

华福证券股份有限公司

关于上海证券交易所《关于对安徽集友新材料股份有限公司
重大资产购买暨关联交易报告书草案的问询函》回复之核查
意见

上海证券交易所：

贵所于2026年8月7日出具的《关于对安徽集友新材料股份有限公司重大资产
购买暨关联交易报告书草案的问询函》（上证公函【2026】1338号）（以下简称“问
询函”）已收悉。华福证券股份有限公司（以下简称“华福证券”、“独立财务顾
问”）对问询函所列问题进行了逐项核查，现回复如下。

如无特别说明，本回复报告中的简称或名词的释义与重组报告书中的相同。本
回复报告的字体：

类别	字体
问询函所列问题	黑体（加粗）
对问题的回复	宋体
对重组报告书的补充披露、修改	楷体（加粗）

特别说明：在本回复中，若合计数与各分项数值相加之和在尾数上存在差异，
均为四舍五入所致。

目录

问题1. 关于交易安排	1
问题2: 关于业绩补偿	18
问题3. 关于主营业务	32
问题4. 关于经营业绩	65
问题5. 关于主要资产	96
问题6. 关于历次估值	117
问题7. 关于收益法评估假设	128
问题8. 关于净现金流量预测	154

问题 1. 关于交易安排。草案显示，公司拟以现金 100,606.32 万元向黄华、邹平、毕伟国、南通慧平、南通慧源购买慧聚药业 50.76%股权，其中交割完成后现金对价付至 80%，即 80,485.06 万元，剩余 20,121.26 万元结合业绩承诺完成情况分期支付。交易完成后，标的公司原实控人黄华、邹平仍担任董事长、总经理且控制标的公司 44.57%股份。同时，公司控股股东、实际控制人徐善水拟以 9.72 元/股的价格，向黄华、毕伟国分别协议转让上市公司 5.0526%股份，转让价款合计 51,516.00 万元。

请公司：（1）结合上市公司的货币资金情况和资金来源、控股股东协议转让安排等因素，说明公司在交割完成后即支付80%现金对价，且剩余分期支付金额无法覆盖业绩承诺方未来可能承担的业绩或减值补偿的原因及合理性，是否有利于保护上市公司和中小股东利益；（2）标的公司的研发生产销售等方面是否对原实控人有重大依赖，采用上市公司与原实控人持股较为接近的收购方案的主要考虑，能否保障上市公司对标的公司实施有效的管理和控制；（3）黄华、毕伟国协议受让上市公司股份的资金来源，如为自筹资金，披露筹资渠道、成本及期限等情况，结合公司现金对价支付安排分析“股份转让价款不得为集友股份基于收购慧聚药业股权之特定目的而支付的资金”条款的实际约束效力，是否存在损害上市公司及中小股东利益的情形。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

一、结合上市公司的货币资金情况和资金来源、控股股东协议转让安排等因素，说明公司在交割完成后即支付80%现金对价，且剩余分期支付金额无法覆盖业绩承诺方未来可能承担的业绩或减值补偿的原因及合理性，是否有利于保护上市公司和中小股东利益；

（一）上市公司货币资金情况和资金来源

根据上市公司 2026 年半年度报告等公开披露文件，截至 2026 年 6 月 30 日，上市公司期末现金及现金等价物余额为 75,730.87 万元，流动资产合计 98,470.82 万元；根据公开披露文件，上市公司于 2026 年 8 月 28 日收到其转让全资子公司的第二期股权转让价款 9,210.00 万元；截至本回复出具日，上市公司库存股数量

为 26,450,040 股，预计市值为 19,625.93 万元（暂按 2026 年 7 月 27 日收盘价计算）。此外，上市公司已于 2026 年 6 月支付本次交易意向金 5,000.00 万元（股权收购协议生效后自动转为部分第一期转让款）。因此，上市公司的资金支付能力能够覆盖本次交易转让款。

此外，上市公司可通过银行授信补充日常经营所需资金。根据上市公司 2025 年年度股东会审议通过的《关于 2026 年度向银行申请综合授信额度的议案》，2026 年度上市公司及控股子公司计划向银行申请合计总额不超过人民币 18 亿元的综合授信额度，授权期限内可循环使用。

据此，上市公司资金充足，本次交易价款支付安排与上市公司的资金状况相匹配，资金来源合法合规。

（二）控股股东协议转让的相关安排

根据《股份转让协议》约定，徐善水通过协议转让方式将其持有的集友股份 53,000,000 股分别转让给黄华 26,500,000 股、毕伟国 26,500,000 股，转让单价为 9.72 元/股，转让价款总额 51,516 万元；受让方黄华、毕伟国用于支付股份转让价款的资金来源应当为自有或自筹的合法资金，且不得为集友股份基于收购慧聚药业股权之特定目的而支付的资金。

此外，根据《股权收购协议》及《股份转让协议》的约定，黄华、毕伟国就上市公司股份协议转让事项支付完毕全部转让款的时间应不晚于上市公司股东会审议通过《股权收购协议》之日；而《股权收购协议》自集友股份股东会审议通过之日起生效，上市公司于《股权收购协议》生效且满足支付条件之日起方具有向交易对方支付本次交易转让价款的义务。截至本回复出具日，黄华、毕伟国已支付受让上市公司股份的全部价款，其协议受让的上市公司股份已完成过户登记手续。

据此，上市公司支付本次交易对价的资金来源与黄华、毕伟国受让上市公司股份的资金来源互不混同。

（三）公司在交割完成后即支付80%现金对价，且剩余分期支付金额无法覆盖业绩承诺方未来可能承担的业绩或减值补偿的原因及合理性，是否有利于保

护上市公司和中小股东利益

1、本次交易支付安排系交易双方商业谈判的结果，具有合理性

根据《股权收购协议》的约定，上市公司有权在第三期、第四期、第五期转让款（合计占本次交易转让款的 20%）中相应扣减各出让方尚未支付的补偿金额后再支付剩余款项；截至当期付款条件达成时，若任一出让方届时尚未支付的补偿款金额大于当期转让款中其应得的部分，则上市公司无需向该交易对方支付相应转让款，该交易对方应当在扣减当期转让款金额后继续履行补偿义务。

除上述支付安排外，《股权收购协议》还约定业绩承诺补偿义务连带责任：

黄华、邹平应当对南通慧平、南通慧源的业绩承诺项下补偿义务及减值测试项下补偿义务承担连带责任，且黄华应当对邹平的业绩承诺项下补偿义务及减值测试项下补偿义务承担连带责任。黄华、邹平为南通慧平、南通慧源承担连带责任后，有权向南通慧平、南通慧源追偿实际代付金额的本金及利息；黄华为邹平承担连带责任后，有权向邹平追偿实际代付金额的本金及利息。毕伟国仅就自身分摊的业绩承诺项下补偿义务、减值测试项下补偿义务独立承担责任。

若黄华、邹平、南通慧平、南通慧源中的任一主体未能在约定期限内足额支付其应承担的补偿金额，且黄华无足额自有现金履行全部补偿及连带清偿义务的，黄华应在符合法律法规、监管规则前提下，按照监管机构及上市公司要求的方式处置其依据《股份转让协议》取得并持有的上市公司股票，处置所得现金优先用于清偿全部应付补偿款项（含自身应付补偿、因连带责任需代为垫付的全部补偿金额）。若毕伟国未能在约定期限内足额支付其自身单独分摊的补偿金额，且毕伟国无足额自有现金清偿前述应付补偿款的，毕伟国应在符合法律法规、监管规则前提下，按照监管机构及上市公司要求的方式处置其依据《股份转让协议》取得并持有的上市公司股票，处置所得现金仅优先用于清偿毕伟国自身应付的全部补偿款项。

因此，上市公司在交割完成后即支付 80% 现金对价与约定补偿义务连带责任系交易双方本次商业谈判结果，能合理保障业绩承诺的实现，具有商业合理性。

2、交易对方具备履行补偿义务的能力

交易对方具备履行补偿义务的能力，具体详见本回复“问题2”之“三、各补偿义务人的财力状况及现金补偿能力上限”部分所述。

此外，根据各交易对方的调查表、信用报告、征信报告等资料并经查询中国裁判文书网（<http://wenshu.court.gov.cn>，下同）、中国执行信息公开网（<http://zxgk.court.gov.cn>，下同）等，交易对方信用情况良好，不存在作为被告的人民币100万元以上重大诉讼或仲裁，不存在被列为被执行人的情形。

3、交易对价支付安排的相关市场案例

经检索近期上市公司通过现金方式支付交易对价的重大资产重组案例（均含业绩承诺），具体情况如下：

序号	上市公司	标的资产	付款安排	截至交割后90日累积支付比例
1	国城矿业 000688.SZ	内蒙古国城实业有限公司剩余40%股权	上市公司于股东会审议通过该次交易后15个工作日内支付交易价款的30%，于标的股权过户登记完成后15个工作日内支付交易价款的70%。	100%
2	沙河股份 000014.SZ	深圳晶华显示电子股份有限公司70%股权	自《沙河实业股份有限公司与深业鹏基（集团）有限公司关于深圳晶华显示电子股份有限公司之股份转让协议》生效之日起5个工作日内一次性支付。	100%
3	威尔泰 002058.SZ	上海紫江新材料科技股份有限公司51%股份	于威尔泰与交易对方签署的《股份转让协议》生效之日起30日内且不早于标的资产交割日（以孰晚者为准），支付51%交易价款；于标的资产交割日起90日内，支付剩余49%交易价款。	100%
4	利德曼 300289.SZ	北京先声祥瑞生物制品股份有限公司61.50%股份	自协议生效日起5个工作日内支付交易对价的70%，自交割日起15个工作日内，支付交易对价的剩余30%。	100%
5	南华仪器 300417.SZ	广东嘉得力清洁科技股份有限公司39.4745%股份	第一期交易价款：自《佛山市南华仪器股份有限公司与杨伟光、佛山嘉旭管理咨询合伙企业（有限合伙）、郭超键、刘务贞、叶淑娟及广东嘉得力清洁科技股份有限公司支付现金购买资产协议》生效并在标的资产交割过户后15个工作日前，支付完毕交易总对价的85%； 第二期交易价款：为交易对价的15%，由上市公司自业绩承诺年度（2025年度、2026年度、2027年度）届满后6个月内且嘉得力2027年度的专项审核报告出具后，在扣除相关交易对方的业绩承诺补偿	85%

			(如有)后分别支付至相关交易对方各自指定账户。	
6	蓝科高新 601798.SH	中国空分工程有限公司51% 股权	上市公司自《资产购买协议》生效之日起5个工作日内一次性支付交易对价。	100%

4、是否有利于保护上市公司和中小股东利益

本次交易对价支付安排综合兼顾交易商业逻辑与上市公司风险防控,在剩余分期对价无法完全覆盖全部潜在补偿金额的情况下,通过多层次、立体化的履约保障措施锁定补偿风险。本次交易定价及支付条款公允、透明,不存在向交易对手进行不当利益输送的情形。上市公司已充分披露本次交易支付方式、补偿机制及潜在风险,以保障中小股东知情权与决策权,能够有效保护上市公司及中小股东利益。

综上所述,上市公司资金充足,本次交易价款支付安排与上市公司的资金状况相匹配,资金来源合法合规。上市公司支付本次收购对价的资金来源与黄华、毕伟国受让上市公司股份的资金来源互不混同。上市公司在交割完成后即支付80%现金对价与约定补偿义务连带责任系交易双方本次商业谈判结果,能合理保障业绩承诺的实现,具有商业合理性;本次交易安排有利于保护上市公司和中小股东的合法权益。

二、标的公司的研发生产销售等方面是否对原实控人有重大依赖,采用上市公司与原实控人持股较为接近的收购方案的主要考虑,能否保障上市公司对标的公司实施有效的管理和控制;

(一) 标的公司的研发生产销售等方面是否对原实控人有重大依赖

标的公司的研发生产销售等方面对原实际控制人不存在重大依赖,主要原因如下:

1、标的公司原实际控制人的个人履历、工作职责及在标的公司任职稳定性

(1) 黄华

黄华,1986年10月出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科学历。2009年9月至2016年8月历任恒丰银行股份有限公司嘉兴分行高级经理、杭州分行高级经理、上海业务投行部高级总经理;2016年9月至2017年4月任浙银资本投资管理有

