

苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）等
拟出资涉及的苏州星曜坤泽生物制药有限公司
股东全部权益价值

估值报告

嘉学评估估值字（2026）8610007号



厦门嘉学资产评估房地产估价有限公司

Xiamen Academic Practice Appraiser Co., Ltd.

二零二六年一月三十一日



目录

第一章 估值报告声明	1
第二章 估值基本事项	2
一、 委托人、被估值单位	2
二、 估值对象	10
三、 估值目的	10
四、 估值基准日	10
五、 价值类型	10
第三章 估值假设	11
一、 一般假设	11
二、 特殊假设	11
第四章 估值思路及方法选择	13
一、 通行的估值思路及方法	13
二、 估值思路及方法的选择	13
第五章 估值结论及重要提示	20
一、 估值结论	20
二、 特别风险提示及估值报告使用限制	20
三、 估值报告日	21
第六章 估值报告的附件	23



第一章 估值报告声明

一、厦门嘉学资产评估房地产估价有限公司（以下简称：本估值机构）接受苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）、天津复星海河医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）、上海复星医药产业发展有限公司的联合委托，在被估值单位提供的权属证明、财务会计信息和其他资料的基础上，按照通行的估值方法，对苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）等拟对苏州星曜坤泽生物制药有限公司出资行为涉及的其股东全部权益价值进行了估值。

二、委托人、被估值单位应当对其提供资料的真实性、准确性、完整性、合法性负责。

三、本估值报告属咨询性质。本估值报告不是一份根据中国资产评估准则要求所撰写的报告，报告的观点仅基于财务分析，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑。

四、本估值报告仅供委托人内部决策使用，不得作为其他目的、其他用途使用。未征得出具估值报告的估值机构同意不得对外使用，更不得用于法律、法规规定的用途。

五、本估值报告中的分析、判断和结论受估值报告中假设和限定条件的影响或限制，委托人或者估值委托合同约定的其他估值报告使用人应当充分考虑估值报告中载明的假设、限定条件及其对估值结论的影响。

六、委托人或者估值委托合同约定的其他估值报告使用人只能按照估值报告载明的估值目的使用估值报告。委托人或者估值委托合同约定的其他估值报告使用人使用估值报告前，请务必阅读估值报告全文并特别注意“特别风险提示及估值报告使用限制”的影响。

第二章 估值基本事项

一、委托人、被估值单位

（一）委托人一

公司名称：苏州复健星耀创业投资合伙企业（有限合伙）

统一社会信用代码：91320506MA21MDFH1W

住所：苏州吴中经济开发区越溪街道吴中大道 2888 号 6 幢 101 室

执行事务合伙人：苏州星晨创业投资合伙企业（有限合伙）

注册资本：100,000 万元人民币

企业类型：有限合伙企业

经营范围：一般项目：股权投资；创业投资；以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动（须在中国证券投资基金业协会完成备案登记后方可从事经营活动）（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

（二）委托人二

公司名称：天津复星海河医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）

统一社会信用代码：91120116MA072N7R29

住所：天津市滨海新区临港经济区临港怡湾广场 3-211-01 号、3-211-02 号（嘉拓纳（天津）商务秘书有限公司托管第 077 号）

执行事务合伙人：星耀（天津）投资管理合伙企业（有限合伙）

注册资本：50,000 万元人民币

企业类型：有限合伙企业

经营范围：一般项目：以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等活动（须在中国证券投资基金业协会完成备案登记后方可从事经营活动）；以自有资金从事投资活动。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

（三）委托人三

公司名称：上海复星医药产业发展有限公司

统一社会信用代码：913101157340514991

住所：浦东新区康桥镇康士路 25 号 350 室（康桥）

法定代表人：陈玉卿

注册资本：395,000 万元人民币

企业类型：有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资）

经营范围：许可项目：药品批发；药品委托生产；药物临床试验服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以相关部门批准文件或许可证件为准）一般项目：货物进出口；技术进出口；以自有资金从事投资活动；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；医学研究和试验发展；药物检测仪器销售；制药专用设备销售；包装材料及制品销售；普通货物仓储服务（不含危险化学品等需许可审批的项目）。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

（四）被估值单位

公司名称：苏州星曜坤泽生物制药有限公司（以下简称“星曜坤泽”）

统一社会信用代码：91320506MA265HX26A

住所：苏州市吴中区越溪街道北官渡路 50 号 3 幢（产业园 11 号楼）北楼 4FB 区

法定代表人：崔志平

注册资本（截至估值基准日 2025 年 10 月 31 日）：2,221.1144 万元人民币

企业类型：有限责任公司（自然人投资或控股）

经营范围：一般项目：医学研究和试验发展；细胞技术研发和应用；生物基材料技术研发；生物化工产品技术研发；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；社会经济咨询服务（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）
限分支机构经营：药品生产；药品委托生产

（五）公司股东及持股比例、股权变更情况、历史沿革

星曜坤泽，于 2021 年 5 月成立，成立时的注册资本为 1000.00 万元人民币。

经多次股权转让及增资扩股，截至估值基准日，星曜坤泽注册资本为人民币 2,221.1144 万元，实收资本为人民币 2,054.4476 万元，各股东认缴出资额、实缴出资额和出资比例如下：

苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）等拟出资涉及的苏州星曜坤泽生物制药有限公司
 股东全部权益价值估值报告

