------------------------

注 1：本次选用上市公司业务分类中为临床前 CRO 的业务与澎立生物的 CRO 业务进行对比，具体各个公司细分业务板块为：益诺思-非临床 CRO、睿智医药-药效药动业务、美迪西-临床前研究、昭衍新药-药物非临床研究服务。

注 2：美迪西的“临床前研究”主要包括药效学、药代动力学、毒理学安全性评价研究等；昭衍新药的“药物非临床研究服务”主要包括药物非临床安全性评价服务、药效学研究服务、药代动力学研究服务和药物筛选；睿智医药的“药效药动业务”主要包括药理药效业务以及药代药动业务；益诺思非临床 CRO 服务主要包括药物安全性评价、药代动力学研究、药效学研究和早期成药性评价。

预测期内，标的公司毛利率高于同行业可比上市公司相关业务毛利率，主要系业务结构差异导致。

标的公司的核心业务药效学评价服务的定制化服务程度较高，系临床前研究 CRO 服务中具有较高技术水平的环节，需要针对不同的疾病、靶点情况选定疾病模型并针对性验证靶点，相关数据分析也更为复杂，使得药效学评价服务毛利率一般高于临床前研究其他业务环节的业务毛利率水平。上述同行业可比上市公司未单独披露临床前药效学研究的毛利率水平，但可比公司药康生物和百奥赛图披露了报告期内临床前药效学业务的毛利率水平如下：

公司名称	业务板块	2024 年度	2023 年度
百奥赛图	临床前药理药效评价	58.42	63.54
药康生物	功能药效业务	56.13	62.37
可比公司平均	-	57.28	62.96
标的公司	药效学评价	49.52	49.07

报告期内百奥赛图、药康生物临床前药效学评价业务毛利率均高于标的公司，反映出行业内临床前药效学评价业务整体毛利率较高的特点，标的公司临床前药效评价业务毛利率水平与同行业可比公司不存在差异。

预测期内，标的公司的药效学评价服务收入占比较高，且标的公司在免疫炎症药效评价、肿瘤免疫药效评价、非人灵长类动物药效评价等领域具有业务优势，而美迪西、昭衍新药、益诺思及睿智医药的销售收入主要来自临床前其他业务环节，因此标的公司整体毛利率高于同行业可比公司，具备合理性。

3、本次评估中对于营业成本预测的完整性分析

根据前述对标的公司预测期主要成本中的材料费用、工资薪酬、制造费用与报告期的比较分析，以及根据对于各类成本的预测方式，未来预测期的主营业务

成本主要基于历史年度发生的成本金额或占收入比重进行预测，预测期营业成本变动具备合理性，同时，标的公司的主营业务毛利率高于同行业可比上市公司平均水平具备合理性，因此，本次评估对于营业成本的预测具备完整性。

（二）期间费用分析

1、预测期内标的公司各期间费用与报告期内的对比情况

标的公司报告期及预测期内的期间费用率情况如下：

单位：万元

项目\年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
销售费用	1,887.74	2,480.10	3,104.85	3,700.41	4,128.99	4,343.26	4,550.23
销售费用率	5.94%	7.50%	7.55%	7.64%	7.55%	7.16%	6.85%
管理费用	4,769.33	4,128.87	4,370.73	4,809.61	5,153.78	5,404.76	5,637.97
管理费用率	15.02%	12.49%	10.63%	9.94%	9.42%	8.91%	8.49%
研发费用	2,575.07	3,767.54	3,693.75	3,905.63	4,131.38	4,334.94	4,533.24
研发费用率	8.11%	11.39%	8.98%	8.07%	7.55%	7.15%	6.82%
财务费用	-143.11	-476.04	288.74	288.74	288.74	288.74	288.74
财务费用率	-0.45%	-1.44%	0.70%	0.60%	0.53%	0.48%	0.43%

预测期内，标的公司期间费用逐年增加，各期间费用与报告期的差异原因如下：

（1）销售费用：预测期内标的公司由于近年持续加大境内外销售，销售费用率在 2025 年和 2026 年稳中有升，以后随着收入规模的提升，销售费用率处于下降趋势，整体而言，预测期内的销售费用率基本处于报告期波动区间内，具有合理性，与报告期不存在较大差异。

（2）管理费用：关于管理费用预测期标的公司由于目前管理人员整体数量已趋于相对稳定，管理费用和收入规模并非为线性增长，随着收入规模的提升，在规模效应的作用下，管理费用率呈下降趋势，具备合理性。2025 年管理费用率较报告期内降幅较大，主要系企业 2023 年和 2024 年支付较多的中介机构服务费用于 IPO 上市和境外尽职调查收购美国子公司，以及 2023 年存在部分股份支付金额，上述费用均系特定事项发生，2025 年及以后预计将不存在上述特殊事项费用。

扣除 2023 年及 2024 年相关特殊事项后，标的公司 2025 年管理费用率在规模效应的作用下较 2024 年略有下滑，具备合理性，扣除特殊事项后的管理费用率列式如下：

单位：万元

项目\年份	2023 年 (扣除后)	2024 年 (扣除后)	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
管理费用	3,463.92	3,783.17	4,370.73	4,809.61	5,153.78	5,404.76	5,637.97
管理费用率	10.91%	11.44%	10.63%	9.94%	9.42%	8.91%	8.49%

(3) 研发费用：预测期标的公司研发费用逐年增长，研发费用率逐年下降，主要原因系标的公司研发费用主要构成为职工薪酬，预测期内职工薪酬按照研发投入需求及人员配置规划合理确定，与营业收入不直接挂钩，故研发费用增速低于收入增速，研发费用率呈现逐年下降趋势，具备合理性。

标的公司 2024 年研发费用率较 2023 年增幅较大主要系标的公司于 2024 年投入研发中枢神经、代谢和抗感染三大疾病领域的创新评价平台。2025 年研发费用率有较大幅度下调主要系三大创新平台基本已于 2024 年搭建完成，2025 年研发费用占收入的比重恢复正常水平所致。

(4) 财务费用：标的公司预测期的财务费用主要系贷款利息支出，根据企业长短期贷款合同利率预测。由于标的大额存单等资产已作为非经营性资产处理，因此，标的公司财务费用率的预测口径与报告期存在一定差异。

2、各期间费用与同行业可比公司的比较情况

(1) 销售费用

标的公司预测期销售费用率与同行业可比公司比较情况如下：

证券代码	证券名称	销售费用率 2022 年	销售费用率 2023 年	销售费用率 2024 年
603127.SH	昭衍新药	0.79%	1.04%	1.38%
688202.SH	美迪西	3.46%	5.83%	7.85%
688710.SH	益诺思	2.08%	2.79%	2.43%
300149.SZ	睿智医药	4.66%	4.01%	3.75%
中位数		2.77%	3.40%	3.09%
被评估单位-预测期	澎立生物	7.64%-6.85%（2025-2029）		

根据上表，标的公司预测期的销售费用率高于同行业可比上市公司平均水平，主要原因系标的公司相较同行业可比上市公司营收规模较小，同时，标的公司为推动境内外业务拓展，进一步加速国际化战略，标的公司聘任的销售人员数量、人均薪酬水平呈现较快增长，标的公司的销售费用率高于同行业可比上市公司平均水平具备合理性。

（2）管理费用

标的公司预测期管理费用率与同行业可比公司比较情况如下：

证券代码	证券名称	管理费用率 2022 年	管理费用率 2023 年	管理费用率 2024 年
603127.SH	昭衍新药	12.64%	11.79%	14.33%
688202.SH	美迪西	8.92%	10.41%	10.95%
688710.SH	益诺思	17.08%	14.31%	10.87%
300149.SZ	睿智医药	18.57%	18.67%	17.29%
中位数		14.86%	13.05%	12.64%
被评估单位-预测期	澎立生物	10.63%-8.49%（2025-2029）		

标的公司的管理费用率基本处于同行业上市公司管理费用率的区间范围内，略低于上市公司平均水平主要系：（1）标的公司整体经营规模较小，其经营主体和管理团队集中于上海，业务集中度较高，因此管理部门设置和管理团队呈现扁平化和集约化的特点，而同行业上市公司所涉及的细分行业较多，对不同业务板块的管理团队需求更多；（2）标的公司采用事业部制度，业务部门高职级人员以业务执行和参与具体研发项目为主，销售部门高职级人员以业务开拓为主，相关职工薪酬主要计入主营业务成本、研发费用或销售费用，仅总经理、非业务/销售条线高级管理人员以及财务部等中后台部门承担管理职能，相关费用计入管理费用。

同时，根据标的公司和同行业可比公司历史年度以及预测期的管理费用变化趋势对比情况来看，2021-2024 年度管理费用的年复合增速为 8%，系标的公司快速发展阶段带来更多管理成本需要，高于可比公司同期年复合增速 3.9%，本次预测期管理费用率年复合增速为 6.4%，仍高于可比公司同期，具体如下：

单位：万元

公司名称/	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	年复合增长率
-------	--------	--------	--------	--------	--------

管理费用					
昭衍新药	25,615.62	28,658.85	28,025.48	28,918.06	4.1%
美迪西	8,905.41	14,795.73	14,214.85	11,361.82	8.5%
益诺思	11,153.33	14,737.12	14,863.60	12,413.15	3.6%
睿智医药	26,808.93	24,629.80	21,254.99	16,774.39	-14.5%
中位数					3.9%
澎立生物	3,275.35	4,363.06	4,769.33	4,128.87	8.0%
澎立生物	2024-2029 年				6.4%