限公司高级经理；2017年5月至今任浙江鼎禾投资管理有限公司执行董事兼经理；2020年4月至今任杭州富悦熙鉴企业管理咨询有限公司执行董事、总经理；2022年9月至今任杭州恒为管理咨询有限公司执行董事兼总经理；2020年5月至今任标的公司董事长。黄华在标的公司主要负责制定公司发展战略及经营方针、重大事项的决策、投资、融资及并购等事项。

（2）邹平

邹平，1975年8月出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士研究生学历，副主任药师，注册安全工程师，江苏省产业教授，江苏省333高层次人才培养对象。2000年8月至今均在标的公司处任职，历任研发项目负责人、cGMP质量体系负责人、生产厂长、发展部副总经理、常务副总经理、董事及总经理。

邹平在标的公司主要负责制定公司的经营策略，统筹公司生产运营、质量与GMP合规、研发技术、国内外市场拓展等经营管理事项。

（3）标的公司原实际控制人在标的公司任职具备稳定性

黄华自2020年5月成为标的公司实际控制人以来即担任标的公司董事长，并与标的公司签署劳动合同、保密与竞业限制协议。黄华持有的上市公司26,500,000股股份已锁定36个月，本次交易后黄华将与上市公司保持长期、深度的绑定。黄华在本次交易完成后仍将直接持有标的公司8.00%股权，同时通过富悦亦泽、富悦信泽、富悦柏泽间接控制标的公司35.3132%股权；本次交易完成后，黄华仍为标的重要股东，与标的公司的利益高度一致。

邹平自参加工作以来持续在标的公司任职，且已与标的公司签署劳动合同、保密与竞业限制协议，邹平在本次交易完成后仍将通过南通慧源控制标的公司1.2605%股权。

实际控制人黄华、邹平均已出具《任职承诺》：“本人于本次交易完成后五年内将持续在慧聚药业工作，本人将不以任何形式从事与慧聚药业业务领域有相同、类似或存在直接/间接竞争的业务活动。如本人及本人所控制的其他企业或组织违反上述承诺而导致上市公司或标的公司的权益受到损害的，本人同意向上市公司或标的公司承担相应法律责任。”

综上所述，本次交易完成后，标的公司原实际控制人在标的公司的任职具备稳定性。

2、标的公司已组建了成熟的经营管理、研发技术、生产及销售业务团队

（1）标的公司核心管理团队稳定性较高

标的公司已建立完整的经营管理团队，包括董事长、总经理、财务负责人、生产负责人、研发负责人、销售负责人等核心管理人员，具体情况如下：

姓名	职务	标的公司任职开始日期	竞业限制	人员背景	主要分管领域
黄华	董事长	2020年5月至今	离职后24个月竞业禁止	参见本题回复“1、标的公司原实际控制人的个人履历、工作职责及在标的公司任职稳定性”相关内容	制定公司发展战略及经营方针、重大事项的决策、投资、融资及并购等事项
邹平	总经理	2000年8月至今	离职后24个月竞业禁止		制定公司经营策略，统筹公司生产运营、质量与GMP合规、研发技术、国内外市场拓展等经营管理事项
杜天俊	副总经理（管理部负责人）	2005年5月至今	离职后24个月竞业禁止	西南大学本科，2005年5月至今历任标的公司机要部主任、总经理特别助理、行政总监、管理部负责人、副总经理。	负责公司综合管理、行政、人力资源及内部管理体系建设
张萍萍	财务总监	2020年8月至今	离职后24个月竞业禁止	南京财经大学会计学专业本科，扬州大学项目管理专业工程硕士，高级会计师、注册会计师、注册税务师。2020年8月至今任标的公司财务总监。	统筹公司的财务管理、会计核算、预算、税务及资金管理工作
胡林	副总经理（研发部及转化部负责人）	2008年1月至今	离职后24个月竞业禁止	西南师范大学应用化学专业本科、南京航空航天大学材料工程硕士、东南大学先进制造专业博士。2008年1月至今历任标的公司生产厂长、技术总	负责研发、工艺技术开发、成果转化及研发项目管理

				监、研发部及转化部负责人、副总经理。	
张志红	药事法规部总监	2005年8月至今	离职后24个月竞业禁止	浙江大学化学工程专业本科、工业催化专业硕士。2005年8月至今历任标的公司商务总监、药事法规部总监、总经理助理。	负责药事法规、原料药注册申报及注册项目管理
徐琳	商务总监	2011年6月至今	离职后24个月竞业禁止	江苏大学生物技术专业本科、沈阳药科大学生物与医药专业硕士。2011年6月至今历任标的公司商务部专员、商务部副经理、商务经理、商务总监。	负责商务拓展、客户开发与维护、市场合作
曾祥军	副总经理（生产部负责人）	2000年9月至今	离职后24个月竞业禁止	西南大学应用化学专业本科、华东理工大学轻工技术与工程专业硕士。2000年8月至今历任标的公司车间操作员、车间副主管、工艺课课长、计划部经理、中试厂副总监及生产部总监、生产部负责人、副总经理。	负责生产运营、生产计划执行、工艺执行、安全生产及生产体系管理
陈俊	质保部负责人	2002年4月至今	离职后24个月竞业禁止	南京工业大学化学工程与工艺专业本科，中级化工工程师。2002年4月至今历任标的公司质保部审核员、采购员、生产主管、生产厂长及发展部经理、总经理助理兼质量总监、总裁办兼质保部负责人	负责质量保证体系、质量合规、总裁办综合事务及跨部门协调

标的公司高度重视核心人才的培养，为管理层搭建了良好的事业发展平台，依托“关键中间体—特色原料药—制剂”完整全产业链业务布局，为管理团队创造了充分施展专业能力的业务场景与事业空间；标的公司建立与行业水平相匹配

的薪酬考核体系、通畅的晋升通道以及持续的业务赋能机制，充分尊重管理团队的专业判断，推动管理层个人发展与企业长期成长协同共进，持续增强核心管理团队的归属感与向心力。核心管理团队对标的公司长期发展战略、业务定位及经营理念具备高度认同感，核心管理人员在标的公司任职年限均达5年以上，并签署保密与竞业限制协议。主要管理人员通过持股平台南通慧源间接持有标的公司股权，管理层利益与公司股东利益有效绑定，有力保障核心管理团队的任职稳定性与团队凝聚力。

经营管理层面，经过多年产业化运营实践，标的公司已形成成熟、规范化的经营管理运行体系。结合医药行业GMP监管要求与自身业务特点，标的公司建立覆盖生产运营、供应链采购、市场营销、新产品研发、质量控制、安全环保等全业务模块的系统化内部管理制度与流程规范，实现各业务环节标准化管理。标的公司主要管理人员拥有多年医药研发、生产及企业综合管理实战经验，深刻理解原料药、制剂及CDMO行业监管政策、市场格局与技术演进方向，对行业发展趋势具备敏锐的研判与把握能力，能够结合外部市场环境变化制定适配的经营策略，带领标的公司持续巩固产业链竞争优势，驱动标的公司业务实现高质量、可持续的稳健发展。

因此，标的公司核心管理团队稳定性较高，经营管理层面对原实际控制人不构成重大依赖。

（2）标的公司的技术研发团队情况

标的公司建有完善的研发组织管理机制与成熟的创新研发体系，可支撑自身高壁垒、高附加值特色原料药及关键中间体的自主产品研发，亦可匹配创新药、仿制药企业多元化、复杂化的工艺开发需求。标的公司研发端布局多个省级创新平台，覆盖复杂分子合成、工艺优化、制剂开发等核心技术领域，具备持续的技术迭代能力与新药管线储备能力。知识产权成果方面，截至2026年4月30日，标的公司已累计获得境内授权专利53项，其中发明专利46项，境外授权发明专利7项，标的公司在技术创新与研发成果转化方面优势突出；上述专利构成核心技术资产的重要组成部分，是支撑主营业务持续发展的关键要素。

研发团队方面，扎实的技术积累与良好的业务发展前景为标的公司吸引并留

存了一支具备国际化视野与丰富产业研发经验的技术队伍。截至2026年4月30日，标的公司任职3年以上研发人员占比50%以上，研发团队稳定。依托多年沉淀的完善管理体系、高效运营机制与成熟研发体系，研发技术团队能够充分复用标的公司内部积累的技术成果与项目实战经验，持续保持高效、优质的技术研发输出能力。

综上，标的公司研发体系完备、技术积累深厚、核心团队稳定，研发方面对原实际控制人不构成重大依赖。

（3）标的公司生产经营情况

标的公司拥有独立的生产基地，包括江苏慧聚、江苏慧臻、南通慧聚等主体，具备独立的生产组织与运营能力，核心生产环节不依赖外部主体，产能体系可支撑自身业务发展与客户订单交付需求。标的公司已建立全流程、规范化生产管理体系，对物料采购准入、生产计划排程、生产工艺落地执行、全流程质量控制、EHS安全环保管理等核心环节实施标准化管控，以保障生产合规、质量稳定、安全环保、高效交付。在全球合规体系建设方面，标的公司已通过美国、欧盟等全球主流法规市场的cGMP符合性检查与认证，搭建覆盖环境保护、职业健康安全、全球供应链合规、药品注册申报的合规管控体系，具备服务全球医药客户、支撑产品出海销售的合规资质与体系能力。

生产团队方面，截至2026年4月30日，标的公司生产体系人员中任职3年以上的员工占比达50%以上，核心生产技术骨干与基层管理队伍稳定性较强，能够保障生产工艺的稳定落地与生产效率的持续优化，为标的公司长期稳定的生产运营提供可靠的人员支撑。

综上，标的公司生产体系自主可控，资产、资质、人员、运营均具备独立性，生产经营对实际控制人不构成重大依赖。

（4）标的公司的销售情况

标的公司已形成成熟稳定的市场化销售模式，依托专业化的国内与国际销售拓展团队，搭建起覆盖全球主流医药市场的销售网络。经过多年行业深耕与客户积淀，标的公司已与多家全球知名跨国制药企业及国内头部医药企业建立了长期

战略合作关系，合作基础为标的公司自身的产品品质、技术服务能力与商业信誉，标的公司核心客户资质优异，合作粘性与协同价值突出。标的公司销售团队通过现有客户维护、客户转介绍、参加行业展会、主动拜访客户、口碑拓展等多元化方式持续获取客户订单。销售拓展与客户维护工作、日常销售策略制定、商务谈判、订单落地等事项均由销售团队自主推进。

销售团队方面，标的公司销售团队整体稳定。截至2026年4月30日，标的公司销售人员任职3年以上的员工占比达60%以上。核心销售人员深度熟悉标的公司产品体系、技术能力与客户业务需求，具备丰富的行业客户资源与市场拓展经验，能够持续巩固核心客户合作关系并高效开拓新市场、新客户。

综上，标的公司拥有自主搭建的国内外销售网络与成熟的市场化获客体系，销售环节具备独立自主运营能力，对实际控制人不存在重大依赖。

（5）标的公司拥有稳定的客户资源

凭借扎实的药物开发与工艺技术能力，标的公司产品覆盖人药多治疗领域与高端兽药赛道，服务全球三百余家制药企业。标的公司以原料药合成领域的技术优势以及高效灵活的服务，为国内外知名客户提供优质的CDMO服务，建立了稳定的合作关系。同时，标的公司与Teva、法国威隆、Baxter、Elanco、Virbac、Bimeda、Dechra等国际知名药企建立长期稳定的深度合作，技术实力获得全球主流制药客户的广泛认可。优质的客户资源是标的公司实现持续稳定盈利的基石，良好的市场口碑与品牌影响力为标的公司后续市场拓展与新客户开发奠定了坚实基础。相关客户及渠道资源与市场经验均沉淀于标的公司自身业务体系内，标的公司具备独立可持续的市场运营与客户拓展能力。