序号	股东姓名/名称	认缴出资额 (人民币万元)	认缴出资比例	实缴出资额 (人民币万元)	实缴出资比例
1	苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）	1,089.7525	49.0633%	1,089.7525	53.0436%
2	天津复星海河医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）	544.8761	24.5317%	544.8761	26.5218%
3	安吉科泉股权投资合伙企业（有限合伙）	345.7905	15.5683%	345.7905	16.8313%
4	苏州福曜星坤生物技术合伙企业（有限合伙）	166.6700	7.5039%	0.0000	0.0000%
5	苏州太浩园丰创业投资合伙企业（有限合伙）	21.6120	0.9730%	21.6119	1.0520%
6	宋怀恩	16.1700	0.7280%	16.1667	0.7869%
7	崔志平	16.0800	0.7240%	16.0833	0.7829%
8	苏州星甘泽荫生物技术合伙企业（有限合伙）	8.3300	0.3750%	8.3333	0.4056%
9	上海福骅曜腾生物技术合伙企业（有限合伙）	4.1667	0.1876%	4.1667	0.2028%
10	谢程	4.0000	0.1801%	4.0000	0.1947%
11	上海欣泽宜盛生物技术合伙企业（有限合伙）	3.6666	0.1651%	3.6666	0.1785%
	合计	2,221.1144	100.0000%	2,054.4476	100.0000%

估值基准日后2025年11月19日，被估值单位增加注册资本至人民币2,355.3833万元，其中增加的17.3681万元由上海复曜坤恩商业管理合伙企业（有限合伙）认缴，116.9008万元由天津福曜星坤生物技术合伙企业（有限合伙）认缴，变更后各股东持股比例如下：

序号	股东姓名/名称	持股数量 (万股)	持股比例
1	苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）	1,089.7525	46.2665%
2	天津复星海河医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）	544.8761	23.1332%
3	安吉科泉股权投资合伙企业（有限合伙）	345.7905	14.6809%
4	苏州福曜星坤生物技术合伙企业（有限合伙）	166.6700	7.0761%
5	天津福曜星坤生物技术合伙企业（有限合伙）	116.9008	4.9631%
6	苏州太浩园丰创业投资合伙企业（有限合伙）	21.6120	0.9176%
7	上海复曜坤恩商业管理合伙企业（有限合伙）	17.3681	0.7374%
8	宋怀恩	16.1700	0.6865%
9	崔志平	16.0800	0.6827%
10	苏州星甘泽荫生物技术合伙企业（有限合伙）	8.3300	0.3537%
11	上海福骅曜腾生物技术合伙企业（有限合伙）	4.1667	0.1769%

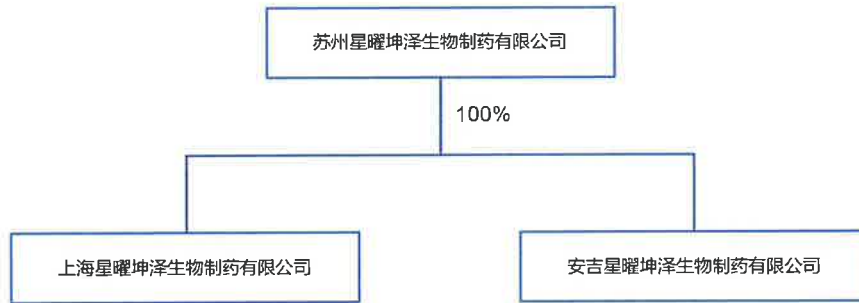
序号	股东姓名/名称	持股数量 (万股)	持股比例
12	谢程	4.0000	0.1698%
13	上海欣泽宜盛生物技术合伙企业（有限合伙）	3.6666	0.1557%
合计		2,355.3833	100.0000%

2025年12月30日，被估值单位变更为股份有限公司，公司名称变更为“苏州星曜坤泽生物医药股份有限公司”。

（六）公司产权和经营管理结构

1、公司产权结构

截至估值基准日，下属公司共2家，全部为直接控股的全资子公司。股权结构图如下：



详见下表：

金额单位：人民币万元

序号	公司名称	简称	投资比例%	注册资本	备注
1	上海星曜坤泽生物制药有限公司	上海星曜	100	100.00	一级
2	安吉星曜坤泽生物制药有限公司	安吉星曜	100	200.00	一级

被投资单位实收资本尚未实缴。

被投资单位情况如下：

（1）上海星曜坤泽生物制药有限公司是星曜坤泽的一级全资子公司，2021年8月经上海市浦东新区市场监督管理局核准登记成立的有限责任公司；注册资本为人民币100.00万元，企业统一社会信用代码：91310115MA7B17W919；公司注册地址：中国（上海）自由贸易试验区盛荣路367号2幢3层303室；公司法定代表人：宋怀恩。



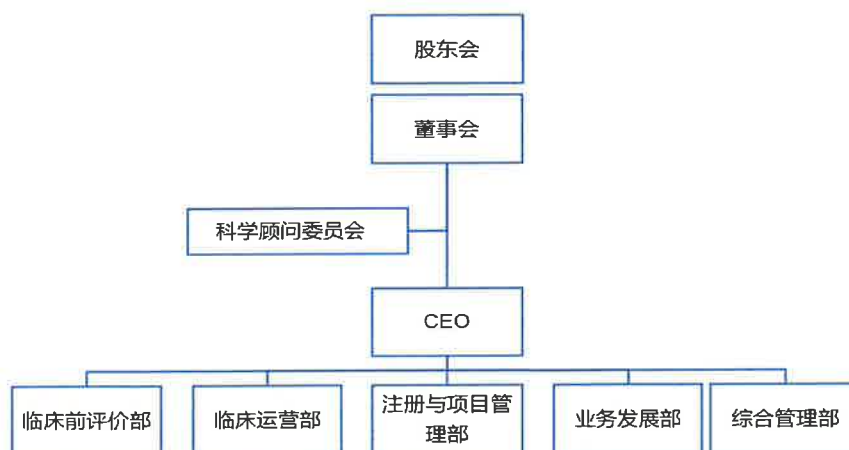
经营范围：一般项目：生物科技领域内的技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；药品进出口；技术进出口。（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）