综合上述原因来看，标的公司管理费用的变动趋势以及管理费用率低于同行业上市公司具备合理性。

（3）研发费用率

标的公司预测期研发费用率与同行业可比公司比较情况如下：

证券代码	证券名称	研发费用率 2022 年	研发费用率 2023 年	研发费用率 2024 年
603127.SH	昭衍新药	3.44%	4.08%	4.60%
688202.SH	美迪西	7.41%	8.96%	9.32%
688710.SH	益诺思	6.06%	5.82%	5.30%
300149.SZ	睿智医药	6.96%	6.81%	6.14%
中位数		6.51%	6.31%	5.72%
被评估单位-预测期	澎立生物	8.98%-6.82%（2025-2029）		

研发费用方面，标的公司未来将对研发进行持续投入，尤其是核心业务药效学评价需要对于动物疾病模型不断的进行更新迭代和开发新领域技术平台以保持市场核心竞争力，因此标的公司研发费用率高于同行业平均水平，与报告期整体趋势保持一致，在一定程度上反映了公司聚焦于临床前药效学评价这一核心业务的特点。

（4）财务费用率

标的公司预测期财务费用率与同行业可比公司比较情况如下：

证券代码	证券名称	财务费用率 2022 年	财务费用率 2023 年	财务费用率 2024 年
603127.SH	昭衍新药	-6.82%	-6.36%	-4.94%
688202.SH	美迪西	-0.56%	0.34%	-0.67%

688710.SH	益诺思	-0.64%	-0.74%	-0.92%
300149.SZ	睿智医药	0.89%	1.23%	0.40%
中位数		-0.60%	-0.20%	-0.80%
被评估单位-预测期	澎立生物	0.70%-0.43%（2025-2029）		

标的公司预测期的财务费用主要系贷款利息支出，根据企业长短期贷款合同利率预测。由于标的大额存单等资产已作为非经营性资产处理，因此，标的公司财务费用率的预测口径与同行业可比公司存在一定差异。

（5）整体期间费用率

标的公司预测期期间费用率与同行业可比公司比较情况如下：

证券代码	证券名称	期间费用率 2022 年	期间费用率 2023 年	期间费用率 2024 年
603127. SH	昭衍新药	10. 05%	10. 55%	15. 37%
688202. SH	美迪西	19. 23%	25. 54%	27. 45%
688710. SH	益诺思	24. 58%	22. 18%	17. 68%
300149. SZ	睿智医药	31. 08%	30. 72%	27. 58%
中位数		21. 91%	23. 86%	22. 57%
被评估单位-预测期	澎立生物	27. 86. %-22. 59%（2025-2029）		

从整体期间费用率来看，本次预测期内标的公司期间费用绝对金额随着未来业务持续增长所需，增速显著低于历史期间水平主要系标的公司当前已租赁和装修的场地和设备已基本足够支撑后续年度的生产经营需要，未来固定费用增速低于收入增速，因此，预测期内期间费用率逐年下降具备合理性，同时，未来期间费用率将最终下降至与同行业平均水平基本一致，具备合理性。

3、各期间费用的完整性分析

（1）销售费用

本次评估对销售费用中的各项费用进行分类分析，根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照和营业收入的关系、自身的增长规律，采用不同的模型计算：

1）业务招待费、差旅费、交通费：企业的业务招待费以及差旅费和交通费将随销售规模的扩张而扩张，企业预计未来年度，相关费用占销售收入的比例相

对稳定，因此按照 2024 年业务招待费占销售收入的比重进行预测。

2) 职工薪酬：职工薪酬主要包括销售人员的工资、奖金等。未来按照销售人员的人数和人均薪酬进行预测。考虑随着业务规模增长，需要增加销售人员的数量以及人均薪酬考虑按照一定的增长率进行预测。

3) 广告宣传费、办公费、服务费企业下游客户主要为创新药生产研发企业，广告支出相对较少，办公费主要为销售人员办公的费用，与收入规模关联度较小，因此相关费用未来预计每年按照一定增速增长。

4) 包装物费：包装物相关费用主要是销售实验用鼠的包装所需，未来年度随着上海吉辉业务增长，后续年度按照一定增速预测。

5) 其他费用：主要为日常发生的零星费用，未来年度按照报告期发生金额保持一定比例增长。

根据上述对于销售费用的预测方式，预测期的销售费用主要基于历史年度的发生金额，通过对于各项费用明细的分析，预测期中主要的销售费用明细均已单独考虑，小额零星支出的销售费用在其他费用中进行预测。

同时，根据前述标的公司的销售费用率高于同行业可比上市公司平均水平具备合理性，因此，销售费用的预测具备完整性。

(2) 管理费用

本次评估对管理费用中的各项费用进行分类分析，根据不同费用的发生特点、变动规律进行分析，按照和营业收入的关系、自身的增长规律，采用不同的模型计算：

1) 工资薪酬：职工薪酬主要包括管理人员的工资、奖金等。未来按照管理人员的人数和人均薪酬进行预测。管理人员方面，考虑随着业务规模增长，管理人员预期未来会有小幅增长；人均薪酬考虑按照一定的增长率进行预测。

2) 折旧摊销费：主要包括管理人员使用的固定资产、软件以及长期待摊费用的折旧摊销费用。目前管理人员整体数量已趋于稳定，相关租赁房屋预计能够维持未来生产经营活动，考虑到人数少量增长带来的固定资产需求，未来年度考虑小幅增长。

3) 业务招待费用：主要为非销售活动形成的业务招待费，该业务活动和销售收入无关，未来年度按照一定的增长率增长。

4) 股份支付费用：报告期已完成，未来年度不进行预测。

5) 办公费、水电费、差旅费：主要为日常办公所发生的费用，未来按照一定的增长率进行预测。

6) 中介机构费用：报告期的中介机构费用主要为前次申请 IPO 上市、收购境外标的等产生的中介机构费，未来年度主要预测相关年度审计等费用支出。

7) 其他费用：主要为日常发生的零星费用，未来年度按照报告期发生金额保持一定比例增长。

根据上述对于管理费用的预测方式，预测期的管理费用主要基于历史年度的发生金额，根据对于各项费用明细的分析，预测期中大额的管理费用均已单独考虑，小额零星支出的管理费用在其他费用中进行预测。

同时，根据前述标的公司的管理费用率与同行业上市公司不存在较大差异，因此，管理费用的预测具备完整性。

(3) 研发费用

本次评估对研发费用中的各项费用进行分类分析，根据企业的研发投入计划、不同费用的发生特点进行分析，采用不同的模型计算。

1) 工资薪酬：职工薪酬主要包括研发人员的工资、奖金等。未来按照研发人员的人数和人均薪酬进行预测。考虑随着业务规模增长，维持竞争力所需的研发人员需求量上升，研发人员预期未来会有一定的增长；人均薪酬考虑按照一定的增长率进行预测。

2) 材料费：材料费主要研发实验所进行的物料投入，2024 年由于设立神经中枢、感染、代谢三大新业务板块，相关动物模型需要重新构建，因此投入较高。随着三项业务板块的开发完成，预计 2025 年该费用会逐步恢复正常水平，在此基础上未来年度按照一定的增长率进行预测。

3) 折旧费用：主要包括研发相关设备的折旧费用，未来年度考虑业务扩张带来的新的研发需求，未来年度考虑按照一定的比例增长。

4) 其他费用：主要为研发活动发生的零星费用，未来年度按照报告期发生金额保持一定比例增长。

根据上述对于研发费用的预测方式，未来预测期的研发费用主要基于历史年度的成本金额，根据对于各项费用明细的分析，预测期中大额的研发费用均已单独考虑，小额零星支出的研发费用在其他费用中进行预测。

同时，根据前述标的公司的研发费用率高于同行业可比上市公司平均水平具备合理性，因此，销售费用的预测具备完整性。

(4) 财务费用

本次评估对财务费用中的贷款利息支出根据企业长短期贷款合同利率预测；存款利息收入同银行手续费之间基本抵消；其它财务费用较少，故以后年度也不予预测。

根据上述对于财务费用的预测方式，未来预测财务费用主要基于实际的贷款合同和相关利率预测，具备完整性。

五、未来年度资本性支出、营运资金的测算假设和过程，相关预测的合理性

(一) 未来年度资本性支出预测

未来年度资本性支出主要可以分为更新性资本性支出和扩张性资本性支出。

1、更新性资本性支出预测

基于本次收益法的假设前提之一为未来收益期限为无限期，所以被评估企业目前使用的固定资产将在经济使用年限届满后，为了维持持续经营而必须投入更新支出。通过分析企业现有主要设备的成新率，大规模更新的时间在详细预测期之后，这样就存在预测期内的现金流量与以后设备更新时的现金流量口径存在不一致的情形，因此，为使两者能够相匹配，本次按设备的账面原值/会计折旧年限的金额，假设该金额的累计数能够满足将来一次性资本性支出，故将其在预测期作为更新资本性支出。该处理方式将原本在永续期才会进行更新迭代的设备在预测期内按照折旧年限提前更新，更为谨慎，且符合评估行业的一贯处理方式。更新性资本支出明细如下：