综上所述，本次交易完成后，原实际控制人在标的公司任职情况稳定。标的公司历经多年业务深耕与技术沉淀，已构建完备的生产运营体系、成熟的研发技术能力、稳定的核心管理与销售团队，并积累了优质的客户资源，具备独立自主的持续经营发展能力。在研发创新、生产运营、市场销售等核心经营环节，标的公司均依托自身业务体系自主运行，对原实际控制人不存在重大依赖。

（二）采用上市公司与原实控人持股较为接近的收购方案的主要考虑，能否保障上市公司对标的公司实施有效的管理和控制；

1、采用上市公司与原实控人持股较为接近的收购方案的主要考虑

本次交易中收购标的公司50.76%的股权，主要是基于获取标的公司控股权的前提下，降低收购对价、控制收购风险、保证标的公司经营稳定性和业绩承诺的实现等因素考虑，具体如下：

（1）本次交易方案可实现上市公司控制标的公司的目的，有利于降低收购对价及控制收购风险

本次交易后，上市公司将持有标的公司50.76%股权，标的公司将被纳入上市公司的合并报表范围内；相较于收购标的公司更高比例股权，本次交易方案有利于降低上市公司收购成本、减少并表时确认商誉金额，从而控制投资风险，有利于保护上市公司及中小股东的权益。

（2）原实控人保留部分股权，继续参与标的公司经营管理，有利于业绩承诺期的经营连续性和稳定性

本次交易完成后，黄华直接持有标的公司8.00%的股权，通过持有富悦亦泽、富悦信泽、富悦柏泽的执行事务合伙人杭州恒为管理咨询有限公司80.00%股权的方式间接控制富悦亦泽、富悦信泽、富悦柏泽所持标的公司35.3132%的股权，合计控制标的公司43.3132%的股权；邹平通过担任南通慧源执行事务合伙人间接控制标的公司1.2605%的股权，本次交易完成后，黄华和邹平作为标的公司原实际控制人仍控制标的公司44.5737%股权。黄华、邹平对本次交易后标的公司依托上市公司平台实现跨越式发展的前景充满信心，愿意保留部分股权以重要股东身份继续深度参与标的公司经营管理，分享标的公司长期成长收益，有利于标的公司业绩承诺期间经营连续性和稳定性，有利于保护上市公司及中小股东的权益。

综上所述，本次交易仅收购标的公司50.76%的股权系上市公司与交易对方、标的公司充分协商后作出的商业安排，符合交易各方利益诉求，具备合理性。

2、能否保障上市公司对标的公司实施有效的管理和控制

本次交易完成后，上市公司将继续保持标的公司现有内部组织机构稳定运行，通过股东会、董事会等层面实现对标的公司在重大战略布局、经营决策、人事任免等方面的决策与管理。

（1）公司治理层面

①股东会

本次交易完成后，上市公司将持有标的公司50.76%的股权，为标的公司的控股股东，黄华和邹平作为标的公司原实际控制人合计控制标的公司44.5737%股权，其他股东湖州聚呈（持股3.1663%）、杭州观由（持股0.5000%）、得时健创（持股0.3333%）、得时康新（持股0.3333%）、玖玥创投（持股0.3333%）与黄华和邹平之间均不存在关联关系。除黄华与邹平之间签署一致行动协议之外，黄华、邹平与上述股东之间均未签署一致行动协议或作出类似安排。本次交易完成后，上市公司能在股东会层面实现对标的公司的有效控制。

②董事会

本次交易完成后，标的公司董事会成员人数为5名，其中黄华有权提名2名董事，上市公司有权提名3名董事；标的公司董事会设董事长1名，由黄华提名的董事担任，设副董事长1名，由上市公司提名的董事担任。上市公司占据董事会多数席位，可主导董事会日常经营决策。

③经营执行层面

本次交易完成后，上市公司能够通过董事会决定标的公司总经理、副总经理、财务负责人及董事会秘书等高级管理人员的聘任，从而实现在管理层面对标的公司的有效控制。

④监督与财务管控

本次交易完成后，标的公司设执行监事1名，上市公司有权提名，上市公司可对标的公司经营、董事及高管履职情况行使监督权。上市公司有权向标的公司委派1名财务副总监，以保障财务管控的有效落地。

据此，通过上述股权控制、董事会成员及监事人员提名及关键财务人员委派等安排，上市公司可在董事会决策层面发挥主导作用，并对标的公司经营合规性、财务运行情况实施有效监督，在公司治理层面对标的公司具备实际控制权。

（2）日常经营管控整合

本次交易完成后，标的公司将成为上市公司的控股子公司，整体纳入上市公司统一管控体系，上市公司将依据法律法规及公司章程规定，对标的公司的资产安全、规范运作及重大经营决策实施全流程管理与监督，并在战略规划、合规运营、资源协同等方面提供指导与支持。

上市公司将秉持“稳定经营、逐步整合、协同增效”的原则，充分尊重标的公司的行业属性与业务运营特点，保持其经营管理团队、生产运营体系与技术研发体系的相对稳定与独立运作。业务层面将维持业务经营管理相对独立，通过资源赋能完善产品结构、提升标的公司的整体盈利水平；资产方面将参照上市公司标准规范运作，优化资源配置，提升资产使用效率；财务方面将健全财务管理制度、防范财务风险，实现财务体系协同，确保业务整合与内部管控机制有效运行。

在此基础上，上市公司将结合标的公司自身经营管理实际，对其现有管理制度进行补充、修订与完善，推动标的公司管理体系与上市公司全面接轨。

综上，本次交易完成后，上市公司对标的公司能实施有效的管理和控制。

三、黄华、毕伟国协议受让上市公司股份的资金来源，如为自筹资金，披露筹资渠道、成本及期限等情况，结合公司现金对价支付安排分析“股份转让价款不得为集友股份基于收购慧聚药业股权之特定目的而支付的资金”条款的实际约束效力，是否存在损害上市公司及中小股东利益的情形。

（一）黄华、毕伟国协议受让上市公司股份的资金来源

1、黄华的资金来源

根据黄华出具的说明及借款协议，黄华协议受让上市公司股份的资金来源为自有资金及自筹资金，其中自筹资金 20,000 万元均系毕伟国控制的企业提供的借款，借款期限为 1 年，年利率为 5%。

毕伟国已就上述借款事项出具《关于借款事项的声明承诺》，具体如下：

“1、本人控制的企业向黄华先生提供的借款均为该等企业的合法自有资金；

2、本人控制的企业以取得利息收益为目的向黄华先生提供借款，不以取得集友股份股票、慧聚药业直接或间接股权为目的，本人及本人控制的企业不存在

涉及集友股份、慧聚药业的股权代持、信托持股、利益输送等情形，本人与黄华不存在关联关系。”

鉴于上市公司股份转让事项涉及黄华向毕伟国借款，根据《上市公司收购管理办法》第八十三条相关规定，为明确双方在上市公司层面的一致行动关系，黄华和毕伟国于 2026 年 9 月 1 日就其所持上市公司股份签署了《一致行动协议》。

截至本回复出具日，黄华已支付受让上市公司股份的全部转让款。

2、毕伟国的资金来源

根据毕伟国出具的说明及银行凭证，毕伟国协议受让上市公司股份的资金来源为自有资金及自筹资金，自筹资金均为其本人及近亲属直接或间接全资持股的企业提供的借款，未约定借款利率及借款期限。

截至本回复出具日，毕伟国已支付受让上市公司股份的全部转让款。

（二）结合公司现金对价支付安排分析“股份转让价款不得为集友股份基于收购慧聚药业股权之特定目的而支付的资金”条款的实际约束效力，是否存在损害上市公司及中小股东利益的情形

1、约定内容系各方真实意思表示，具有法律约束力

依据《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）第一百四十三条，具备民事行为能力、意思表示真实、不违反法律行政法规强制性规定及公序良俗的民事法律行为有效。

《股份转让协议》系徐善水与黄华、毕伟国在平等自愿基础上签署，协议内容不违反法律、行政法规的强制性规定，该资金来源限制条款系各方真实意思表示，依法有效，对签约各方具有法律约束力。

2、协议已约定违约责任条款

依据《民法典》第五百七十七条，当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定的，应当承担继续履行、采取补救措施或者赔偿损失等违约责任。

根据《股份转让协议》的约定，若任意一方违反该协议的，违约方应向守约方支付本次交易转让款总额的5%作为违约金，如违约金不足以弥补守约方损失

的，违约方仍应赔偿守约方直接损失。

若黄华、毕伟国违反资金来源限制条款，使用上市公司基于收购慧聚药业股权之特定目的而支付的资金支付股份转让价款，即构成违约，应向徐善水承担违约责任，并赔偿由此造成的损失。此外，《股份转让协议》约定，黄华、毕伟国保证“具备向甲方支付本协议约定的股份转让价款的能力，资金来源合法”。该等陈述与保证亦为协议的重要组成部分，黄华、毕伟国违反陈述与保证的，应承担违约责任。

3、付款安排具有先后顺序

根据《股权收购协议》的约定，黄华、毕伟国向徐善水支付完毕全部股份转让价款的时间为《股份转让协议》生效后3个月内且应不晚于集友股份股东会审议通过《股权收购协议》之日。据此，黄华、毕伟国的付款义务履行完毕的时间早于集友股份股东会审议通过本次交易的时间。

根据《股权收购协议》的约定，上市公司向黄华、毕伟国支付第一期转让款的时间为《股权收购协议》生效后；《股权收购协议》自上市公司按其内部决策程序审议通过后生效。据此，上市公司第一期股权转让款的付款义务发生时间晚于上市公司股东会审议通过本次交易的时间。

因此，黄华、毕伟国向徐善水支付完毕全部上市公司股权转让款的时间早于上市公司向黄华、毕伟国支付慧聚药业第一期股权转让款的时间。截至本回复出具日，黄华、毕伟国已支付受让上市公司股份的全部转让款。

此外，黄华、毕伟国已就其资金来源出具说明：“本人基于《股份转让协议》向徐善水支付的股份转让款并非源于集友股份基于收购慧聚药业股权之特定目的而向本人支付的资金。”

4、是否存在损害上市公司及中小股东利益的情形

《股份转让协议》明确约定了违约金及损失赔偿的违约责任，形成了有效的合同约束与追责保障；从履约时序来看，黄华、毕伟国付清本次股份转让价款的时间早于上市公司审议通过慧聚药业股权收购事项及支付相关收购对价的时间，客观上不具备占用、使用上市公司本次收购专项资金的可行性。综合交易条款约

定、付款时序安排、违约责任设置及相关主体书面承诺等事实，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形。

综上所述，黄华、毕伟国协议受让上市公司股份的资金来源为自有资金和自筹资金，且独立于上市公司，不存在利益输送或资金占用情形，相关约定具有实际约束效力，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形。

四、请独立财务顾问核查并发表明确意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

1、查阅集友股份2026年半年度报告、2025年年度股东会决议、《股份转让协议》、《股权收购协议》等文件；查阅现金方式支付交易对价的重大资产重组案例了解相关付款安排。

2、获取标的公司实际控制人出具的任职承诺、主要管理人员调查表，劳动合同、保密与竞业限制协议、研发技术、生产及销售业务团队核心人员简历、员工花名册、专利情况了解标的公司的生产经营情况，分析本次交易完成后是否依赖标的公司原实际控制人。

3、获取上市公司管理层及标的公司交易对手方相关访谈文件，了解本次交易采用上市公司与原实控人持股较为接近的收购方案的主要考虑因素。

4、获取本次交易的股权收购协议分析本次交易完成后能否保障上市公司对标的公司实施有效的管理和控制。

5、取得黄华、毕伟国出具的关于资金来源的说明等。

6、查阅《民法典》的相关规定。

7、查阅本次交易相关协议、借款协议等文件及支付凭证。

8、查阅黄华与毕伟国签署的《一致行动协议》、中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具的《证券过户登记确认书》。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司资金充足，本次交易价款支付安排与上市公司的资金状况相匹配，资金来源合法合规。本次交易的支付安排与上市公司资金状况相匹配且上市公司支付本次收购对价的资金来源与黄华、毕伟国受让上市公司股份的资金来源互不混同；上市公司在交割完成后即支付80%现金对价与约定补偿义务连带责任系交易双方本次商业谈判结果，能合理保障业绩承诺的实现，能够有效保护上市公司及中小股东利益，具有商业合理性。