（2）安吉星曜坤泽生物制药有限公司，是星曜坤泽的一级全资子公司，2023年4月经安吉县市场监督管理局核准登记成立的有限责任公司；注册资本为人民币200.00万元，企业统一社会信用代码：91330523MACH1LW00Q；公司注册地址：浙江省湖州市安吉县递铺街道半岛中路198号2幢1层21号；公司法定代表人：宋怀恩。

经营范围：许可项目：药品生产；药品委托生产（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动，具体经营项目以审批结果为准）。一般项目：医学研究和试验发展；细胞技术研发和应用；生物基材料技术研发；生物化工产品技术研发；技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；社会经济咨询服务（除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动）。

2、公司经营管理结构

星曜坤泽已建立现代化的企业组织架构，目前公司设有股东会、董事会、科学顾问委员会、临床前评价部、临床运营部、注册与项目管理部、业务发展部、综合管理部。基准日时的组织结构图如下：

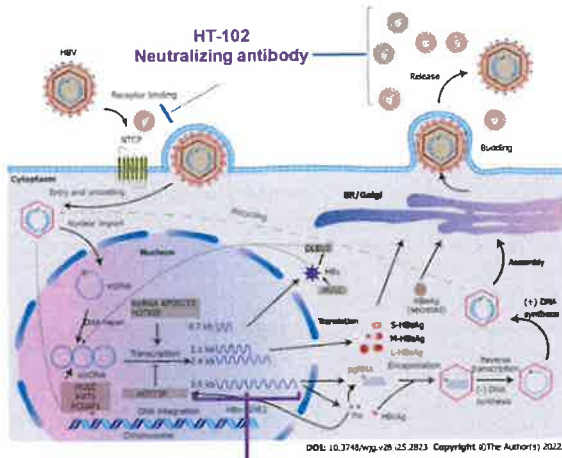


3、公司简介

被估值单位是一家专注于肝病创新药疗法开发的生物制药企业，以实现乙型

肝炎的功能性治愈为首要目标。被估值单位开发突破性疗法，精准解决全球患者在病毒性肝炎、MASH 及肝纤维化等领域远未被满足的治疗需求。

被估值单位当前主要在研管线为 HT-101 (siRNA) 与 HT-102 (中和抗体)，是聚焦于乙肝功能性治愈联用组合疗法，为双靶机制强效协同，是更强的 HBSAg 清除药物组合，具有出色的药效协同性，具有以下特点：



HT-101:GalNAc-siRNA

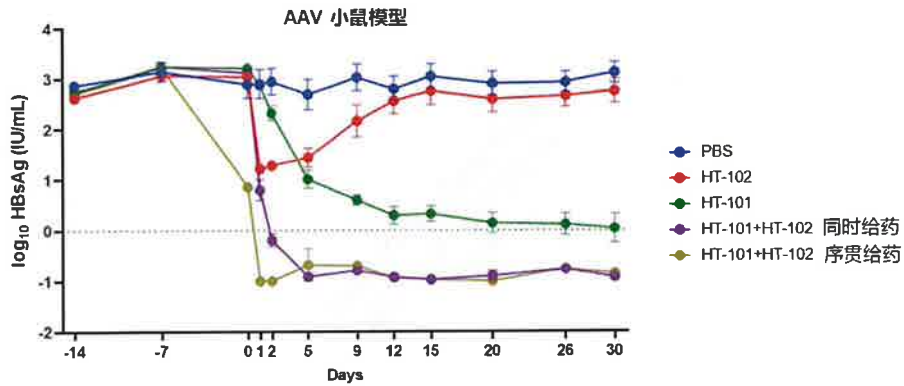
HT-101

- 独特的GalNAc偶联与修饰方式
- 高效的GalNAc靶向肝脏递送系统
- 独特的靶向HBV S区序列设计, 药效更持久
- 抑制HBV cccDNA与整合基因组来源的所有HBSAg mRNA 转录

HT-102



- 全人源化HBSAg中和抗体
- 阻断HBV 侵入肝脏细胞
- 快速清除外周血HBV 病毒与亚病毒颗粒

HEPA THERA



双药联用：起效更快，降幅更深，最大降幅~5log₁₀ IU/ML

目前乙肝 ("Hepatitis B Virus", 简称 HBV) 在研治疗方案中，以 siRNA (小干扰 RNA) 和 ASO (反义寡聚核苷酸) 为主，相较 ASO, HT-101 的 siRNA 具有更强 HBSAg 降幅、更持久疗效、更便捷给药、更优安全性的特点。