单位：万元

项目		2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
固定资产	当期折旧	2,054.19	2,242.98	2,273.74	2,304.51	2,335.28
	折旧资金用于维护的比例	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%	100.00%
	维护性资金投入	1,643.35	1,794.38	1,818.99	1,843.61	2,335.28
其他长期资产	房屋装修当期摊销	1817.97	1879.09	1879.09	1879.09	1879.09
	摊销资金用于维护的比例	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	100.00%
	生物性资产当期摊销	139.54	139.55	139.55	139.55	139.55
	摊销资金用于维护的比例	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	办公软件当期摊销	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
	摊销资金用于维护的比例	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	100.00%
	维护性资金投入	233.44	236.50	236.50	236.50	2,048.64

考虑到澎立生物于 2023 年将主要的生产经营区域搬迁至金桥基地，该生产经营基地共拥有实验相关设施超 13,000 平方米，其中，动物房及配套设施超 8,400 平方米，主要用于开展临床前药物研发的体内实验，总面积中包含了约 1,000 平方米的 ABSL2 动物房，可用于开展抗感染类实验。由于该实验基地相对较新，因此本次预测中对于维护性资本支出的开支预计低于当期的折旧摊销费用。

2、扩张性资本性支出预测

扩张性资本性支出系为扩大再生产而新增的长期资产投入，主要基于未来年度的业务需要进而增加的资本支出计划。具体如下：

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
设备类资本性支出投入	1,070.43	200.00	200.00	200.00	-
房产装修类投入	550.00	-	-	-	-

被评估单位 2025 年度资本性支出比较大，主要是由位于金桥实验基地的神经生物学实验室项目装修以及美国子公司搬迁至新厂区所需的装修以及设备投入产生。

根据国内现有的设施储备，金桥实验基地的动物设施较为充裕，同时，奉贤基地和张江基地的动物实验设施目前作为储备设施，可用于补充后期猴、兔和狗等大动物设施需求。考虑到被评估单位当前已租赁和装修的场地和设备已足够支撑后续年度的生产经营需要，因此预计 2026 年后不会有大幅度的扩张性资本支出

投入，仅考虑少量的用于支撑业务的设备投入。

（二）营运资金测算过程

营运资金增加额系指企业在不改变当前主营业务条件下，为保持企业持续经营能力所需的新增营运资金。营运资金的追加是指随着企业经营活动的变化，获取他人的商业信用而占用的现金，正常经营所需保持的现金、存货等；同时，在经济活动中，提供商业信用，相应可以减少现金的即时支付。

企业的营运资金主要包括：正常经营所需保持的运营现金、产品存货购置、代客户垫付购货款（应收、预付账款）等所需的基本资金以及应付、预收账款等。通常上述科目的金额与收入、成本呈相对稳定的比例关系，其他应收账款和其他应付账款需具体甄别视其与所估算经营业务的相关性确定（其中与主营业务无关或暂时性的往来作为非经营性）。本次评估所定义的营运资金增加额为：

营运资金增加额=当期营运资金—上期营运资金

其中，营运资金=运营现金+应收账款+预付账款+存货—应付账款—预收账款—应付职工薪酬—应交税费

具体测算如下：

1、运营现金

运营现金：企业要维持正常运营，需要保有一定数量的现金。该现金一方面需要保证在固定时间必须按时支付的各项开支，如职工薪酬、税金等；另一方面，还要保留一部分现金用于期后的正常营运资金的投入。企业的营运资金不是固定不变的，而是有一定的波动性，运营现金的量需要覆盖上述两个情况。

结合分析企业以前年度营运资金的变动情况，本次根据月付现成本来进行计算。月完全付现成本=（销售成本+应交税金+三项费用—折旧与摊销）/12

安全现金月数参考企业历史年度现金周转情况，并结合预测年度各项周转率水平综合分析，确定为 1.5 个月。

单位：万元

项目	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
成本费用合计	35,378.16	41,271.79	46,170.76	50,505.27	54,757.74

其中：营业成本	23,414.25	27,840.49	31,519.04	34,914.75	38,298.07
税金及附加	150.23	168.17	187.43	206.82	208.50
销售费用	3,104.85	3,700.41	4,128.99	4,343.26	4,550.23
管理费用	4,370.73	4,809.61	5,153.78	5,404.76	5,637.97
研发费用	3,693.75	3,905.63	4,131.38	4,334.94	4,533.24
财务费用	288.74	288.74	288.74	288.74	288.74
所得税费用	355.61	558.74	761.40	1,012.00	1,241.00
减：无需现金支付的费用	4,041.70	4,291.62	4,322.38	4,353.15	4,383.92
年付现成本及费用合计	31,336.46	36,980.17	41,848.38	46,152.12	50,373.82
月完全付现成本	2,611.37	3,081.68	3,487.37	3,846.01	4,197.82
安全现金月数	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
运营资金	3,917.06	4,622.52	5,231.05	5,769.02	6,296.73

2、其他科目的营运资金

其他的各个科目的营运资金按照相应的周转率计算：

应收账款=营业收入总额/应收款项周转率

预付账款=营业成本总额/预付账款周转率

存货=营业成本总额/存货周转率

应付账款=营业成本总额/应付账款周转率

预收账款=营业收入总额/预收账款周转率。

应付职工薪酬=营业成本总额/应付职工薪酬率

应交税费=营业收入总额/应交税费周转率。

本次采用 2024 年度各个科目的期初期末余额来测算当期周转率，具体如下：

序号	项目	2024 年周转率	计算过程
1	应收票据	520.2	应收票据周转率=主营业务收入/应收票据
2	应收账款	4.3	应收账款周转率=主营业务收入/应收账款
3	预付款项	353.8	预付账款周转率=主营业务成本/预付账款
4	存货	4.1	存货周转率=主营业务成本/存货
5	合同资产	47.5	合同资产周转率=主营业务收入/合同资产
6	应付账款	10.6	应付账款周转率=主营业务成本/应付账款

序号	项目	2024 年周转率	计算过程
7	合同负债	7.9	合同负债周转率=主营业务收入/合同负债
8	应付职工薪酬	8.8	应付职工薪酬周转率=主营业务成本/应付职工薪酬
9	应交税费	96	应交税费周转率=营业收入/应交税费

对于经营性的其他应收款以及其他应付款由于其金额并非和业务规模呈现线性关系，且考虑到经营性其他应收款和其他应付款的金额相对较小，本次预测中该两个科目预测期和基准年保持一致。

根据上述对于运营现金以及各个科目的营运资金测算，各个预测期末营运资金预测如下：

单位：万元

项目	2025 年末	2026 年末	2027 年末	2028 年末	2029 年末
营运资金增加额	-27,164.83	1,755.80	1,508.60	1,388.85	1,353.14
期末营运资金	9,830.46	11,586.26	13,094.86	14,483.71	15,836.85
运营现金	3,917.06	4,622.52	5,231.06	5,769.02	6,296.73
应收票据	75.99	89.91	101.93	113.36	124.38
应收账款	9,193.09	10,877.49	12,331.43	13,713.38	15,046.61
预付款项	61.77	74.15	84.42	93.88	103.30
经营性其他应收款	502.08	502.08	502.08	502.08	502.08
存货	5,337.68	6,407.58	7,294.73	8,112.50	8,926.83
合同资产	832.22	984.70	1,116.32	1,241.42	1,362.11
应付账款	1,953.97	2,345.63	2,670.39	2,969.76	3,267.86
合同负债	5,003.84	5,920.66	6,712.04	7,464.24	8,189.93
应付职工薪酬	2,486.87	2,985.35	3,398.68	3,779.69	4,159.09
应交税费	428.44	504.22	569.69	631.93	692.00
经营性其他应付款	216.31	216.31	216.31	216.31	216.31

考虑到评估基准日的货币资金期后要大量投入到营运资金中去，因此本次将基准日全部的货币资金都认定为营运资金，期后的货币资金按照正常经营需要的安全现金计算。即溢余的资金在满足期后的营运资金投入后，超出部分作为营运资金的回流处理，因此 2025 年度营运资金增加额为负数。

六、折现率计算过程中主要参数的确认依据，与可比交易案例的对比情况

（一）折现率计算过程中主要参数的确认依据

折现率，又称期望投资回报率，是收益法确定评估企业市场价值的重要参数。由于被评估企业不是上市公司，其折现率不能直接计算获得，因此本次评估采用选取可比企业进行分析计算的方法估算被评估企业期望投资回报率。为此，第一步，在上市公司中选取可比企业，然后估算可比企业的系统性风险系数 β ；第二步，根据可比企业平均资本结构、可比企业 β 以及被评估企业资本结构估算被评估企业的期望投资回报率，并以此作为折现率。

本次采用资本资产加权平均成本模型（WACC）确定折现率。WACC 模型是股权期望报酬率和所得税调整后的债权期望报酬率的加权平均值，计算公式如下：

$$WACC = R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e$$

其中：

R_d ：债权期望报酬率；

R_e ：股权期望报酬率；

W_d ：债务资本在资本结构中的百分比；

$$W_d = \frac{D}{(E + D)}$$

W_e ：权益资本在资本结构中的百分比；

$$W_e = \frac{E}{(E + D)}$$

T ：为公司有效的所得税税率。

上述公式中涉及到的参数确认依据如下：

1、股权期望 R_e 报酬率的确定

股权期望报酬率 R_e 按资本资产定价模型（CAPM）确定，计算公式为：

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

式中：

R_f : 无风险利率;