2、本次交易完成后，原实际控制人在标的公司任职情况稳定。标的公司历经多年业务深耕与技术沉淀，已建立完备的生产运营体系、成熟的研发技术能力、稳定的核心管理与销售团队，并积累了优质的客户资源，具备独立自主的持续经营发展能力。在研发创新、生产运营、市场销售等核心经营环节，标的公司均依托自身业务体系自主运行，对原实际控制人不存在重大依赖。本次交易仅收购标的公司50.76%的股权系上市公司与交易对方、标的公司充分协商后作出的商业安排，符合交易各方利益诉求，具备合理性。上市公司通过切实可行的整合管控措施，能够实现对标的公司的有效控制。

3、黄华、毕伟国协议受让上市公司股份的资金来源为自有资金和自筹资金，且独立于上市公司，不存在利益输送或资金占用情形，相关约定具有实际约束效力，不存在损害上市公司及中小股东利益的情形。

问题 2：关于业绩补偿。草案显示，出让方共同承诺标的公司 2026 年至 2028 年的扣除非经常性损益并剔除股份支付费用影响后归母净利润分别不低于 13,400 万元、16,800 万元、22,100 万元。承诺利润数与标的公司报告期内实际业绩相比增幅较高。如业绩未能完成，业绩承诺方按其出让股份相对比例进行现金差额补偿。若现金不足，可处置黄华、毕伟国通过协议转让取得的公司股份。

请公司补充披露：（1）计算承诺净利润时剔除股份支付费用的主要考虑，相关股权激励的具体情况；（2）结合标的公司报告期业绩下滑及其原因分析、在手订单覆盖率、期后业绩等，说明业绩承诺的可实现性，业绩承诺方以现金差额补偿、而非按照未实现业绩比例补偿是否能够充分保障上市公司利益；（3）各补偿义务人的财力状况及现金补偿能力上限，保障业绩补偿能力的具体措施；

黄华为其他3位业绩承诺方承担连带责任而毕伟国仅就自身业绩补偿义务承担责任的原因及合理性。请独立财务顾问、律师核查并发表明确意见。

回复：

一、计算承诺净利润时剔除股份支付费用的主要考虑，相关股权激励的具体情况

（一）相关股权激励的具体情况

上市公司在重组报告书“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（二）盈利能力分析”中补充披露如下：

11、相关股权激励的具体情况

根据标的公司《股权激励办法》，标的公司以南通慧源部分财产份额对应的标的公司间接权益对除邹平外的南通慧源合伙人实施股权激励；南通慧源于2022年8月向符合条件的激励对象进行授予，授予价格6.88元/股；激励对象均为标的公司董事、监事、高级管理人员、核心管理人员和技术人员等员工；激励对象应当向公司实际提供服务，服务期为自授予日后5年，服务期届满前不得转让其持有的员工持股平台财产份额。南通慧源在本次交易中转让的标的公司股份来源于邹平通过南通慧源间接持有的标的公司权益，南通慧源将在本次交易完成后减少邹平相应的合伙企业财产份额并向邹平定向分配南通慧源在本次交易取得的最终对价，不涉及激励对象所持合伙企业财产份额，不涉及激励份额的加速到期。

根据中汇会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《江苏慧聚药业股份有限公司审计报告》（中汇会审〔2026〕14029号），报告期内标的公司确认的股份支付费用情况如下：

项目	2024年度	2025年度	2026年1-4月
股份支付费用（万元）	558.02	534.96	178.32

（二）计算承诺净利润时剔除股份支付费用的主要考虑

上市公司在重组报告书“第一节 本次交易概况”之“二、本次交易的具体

方案”之“（七）业绩承诺和补偿安排”之“1、业绩承诺”中补充披露如下：

计算承诺净利润时剔除股份支付费用的主要考虑如下：

（1）真实反映标的公司经营性盈利能力

股份支付费用系为激励核心团队而产生的非付现费用，其金额取决于股权激励方案的具体安排，与标的公司日常经营无必然联系。计算承诺净利润时剔除股份支付费用影响更能反映标的公司通过正常生产经营活动实现的真实盈利能力，有利于客观评价标的公司的经营成果。

（2）存在未来对标的公司经营管理团队进一步实施股权激励的可能性

本次交易完成后，为保持标的公司经营管理团队的稳定性及经营政策的连续性，上市公司及标的公司不排除根据经营发展需要，进一步对标的公司经营管理团队实施股权激励的可能，若后续对标的公司员工实施股权激励，上市公司将按照《上市公司股权激励管理办法》等法律法规严格履行相关审议程序及信息披露义务。计算承诺净利润时剔除股份支付费用影响为上市公司或标的公司未来进一步实施股权激励预留了合理的空间，更有利于激励核心团队完成经营目标，避免影响未来进一步股权激励安排的激励效果，符合上市公司及中小股东的长远利益。

（3）与收益法评估预测口径保持一致

股份支付费用属于非付现费用，不影响标的公司实际经营现金流及持续盈利能力。股份支付费用系标的公司实施股权激励、授予激励对象员工持股平台财产份额时按照《企业会计准则第 11 号——股份支付》在服务期内摊销确认的会计费用，不涉及现金流出，不对标的公司的生产经营活动产生现金消耗，亦不影响标的公司的实际盈利能力和现金流状况。本次交易采用收益法进行评估，评估模型中企业自由现金流量不包含股份支付费用，计算承诺净利润时剔除股份支付费用影响可保证业绩承诺口径与评估口径的一致性。

（4）剔除股份支付费用的业绩承诺口径符合市场案例

经检索近期上市公司重大资产重组案例，承诺净利润剔除股份支付费用影

响系市场常见的业绩承诺口径，具体案例如下：

上市公司代码	上市公司	标的公司	业绩承诺净利润是否剔除股份支付影响
688693. SH	锴威特	晶艺半导体有限公司	剔除
688206. SH	概伦电子	纳能微电子（成都）股份有限公司、成都锐成芯微科技股份有限公司	剔除
688293. SH	奥浦迈	澎立生物医药技术（上海）股份有限公司	剔除
603196. SH	璞源材料	四川茵地乐材料科技集团有限公司	剔除

综上，本次交易承诺净利润剔除股份支付费用影响，系基于真实反映标的公司的盈利能力、未来股权激励安排、与评估口径一致以及市场惯例等多方面因素作出的安排，具备合理性。

二、结合标的公司报告期业绩下滑及其原因分析、在手订单覆盖率、期后业绩等，说明业绩承诺的可实现性，业绩承诺方以现金差额补偿、而非按照未实现业绩比例补偿是否能够充分保障上市公司利益；

（一）标的公司报告期业绩下滑及其原因分析

上市公司在重组报告书“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（二）盈利能力分析”之“1、盈利能力整体分析”中补充披露如下：

标的公司 2024 年至 2026 年 8 月的营业收入、营业利润和净利润情况如下，其中 2024 年至 2026 年 6 月末的财务数据已经中汇会计师事务所审计或审阅，2026 年 1-8 月的财务数据未经审计。

单位：万元

项目	2024 年度	2025 年度	2026 年 1-4 月	2026 年 1-6 月	2026 年 1-8 月
营业收入	60,376.12	58,276.76	16,331.09	31,007.04	40,165.22
营业利润	13,042.05	6,745.96	-454.39	5,193.20	7,307.34
净利润	11,853.37	7,378.14	-241.96	4,763.12	6,829.21

标的公司 2024 年、2025 年和 2026 年 1-4 月出现业绩下滑，期后逐渐恢复的原因如下：

①江苏慧臻原料药工厂改造与南通慧聚新建制剂工厂完工转为固定资产后新增折旧费用以及新增人员薪酬对经营业绩产生影响，产能爬坡后相关影响将减小或消除

A. 新增工厂折旧及员工薪酬对经营业绩的量化影响

标的公司子公司江苏慧臻于2024年开始建设原料药工厂，陆续外购固定资产且投入较大，南通慧聚新建制剂工厂于2025年第二季度建设完工，在建工程转为固定资产并同步购置生产设备，导致公司整体固定资产净值从2024年末的3.23亿元增长至2025年末的4.98亿元。

截至2026年4月30日，南通慧聚和江苏慧臻固定资产新增约3.50亿元，根据相关资产类别折旧年限计算，2024年、2025年、2026年1-4月折旧额增加约366.31万元、1,883.20万元、811.44万元。相关折旧计入当期生产成本或管理费用。

标的公司江苏慧臻新建原料药工厂与南通慧聚新建制剂工厂完工后，同步招聘新员工，标的公司员工薪酬同步增加，2024年、2025年、2026年1-4月南通慧聚、江苏慧臻、慧聚医药等子公司职工薪酬合计发生1,404.21万元、3,262.04万元、1,138.72万元，增幅较大。

B. 剔除前述影响的情况下标的公司业绩波动情况及原因

若剔除新增工厂折旧及新增员工薪酬的影响，标的公司 2025 年净利润为 11,237.07 万元，较 2024 年下降 14.75%，主要原因系泰拉霉素原料药等核心产品市场竞争加剧导致销售价格下降，该产品销售收入出现一定降幅；该降幅与行业整体趋势基本一致，具有合理性。

随着江苏慧臻原料药工厂与南通慧聚制剂工厂后续陆续投产，折旧摊销以及新增员工薪酬对净利润的影响将逐步减小或消除。

②核心产品泰拉霉素原料药销售量和销售价格同步下降，标的公司改进工艺降低生产成本提高毛利率

报告期内泰拉霉素原料药行业竞争持续加剧，是专利周期切换、需求扩容、产能集中释放与技术壁垒稀释多重因素共同作用的结果。核心触发点为原研厂家硕腾（Zoetis）公司的核心化合物、晶型及合成工艺专利于 2023 年至 2024 年陆续到期，全球仿制药替代窗口全面开启，此前受知识产权约束的高度集中供给格局被打破。下游端，全球家畜呼吸道疾病防控刚需稳固，叠加国内“减抗限抗”政策推动高端兽药升级，泰拉霉素市场规模保持稳步增长，明确的产业空间吸引大量原料药企业布局。

供给端，国内多家企业产能于 2024 年至 2026 年密集落地，头部企业同步扩产，印度仿制药厂商也加速释放全球供给，行业总产能攀升。同时国内企业陆续突破合成工艺壁垒，技术门槛持续稀释，更多中等研发能力企业得以切入赛道。叠加国内厂商加速获取 FDA、欧盟等全球合规资质，从本土市场转向全球供应链竞争，行业同质化价格竞争压力逐步显现。

报告期内该产品供应竞争环境持续加剧，2024 年和 2025 年，标的公司核心产品泰拉霉素原料药的销售数量相对稳定，但销售单价下降导致该产品销售收入出现一定降幅。2026 年 1-4 月泰拉霉素原料药平均销售单价相对 2025 年下降。2026 年 1-4 月，标的公司对复乐敏集团、法国赛菲克公司等客户泰拉霉素原料药产品的销售量出现下降。2026 年 5 月和 6 月，标的公司实施降价策略，泰拉霉素原料药销售量有所回升。

标的公司对核心产品泰拉霉素原料药进行生产工艺技术改造，针对原工艺收率偏低、成本竞争力不足的问题，通过优化路线与反应流程实现显著降本。该工艺改造完成后单位成本可显著下降。截至本回复出具日，标的公司采用新工艺方法试生产进展顺利，预计可达到预期收率与成本水平，有效提升产品市场竞争力。

2026 年下半年，随着标的公司对泰拉霉素原料药技改工艺完成，泰拉霉素原料药的生产成本将会有一定程度下降，标的公司在降价销售策略的情况下将实现毛利率回升。

③核心产品沙库巴曲缬沙坦钠原料药销售价格报告期内下降，期后销售价格回升

标的公司生产的沙库巴曲缬沙坦钠原料药，主要供应给客户方生和集团，用于生产沙库巴曲缬沙坦钠片仿制药（商品名：一心坦）。

沙库巴曲缬沙坦钠片原研药系由国际知名药企诺华（Novartis AG）研发，与该药品相关的一项专利 200680001733.0 的原专利权期满终止日为 2026 年 11 月 8 日，因此报告期内该药品存在专利期满后大量仿制药生产厂商竞争加剧的预期，标的公司沙库巴曲缬沙坦钠原料药的销售价格在报告期内呈现逐年下降的趋势。