	siRNA(小干扰RNA)	ASO(反义寡聚核苷酸)
结构 ¹	双链RNA+2个3' 末端突出核苷酸 ² 	单链DNA+两侧经修饰的RNA样片段 ⁴ 
理想长度 ¹	21nt	15-25nt
分子量(kDa) ²	14-18	6-9
进入细胞方式 ¹	需要载体	可以以非结合形式进入细胞
给药频率	较低 (每月)	较高 (每周或每两周)
长效	进入细胞后贮存与逃逸机制, 以及RISC可重复工作机制, 药效更长效, 用药间隔可达到8+周	药效持久性低
与RNA结合方式 ¹	需要RISC复合体 (RNA诱导沉默复合物)	可单独结合靶点
作用方式 ⁵	反义链与AGO2蛋白结合形成RISC复合体, 若反义链与mRNA完美匹配, 复合体切割mRNA	1. 与外显子结合, 实现外显子跳跃 2. 与3' 端内含子结合, 实现外显子保留 3. ASO的DNA部分吸引并激活RNaseH (核糖核酸酶H), RNaseH识别DNA-RNA异源双链并切割APOB的mRNA
作用定位 ¹	细胞质	细胞质+细胞核
安全性	临床中安全性较高, 无二级以上不良反应	有血小板减少, 中性粒细胞减少, 免疫原性导致的发热等二级不良反应事件报道
组织分布	需要载体, 目前借助LNP和GalNac实现了肝靶向	可通过口服给药, 还可以静脉、鞘内、玻璃体等注射; 药物可以广泛分布在外周组织

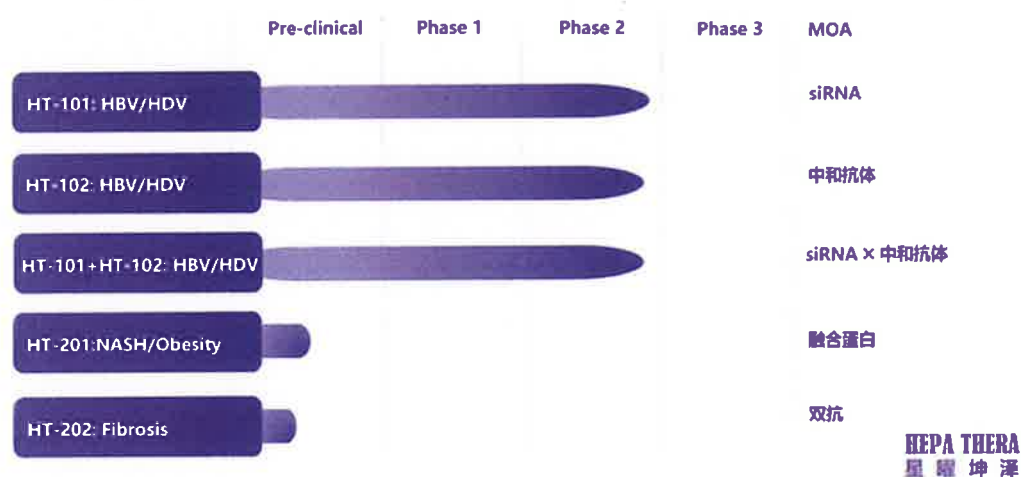
ASO 与 siRNA 系列药品的临床方案与药效对比, HT-101 和 HT-102 协同的差异化优势突出, 治疗周期更短。

除 HT-101 (siRNA) 与 HT-102 (中和抗体) 外, 被估值单位还有以下几个管线:

HT-201, 涵盖 FGF21-GLP1-GIP 三靶点的融合蛋白, 截至估值基准日处于早研阶段;

HT-202, 为一款双靶点抗体, 治疗肝纤维化, 截至估值基准日处于早研阶段。

管线与临床进展



(七) 资产、财务及经营状况

公司近 2 年及基准日资产、财务状况如下表:

公司合并资产、负债及经营业绩

金额单位：人民币万元

项目	2023年12月31日	2024年12月31日	2025年10月31日
总资产	3,731.98	2,805.34	1,581.99
负债	975.60	3,354.54	1,689.67
所有者权益	2,756.38	-549.20	-107.68
归属于母公司所有者权益	2,756.38	-549.20	-107.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
审计机构及意见	未经审计（注）	未经审计（注）	未经审计

项目	2023年度	2024年度	2025年1-10月
营业收入	1.89	21.40	0.00
利润总额	-5,849.45	-5,834.87	-1,808.48
净利润	-5,849.45	-5,834.87	-1,808.48
归属于母公司所有者净利润	-5,849.45	-5,834.87	-1,808.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00
审计机构及意见	未经审计（注）	未经审计（注）	未经审计

注：2023-2024年立信会计师事务所（特殊普通合伙）对星曜坤泽及其子公司均分别出具了标准无保留意见的审计报告，但未出具合并口径审计报告。

母公司资产、负债及经营业绩

金额单位：人民币万元

项目	2023年12月31日	2024年12月31日	2025年10月31日
总资产	4,419.73	4,471.44	4,204.92
负债	868.24	3,240.53	1,622.84
所有者权益	3,551.49	1,230.92	2,582.07
审计机构及意见	立信会计师事务所（特殊普通合伙），标准无保留意见	立信会计师事务所（特殊普通合伙），标准无保留意见	未经审计

项目	2023年度	2024年度	2025年1-10月
营业收入	1.89	2.99	0.00
利润总额	-5,287.57	-4,793.27	-898.84
净利润	-5,287.57	-4,793.27	-898.84
审计机构及意见	立信会计师事务所（特殊普通合伙），标准无保留意见	立信会计师事务所（特殊普通合伙），标准无保留意见	未经审计