MRP : 市场风险溢价;

ε : 特定风险报酬率;

β_e : 评估对象权益资本的预期市场风险系数;

$$\beta_e = \beta_t \times \left(1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right)$$

式中: β_t 为可比公司的预期无杠杆市场风险系数;

D、E: 分别为企业自身的债务资本与权益资本。

CAPM 计算涉及参数确认依据如下:

(1) 无风险利率 R_f 的确定

根据国内外的行业研究结果,并结合中评协发布的《资产评估专家指引第 12 号—收益法评估企业价值中折现率的测算》的要求,本次无风险利率选择最新的十年期中国国债收益率均值计算。数据来源为中评协网上发布的、由“中央国债登记结算公司(CCDC)”提供的《中国国债收益率曲线》。

国债收益率曲线是用来描述各个期限国债与相应利率水平的曲线。中国国债收益率曲线是以在中国大陆发行的人民币国债市场利率为基础编制的曲线。

考虑到十年期国债收益每个工作日都有发布,为了避免短期市场情绪波动对取值的影响,结合本公司的技术规范,按照最新一个完整季度的均值计算,每季度更新一次,本次基准日取值为 2.00%。

(2) 市场风险溢价(MRP, 即 $R_m - R_f$) 的计算

市场风险溢价是指投资者对与整体市场平均风险相同的股权投资所要求的预期超额收益,即超过无风险利率的风险补偿。市场风险溢价通常可以利用市场的历史风险溢价数据进行测算。本次利用中国证券市场指数的历史风险溢价数据计算得到市场风险溢价。

R_m 的计算: 根据中国证券市场指数计算收益率。

指数选择: 根据中评协发布的《资产评估专家指引第 12 号—收益法评估企

业价值中折现率的测算》，同时考虑到沪深 300 全收益指数因为修正了样本股分红派息因而比沪深 300 指数在计算收益率时相对更为准确，本次选用了沪深 300 全收益指数计算收益率。基期指数为 1000 点，时间为 2004 年 12 月 31 日。

时间跨度：计算时间段为 2005 年 1 月截至基准日年末。

数据频率：周。考虑到中国的资本市场存续至今为 30 年左右，指数波动较大，若简单按照周收盘指数计算，收益率波动较大而无参考意义。为消除剧烈（异常）波动影响，按照周收盘价之前交易日 200 周均值计算（不足 200 周的按照自指数发布周开始计算均值）获得年化收益率。

年化收益率平均方法：计算分析算数和几何两种平均年化收益率，最终选取几何平均年化收益率。

R_f 的计算：无风险利率采用同期的十年期国债到期收益率（数据来源同前）。和指数收益率对应，采用当年完整年度的均值计算。

市场风险溢价（MRP, $R_m - R_f$ ）的计算：

通过上述计算得出各年度中国市场风险溢价基础数据。考虑到当前我国经济正在从高速增长阶段转向高质量发展阶段，增速逐渐趋缓，因此本次采用最近 5 年均值计算 MRP 数值，其他公开案例亦有选取 5 年均值计算 MRP，具体计算过程如下：

期间	社会平均收益率	十年期国债到期收益率	MRP, $R_m - R_f$
2024 年	8.66%	2.22%	6.44%
2023 年	9.29%	2.73%	6.56%
2022 年	9.71%	2.77%	6.94%
2021 年	9.95%	3.03%	6.92%
2020 年	9.90%	2.94%	6.96%
均值			6.76%

即目前中国市场风险溢价约为 6.76%。

（3）贝塔值（ β 系数）

该系数是衡量被评估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于被

评估企业目前为非上市公司，一般情况下难以直接对其测算出该系数指标值，故本次通过选定与被评估企业处于同行业的可比上市公司于基准日的 β 系数（即 β_t ）指标平均值作为参照。

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》第十六条“贝塔系数（ β 系数）表示系统性因素给股权投资者带来的不可分散的风险，由股票收益率与市场收益率的协方差除以市场收益率的方差得到， β 系数等于 1，表示股权投资风险与整体市场风险相当， β 系数大于 1（或者小于 1）表示股权投资风险大于（或者小于）整体市场。”

在本次市场法四家可比公司中，在考虑益诺思由于上市时间较短缺少测算数据后仅剩余三家可比公司，样本量较少，难以代表行业整体的贝塔系数水平，因此本次评估中对于收益法贝塔系数采用申万行业分类中-医药生物-医药外包服务行业，并综合考虑可比上市公司与被评估企业在业务类型、企业规模、盈利能力、成长性、行业竞争力、企业发展阶段等多方面的可比性，最终选择行业内符合筛选条件的 13 家可比上市公司。浙江核新同花顺网络信息股份有限公司是一家专业的互联网金融信息服务提供商，本次在其金融数据终端查询到该 13 家可比上市公司加权剔除财务杠杆调整平均 $\beta_t = 1.0113$ 。具体明细如下：

序号	证券代码	证券简称	剔除财务杠杆调整 Beta
1	002821.SZ	凯莱英	1.0666
2	300149.SZ	睿智医药	1.0455
3	300347.SZ	泰格医药	1.1914
4	300363.SZ	博腾股份	0.9528
5	300404.SZ	博济医药	0.7793
6	300683.SZ	海特生物	0.8493
7	300725.SZ	药石科技	1.1665
8	300759.SZ	康龙化成	1.1206
9	600721.SH	百花医药	0.8260
10	603127.SH	昭衍新药	1.0978
11	603259.SH	药明康德	1.1597
12	603456.SH	九洲药业	0.7588
13	688202.SH	美迪西	1.1324

β 系数数值选择标准如下：

标的指数选择：沪深 300

计算周期：周

时间范围：5 年

收益率计算方法：对数收益率

剔除财务杠杆：按照市场价值比

D 根据基准日的有息负债确定,E 根据基准日的股票收盘价对应的市值计算。

最后得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值 $\beta_e=1.073$ 。

（4）特定风险报酬率 ε 的确定

特定风险报酬率，是公司股东对所承担的与其它公司不同风险因而对投资回报率额外要求的期望。

本次在综合考虑委估企业的风险特征、企业规模、业务模式、所处经营阶段、核心竞争力、主要客户及供应商依赖等因素及与所选择的可比上市公司的差异后，主要依据评估人员的专业经验判断后确定：

序号	内容	说明	取值（%）		
1	企业规模	企业年营业额、占地面积、职工人数等	大型	中型	小型、微型
			0-0.2	0.2-0.5	0.5-1
2	历史经营情况	企业在成立后的主营业务收入、主营业务成本、净利润、销售利润率、人均利润率等	盈利	微利	亏损
			0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
3	企业的财务风险	企业的外部借款、对外投资等	较低	中等	较高
			0-0.2	0.2-0.6	0.6-1
4	企业经营业务、产品和地区的分布	主要产品或服务的市场分布	海外及全国	国内部分地区	省内
			0-0.3	0.3-0.7	0.7-1
5	企业内部管理及控制机制	包括人员管理制度、财务管理制度、项目管理制度、内部审计制度等	非常完善	一般	不完善
			0-0.3	0.3-0.8	0.8-1
6	管理人员的经验和资历	企业各级管理人员的工作时间、工作经历、教育背景、继续教育程度等	丰富	中等	匮乏
			0-0.3	0.3-0.7	0.7-1

序号	内容	说明	取值（%）		
			不依赖	较依赖	高度依赖
7	对主要客户及供应商的依赖	对主要客户及供应商的依赖程度	0-0.2	0.2-0.6	0.6-1

根据上述标准，本次对于企业特定风险判断情况如下：

序号	叠加内容	说明	取值（%）
1	企业规模	企业在行业内规模为中型企业	0.3
2	历史经营情况	企业目前处于稳定盈利状态	0.3
3	企业的财务风险	企业拥有较低的借款，财务风险较低	0.2
4	企业经营业务、产品和地区的分布	企业的客户涉及海外及全国	0.2
5	企业内部管理及控制机制	企业成熟稳定，内控管理完善	0.3
6	管理人员的经验和资历	企业管理人员的经验丰富	0.3
7	对主要客户及供应商的依赖	企业客户和供应商集中度较低	0.2
8	补充风险-境外业务风险	企业有部分境外业务，考虑到境外业务开展以及海外政策变动带来的额外风险	1.0
合计			2.8

其中，关于本次考虑到境外业务的补充风险：（1）中美贸易政策关系、关税摩擦仍在持续中，被评估企业部分境外客户为美国企业或者具有美国背景，未来海外政策变动可能会对澎立生物带来额外风险；（2）被评估企业部分实验用进口材料来自于美国，虽然被评估企业目前生产经营主要位于上海金桥保税区内，关税影响相对有限，但未来不排除可能存在部分产品采购困难的情况，本次估值就以上情况综合考虑了 1.0%的特定风险。

综合以上因素，特定风险报酬率 ε 确定为 2.80%。

（5）权益期望报酬率 R_e 的确定

根据上述参数以及公式的测算，得到权益期望报酬率如下：

$$R_e = R_f + \beta_e \times MRP + \varepsilon$$

$$= 12.10\%$$

2、债权期望报酬率 R_d 的确定

一方面，考虑到企业的利率和市场利率差异不大，处于合理的范围。同时，考虑到采用企业自身债务报酬率作为折现率的计算具备以下优势：（1）直接反映

了企业获取资金的实际代价，更准确地体现企业未来的利息支出和偿债压力，避免因采用市场利率导致的与企业实际融资成本不匹配的情况。（2）企业的债务结构和信用状况是其风险特征的重要组成部分。自身债务报酬率包含了企业自身的信用风险溢价，能够更好的反映企业的实际风险水平。选取企业自身债务报酬率也是评估行业内最常用的取值方式之一。综合上述考虑，本次选取被评估企业的实际债务利率。根据企业借款本金以及其利息，测算得到平均利率为 3.04%。