2026 年 6 月 1 日，国家知识产权局就沙库巴曲缬沙坦钠片（诺华）专利 200680001733.0 发出药品专利权期限补偿审批决定，给予该专利药品专利权期限补偿，补偿天数 1,826 天，专利权期满终止日延至 2031 年 11 月 8 日。

标的公司客户方生和集团生产的药品一心坦，成功突破原研晶型专利壁垒，实现在原研专利保护期内合法上市销售。尽管国内已有三十余家药企获批该品种仿制药，但受前述药品专利权期限补偿影响，除标的公司客户方生和集团外，多数仿制药企业仍然无法进入高血压适应症的药品市场抢占份额。

因此基于原研专利期延长、其他仿制药企业无法进入高血压适应症市场以及心衰适应症纳入集采等因素，方生和集团对沙库巴曲缬沙坦钠原料药的需求量增加。标的公司作为方生和集团的核心供应商，于 2026 年 6 月与方生和集团新签署沙库巴曲缬沙坦钠原料药供货协议，沙库巴曲缬沙坦钠原料药销售价格自 2026 年 6 月起出现回升。

④药品制剂技术转让收入

标的公司依托自研药品技术开展技术转让、联合开发及商业化收益分成合作。随着标的公司科研成果逐渐成熟落地，其自研药品技术转让逐渐形成销售收入。

综上所述，标的公司 2024 年至 2025 年受江苏慧臻新建原料药工厂、南通慧聚新建制剂工厂转固后新增折旧与人员薪酬上升，以及核心产品泰拉霉素原料药行业竞争加剧导致量价齐降的影响，业绩出现下滑；2026 年 6 月起业绩逐步企稳回升，一方面泰拉霉素原料药通过工艺改造推进降本增效，另一方面核心

产品沙库巴曲缬沙坦钠因原研专利延期、标的公司作为方生和集团核心供应商实现售价与毛利率双升，同时高毛利产品订单交付及制剂技术转让业务也形成业绩支撑，标的公司整体业绩呈现恢复增长态势。

（二）标的公司期后业绩和 2026 年 8 月底在手订单情况

上市公司在重组报告书“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（二）盈利能力分析”中补充披露如下：

标的公司 2026 年全年预测收入为 67,151.30 万元，2026 年 9-12 月预计销售收入为 26,986.08 万元。截至 2026 年 8 月 31 日，标的公司在手订单金额为 37,145.87 万元（不含税金额 34,873.94 万元），其中预计在 2026 年完成的在手订单金额约为 2.4 亿元，2026 年 9-12 月在手订单覆盖率约 90%。

标的公司在手订单以 1-3 个月交付周期的短期订单为主，部分核心客户签署长期大额订单，客户根据自身生产计划与库存节奏动态调整下单规模，该订单模式符合特色原料药及 CDMO 行业的商业惯例。

标的公司核心客户涵盖礼蓝动物保健公司、威隆集团、默沙东等全球行业头部企业，双方合作年限均超 5 年，客户粘性与历史复购率较高。伴随核心产品产能逐步释放、全球法规市场合规资质持续完善，标的公司订单承接能力与客户覆盖范围稳步提升，依托稳定的核心客户基本盘与持续的新客户拓展，整体业绩下滑趋势已得到遏制并呈现恢复增长态势，业绩承诺目标具备可实现性。

（三）业绩承诺方以现金差额补偿、而非按照未实现业绩比例补偿是否能够充分保障上市公司利益

交易各方已签署《关于江苏慧聚药业股份有限公司股权收购协议的补充协议》，对各标的公司股权出让方业绩承诺项下应补偿金额计算方式进行了调整，调整后的内容如下：

“各出让方业绩承诺项下应补偿金额计算方式具体如下：

各出让方当期应补偿金额=（截至当期期末累积承诺扣非净利润数－截至当期期末累积实现扣非净利润数）÷业绩承诺期内各年承诺扣非净利润数总和×该

出让方对应的交易对价—该出让方业绩承诺项下累积已补偿金额总和

注：各年计算的各出让方当期应补偿金额小于或等于 0 时，按 0 计算，已补偿的金额不冲回；各出让方履行业绩承诺项下补偿义务的补偿总金额上限应不超过其在本次交易中的交易对价。”

根据《股权收购协议的补充协议》对出让方业绩承诺项下应补偿金额计算方式的调整，业绩承诺方已约定按照未实现业绩比例进行补偿，能够充分保障上市公司利益。

三、各补偿义务人的财力状况及现金补偿能力上限，保障业绩补偿能力的具体措施；黄华为其他 3 位业绩承诺方承担连带责任而毕伟国仅就自身业绩补偿义务承担责任的原因及合理性。

上市公司在重组报告书“第一节 本次交易概况”之“二、本次交易的具体方案”之“（七）业绩承诺和补偿安排”中补充披露如下：

5、业绩补偿能力

（1）各补偿义务人的财力状况及现金补偿能力上限

①业绩补偿测算

根据《股权收购协议》《股权收购协议的补充协议》及《股份转让协议》，上市公司在业绩承诺期内分期支付的股权转让款、交易对方黄华、毕伟国取得的上市公司股份价值及其他可变现资产均为保障业绩承诺补偿义务履行的对价来源，具体如下：

单位：万元		
项目	黄华、邹平、南通慧平、南通慧源转让款、股票价值及其他可变现资产	毕伟国转让款、股票价值及其他可变现资产
第一期、第二期转让款	61,223.82	15,931.38
第三期、第四期、第五期转让款	15,305.95	3,982.85
黄华/毕伟国取得的上市公司股份价值	19,663.00	19,663.00
其他可变现资产	15,570.00	171,395.65
合计可用于补偿的资产价值	111,762.77	210,972.88

注1：本次测算中上市公司股权价值采用《股份转让协议》《股权收购协议》签署日（2026年7月27日）收盘价7.42元/股测算。

注2：其他可变现资产中以交易对方提供的股权投资、股票投资、不动产投资等资产情况估算，其中毕伟国仅以其控制的三家公司的净资产进行估算。

根据《股权收购协议》及《股权收购协议的补充协议》中约定的业绩补偿计算方式，业绩承诺补偿覆盖倍数测算如下：

业绩承诺期内的业绩承诺完成率	利润合计差额 (万元)	补偿主体	需补偿对价 (万元)	业绩承诺补偿覆盖倍数
90%	5,230.00	黄华、邹平、南通慧平、南通慧源	7,652.98	14.60
		毕伟国	1,991.42	105.94
80%	10,460.00	黄华、邹平、南通慧平、南通慧源	15,305.95	7.30
		毕伟国	3,982.85	52.97
70%	15,690.00	黄华、邹平、南通慧平、南通慧源	22,958.93	4.87
		毕伟国	5,974.27	35.31
60%	20,920.00	黄华、邹平、南通慧平、南通慧源	30,611.91	3.65
		毕伟国	7,965.69	26.49
50%	26,150.00	黄华、邹平、南通慧平、南通慧源	38,264.89	2.92
		毕伟国	9,957.11	21.19

注：业绩承诺补偿覆盖倍数=补偿主体合计可用于补偿的转让款、其他可变现资产及股票价值/合计需补偿对价。

根据中汇会计师出具的《江苏慧聚药业股份有限公司审阅报告》（中汇会阅〔2026〕14030号），标的公司2026年1-6月扣非净利润为4,535.11万元。

截至2026年8月31日，标的公司在手订单合计37,145.87万元（不含税金额34,873.94万元），订单承接能力与客户覆盖范围稳步提升，依托稳定的核心客户与持续的新客户拓展，业绩承诺期内标的公司业绩承诺累积实现率低于50%的可能性较低。在各年度业绩承诺实现率不低于50%的情况下，本次交易的业绩承诺补偿覆盖倍数处于较高的水平，承诺方无法履行补偿义务的风险较小。

② 各补偿义务人关于业绩补偿义务履行的说明

就各补偿义务人的财力状况及现金补偿能力，各补偿义务人出具了《关于业绩补偿义务履行的说明》，具体情况如下：

序号	业绩承诺方	财务状况、现金补偿能力
1	黄华	1、本人将遵守本次交易的业绩承诺相关安排，本人获得的上市公司股份及本次交易现金对价为业绩补偿义务的履行提供基础。且截至本说明出具日，本人除标的公司以外投资了杭州富悦熙鉴企业管理咨询有限公司、杭州恒为管理咨询有限公司等企业。本人信用记录良好，具备履行本次交易业绩补偿义务的资金实力。2、本人将严格按《关于江苏慧聚药业股份有限公司的股权收购协议》及其补充协议的约定履行本次交易业绩补偿义务，否则将按合同约定承担违约责任，赔偿由此给上市公司造成的损失。
2	邹平	1、本人将遵守本次交易的业绩承诺相关安排，本人以本次交易中获得的现金对价为业绩补偿义务的履行提供基础。且截至本说明出具日，本人持有房产、金融资产、理财产品等资产，本人信用记录良好，具备履行本次交易业绩补偿义务的资金实力。2、本人将严格按《关于江苏慧聚药业股份有限公司的股权收购协议》及其补充协议的约定履行本次交易业绩补偿义务，否则将按合同约定承担违约责任，赔偿由此给上市公司造成的损失。
3	毕伟国	1、本人将遵守本次交易的业绩承诺相关安排，本人获得的上市公司股份及本次交易现金对价为业绩补偿义务的履行提供基础。且截至本说明出具日，本人除标的公司以外投资了宁波伟立投资集团有限公司、宁波江东现代商城发展有限公司、宁波市江东现代家园市场服务有限公司等企业(前述企业均为本人及本人近亲属通过直接或间接方式全资持股的企业)，本人信用记录良好，具备履行本次交易业绩补偿义务的资金实力。2、本人将严格按《关于江苏慧聚药业股份有限公司的股权收购协议》及其补充协议的约定履行本次交易业绩补偿义务，否则将按合同约定承担违约责任，赔偿由此给上市公司造成的损失。
4	南通慧平	1、本企业将遵守本次交易的业绩承诺相关安排，本企业以本次交易中获得的现金对价为业绩补偿义务的履行提供基础。2、本企业将严格按《关于江苏慧聚药业股份有限公司的股权收购协议》及其补充协议的约定履行本次交易业绩补偿义务，否则将按合同约定承担违约责任，赔偿由此给上市公司造成的损失。
5	南通慧源	1、本企业将遵守本次交易的业绩承诺相关安排，本企业以本次交易中获得的现金对价为业绩补偿义务的履行提供基础。2、本企业将严格按《关于江苏慧聚药业股份有限公司的股权收购协议》及其补充协议的约定履行本次交易业绩补偿义务，否则将按合同约定承担违约责任，赔偿由此给上市公司造成的损失。

根据交易对方提供的说明及相关资产证明，交易对方资产状况良好，具有良好的履约能力。

综上，各补偿义务人财力状况及现金补偿能力足以覆盖业绩补偿。

(2) 保障业绩补偿能力的具体措施

① 上市公司分期支付交易对价

根据《股权收购协议》的约定，上市公司在交割后支付80%的现金对价，剩

余20%结合业绩承诺完成情况分期支付，分别于2026、2027、2028年度专项审核报告出具后向出让方支付转让款的10%、5%、5%。若任一补偿义务人届时尚未支付的补偿款金额大于当期转让款中其应得的部分，则上市公司无需向该补偿义务人支付相应转让款，且该补偿义务人应当在扣减当期转让款金额后继续履行补偿义务。

② 股份锁定期安排

根据《股权收购协议》的约定，若黄华、毕伟国未能在约定期限内足额支付其应承担的补偿金额且无足额自有现金清偿前述应付补偿款的，黄华、毕伟国应处置其本次受让的上市公司股份，处置所得现金优先用于清偿全部应付补偿款项。

根据《股份转让协议》的约定，黄华、毕伟国本次受让的上市公司股份锁定期为股份登记至黄华、毕伟国名下之日起至36个月届满之日止，锁定期内，黄华、毕伟国不得转让本次受让的上市公司股份。