（八）委托人和被估值单位之间的关系

委托人为本次经济行为的拟出资人，委托人一、委托人二为被估值单位股东，委托人三为委托人一、委托人二关联企业，被估值单位为被投资人。

二、估值对象

根据苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）、天津复星海河医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）、上海复星医药产业发展有限公司的联合委托，本次估值对象为星曜坤泽的股东全部权益价值。

三、估值目的

根据估值委托合同的约定，苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）等拟对星曜坤泽出资，因此需要聘请估值机构对星曜坤泽的股东全部权益价值进行估值。

本估值报告仅供委托人出资这一目的作价值参考。委托人及估值委托合同约定的其他估值报告使用人只能按照估值报告载明的上述估值目的使用，不得用于法律、法规规定的用途。

四、估值基准日

根据苏州复健星熠创业投资合伙企业（有限合伙）、天津复星海河医疗健康产业基金合伙企业（有限合伙）、上海复星医药产业发展有限公司的联合委托，本项目估值基准日是2025年10月31日。

本次估值工作中，相关估值参数的引用或选取，均基于该日之企业财务报表、外部经济环境以及市场情况。

五、价值类型

本次估值的价值类型为市场价值。

市场价值是在适当的市场条件下，自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

第三章 估值假设

本次估值中，估值人员遵循了以下估值假设：

一、一般假设

（一）交易假设

交易假设是假定所有估值对象已经处在交易的过程中，估值人员根据估值对象的交易条件等模拟市场进行估价。交易假设是估值得以进行的一个最基本的前提假设。

（二）公开市场假设

公开市场假设，是指资产可以在充分竞争的市场上自由买卖，其价格高低取决于一定市场的供给状况下独立的买卖双方对资产的价值判断。公开市场假设是对拟进入的市场条件以及资产在较为完善市场条件下接受何种影响的一种假定说明或限定。

所谓公开市场，是指一个有众多买者和卖者的充分竞争性的市场。在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的。资产交易双方都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是自愿的、理智的，而非在强制或受限制条件下进行的。买卖双方都能对资产的功能、用途及其交易价格等作出理智的判断。公开市场假设以资产在市场上可以公开买卖为基础。

（三）持续经营假设

持续经营假设是指假设一个经营主体的经营活动可以连续下去，在未来可预测的时间内该主体的经营活动不会中止或终止。

假设一个经营主体是由部分资产和负债按照特定目的组成，并且需要完成某种功能，实际就是假设经营主体在未来可预测的时间内将会继续按照这个特定目的，继续该特定功能。

二、特殊假设

（一）现时中国境内或对被估值单位及下属公司业务有重大影响的国家或地区的政治、法律、财政、市场或经济情况将无重大变化。

（二）被估值单位及下属公司的营运及业务将不会受任何不可抗力事件或不能控制的不可预测因素的影响而严重中断，包括但不限于出现战争、军事事件、

自然灾害或重大灾难、疫症或严重意外。

（三）被估值单位及下属公司的经营管理层是尽职尽责的，现有经营范围不发生重大变化，被估值单位及下属公司的内部控制制度是有效且完善的，风险管理措施是充分且恰当的。

（四）委托人及被估值单位及下属公司提供的基础资料和财务资料是真实、准确、完整的；纳入估值范围的各项资产是真实、准确的，其权属清晰、合法并完整地均归属于被估值单位及下属公司；被估值单位及下属公司出具的资产权属证明文件合法有效；被估值单位及下属公司各项资产的减值准备计提充分。

（五）被估值单位及下属公司已完全遵守现行的国家及地方性相关的法律、法规；被估值单位及下属公司资产使用及营运所需由有关地方、国家政府机构、团体签发的一切执照、使用许可证、同意函或其他法律性或行政性授权文件于估值基准日时均在有效期内正常合规使用。

（六）被估值单位及下属公司对所有有关的资产所做的一切改良是遵守所有相关法律条款和有关上级主管机构在其他法律、规划或工程方面的规定的。

（七）所有重要的及潜在的可能影响价值的因素都已由委托人或被估值单位及下属公司向我们充分揭示。

（八）可比上市公司所在的证券交易市场均为有效市场，其股票交易价格公允有效，市场间差异对基准日被估值单位股东全部权益价值不具有显著影响；

（九）可比上市公司信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏；

（十）本次估值假设被估值单位股东全部权益与上市公司普通股股票之间存在流动性差异，且相关证券市场的流动性折扣数据能够反映此差异。

估值人员根据估值的要求，认定这些前提假设条件在估值基准日时成立，当未来经济环境发生较大变化时估值人员将不承担由于前提条件的改变而推导出不同估值结论的责任。

第四章 估值思路及方法介绍

一、通行的估值思路及方法

按照惯例，对企业价值进行估值通常可以采用收益法、市场法和资产基础法三种方法。

（一）收益法

收益法，是指将预期收益资本化或者折现，确定估值对象价值的估值方法。收益法的具体方法包括股利折现法和现金流量折现法。其中：股利折现法是将预期股利进行折现以确定估值对象价值的具体方法，通常适用于对缺乏控制权的股东部分权益进行估值；现金流量折现法通常包括企业自由现金流量模型和股权自由现金流量折现模型。

（二）市场法

市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。其中：上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