3、资本结构的确定

结合澎立生物未来盈利情况、澎立生物与可比公司在融资能力、融资成本等方面的差异、资本结构是否稳定等各项因素，本次评估确定采用企业真实资本结构。

$$W_d = \frac{D}{(E + D)} = 6.15\%$$

$$W_e = \frac{E}{(E + D)} = 93.85\%$$

4、折现率的计算

$$\begin{aligned} WACC &= R_d \times (1 - T) \times W_d + R_e \times W_e \\ &= 11.40\% \text{（稳定期）} \end{aligned}$$

本次评估在稳定期采用的加权平均资本成本为 11.40%，即折现率为 11.40%。

（二）与可比交易案例的对比情况

根据《资产评估执业准则--企业价值》第二十六条，“资产评估专业人员确定折现率，应当综合考虑评估基准日的利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息和所在行业、被评估单位的特定风险等相关因素”，评估基准日不同对应的利率水平、市场投资收益率等资本市场相关信息发生变化，因此，折现率相关参数也发生了变化。本次标的资产与近期可比交易案例的折现率计算主要参数无风险报酬率、市场风险溢价、贝塔系数、债务资本成本和特定风险报酬率等对比情况如下：

项目	药明海德	药源药物	康川济	平均值	澎立生物
----	------	------	-----	-----	------

评估基准日	2024/5/31	2021/12/31	2021/6/30	-	2024/12/31
折现率模型	wacc	wacc	wacc	-	wacc
无风险利率	2.30%	3.80%	3.37%	3.16%	2.00%
市场风险溢价	6.63%	6.95%	7.09%	6.89%	6.76%
资本结构比率	6.50%	2.57%	0.81%	3.29%	6.55%
贝塔系数	1.102	0.6167	1.047	0.9219	1.073
特定风险报酬率	1.50%	4.50%	2.00%	2.67%	2.80%
股权资本成本	11.10%	12.68%	12.84%	12.21%	12.00%
债务资本成本	3.95%	4.17%	3.85%	3.99%	3.04%
加权平均资本成本	10.60%	12.45%	12.76%	11.94%	11.40%

注：泰格医药收购观合医药 100%股权、凯莱英收购医普科诺 100%股权、维亚生物收购朗华制药 80%股权三个可比交易案例并未披露折现率的详细取值参数因此未纳入对比。

相关可比交易案例的可比性详见本问询回复的问题 5 之“九、选取的上市公司及交易案例是否具有可比性，可比交易案例所采用的评估方法；结合标的公司市盈率、市销率、评估增值率等指标与上市公司及可比交易案例的对比情况，分析本次评估的公允性”。

与上述同行业交易案例相比，本次评估中所使用的折现率和可比交易案例整体属于可比案例区间范围内。

其中，无风险利率和市场风险溢价两个参数主要取决于交易时点的宏观经济情况，因此会随着宏观环境的变化而产生影响。

本次评估中对于特定风险报酬率要高于其他案例，主要是综合考虑了被评估单位所面临的风险，比如境内境外业务结构、境内外的行业竞争情况以及中美贸易政策，具备谨慎性。

七、将溢余资产作为营运资金回流处理的原因及对估值产生的影响，是否符合行业惯例；非经营性资产的划分依据及估值合理性

（一）将溢余资产作为营运资金回流处理的原因及对估值产生的影响，是否符合行业惯例

本次评估中将评估基准日的货币资金全部投入到营运资金中，对于溢余部分进行回流主要是考虑到由于被评估企业已对于拥有的资金进行了安排，对于短期内预计使用不到的资金购买了大额存单，因此本次评估中对于该部分大额存单作

为非经营性资产处理；同时，对于未被安排用于购买大额存单的货币资金，考虑到基准日后还需要资金去进行投入满足生产经营的需求，因此本次将货币资金全部投入到营运资金中，对于使用不到的部分作为资金回流。

评估人员对比两种处理方式，对估值影响分析如下：

单位：万元

项目	溢余货币资金 在营运资金中 回流（本次评估 计算方式）	溢余货币资金 单独作为溢余 资产加回	估值影响金额	影响比例
首期营运资金 增加额	-27,164.83	-369.86	-	-
首期企业自由 现金流	33,141.26	6,346.29	-	-
首期企业自由 现金流现值	31,384.77	6,009.94	-25,374.83	-
溢余资金	-	26,794.97	26,794.97	-
评估值	145,200.00	146,600.00	1,400.00 ^注	0.96%

注：两种处理方式对评估的影响最终取整。

两种方式的差异主要在于采用溢余货币资金在营运资金中回流的方式会使得该部分溢余货币资金会受到首期折现影响，而采用溢余货币资金单独作为溢余资产加回的方式使得该部分资产直接在评估值上增加，因此不会受到首期折现影响，两种方式的估值差异影响为 1,400 万元，影响比例 0.96%。本次采用溢余货币资金在营运资金中回流的方式考虑到基准日后还有资金使用需求，更为谨慎，因此该方案系基于企业规划安排考虑设计，符合评估行业惯例。

（二）非经营性资产的划分依据及估值合理性；

本次评估中，各项非经营性资产和负债如下：

单位：万元

科目名称	内容	账面价值	评估价值
非经营性资产小计		38,958.74	38,313.94
一年内到期的非流动资产	大额存单及利息	7,742.97	7,742.97
预付款项	预付设备款进项税	0.02	0.02
其他应收款	充电桩收款	0.77	0.77
其他流动资产	待摊费用	349.17	327.25
其他流动资产	待抵扣进项税	1,134.71	527.92

科目名称	内容	账面价值	评估价值
其他非流动金融资产	股权投资	90.00	84.43
其他非流动资产	大额存单	28,587.65	28,587.65
其他非流动资产	境内设备款进项税	18.40	18.35
其他非流动资产	境内软件款进项税	2.34	2.34
长期股权投资	股权投资	27.82	27.82
递延所得税资产		1,004.88	994.42
科目名称	内容	账面价值	评估价值
非经营性负债小计		367.84	248.97
短期借款	借款利息	4.68	4.68
应付账款	应付设备款和工程款	174.98	174.53
其他应付款	装修工程款	1.40	1.40
递延收益	政府补助	136.31	20.45
递延所得税负债		50.47	47.91

上述非经营性资产和负债具体划分以及估值合理性分析如下：

（1）一年内到期的非流动资产：主要为被评估企业购买的大额存单，评估基准日已按市场价值计量，故本次按核实后账面值确认；

（2）预付款项中的零星设备款的进项税以及其他应收款中的充电桩款与被评估企业经营业务关联性很小，故本次作为非经营性资产按核实后账面值评估；

（3）其他流动资产中主要是包含被评估企业母子公司在内的待摊费用、残疾人补贴，本次按核实后账面值与下属子公司的持股比例等进行计算和评估；

（4）待抵扣进项税则考虑到被评估企业母公司以及子公司澎立生技中存在部分境外业务，因而存在部分进项税无法抵扣，因此对于澎立生物单体以及澎立生技的待抵扣进项税考虑基准日境内外业务比重扣除预计无法抵扣的部分。其余子公司的待抵扣进项税按核实后账面值与下属子公司的持股比例等进行计算和评估；

（5）其他非流动金融资产主要是对外参股的股权投资，本次按被投资单位基准日财务报表情况进行分析评估，并结合公司持股比例确定评估值；

（6）其他非流动资产的大额存单，同一年内到期的非流动资产，按照核实后的账面值确认；

（7）其他非流动资产应付设备款软件款中的进项税款，本次按核实后账面值计算；

（8）长期股权投资，主要是被评估企业对下属子公司投资，同其他非流动金融资产，本次按被投资单位基准日财务报表情况进行分析评估，并结合公司持股比例确定评估值，根据上述计算方式，计算结果和账面值一致；

（9）递延所得税资产，本次根据可弥补亏损等事项进行计算和评估（同时对非全资子公司考虑持股比例的影响）；

（10）短期借款主要是将应付未付利息作为非经营性负债计算；

（11）应付账款中的设备款和工程款用于公司建设，但其具有偶然性，如计入营运资金计算可能出现波动，故本次单独按核实后账面值评估；

（12）其他应付款中的装修款尾款同应付账款，本次单独按核实后账面值评估；

（13）递延收益主要是政府补助根据项目实际情况进行结转，同时确认递延所得税负债的计算；

（14）递延所得税负债主要由于使用权资产以及固定资产税前一次性扣除等会计与税务处理差异形成，本次按核实后账面值与下属子公司的持股比例等进行计算和评估。

考虑到合并范围内有部分公司非 100%控股，因此在测算非经常资产和负债的估值时，系考虑澎立生物直接或者间接的持股比例进行计算。

八、2025 年 1-6 月，标的公司实现业绩对预测期的覆盖情况及差异原因；
本次预测净利润复合增长率与同行业的比较情况；结合历史经营年度主营业务收入、成本、期间费用、净利润复合增长率以及毛利率等关键指标与评估预测期的对比情况，分析本次评估预测的合理性