因此，该股份锁定安排能确保黄华、毕伟国获得的上市公司股份可被用于履行业绩补偿义务。

③ 交易对价留存安排

根据南通慧平科技合伙企业（有限合伙）合伙人会议决议，本次交易中南通慧平获得的交易对价的50%将存放于合伙企业银行账户，由执行事务合伙人邹平进行监管；业绩承诺期届满并依据《股权收购协议》履行完毕补偿义务后的剩余资金（含相应孳息），方可解除监管并按《合伙协议》约定的利润分配方式分配给全体合伙人。

④ 补偿义务连带责任

根据《股权收购协议》，黄华、邹平对南通慧平、南通慧源的补偿义务承担连带责任，且黄华对邹平的补偿义务承担连带责任。

综上，本次交易已采取交易对价分期支付、股份锁定、交易对价留存安排、补偿义务连带责任等多种履约保障措施，有利于保障上市公司及中小股东的权益。

(3) 黄华为其他 3 位业绩承诺方承担连带责任而毕伟国仅就自身业绩补偿义务承担责任的原因及合理性

从经营管理关系而言，黄华、邹平为标的公司的共同实际控制人，共同对慧聚药业的决策及经营管理构成实质性控制。南通慧平、南通慧源为标的公司的持股平台，邹平为南通慧平、南通慧源的执行事务合伙人，其业绩表现直接受黄华、邹平的管理影响。

从补偿义务履约能力而言，邹平、南通慧平、南通慧源的主要资产为本次交易完成前其所持有的标的公司股权，由黄华对邹平、南通慧平、南通慧源的补偿义务承担连带责任，有利于保障上市公司及中小股东的利益。

毕伟国为标的公司财务投资人、参股股东，不参与标的公司的日常经营管理，亦不影响南通慧平、南通慧源的合伙人构成、业绩表现等，且毕伟国对外投资较多、资产充足，能独立就其自身业绩补偿义务承担责任。

因此，黄华为其他 3 位业绩承诺方承担连带责任而毕伟国仅就自身业绩补偿义务承担责任与标的公司实际经营管理情况相符，具有合理性，且有利于保障上市公司及中小股东的利益。

综上，各补偿义务人财力状况及现金补偿能力足以覆盖业绩补偿，本次交易已采取交易对价分期支付、股份锁定、交易对价留存安排、补偿义务连带责任等多种履约保障措施，黄华为其他 3 位业绩承诺方承担连带责任而毕伟国仅就自身业绩补偿义务承担责任与标的公司实际经营管理情况相符，具有合理性，有利于保障上市公司及中小股东的利益。

四、请独立财务顾问核查并发表明确意见。

(一) 核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

- 1、查阅标的公司《股权激励办法》《江苏慧聚药业股份有限公司审计报告》（中汇会审〔2026〕14029号）等文件及相关市场案例。
- 2、查阅标的公司2024年度、2025年度和2026年1-4月审计报告及2026年1-6月

审阅报告、2026年1-8月未审财务报表。

3、获取报告期各期固定资产台账、在建工程转固凭证相关文件等。

4、查阅报告期各期员工薪酬明细表、抽样核查工资计提与发放凭证等。

5、获取泰拉霉素、沙库巴曲缬沙坦钠报告期各期销售明细台账。

6、查询国家知识产权局官方公告，核实诺华沙库巴曲缬沙坦钠专利期限补偿的审批结果与延期时长；获取标的公司与方生和集团的供货协议，核对价格、数量条款。

7、获取泰拉霉素工艺技改的研发记录、成本核算表等。

8、获取2026年1-6月收入成本明细表和技术转让相关合同。

9、获取截至2026年8月31日标的公司在手订单相关合同。

10、根据《股权收购协议》《股份转让协议》进行业绩承诺补偿覆盖倍数测算，查阅《江苏慧聚药业股份有限公司审阅报告》（中汇会阅〔2026〕14030号），取得各补偿义务人出具的《关于业绩补偿义务履行的说明》及主要资产证明文件。

11、获取并查阅南通慧平合伙人会议决议。

12、获取并查阅《股权收购协议的补充协议》。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次交易承诺净利润剔除股份支付费用影响，系基于真实反映标的公司的盈利能力、未来股权激励安排、与评估口径一致以及市场惯例等多方面因素作出的安排，具备合理性。

2、标的公司报告期业绩下滑具有真实的业务背景与行业合理性，主要系新建产能转固新增折旧与人员薪酬、核心产品泰拉霉素受专利到期后行业竞争加剧导致价格下滑共同影响；标的公司通过泰拉霉素原料药产品工艺技改降本、沙库巴曲原料药产品销售价格提升、高毛利率产品交付、自研产品技术转让落地等方式实现业绩改善，整体业绩下滑趋势已得到遏制并呈现恢复增长态势，业绩承诺

目标具备可实现性。

3、交易各方签署了补充协议，对出让方业绩承诺项下应补偿金额计算方式进行调整，业绩承诺方已约定按照未实现业绩比例进行补偿，能够充分保障上市公司利益。

4、各补偿义务人财力状况及现金补偿能力足以覆盖业绩补偿，本次交易已采取交易对价分期支付、股份锁定、交易对价留存安排、补偿义务连带责任等多种履约保障措施，黄华为其他3位业绩承诺方承担连带责任而毕伟国仅就自身业绩补偿义务承担责任与标的公司实际经营管理情况相符，具有合理性，有利于保障上市公司及中小股东的利益。

问题 3. 关于主营业务。草案显示，慧聚药业主要从事关键中间体、特色原料药及制剂的研发、生产与销售，以及为客户提供 CDMO 服务。对于自研产品，部分境外客户通过贸易商、推广服务商等渠道触达并维系合作关系。在 CDMO 业务中，部分客户通过贸易商建立业务联系。LCZ696 原料药的制备技术为第一大客户方生和授权公司使用，且国内市场仅可销售给方生和或其指定客户。

请公司补充披露：（1）标的公司主要产品及在研产品的基本情况、销售区域、所处市场竞争格局、可比公司及主要竞品、标的公司的市场地位；（2）标的公司报告期内是否接受过境内外监管机构的现场检查，检查结果及后续整改情况；（3）区分境内境外市场，披露报告期内前五大客户的获取方式、合作历史、销售产品类型、客户粘性、是否为独家供应等，说明报告期内前述客户销售额及毛利率变化的原因及合理性；（4）报告期内自研及CDMO业务前十大贸易商的名称、终端客户情况、合作背景及时长、交易内容及金额，说明CDMO业务客户存在贸易商的商业合理性，是否与同行业可比公司一致；（5）标的公司与方生和是否存在关联关系，结合LCZ696原料药的订单获取方式、具体合作模式、违约责任等，说明公司对大客户是否存在重大依赖、是否拥有自主定价权并分析报告期内定价的合理性和公允性，终止技术授权对标的公司持续经营以及本次交易估值作价的影响。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

回复：

一、标的公司主要产品及在研产品的基本情况、销售区域、所处市场竞争格

局、可比公司及主要竞品、标的公司的市场地位；

（一）关于标的公司主要产品

上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“（五）销售情况和主要客户”之“2、主要产品销售情况”中补充披露如下：

（2）标的公司主要产品

报告期内，标的公司主要产品的基本情况、主要销售区域情况如下：

产品名称	下游产品类别	下游应用领域	主要销售区域
泰拉霉素原料药	兽药	泰拉霉素是动物专用长效大环内酯类兽用抗生素，主要用于猪、牛、羊及犬猫等畜禽与伴侣动物，针对性防治支原体、巴氏杆菌等致病菌引发的各类呼吸道疾病，还可治疗牛传染性角膜结膜炎。	美国、欧洲、中国、印度、墨西哥
沙库巴曲缬沙坦钠原料药	人药	沙库巴曲缬沙坦钠是治疗心力衰竭的心血管类原料药，主要用于制成制剂治疗成人射血分数降低的慢性心衰，可扩张血管、减轻心脏负荷、降低心血管死亡与心衰住院风险，是心衰一线治疗药物。也是治疗原发性高血压的原料药。作为新型常规降压药物，已被纳入《中国高血压防治指南》。	中国
盐酸贝那普利原料药	人药	盐酸贝那普利为普利类心血管原料药，制成制剂后主要用于治疗高血压，也可用于心力衰竭，能抑制血管紧张素转换酶、扩张血管降低血压，减轻心脏负荷，延缓心功能损伤，是临床常用基础降压、护心药物。	中国、欧洲、美国、巴西
马波沙星原料药	兽用	马波沙星兽用主打广谱抗菌，主要用于猪、牛、羊、家禽由巴氏杆菌、支原体、大肠杆菌等敏感菌引发的呼吸道、消化道细菌感染，也可用于动物乳房炎、皮肤软组织等细菌性病症，常规模化养殖用于治疗 and 预防畜禽咳嗽、腹泻问题。	欧洲、中国、美国
达格列净原料药	人药	达格列净为钠-葡萄糖协同转运蛋白2（SGLT2）抑制剂，终端制剂主要用于2型糖尿病、心力衰竭（Heart Failure）、慢性肾脏病等适应症。	中国、韩国

1) 泰拉霉素原料药

①市场竞争格局

泰拉霉素为半合成大环内酯类兽用抗生素，原料药主要用于制备注射液，终端需求来自猪、牛呼吸道细菌感染的治疗和预防。该品种具有多手性中心、工艺

控制和杂质控制难度较高等特点，进入市场需同时满足兽药注册、GMP生产、客户审计及出口目的地法规要求，因此竞争并非单纯的成本竞争，而是注册资质、质量体系、规模化合成能力、供应稳定性和客户验证的综合竞争。

境内供给主体近年持续增加。农业农村部公开文件显示，海正药业南通有限公司、艾美科健（中国）生物医药有限公司、山东鲁抗舍里乐药业有限公司陆续取得泰拉霉素的注册；2025年进一步批准湖北美天生物科技股份有限公司、齐鲁晟华制药有限公司申报的泰拉霉素注册，2026年4月浙江国邦药业有限公司泰拉霉素获批，境内有效供给主体扩大，产品同质化和价格竞争压力上升。

②可比公司及主要竞品

产品层面的直接可比主体包括海正药业南通有限公司、艾美科健（中国）生物医药有限公司、山东鲁抗舍里乐药业有限公司、湖北美天生物科技股份有限公司、齐鲁晟华制药有限公司、浙江国邦药业有限公司等7家已获泰拉霉素原料药兽药产品批准文号的企业。其直接竞品为符合相应兽药质量标准、可供制剂企业使用的泰拉霉素原料药。

终端制剂层面，进口泰拉霉素注射液与境内仿制制剂共同竞争。终端制剂品牌、渠道和临床使用情况会向上传导至原料药需求，但制剂企业并非必然与标的公司构成原料药层面的直接同业竞争。

③标的公司的市场地位

标的公司已在中国农业部取得泰拉霉素原料药批准文号，并已在美国FDA和欧洲EMA完成VMF和ASMF登记并获批准；客户包括Elanco（礼蓝）、MSD（默沙东）、Virbac（维克）等国际知名动物保健企业，根据Straits Research数据，2025年全球泰拉霉素市场规模为10.9038亿美元，而根据DataVagyanik数据，Elanco动物健康公司占据了泰拉霉素市场的重要份额，约占全球市场份额的18%至20%，MSD在泰拉霉素市场的份额估计约为12-15%，欧洲和美洲市场的需求稳定。标的公司为Elanco、MSD泰拉霉素原料药的核心供应商，标的公司在该品种上具备完备的产业化布局、较早的国际客户准入和复杂手性合成能力，是国内具有国际化供应能力的重要生产商之一。

2) 沙库巴曲缬沙坦钠原料药

①市场竞争格局

沙库巴曲缬沙坦钠原料药是血管紧张素受体脑啡肽酶抑制剂复方制剂的核心原料，终端制剂用于慢性心力衰竭、原发性高血压等心血管疾病。

2023年8月，南京一心和医药科技有限公司（系方生和集团子公司，以下简称“一心和”）的仿制药产品沙库巴曲缬沙坦钠片（商品名：一心坦）获批上市。一心坦是全球法规市场首个通过自主创新突破原研专利壁垒成功获批上市的该品种药物，突破原研药含有2.5个结晶水的晶型专利限制，采用含有3个结晶水的新晶型，实现沙库巴曲缬沙坦钠片仿制药在国内合法上市。