（三）资产基础法

资产基础法，是指以被估值单位估值基准日的资产负债表为基础，估算表内及可识别的表外各项资产、负债价值，确定估值对象价值的估值方法。

二、估值思路及方法的选择

（一）选择的估值思路及方法

本次估值，选择市场法对估值对象进行估值。选择市场法的理由是：

1、被估值单位未来良好的经营业绩、发展潜力来源于技术、品牌效应、管理、生产、销售经验等无形资产以及未来新业务的开展，资产基础法未能涵盖上述资产的价值，本次估值不适宜采用资产基础法。

2、由于被估值单位产品尚处于研发期，未正式上线，未来产品上市存在不



确定性，无法对产品销售及产量进行准确的预测，未来的盈利状况存在较大的不确定性，不具备采用收益法实施估值的操作条件，本次估值不适宜采用收益法。

3、被估值单位为医药生物行业，可以收集到与被估值单位可比的上市公司市场数据，本次估值可以采用市场法。

（二）市场法估值思路及方法的选取

企业价值估值中的市场法，是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。

市场法常用的两种具体方法是上市公司比较法和交易案例比较法。

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

交易案例比较法是指获取并分析可比企业的买卖、收购及合并案例资料，计算价值比率，在与被估值单位比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

被估值单位主营业务为乙肝类药品的研发，截至估值基准日，在对多家该行业的上市公司，经进一步筛选后，具有一定数量的可比上市公司，且能够通过这些上市公司公开披露的定期报告，获取可比上市公司的经营和财务数据。此外，对可比上市公司和被估值单位在股权流动性等方面的差异，能够进行相应的调整，使调整后的股权价值口径符合一致性要求；对可比上市公司和被估值单位影响其价值的其他显著差异，能够作出合理的修正。因此，本次估值采用上市公司比较法。

计算公式如下：

股东全部权益价值=经营性资产价值+溢余资产价值+非经营性资产、负债价值

经营性资产价值=被估值单位相关指标x可比企业相应的价值比率x修正系数

（三）上市公司比较法估值步骤

本次选取上市公司比较法作为市场法具体估值方法。上市公司比较法一般包括以下六个步骤：

1、选择可比上市公司。被估值单位为国内的医药生物行业，在研产品主要为乙肝治疗药物，故本次估值在数据可获得的前提下，在A股资本市场筛选相似的医药公司。

在备选对象基础上，对备选对象和被估值单位的主要经营业务范围、主要产品、资产规模、盈利能力、偿债能力、运营能力、所处研发阶段等情况进行分析比较，从公开市场中选取相似的3家医药公司作为可比企业。

(1) 恒瑞医药：

江苏恒瑞医药股份有限公司是一家专注研发、生产及推广高品质药物的创新型国际化制药企业，业务覆盖肿瘤、代谢和心血管疾病、免疫和呼吸系统疾病以及神经科学等领域。目前已有多款1类创新药和2类新药在国内获批上市，另有多款自主创新产品处于临床开发状态中，上百项临床试验在国内外开展，包括自主研发的新一代肝靶向HBV的siRNA药物。

(2) 舒泰神：

舒泰神（北京）生物制药股份有限公司以自主知识产权创新药物，特别是生物药物的研发、生产和营销为主要业务，是一家创新型生物制药企业。公司的产业链条完整，拥有较为完善的研发、生产、质量管理、营销以及配套的体系，是国家级高新技术企业。公司致力于研发、生产和销售临床需求未被满足疾病的治疗性药物，主要包括蛋白类药物（含治疗性单克隆抗体药物）、化学药物等类别，治疗领域聚焦在感染性疾病、自身免疫系统疾病及神经系统疾病治疗药物等领域，目前已有多款药物上市，多个研发管线处于临床试验阶段。

(3) 华兰生物：

华兰生物工程股份有限公司于1992年成立，是一家从事血液制品、疫苗、重组蛋白等生物制品研发、生产和销售的国家级高新技术企业、国家创新型试点企业。血液制品领域，是我国血液制品行业中血浆综合利用率较高、品种较多、规格较全的企业之一。疫苗领域，公司建有国内规模较大的疫苗产业化平台及应急研发体系，能快速反应、有效应对新发传染病。是我国首家获批生产四价流感疫苗的企业。在重组蛋白领域，公司积极布局创新药和生物类似药的研发，目前已取得曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗、阿达木单抗、德尼单抗、帕尼单抗和伊匹单抗等10个产品的临床试验批件，其中贝伐单抗已于2024年11月取得《药品注册证书》，获批正式生产和销售；基因公司向国家药监局递交了利妥昔单抗注射液的药品注册上市许可申请并被受理；其余项目在临床研究阶段或准备开展临床研究。目前拥有多个血液制品、疫苗制品、创新药和生物类似药上市，包括人



免疫球蛋白、乙型肝炎人免疫球蛋白、重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母），同时有多个研发管线处于临床试验阶段。

2、对被估值单位和可比上市公司财务报表进行必要的分析和调整。本次估值，分析和调整事项主要包括：非经常性收入和支出；非经营性资产、非经营性负债和溢余资产及其相关的收入和支出。

3、选择价值比率。价值比率是指将企业权益价值或企业整体价值除以企业的盈利指标、资产指标、收入指标或其他特定指标得出的比率。相应地，根据价值比率对应的价值范畴，价值比率可区分为权益价值比率和企业整体价值比率。根据价值比率对应的指标内容，价值比率可划分为盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率。