（一）2025 年 1-6 月，标的公司实现业绩对预测期的覆盖情况及差异原因
2025 年 1-6 月，标的公司实现业绩对预测期的覆盖情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-6 月	2025 年度预	覆盖情况	2024 年 1-6 月	2023 年 1-6 月
----	--------------	----------	------	--------------	--------------

		测情况		覆盖全年情况 ^注	覆盖情况全年情况
营业收入	18,699.52	41,130.31	45.46%	41.69%	43.36%
毛利额	7,887.30	17,716.05	44.52%	-	41.92%
净利润	2,316.27	5,237.05	44.23%	-	38.70%
归属于母公司所有者的净利润	2,385.59	5,161.69	46.22%	-	38.13%

注：2025 年 1-6 月财务数据已经审计；2024 年 1-6 月实现主营业务收入系经全年审计后拆分，但未出具半年度审计报告，仅列示收入；2023 年 1-6 月审计报告经审计。

根据上表，2025 年 1-6 月实现营业收入 **18,699.52** 万元，占当年预测收入的 **45.46%**，实现归属于母公司所有者的净利润 **2,385.59** 万元，占当年预测收入的 **46.22%**，占比较 50%略低，主要系标的公司临床前 CRO 行业主营业务收入存在一定的季节性特征，一季度受春节等假期因素影响，符合标的公司 2023 年和 2024 年上半年实现收入和净利润占全年的比重低于 50%的规律。

结合截至 2025 年 6 月 30 日的在手订单金额较 2024 年 6 月 30 日和 2024 年 12 月 31 日均保持增势，标的公司实现 2025 年的预测业绩可能性较大。

（二）本次预测净利润复合增长率与同行业的比较情况

本次标的公司预测期净利润及复合增长率与同行业比较情况具体如下：

单位：万元

公司名称	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	净利润复合增长率
药明康德	1,145,815.00	1,299,918.00	1,505,975.00	-	-	14.64%
康龙化成	182,874.00	216,583.00	255,469.00	-	-	18.19%
昭衍新药	33,620.00	39,580.00	44,550.00	-	-	15.11%
益诺思	14,150.00	16,850.00	20,500.00	-	-	20.36%
同行业上市公司平均值						17.08%
标的公司	5,237.05	6,562.59	7,900.08	9,495.44	10,965.65	20.29%

注 1：同行业上市公司的预测净利润数据来源于 Wind 截至 2025 年 7 月 20 日收集并公布的各研究机构研究报告中对各上市公司盈利预测的一致预测值，其中睿智医药和美迪西由于亏损较大，此处未进行列示。

根据上表，标的公司预测期 2025 年至 2029 年的净利润复合增长率为 20.29%，处于同行业上市公司的净利润复合增长率区间范围内，略高于行业平均值，主要系标的公司能够凭借药效学细分领域的核心竞争力和进一步国际化发展保持业

务和盈利能力持续发展，标的公司整体业务规模较小，预计能够实现比行业平均略高的利润复合增速。

（三）结合历史经营年度主营业务收入、成本、期间费用、净利润复合增长率以及毛利率等关键指标与评估预测期的对比情况，分析本次评估预测的合理性

标的公司历史经营年度 2020 年至 2024 年的主营业务收入、成本、期间费用、净利润复合增长率以及毛利率等关键指标与评估预测期 2025 年至 2029 年的对比情况如下：

单位：万元

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2020 年至 2024 年复 合增长率	同行业平 均水平区 间（2022 年-2024 年）
主营业务收入	10,813.44	19,037.23	25,171.77	30,769.65	31,436.00	30.58%	-
主营业务成本	5,692.64	9,121.72	12,818.24	16,216.47	17,925.87	33.21%	-
主营毛利率	47.36%	52.08%	49.08%	47.30%	42.98%	-	30.42%~ 44.04%
期间费用	3,785.61	6,039.29	6,561.32	9,089.03	9,900.47	27.17%	-
期间费用率	34.09%	31.30%	25.59%	28.62%	29.94%	-	21.91%~ 23.86%
净利润	1,435.26	3,660.18	5,717.09	1,435.26	3,660.18	33.18%	-
净利润率	12.92%	18.97%	22.30%	20.50%	13.66%	-	-9.95%~ 23.85%
项目	2025 年 (E)	2026 年 (E)	2027 年 (E)	2028 年 (E)	2029 年 (E)	2025 年至 2029 年复 合增长率	同行业平 均水平区 间（2022 年-2024 年）
主营业务收入	39,530.31	46,773.19	53,025.15	58,967.52	64,700.42	13.11%	-
主营业务成本	21,884.49	26,271.07	29,908.41	33,261.26	36,600.02	13.72%	-
主营毛利率	44.64%	43.83%	43.60%	43.59%	43.43%	-	30.42%~ 44.04%
期间费用	11,458.06	12,704.38	13,702.89	14,371.71	15,010.18	6.98%	-
期间费用率	27.86%	26.25%	25.06%	23.69%	22.59%	-	21.91%~ 23.86%
净利润	5,237.05	6,562.59	7,900.08	9,495.44	10,965.65	20.29%	-
净利润率	12.73%	13.56%	14.45%	15.65%	16.51%	-	-9.95%~ 23.85%

主营业务收入方面，标的公司于 2020 年至 2024 年间收入复合增长率为 30.58%，保持较快增速。一方面，CRO 行业于 2020 年至 2022 年呈现高景气度，标的公司处于快速发展阶段，充分享有了行业增长红利，同时，标的公司凭借核心药效学评价业务在免疫炎症、肿瘤免疫细分赛道以及非人灵长类核心技术平台等优势，以及积极拓展药代动力学、医疗器械 CRO 业务板块，整体实现了高速增长。2022 年下半年起受到行业投融资遇冷和竞争加剧影响，标的公司收入增速有所放缓。未来，标的公司预测 2025 年至 2029 年主营业务收入将实现 13.11% 的复合增长率，与沙利文公开披露的中国临床前 CRO 市场规模在 2025-2029 年复合增长率 13.08% 基本一致，一方面，行业相关短期负面因素逐渐出清，投融资趋势呈现触底企稳态势，企业研发支出意愿基本面趋于改善，同行业上市公司收入和业绩企稳，同时，标的公司在临床前药效细分领域始终保持核心竞争力，叠加进一步发展国际化战略，未来主营业务收入复合增长率具备合理性。

主营业务毛利率方面，标的公司的毛利率在 2020 年至 2022 年间保持相对高位，2023 年起受到市场行情影响导致毛利率下降。随着行业投融资趋势呈现触底企稳态势以及标的公司海外业务收入占比逐步提升，标的公司 2025 年毛利率预测有所回升，未来年度预测毛利率考虑市场竞争因素呈现逐年下降趋势，但由于标的公司的主要业务药效学研究具有高度服务定制化以及技术密集型的特征，因此标的公司毛利率不存在大幅波动。

同时，与同行业可比公司比较，标的公司预测期毛利率处于同行业可比上市公司相关业务毛利率的区间内，高于同行业平均水平主要系业务结构存在差异，标的公司的核心业务药效学评价业务定制化服务程度较高，系临床前研究 CRO 服务中具有较高技术水平的环节，因此毛利率较高，但仍略低于行业内公司百奥赛图、药康生物的同类业务，主要原因系转基因小鼠完整供应能力和境外业务占比差异所致，因此标的公司整体毛利率水平具备合理性。

未来期间费用绝对金额随着标的公司业务收入持续增长所需，增速 6.98% 低于历史期间水平主要系标的公司当前已租赁和装修的场地和设备已基本足够支撑后续年度的生产经营需要，未来固定费用增速低于收入增速，因此，预测期内期间费用率逐年下降，最终下降至与同行业平均水平（2022-2024 年同行业平均期间费用率为 21.91%-23.86%）基本一致，具备合理性。

净利润方面，标的公司于 2020 年至 2024 年间归母净利润复合增长率为 33.18%，保持较快增速，与主营业务收入趋势一致。未来期间，标的公司主营业务收入保持增长，毛利率略微下滑但仍维持较高水平，规模效应促使期间费用率降低，因此，标的公司预测净利润将实现 20.29%的复合增长率，低于历史期间 2020-2024 年度净利润复合增长率 33.18%，具备合理性。净利润率方面，标的公司预测期内净利率水平由于期间费用率的下降等因素逐年小幅提升，整体基本处于历史期间净利率水平 12.92%-22.30%和同行业平均净利润率水平 -9.95%-23.85%范围内，具备合理性。

九、选取的上市公司及交易案例是否具有可比性，可比交易案例所采用的评估方法；结合标的公司市盈率、市销率、评估增值率等指标与上市公司及可比交易案例的对比情况，分析本次评估的公允性

（一）选取的上市公司及交易案例是否具有可比性

1、上市公司

标的公司澎立生物主要从事生物医药研发临床前 CRO 服务，主要包括药效学评价和药代动力学评价等业务。本次评估在 29 家同行业国内上市公司中，筛选出临床前 CRO 业务占比超过 50%且含有药理药效评价或者安全性评价等业务的企业，共选取了 5 家企业，即康龙化成、昭衍新药、美迪西、益诺思、睿智医药。