2026年6月第十二批国采中，沙库巴曲缬沙坦钠只有心衰适应症进入了集采，高血压适应症因原研专利延期至2031年未被纳入。沙库巴曲缬沙坦钠心衰适应症共十五家进入集采，除方生和、原研厂家诺华以及少数几家与原研诺华达成和解授权的仿制药厂家，其他多数仿制药生产厂家虽通过心衰适应症进入集采，但由于高血压适应症仍处于专利保护期内，其他多数仿制药厂家应当完成说明书变更（删除高血压适应症）方可合法批量生产供应（心衰适应症）集采市场，即其他多数仿制药厂家的药品包装仅可以列示心衰适应症，不得列示高血压适应症。

因此，专利保护期内只有原研诺华、方生和集团或者少数获诺华授权的厂家可以进入高血压市场，其他仿制药厂家仍然无法进入高血压适应症的药品市场抢占份额。标的公司系方生和集团针对沙库巴曲缬沙坦钠原料药的核心供应商，具备持续、高效地为方生和集团供应该原料药的能力。

②可比公司及主要竞品

目前，国内已有众多企业完成了沙库巴曲缬沙坦钠原料药的注册评审或获得了化学原料药上市申请批准通知书。主要厂商包括：浙江天宇药业股份有限公司、山东新时代药业有限公司、华北制药华胜有限公司、江苏联环药业股份有限公司等20余家。

主要竞品为各登记主体生产的沙库巴曲缬沙坦钠原料药；终端层面主要包

括原研制剂及四川科伦药业股份有限公司、齐鲁制药有限公司等陆续获批的国产仿制制剂。

③标的公司的市场地位

标的公司与南京方生和医药科技有限公司（以下简称“方生和”）于2019年签署技术转移、注册、生产和销售合作协议，已经形成该原料药的生产销售能力。其中国内市场仅可向方生和集团（以南京方生和医药科技有限公司为核心母公司的集团化医药企业集群）或其指定的制剂企业销售；海外市场由标的公司主导价格策略，标的公司在海外市场具有一定自主商业化空间。

根据北京博研智尚信息咨询有限公司数据，2024年，全球沙库巴曲缬沙坦钠市场规模达到了150亿美元，其中亚太地区则贡献了35亿美元。根据米内网数据，中国城市公立医院制剂端销售额从2022年的21.73亿元增长至2025年的38.85亿元，年复合增长率约21.5%，2026Q1已达12.13亿元，呈现增长态势。南京一心和医药科技有限公司在2025年中国城市公立医院渠道中，沙库巴曲缬沙坦钠片的销售金额市场份额为2.58%，为国产仿制药第一梯队。整体市场前景良好，标的公司作为南京一心和医药科技有限公司沙库巴曲缬沙坦钠原料药的核心供应商，在该产品原料药占有重要市场地位。

标的公司是国内较早布局该品种的企业之一，标的公司拥有国内化学原料药上市资质，持有专门针对“沙库巴曲缬沙坦钠”的《出口欧盟原料药证明文件》，为其打通国内外双循环市场、参与国际竞争提供了较高的准入壁垒。标的公司是该品种国内重要原料药供应商之一。

3) 盐酸贝那普利原料药

①市场竞争格局

盐酸贝那普利原料药属于成熟的血管紧张素转换酶抑制剂原料药，下游制剂用于高血压和充血性心力衰竭。成熟品种的核心竞争因素通常为质量体系、成本、稳定供货、关联制剂客户和海外注册。与创新药相比，成熟品种技术独占性较弱，价格和规模竞争更为明显。

②可比公司及主要竞品

诺华（Novartis AG）作为盐酸贝那普利的原研企业，在国内及全球市场均占据重要地位。国内盐酸贝那普利原料药可比主体包括苏州东瑞制药有限公司，惠州信立泰药业有限公司以及浙江华海药业股份有限公司等十余家。标的公司该产品的主要竞品为其他原料药厂商生产的盐酸贝那普利原料药。

③标的公司的市场地位

根据摩熵医药数据，2015-2021年贝那普利全国销售额持续上升，2021年达到销售峰值18.86亿元，近两年受集采降价影响，2023年下跌至15.95亿元。竞争格局方面，扬子江广州海瑞药业、成都地奥集团两家仿制药企2023年市场份额分别为37.72%、31.72%，展现出较强竞争力，而原研药企诺华市场份额仅有17.17%。其余厂家如信立泰、上海新亚药业份额较小。标的公司盐酸贝那普利原料药主要客户为成都地奥集团、上海新亚药业，两家客户均为国内贝那普利制剂的主要厂商，因此标的公司在该原料药领域处于优势市场地位。

标的公司生产的盐酸贝那普利原料药已在中国，美国和欧洲等区域完成注册申报，并在中国、欧洲、美国、巴西等区域销售，是具备国际销售能力的商业化供应商。标的公司作为国家高新技术企业及国家级专精特新“小巨人”企业，在盐酸贝那普利原料药领域积累了深厚的技术底蕴，处于国内优势地位。

4) 马波沙星原料药

①市场竞争格局

马波沙星是兽用氟喹诺酮类抗菌药，下游剂型包括片剂、注射液等，主要用于犬猫及部分养殖动物的细菌感染治疗。市场准入受兽药注册、靶动物和适应证、残留与休药期、安全用药监管以及兽药GMP要求影响。原料药企业除化学合成和杂质控制外，还需与制剂注册及客户质量体系衔接。

随着下游畜禽养殖业规模化进程加速以及行业监管政策日趋严格，动保行业较高的技术壁垒及生产规模效应带来了较高的盈利能力。头部动保企业正依靠技术创新、制造水平和质量管理等优势，更好地满足市场需求，实现高质量可持续发展。马波沙星原料药在全球范围内存在广泛的贸易需求，未来国际化竞争会日趋加剧。

②可比公司及主要竞品

国内生产马波沙星原料药的公司主要包括浙江国邦药业有限公司、江苏恒盛药业有限公司、重庆威鹏药业有限公司等5家取得马波沙星原料药兽药产品批准文号的企业。主要竞品为其他企业生产的符合兽药标准的马波沙星原料药。

③标的公司的市场地位

根据PW咨询数据，2025年全球马波沙星市场估值为1.425亿美元，其中Zoetis、Vetoquinol、Dechra和ZNet等公司占据领先地位。标的公司系Vetoquinol马波沙星原料药的核心供应商，因此标的公司在全球马波沙星原料药市场中占有重要地位。

标的公司早期协助欧洲原研公司完成了马波沙星在欧洲的商业化上市工作，在国内于2017年取得马波沙星二类新兽药证书，并在欧洲、中国、美国等区域销售。标的公司是国内较早实现马波沙星原料药注册和产业化、并具有境内外供应经验的企业之一。

5) 达格列净原料药

①市场竞争格局

达格列净为钠-葡萄糖协同转运蛋白2（SGLT2）抑制剂，终端制剂主要用于2型糖尿病等适应证。随着原研产品市场培育、适应证拓展以及国内仿制药获批和集中采购推进，终端需求基础较大，但制剂价格竞争也会向原料药端传导。原料药竞争重点包括晶型与粒度控制、杂质和基因毒性杂质控制、与制剂关联审评状态、持续供货能力及成本。

②可比公司及主要竞品

国内生产达格列净原料药的公司主要包括浙江华海药业股份有限公司、石药集团欧意药业有限公司、浙江天宇药业股份有限公司等30余家取得达格列净原料药登记企业。主要竞品为其他企业生产的符合关联审评和制剂客户质量要求的达格列净原料药。

③标的公司的市场地位

根据弈赫市场咨询数据，2025年全球达格列净市场规模约为78.9亿美元。国内情况根据米内网数据，中国城市公立医院制剂端销售额从2022年的14.93亿元增长至2025年的42.72亿元，年复合增长率约41.9%，增长较快，方生和2025年占城市公立医院制剂端销售额约3.13%，仅少于原研厂商及鲁抗医药。标的公司作为方生和该原料药的核心供应商，在该领域具有重要市场地位。

(二) 关于标的公司主要在研产品情况

上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“（十一）技术研发情况”中补充披露如下：

2、标的公司主要在研产品

报告期内，标的公司主要在研产品具体情况如下：

序号	在研产品名称	类型	应用前景	截至报告期末研发进度
1	羧基麦芽糖铁注射液	制剂	静脉补铁	研发中
2	盐酸决奈达隆片	制剂	控制心房颤动	正式生物等效性试验进行中
3	依达拉奉右莰醇注射用浓溶液	制剂	改善脑梗后的神经症状与功能障碍	药品注册申报审评中
4	蛋白琥珀酸铁口服液	制剂	缺铁性贫血	研发中
5	布瑞哌唑口溶膜	制剂	精神分裂症、重度抑郁症	药品注册申报审评中

(1) 羧基麦芽糖铁注射液

羧基麦芽糖铁注射液原研为Vifor Pharma Ltd公司，剂型为注射液（50mg/ml），主要用于静脉补铁。目前尚未有国产仿制药正式获批上市，但国内多家药企已经加快了布局。其中，四川汇宇制药股份有限公司和金陵药业股份有限公司的羧基麦芽糖铁注射液均已获得国家药监局的上市申请受理。

参考该产品在国外的销售表现、以及传统产品蔗糖铁在国内的表现，该产品作为迭代产品未来预期有较突出的市场表现，市场潜力较大。博研咨询出具的报告显示，2024年，国内羧基麦芽糖铁注射液的市场规模达到约12.3亿元人民币，

同比增长率达到18.7%。在医保政策方面，2024年国家医保局将羧基麦芽糖铁注射液纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》乙类范围，覆盖全国超过90%的三甲医院，并在部分省份实现了门诊报销政策的落地。这一政策调整直接推动了该药品在基层医疗机构的渗透率提升，2024年基层医院采购量同比增长了23.6%。

（2）盐酸决奈达隆片

该产品原研为法国赛诺菲公司，原研制剂2012年曾在国内上市后但未销售，2017年批文过期后，于2021年重新上市，主要用于控制心房颤动。国内多家药企的仿制药已取得了生产批文包括石药集团欧意药业有限公司和齐鲁制药有限公司等。

由于房颤是慢性心律失常疾病，患者需要长期节律控制用药，具备慢病管理属性，天然契合零售药店慢病管理场景，在医院市场受集采冲击的环境下，零售市场空间大。2023年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)》首次将盐酸决奈达隆纳入乙类报销范围。2024年国家药监局发布《抗心律失常药物临床应用指导原则(试行)》，明确将盐酸决奈达隆列为持续性房颤节律控制的一线优选药物，并要求三级医院在房颤专病门诊中建立标准化用药评估路径，同步配套开展药师驻科干预与心电远程随访体系建设。根据博研咨询的数据，以上政策直接推动2025年全国三级医院盐酸决奈达隆处方量同比增长41.7%，2025年整体市场规模达7.8亿元，同比增长32.2%。

（3）依达拉奉右莰醇注射用浓溶液项目

依达拉奉右莰醇注射用浓溶液，用于治疗急性缺血性脑卒中，改善急性缺血性脑卒中所致神经功能缺损。该产品原研制剂2020年在国内获批上市，原研方为先声药业集团有限公司。当前国内仅有原研产品上市销售，核心专利仍在保护周期，赛道竞争格局优良，项目开发时间窗口有利。标的公司作为原研之后国内首批布局该品种原料药生产的企业，未来如若产品成功推向市场，市场竞争潜力较大。

急性缺血性脑卒中是中国最主要的脑卒中亚型，其疾病负担沉重且在持续增长，庞大的患者基数、治疗时间窗延长、基药/医保双重准入，支撑该产品未

来市场扩容。摩熵医药数据显示，依达拉奉右莰醇注射用浓溶液于2020年7月30日获批上市，获批当年，该药物便通过谈判成功进入国家医保目录，其市场表现亮眼。在全终端医院市场，该品种在2021年的销售额达到14亿元，2022年突破25亿元，2024年销售额超过21亿元，2025年上半年销售额已超过15亿元，展现出强劲的市场增长势头，未来市场空间良好。