在权益价值比率中，常用的价值比率主要包括：P/E（权益价值与净利润的比值，即市盈率）；P/B（权益价值与净资产的比值，即市净率）；P/FCFE（权益价值与股权自由现金流的比值）；P/S（权益价值与主营业务收入的比值，即市销率）。其中，P/E、P/FCFE 属于盈利比率，P/B 属于资产比率，P/S 属于收入比率。

在企业整体价值比率中，常用的价值比率主要包括：EV/NOIAT（企业整体价值与税后净经营收益的比值）；EV/FCFF（企业整体价值与企业自由现金流的比值）；EV/IC（企业整体价值与投入资本的比值）；EV/S（企业整体价值与主营业务收入的比值）；EVI/特定指标（企业整体价值与其他特定指标的比值，例如 EBITDA，息税折旧及摊销前收益，或者 R&D，研发支出）。其中，EV/NOIAT、EV/FCFF 属于盈利比率，EV/IC 属于资产比率，EV/S 属于收入比率，EVI/特定指标属于其他特定比率。

（1）权益价值比率与企业整体价值比率的选择

对于权益价值比率和企业整体价值比率的选择，通常应考虑可比企业与被估值单位资本结构的差异程度及估值目的这两方面的因素。本次估值，可比企业与被估值单位的资本结构差异很小，从资本结构这一因素看，选择权益价值比率和企业整体价值比率均可。从本次估值目的上看，本次估值目的为出资，选取企业整体价值比率更为合适。

因此，本次估值，选择企业整体价值比率。

（2）盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率的选择



通常情况下，被估值单位目前处于研发阶段，历史期收入较少，净利润为负，不适合盈利比率和收入比率；被估值单位为轻资产企业，固定资产等长期资产较少，不适合资产比率；被估值单位目前处于研发期，研发投入较高，且研发投入与企业未来市场前景与市场价值密切相关，研发投入决定企业在研品类、研发进度以及上市可行性，系投资者对此类企业进行投融资决策的重要指标。对于成长期或者上市品类较少的企业来说，市研率价值比率更适用。故综合分析，本次估值采用 EV/R&D（研发支出）作为估值比率。

4、对价值比率进行修正，在选择、计算、应用价值比率时，应当考虑对可比企业和被估值单位间的差异进行合理调整。根据这一规定，应当对可比企业价值比率进行修正。本次主要针对被估值单位与可比公司经营规模、偿债能力、资产质量、所处经营及研发阶段的差异进行区间打分及修正。

可比企业为上市公司，其股权流动性较强，被估值单位为非上市公司，相比于可比企业，被估值单位的股权缺乏流动性，应进行流动性因素调整。本次估值分别收集了2024年医药、生物制品制造业非上市公司交易并购案例和上市公司样本数据（原始数据来源：产权交易所、Wid资讯、CVSource），分析对比上述两类公司的市盈率数据并进行相应计算，缺乏流动性折扣率的计算公式为：缺乏流动性折扣率=（上市公司平均市盈率-非上市公司并购平均市盈率）÷上市公司平均市盈率。经计算，流动性折扣比率计算结果如下表：

序号	行业名称	非上市公司并购		上市公司		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	医药、生物制品制造业	10	24.50	210	39.08	37.30%

可比企业的企业整体价值（EV）的计算过程和计算结果如下表：

金额单位：人民币万元

序号	项目	恒瑞医药	舒泰神	华兰生物
(一)	可比企业股权价值口径一致性调整后的股东全部权益价值（上市公司比较法）	27,669,057.68	1,287,936.47	1,919,662.66
1	可比企业股东全部权益价值（注）	44,129,278.59	2,054,125.15	3,061,662.94
2	缺乏流动性折扣率调整后的股东全部权益价值	27,669,057.68	1,287,936.47	1,919,662.66
(1)	缺乏流动性折扣率	37.30%	37.30%	37.30%

序号	项目	恒瑞医药	舒泰神	华兰生物
(二)	可比企业的付息负债	9,142.89	3,244.95	28,858.59
(三)	可比企业的少数股东权益价值	267,376.11	3,531.03	312,742.97
(四)	可比企业的企业整体价值	27,945,576.68	1,294,712.45	2,261,264.22
(五)	可比企业的非经营性资产和溢余资产	3,862,308.94	72,943.78	826,744.53
(六)	可比企业的非经营性负债	53,052.20	4,772.57	17,233.77
(七)	可比企业已剔除非经营性项目的企业整体价值 (EV)	24,136,319.94	1,226,541.24	1,451,753.46

注：以估值基准日（2025年10月31日）前60日股价均值计算。

可比企业价值比率如下：

金额单位：人民币万元

序号	项目	恒瑞医药	舒泰神	华兰生物
(一)	可比企业已剔除非经营性项目的企业整体价值 (EV)	24,136,319.94	1,226,541.24	1,451,753.46
1	2023、2024年度 R&D（研发支出）的平均值	718,892.28	30,615.38	30,882.46
2	EV/R&D	33.57	40.06	47.01

可比企业和被估值单位关于各项评价指标的对比打分情况如下表：

项目	被估值单位	恒瑞医药	舒泰神	华兰生物
规模修正				
打分系数	100.00	125.00	125.00	125.00
盈利能力				
打分系数	100.00	125.00	125.00	125.00
偿债能力				
打分系数	100.00	125.00	125.00	125.00
运营能力				
打分系数	100.00	125.00	125.00	125.00
研发阶段				
打分系数	100.00	125.00	125.00	125.00
合计	500.00	625.00	625.00	625.00
修正后系数		0.8000	0.8000	0.8000