经分析，康龙化成由于收入规模和标的企业差异过大且资产负债率和标的企业亦有较大的差距，因此本次选择其他四家上市公司作为本次评估的可比上市公司具体介绍如下：

证券代码	证券名称	2024 年度主营业务构成	公司简介
603127.SH	昭衍新药	药物非临床研究服务：95.00%；临床服务及其他：4.95%；实验模型供应：0.04%	北京昭衍新药研究中心股份有限公司的主营业务是从从事以药物非临床安全性评价服务为主的药物临床前研究服务和实验动物及附属产品的销售业务。公司的主要产品是药物非临床研究服务、临床服务及其他、实验模型供应。
688202.SH	美迪西	临床前研究：52.25%；药物发现与药学研究：47.71%；其他业务-其他收	上海美迪西生物医药股份有限公司的主营业务是通过研发技术平台向药企及科研单位提供药物发

证券代码	证券名称	2024 年度主营业务构成	公司简介
		入：0.02%；其他业务-房屋租赁业务相关收入：0.02%	现与药学研究、临床前研究的医药研发服务。公司的主要服务包括药物发现、药学研究、综合项目。临床前研究包括药效学、药代动力学、毒理学安全性评价研究等。
688710.SH	益诺思	非临床 CRO：95.42%；临床 CRO：4.11%；其他：0.38%；其他业务：0.09%	上海益诺思生物技术股份有限公司是一家专业提供生物医药非临床研究服务为主的综合研发服务（CRO）企业，具备了行业内具有竞争力的国际化服务能力，为全球的医药企业和科研机构提供全方位的符合国内及国际申报标准的新药研究服务。
300149.SZ	睿智医药	药效药代业务：56.39%；化学业务：26.41%；大分子业务：16.23%；其他：0.97%	睿智医药科技股份有限公司主营业务是为全球制药企业、生物技术公司以及科研院校提供药物发现、开发以及生产服务。公司是国内极少数拥有临床前 CRO（医药研发服务）及 CMO（医药生产服务）全流程服务能力的领导品牌。

综上，所选择的 4 家上市公司具有可比性。

2、可比交易案例

本次重组系生物医药服务行业上市公司基于同一产业链的上下游拓展，以实现“细胞培养基+临床前 CRO+生物药 CDMO”的 CRDMO 业务模式，提升对下游客户的一站式服务能力。为保证相关交易案例的可比性，本次选取自 2020 年以来完成的 CXO（医药研发生产外包服务）行业上市公司收购同行业或上下游公司相关案例共 6 起进行估值对比，相关交易所处行业、交易背景及协同性如下：

序号	交易内容	上市公司业务	标的公司业务	交易背景及协同性
1	泰格医药收购观合医药 100%股权	临床阶段 CRO 行业	临床中心实验室、生物分析	观合医药在中心实验室检测、生物分析及相关项目管理方面具有显著优势，本次收购有助于泰格医药的临床试验全链条服务更加完善，进一步强化泰格医药临床阶段 CRO 业务的一站式服务能力
2	药明生物收购药明海德 30%股权	大分子生物药 CRDMO	疫苗 CDMO	收购完成后，药明生物将拥有药明海德 100%的股权，其业务范围由大分子生物药拓展至疫苗行业 CDMO 业务，有利于进一步补齐其 CRDMO 业务范围，提升全链条服务能力
3	九洲药业收购康川济 51%股权	小分子 CDMO、API 及中	制剂 CDMO	康川济在制剂研发领域具有较强的技术实力和项目经验，通过收购康川济，九洲药业将快速提升其在 CDMO 制剂研发领域的承

序号	交易内容	上市公司业务	标的公司业务	交易背景及协同性
		中间体		接能力，进一步完善从 CMC 研发到商业化生产的一站式布局
4	凯莱英收购医普科诺 100%股权	小分子 CDMO	临床数据管理和统计服务	医普科诺在临床数据管理和统计服务方面具有较强的专业能力，系国内第一家 CDISC（临床数据交换标准协会）企业会员；收购完成后，凯莱英将具备数据管理和生物统计方面的专业服务能力，有利于其进一步拓展原有 CDMO 业务，并向临床 CRO 服务进行链条延伸
5	皓元医药收购药源药物 100%股权	中间体、原料药的 CRO、CDMO 业务	原料药、制剂药、工艺研究、注册以及产业化服务	药源药物与上市公司同属于 CRO、CDMO 行业，双方在技术平台建设、研发技术团队组建、市场拓展以及公司治理等方面均具有协同效应。上市公司通过本次重组，将打造“中间体-原料药-制剂”一体化的 CRO/CDMO/CMO 产业服务平台，逐步成为“中间体-原料药-制剂”一体化综合服务商，进一步增强上市公司在制剂 CDMO 领域的竞争实力以及科技创新能力
6	维亚生物收购朗华制药 80%股权	CRO 及 CDMO	小分子原料药及中间体 CDMO	朗华制药在化学合成、工艺放大及质量控制领域具有深厚经验，通过收购朗华制药，维亚生物将构建从早期药物发现到商业化生产的完整产业链，为客户提供一站式服务

注：上述交易案例中观合医药、医普科诺、朗华制药未披露详细折算率计算过程，因此未在本次评估过程中作为折现率可比案例进行比较。

综上，本次所选择交易案例的上市公司和交易标的均处于 CXO 行业，且交易目的均为拓展产业链，提升整体服务能力，与本次交易具有可比性。

（二）可比交易案例所采用的评估方法

可比交易案例所选择评估方法如下：

序号	交易内容	评估方法
1	泰格医药收购观合医药 100%股权	收益法
2	药明生物收购药明海德 30%股权	市场法（PB）
3	九洲药业收购康川济 51%股权	采用资产基础法和收益法进行评估，并以收益法作为评估依据
4	凯莱英收购医普科诺 100%股权	未披露估值/评估方法
5	皓元医药收购药源药物 100%股权	采用收益法和市场法进行评估，并以收益法作为评估依据
6	维亚生物收购朗华制药 80%股权	采用市场法（PE）进行估值

本次评估采用收益法和市场法两种方法对标的公司股东全部权益价值进行评估，最终以收益法评估值作为评估结论，其中收益法和市场法系上述可比案例

中常用的评估方法，因此本次评估所采用的评估方法符合行业惯例。

（三）结合标的公司市盈率、市销率、评估增值率等指标与上市公司及可比交易案例的对比情况，分析本次评估的公允性

1、市盈率

（1）可比上市公司

标的公司与可比上市公司的市盈率对比情况如下：

证券代码	证券简称	静态市盈率
603127.SH	昭衍新药	212.78
688202.SH	美迪西	-14.63
300149.SZ	睿智医药	-23.31
688710.SH	益诺思	33.24
可比公司市盈率平均值		52.02
澎立生物市盈率		32.15

注 1：静态市盈率=截至 2025 年 6 月 30 日市值/2024 年度净利润

注 2：澎立生物市盈率系收益法评估的本次标的公司股东权益价值/标的公司 2024 年度净利润

如上，澎立生物本次交易市盈率为 32.15，与益诺思 33.24 较为接近。2024 年度，受创新药投资研发周期影响，CRO 行业整体增速有所放缓，同行业上市公司盈利水平波动较大，美迪西、睿智医药 2024 年度净利润为负，而昭衍新药 2024 年度盈利规模较低导致市盈率较高，从而导致上述三家市盈率可比性较弱。因此，本次评估主要采用市销率（EV/Sales）作为市场法的价值比率计算依据。

（2）可比交易案例

股票代码	股票名称	交易标的	公告日期	标的公司静态市盈率
300347.SZ	泰格医药	观合医药 100%股权	2024-09	12.51
2269.HK	药明生物	药明海德 30%股权	2024-09	67.18
603456.SH	九洲药业	康川济 51%股权	2022-01	42.83
002821.SZ	凯莱英	医普科诺 100%股权	2021-10	46.48
688131.SH	皓元医药	药源药物 100%股权	2022-06	37.28
1873.HK	维亚生物	朗华制药 80%股权	2020-08	35.03
可比交易案例平均值				40.22

澎立生物市盈率	32.15
---------	-------

注 1：静态市盈率=标的企业的交易价格（转换为 100%股权价值）/交易前一年净利润

根据交易标的实际情况不同，可比交易案例静态市盈率内部差异较大。总体而言，可比案例平均市盈率为 40.22，而本次交易澎立生物市盈率为 32.15，低于可比案例平均水平。

2、市销率

（1）可比上市公司

标的公司与可比上市公司的市销率对比情况如下：

证券代码	证券简称	市销率
603127.SH	昭衍新药	7.81
688202.SH	美迪西	4.66
300149.SZ	睿智医药	5.44
688710.SH	益诺思	4.30
可比公司市销率平均值		5.55
澎立生物市销率		4.39

注 1：市销率=截至 2025 年 6 月 30 日市值/2024 年营业收入

注 2：澎立生物市销率系收益法评估的本次标的公司股东权益价值/标的公司 2024 年度营业收入

如上，本次交易标的公司的市销率为 4.39，略低于同行业可比公司市销率平均水平 5.55，整体市销率水平差异较小。

（2）可比交易案例

股票代码	股票名称	交易标的	公告日期	标的公司静态市销率 PS
300347.SZ	泰格医药	观合医药 100%股权	2024-09	1.66
2269.HK	药明生物	药明海德 30%股权	2024-09	2.62
603456.SH	九洲药业	康川济 51%股权	2022-01	6.77
002821.SZ	凯莱英	医普科诺 100%股权	2021-10	6.26
688131.SH	皓元医药	药源药物 100%股权	2022-06	4.96
1873.HK	维亚生物	朗华制药 80%股权	2020-08	2.59
可比交易案例平均值				4.14
澎立生物市销率				4.39

注：静态市销率=标的企业的交易价格（转换为 100%股权价值）/交易前一年营业收入

如上，标的公司澎立生物静态市销率为 4.39，处于可比交易案例范围 1.66 至 6.77 区间内，略高于同行业可比公司市销率平均水平 4.14，主要原因系标的公司与可比交易案例中的企业所处细分行业以及发展阶段存在差异，其中泰格医药收购的观合医药主要提供临床阶段样本生物分析等业务，与定制化水平较高的药效学平价业务差异较大，且观合医药交易前一年 2023 年收入为 21,128.50 万元，2024 年 1-6 月收入仅 7,300.09 万元，无明显增长趋势，因此整体市销率水平较低。经计算，剔除观合医药后同行业可比交易案例的平均市销率为 4.64，高于澎立生物市销率为 4.39，因此澎立生物市销率具备合理性。

3、市净率

(1) 可比上市公司

标的公司与可比上市公司的市净率对比情况如下：

证券代码	证券简称	市净率
603127.SH	昭衍新药	1.95
688202.SH	美迪西	2.26
300149.SZ	睿智医药	4.35
688710.SH	益诺思	2.05
可比公司平均值		2.65
澎立生物		1.57

注 1：标的公司市净率=截至 2025 年 6 月 30 日市值/2024 年末归属于母公司股东权益；
注 2：澎立生物市净率=收益法评估的本次标的公司股东权益价值/标的公司 2024 年末归属于母公司股东权益。

如上，澎立生物市净率低于可比公司平均水平，主要系澎立生物净资产金额较高，且本次评估较为谨慎所致。

(2) 可比交易案例

股票代码	股票名称	交易标的	公告日期	标的公司市净率
300347.SZ	泰格医药	观合医药 100%股权	2024-09	1.48
2269.HK	药明生物	药明海德 30%股权	2024-09	1.25
603456.SH	九洲药业	康川济 51%股权	2022-01	13.20
002821.SZ	凯莱英	医普科诺 100%股权	2021-10	24.11
688131.SH	皓元医药	药源药物 100%股权	2022-06	7.17

1873.HK	维亚生物	朗华制药 80%股权	2020-08	11.00
可比交易案例平均值				9.70
澎立生物市净率				1.57

注：标的公司市净率=标的公司交易价格（转换为 100%股权价值）/交易前一年末（或前一期末）归属于母公司股东权益

如上，澎立生物市净率低于可比交易案例平均水平，主要系澎立生物净资产金额较高，且本次评估较为谨慎所致。

4、评估增值率

（1）可比上市公司

标的公司与可比上市公司的净资产增值率对比情况如下：

证券代码	证券简称	净资产增值率
603127.SH	昭衍新药	95.10%
688202.SH	美迪西	126.10%
300149.SZ	睿智医药	334.85%
688710.SH	益诺思	105.35%
可比公司净资产增值率平均值		165.35%
澎立生物净资产增值率		56.62%

注 1：上市公司净资产增值率=（上市公司截至 2025 年 6 月 30 日市值-2024 年末归母所有者权益）/2024 年末归母所有者权益

注 2：澎立生物净资产增值率=（标的公司股东权益价值评估值-标的公司 2024 年末归母所有者权益）/标的公司 2024 年末归母所有者权益

根据上表，澎立生物本次评估净资产增值率显著低于可比上市公司净资产增值率水平，本次评估结果具备谨慎性和合理性。

（2）可比交易案例

股票代码	股票名称	交易标的	公告日期	标的公司评估增值率
300347.SZ	泰格医药	观合医药 100%股权	2024-09	49.85%
2269.HK	药明生物	药明海德 30%股权	2024-09	24.52%
603456.SH	九洲药业	康川济 51%股权	2022-01	795.15%
002821.SZ	凯莱英	医普科诺 100%股权	2021-10	2,584.05%
688131.SH	皓元医药	药源药物 100%股权	2022-06	617.19%
1873.HK	维亚生物	朗华制药 80%股权	2020-08	913.68%
可比交易案例平均值（剔除异常值） ^{注 2}				480.08%

股票代码	股票名称	交易标的	公告日期	标的公司评估增值率
澎立生物评估增值率				56.62%

注 1：评估增值率=标的企业交易价格（转换为 100%股权价值）/交易前一年或当年净资产；

注 2：由于凯莱英收购医普科诺的评估增值率较高，未纳入本次可比交易案例平均值的计算。

如上，与可比交易案例相比，澎立生物评估增值率较低，本次评估结果具备谨慎性和合理性。

综上所述，本次交易上市公司与交易案例的选取具有可比性，交易作价公允。

十、中介机构核查程序和核查意见

（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《资产评估执业准则——企业价值》，分析标的公司所处行业及发展阶段，了解各个价值比率的适用性，公开信息查询标的公司同行业公司业务情况、关键财务指标；

2、访谈上市公司管理层，了解本次交易作价与评估值存在差异的原因；

3、查阅标的公司相关增资协议，访谈标的公司管理层，了解标的公司近三年历次增资的增资原因、作价依据等情况；

4、公开信息查询 CRO 行业发展前景和市场规模引用数据来源机构的基本情况，公开信息查询 A 股上市公司招股说明书引用相关机构发布的报告或数据的情况；

5、访谈标的公司管理层，查阅行业公开研究报告，了解标的公司竞争优势；

6、公开信息查询中国创新药出海情况，查阅相关公开发表的行业研究报告，了解标的公司业务布局领域药物的市场规模；

7、查阅相关公开发表的行业研究报告、可比公司定期报告，了解标的公司所在细分行业行业发展、市场竞争情况以及可比公司收入增长情况；

8、取得标的公司在手订单明细表，了解标的公司在手订单情况；

9、查阅同行业可比公司定期报告，了解同行业可比公司产品或服务毛利率、

期间费用率情况；

10、公开信息查询可比交易案例折现率情况；

11、取得标的公司 2025 年 1-6 月财务报表，了解标的公司 2025 年 1-6 月实现业绩情况；

12、查阅相关公开发布的行业研究报告，了解各研究机构对同行业可比上市公司盈利预测情况；

13、取得标的公司 2020 年至 2024 年财务报表，了解标的公司各经营年度主营业务收入、成本、期间费用、净利润及毛利率情况；

14、公开信息查询可比交易案例所采用的评估方法，公开信息查询可比上市公司及可比交易案例的市盈率、市销率、评估增值率等指标情况。

（二）核查意见

经核查，评估师认为：

1、市场法评估下关键参数选取具备合理性，收益法和市场法评估差异的原因主要是各种评估方法对资产价值考虑的角度不同，采用收益法作为最终评估结论具备合理性；本次交易作价较评估值存在差异的原因具备合理性；

2、最近三年内标的公司增资对价与本次交易评估值存在较大差异的原因系标的公司所处行业遇冷以及一二级市场估值情况发生变化所致，两次估值均具备公允性，相关差异情况具备合理性；

3、标的公司对 CRO 行业发展前景的预测具备合理性；标的公司药效学评价业务预测增速高于行业预测增速的依据主要系标的公司聚焦临床前药效学评价核心业务并深耕多年，在重大未满足医疗需求和增长潜力的治疗领域均有战略性布局，在细分行业存在差异化竞争优势，同时出海策略进一步取得成效，在创新药企注重国际化和早期研发差异化的发展趋势下，标的公司预计能够实现高于行业平均的业务增速；标的公司各类细分业务收入预测具备审慎性及可实现性；

4、标的公司预测期营业成本及期间费用预测具备完整性；

5、标的公司未来年度资本性支出、营运资金的预测具备合理性；

6、折现率计算过程中主要参数的确认依据合理，本次评估中所使用的折现率和可比交易案例整体属于可比案例区间范围内；本次评估中对于特定风险报酬率高于其他案例，主要是综合考虑了被评估单位所面临的风险，比如境内境外业务结构、境内外的行业竞争情况以及中美贸易政策，具备谨慎性；

7、本次采用溢余货币资金在营运资金中回流的方式考虑到基准日后还有资金使用需求，更为谨慎，该方案系基于企业规划安排考虑设计，符合评估行业惯例；非经营性资产的划分依据及估值具备合理性；

8、标的公司 2025 年 1-6 月实现营业收入、净利润占当年预测收入、净利润的比例较 50%略低，结合截至 2025 年 6 月 30 日的在手订单金额较 2024 年 12 月 31 日保持增势，标的公司实现 2025 年的预测业绩可能性较大；标的公司预测期的归母净利润复合增长率处于同行业上市公司的归母净利润复合增长率区间范围内，略高于行业平均值；本次评估预测具备合理性；

9、本次交易上市公司与交易案例的选取具有可比性，交易作价公允。

（本页以下无正文）

（本页无正文，为《上海东洲资产评估有限公司关于上海奥浦迈生物科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的审核问询函回复的核查意见》之签章页）

资产评估师：

正式执业会员
资产评估师
许楠
31180022
许楠

正式执业会员
资产评估师
谢立斌
31180015
谢立斌



上海东洲资产评估有限公司

2025 年 9 月 24 日