修正后的价值比率具体如下表：

序号	项目	恒瑞医药	舒泰神	华兰生物
1	修正前的 EV/R&D	33.57	40.06	47.01
2	EV/R&D 的修正系数	0.8000	0.8000	0.8000

序号	项目	恒瑞医药	舒泰神	华兰生物
3	修正后的 EV/R&D	26.86	32.05	37.61

经进一步计算，各可比企业修正后EV/R&D的算术平均值（保留2位小数）为32.17。

5、将调整后的价值比率应用于被估值单位，估算被估值单位价值，再考虑被估值单位的非经营性资产、非经营性负债、溢余资产和付息债务后，得到被估值单位的股东全部权益价值。

计算过程如下表：

金额单位：人民币万元

序号	项目	金额
(一)	各可比企业修正后 EV/R&D 的算术平均值（保留 2 位小数）	32.17
(二)	被估值单位的 2023、2024 年度 R&D（研发支出）的平均值	5,568.48
(三)	被估值单位尚未包含非经营性项目的企业整体价值	179,151.00
(四)	被估值单位的非经营性资产和溢余资产	1,076.57
(五)	被估值单位的非经营性负债	-
(六)	被估值单位的企业整体价值	180,227.48
(七)	被估值单位的少数股东权益价值	
(八)	被估值单位的付息负债	1,490.00
(九)	被估值单位的股东全部权益价值（百万位取整）	178,700.00

第五章 估值结论及重要提示

一、估值结论

经估值，截至估值基准日2025年10月31日，在本估值报告有关假设条件下，在本估值报告特别风险提示及估值报告使用限制下，并基于市场价值的价值类型，采用市场法，本次估值的星曜坤泽的股东全部权益价值为人民币壹拾柒亿捌仟柒佰万元整（RMB178,700.00万元）。

本估值报告使用人在应用本估值结论时应特别注意本估值报告声明、估值假设、特别风险提示及估值报告使用限制等事项对估值结论的影响。

二、特别风险提示及估值报告使用限制

（一）估值前的账面数以及估值过程中采用的被估值单位历年财务数据均是以委托人和被估值单位提供的会计报表及审计报告为基础，估值基准日时的会计报表也未经审计。我们的估值工作不能减轻、替代、消除委托人和被估值单位可能存在的会计责任。

（二）本估值报告仅供委托人内部决策使用，不得作为其他目的、其他用途使用。未征得出具估值报告的估值机构同意不得对外使用，更不得用于法律、法规规定的用途。本估值报告属咨询性质，不具有法定效力。

（三）根据现行有关规定，本估值报告有效期通常为一年，自估值基准日2025年10月31日起计算，至2026年10月30日止。委托人及估值委托合同约定的其他估值报告使用人只能在估值基准日之后的一年内使用本估值报告。超过一年，或虽未超过一年，但影响估值对象价值的因素出现重大变化，不能采用本估值报告结论。

（四）本估值报告结论是根据本次估值的依据、假设前提、方法和程序得出。本估值报告结论只有在本次估值的依据、假设前提、方法和程序不变的条件下成立。

（五）重大期后事项。

1、估值基准日至估值报告日之间可能对估值结论产生影响的重大事项

估值基准日后2025年11月19日，被估值单位增加注册资本至人民币2,355.3833万元，其中增加的17.3681万元由上海复曜坤恩商业管理合伙企业（有



有限合伙）认缴，116.9008 万元由天津福曜星坤生物技术合伙企业（有限合伙）认缴。2025 年 12 月 30 日，被估值单位变更为股份有限公司，公司名称变更为“苏州星曜坤泽生物医药股份有限公司”。

除此之外，委托人、被估值单位没有提供，我们也未能获悉或发现有其他对估值结论产生影响的重大期后事项。

2、在估值基准日以后的报告有效期内，如果资产数量及作价标准发生变化时，应按以下原则处理：

（1）当资产数量发生变化时，应根据原估值方法对资产数额进行相应调整；

（2）当资产价格标准发生变化、且对估值结论产生明显影响时，委托人应及时聘请有资格的估值机构重新确定估值结论；

（3）对估值基准日后，资产数量、价格标准的变化，委托人在资产实际作价时应给予充分考虑，进行相应调整。

（六）本次估值没有考虑估值结论与账面价值之间的差异对税费可能产生的影响，也没有考虑基准日及将来可能承担的抵押、担保事宜对估值对象价值的影响。

（七）截至估值基准日，星曜坤泽注册资本为人民币 2,221.1144 万元，实收资本为人民币 2,054.4476 万元，未全额实缴到位，提醒报告使用者关注其对估值结论等方面可能产生的影响。

（八）本估值报告结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。本估值机构和估值人员不承担相关当事人决策的责任。

（九）本估值机构对本估值报告拥有最终解释权。

三、估值报告日

本估值报告的报告日为 2026 年 1 月 31 日。

谨此报告！

（本页无正文，为“嘉学评估估值字（2026）8610007号”《估值报告》签字盖章页）

本估值报告文号为“嘉学评估估值字（2026）8610007号”，估值对象星曜坤泽的股东全部权益价值为人民币壹拾柒亿捌仟柒佰万元整（RMB178,700.00万元）。



厦门嘉学资产评估房地产估价有限公司

估值人员


周高丰


许雯婷