（4）蛋白琥珀酸铁口服液

蛋白琥珀酸铁口服液原研为意大利泛马克大药厂，2001年进口中国，主要用于绝对和相对缺铁性贫血的治疗，包括铁摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及感染所引起的缺铁性贫血，妊娠与哺乳期贫血等。国内仿制药方面，仁合益康于2024年9月首仿获批。2025年以来，河北一品制药、四川海梦智森、重庆药谷制药、成都利尔药业、石家庄华新药业等多家企业陆续获批上市。

我国缺铁性贫血患者基数庞大，高发人群包括孕妇、婴幼儿、儿童及女性等，治疗性缺铁性贫血药物有着庞大的潜在市场需求。根据北京博研智尚信息咨询有限公司的数据，2024年，中国蛋白琥珀酸铁口服溶液市场规模达到12.3亿元人民币，同比增长率达到11.4%。蛋白琥珀酸铁口服液因胃肠耐受性好、服用方便等特点，已受到临床广泛好评，是临床治疗缺铁性贫血的良好药物，市场需求量大。

（5）布瑞哌唑口溶膜

布瑞哌唑原研为日本大冢制药，剂型为普通片剂，主要用于精神分裂症成人患者的治疗以及重度抑郁症成人患者的辅助治疗。国内制剂方面，齐鲁制药布瑞哌唑口溶膜于2026年3月13日获批，为国内首个获批该剂型的产品。科伦药业、鲁南制药的布瑞哌唑制剂陆续获批上市。布瑞哌唑口溶膜已通过2026年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商保创新药目录调整初步形式审查。

根据北京博研智尚信息咨询有限公司数据，2024年，中国布瑞哌唑市场规模达到15.8亿元人民币，较上年增长5.58%，显示出稳定增长的态势。公司拟研发的口溶膜剂型具有服用方便无需饮水、口腔内数秒即可溶化、易于吞咽等优势，可有效解决精神分裂患者的藏药风险，临床应用前景广阔。

二、请公司补充披露标的公司报告期内是否接受过境内外监管机构的现场检查，检查结果及后续整改情况

报告期内标的公司接受境内外监管机构的现场检查主要系药品GMP符合性检查，具体参见重组报告书中“第四节 标的公司基本情况”之“四、主要资产权属状况、对外担保情况及主要负债、或有负债情况”之“3、业务许可资格或资质情况”之“（5）药品GMP符合性检查、（12）境外资质情况”相关内容。

补充披露内容如下：

（5）药品GMP符合性检查

截至本报告书签署日，慧聚药业作为受检企业已通过的药品GMP符合性检查情况如下：

序号	检查结果编号/ 证书编号	检查范围	检查时间	检查机关	检查结果 是否符合 要求	检查结果 出具日期 /发证日期
1	省局GMP检查结果公告-2020年第75号	恩替卡韦	2020.08.17- 2020.08.23	江苏省药品监督管理局	是	2020.11.16
2	省局GMP检查结果公告-2021年第84号	艾诺韦林	2020.11.04- 2020.11.07	江苏省药品监督管理局	是	2021.11.02
3	省局GMP检查结果公告-2022年第91号	阿瑞匹坦、 普瑞巴林、 富马酸丙酚 替诺福韦、 普乐沙福	2022.08.22- 2022.08.25	江苏省药品监督管理局	是	2022.10.27
4	苏药监药生告知〔2024〕168号	妥拉美替尼	2023.04.18- 2023.04.21	江苏省药品监督管理局	是	2024.05.17
5	苏药监药生告知〔2023〕153号	阿瑞匹坦	2023.05.15- 2023.05.17	江苏省药品监督管理局	是	2023.10.23
6	苏药监药生告知〔2024〕54号	福沙匹坦双 葡甲胺、阿 普米司特、 吉非替尼	2023.09.07- 2023.09.10	江苏省药品监督管理局	是	2024.01.05
7	苏药监药生告知〔2023〕206号	沙库巴曲缬 沙坦钠	2023.12.11- 2023.12.13	江苏省药品监督管理局	是	2023.12.29
8	苏药监药生告知〔2024〕136	达格列净-上 市、伊布替	2024.01.23- 2024.01.26	江苏省药品监督管理局	是	2024.04.18

	号	尼-出口欧盟				
9	苏药监药生告知〔2024〕222号	盐酸决奈达隆、磷酸特地唑胺	2024.06.24-2024.06.26	江苏省药品监督管理局	是	2024.07.29
10	苏药监药生告知〔2025〕093号	盐酸法舒地尔、盐酸依匹斯汀、右莰醇、普乐沙福、氟比洛芬酯、蛋白琥珀酸铁	2024.12.24-2024.12.27	江苏省药品监督管理局	是	2025.02.13
11	苏药监药生告知〔2025〕217号	非诺贝特酸胆碱	2025.03.26-2025.03.28	江苏省药品监督管理局	是	2025.05.15
12	苏药监药生告知〔2025〕289号	达格列净	2025.04.21-2025.04.23	江苏省药品监督管理局	是	2025.07.09
13	苏药监药生告知〔2025〕466号	沙库巴曲缬沙坦钠	2025.08.17-2025.08.19	江苏省药品监督管理局	是	2025.12.14
14	苏药监药生告知〔2026〕130号	伊布替尼	2026.02.09-2026.02.11	江苏省药品监督管理局	是	2026.04.14
15	苏药监药生告知〔2026〕08号（欧盟）	甲磺酸艾立布林	2026.04.27-2026.04.29	江苏省药品监督管理局	是	2026.06.17

（12）境外资质情况

截至2026年4月30日，慧聚药业及其子公司目前取得的主要境外资质认证情况如下：

序号	证书类型	证书编号	产品名称	国家/地区	检查机构/注册机构	发证日期/注册日期
1	EIR	-	常规检查	美国	FDA	2024.12.06
2	医药品适 合性调查 结果通知 书	5122507033417	克利 贝特	日本	PMDA	2014.01.27
3	医药品适 合性调查 结果通知 书	5130408007165	福沙 匹坦 双葡 甲胺	日本	PMDA	2023.06.02
4	医药品适 合性调查 结果通知	5130608004883	阿瑞 匹坦	日本	PMDA	2024.07.23

	书					
5	医药品适 合性调查 结果通知 书	5130608029601	盐酸 法舒 地尔 水合 物	日 本	PMDA	2024.11.21
6	GMP调查 结果报告 书	AA81373	达格 列净	日 本	PMDA	2026.01.13
7	MF	230MF10074	阿瑞 匹坦	日 本	PMDA	2021.02.19
8	MF	304MF10040	福沙 匹坦 双葡 甲胺	日 本	PMDA	2022.02.24
9	MF	231MF10048	盐酸 法舒 地尔 水合 物	日 本	PMDA	2022.03.02
10	MF	307MF10037	达格 列净	日 本	PMDA	2025.02.19
11	医药品外 国制造业 者认定证	AG10500422	-	日 本	日本厚生 劳动省	2021.11.17
12	动物用医 药品等外 国制造业 者认定证	3外制药第617号	-	日 本	日本农林 水产省	2021.08.30
13	CEP证书	R1-CEP 2015-322- Rev00	盐酸 贝那 普利	欧 盟	EDQM	2023.01.11
14	CEP证书	CEP 2018-006- Rev01	恩替 卡韦 水合 物	欧 盟	EDQM	2024.07.09
15	CEP证书	CEP 2019-117-Rev01	阿瑞 匹坦	欧 盟	EDQM	2025.10.22
16	CEP证书	CEP 2013-329- Rev01	兽用 匹莫 苯丹	欧 盟	EDQM	2025.10.27
17	CEP证书	R0-CEP 2020-126-Rev01	兽用 马波 沙星	欧 盟	EDQM	2022.10.06
18	CEP证书	R0-CEP 2020-283-Rev00	拉考 沙胺	欧 盟	EDQM	2021.10.28
19	CEP证书	CEP 2022-277 - Rev 00	盐酸 决奈 达隆	欧 盟	EDQM	2024.03.12

20	CEP证书	CEP 2022-291 - Rev 00	吉非替尼	欧盟	EDQM	2024.04.02
21	CEP证书	CEP 2024-024 - Rev 00	氟比洛芬	欧盟	EDQM	2025.06.06
22	GMP证书	DE_HH_01_GMP_2020_0025	泰拉霉素	德国	BGV	2020.05.29
23	药品注册证	1452-5-ND	替戈拉生	韩国	MFDS	2018.06.11
24	GMP检查结果通知书	医药品管理科-8278号	替戈拉生	韩国	MFDS	2022.03.03

报告期内，境外机构现场检查为上表第1项及第6项，第1项美国FDA现场检查时间为2024年9月2日至9月6日，检查结果为无缺陷，无需整改（NAI，FDA现场核查最优结果）；第6项日本PMDA现场检查时间为2025年11月17日至11月20日，检查结果为合格（3项轻微缺陷已完成整改）。

三、区分境内境外市场，披露报告期内前五大客户的获取方式、合作历史、销售产品类型、客户粘性、是否为独家供应等，说明报告期内前述客户销售额及毛利率变化的原因及合理性；

上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“（五）销售情况和主要客户”之“3、主要客户销售情况”中补充披露如下：

（1）标的公司报告期境内外客户情况

报告期内，境内、境外前五大客户获取方式、合作历史、销售产品类型、客户粘性、是否为独家供应等情况如下：

报告期境内前五大客户						
序号	客户名称	获取方式	合作历史	销售产品类型	客户粘性	是否为独家供应
1	方生和集团	行业展会及标的公司商务团队开发	2019年开始合作，报告期内连续三年为内销第一大客户	原料药	根据合同约定，除现有两家合格供应商外，方生和不得向任何第三方采购相关原料药。因此与标的公司合作粘性较高。	目前仅有两家合格供应商，订单主要由标的公司供应。
2	石家庄以岭药业股份有限公司（以	商务团队主动接洽，经严格供应商审	2021年开始业务往来	原料药	以岭药业系方生和的委托生产商，方生和指定标的公司为供应商，以岭药业与标的公司	系核心供应商，订单主要由标的公司供应。

	下简称“以岭药业”)	计后建立合作			签署供应协议,因此与标的公司合作粘性较高。	
3	成都地奥制药集团有限公司	商务拓展及行业推荐	双方存在长期业务合作关系,最初因新药研发建立联系	原料药	标的公司系合格原料药供应商,客户更换新供应商的申报手续审批周期较长,因此标的公司合作粘性较高。	订单主要由两家核心供应商供应。
4	甘肃皓天科技股份有限公司(以下简称“甘肃皓天”)	商务拓展及行业推荐	2021年开始业务往来	高阶中间体	标的公司系合格高阶中间体供应商,客户更换供应商需要相关审批手续,具有一定合作粘性。	特定产品核心供应商
5	江苏艾迪药业集团股份有限公司(以下简称“艾迪药业”)	商务拓展及行业推荐	2019年双方建立业务关系	原料药	标的公司系合格原料药供应商,客户更换新供应商的申报手续审批周期较长,但随着艾迪药业自身具备相关产品生产能力,客户合作粘性减弱。	标的公司系核心供应商,艾迪药业已具备自身生产能力,客户对标的公司的供应需求减少。

报告期境外前五大客户						
序号	客户名称	获取方式	合作历史	销售产品类型	客户粘性	是否为独家供应
1	复乐敏集团	国际商务拓展和行业展会	双方经展会/学术会议建立联系,已有12-14年合作历史	原料药	复乐敏集团系国际知名贸易商,标的公司通过复乐敏取得终端客户的供应商认证后,终端客户更换新供应商审批时间较长,不会轻易更换供应商,因此复乐敏亦较难更换供应商,合作有一点粘性。	非独家供应
2	威隆集团	国际展会(CPHI等)及行业推荐,顺利通过客户的质量审计和供应商认证	双方最早于2004年通过合作伙伴介绍建立合作关系,未发生过中断	原料药	标的公司系威隆集团马波沙星原料药的核心供应商,客户更换新供应商的申报手续审批周期长,同时双方合作历史较长,合作粘性较强。	标的公司系该客户马波沙星原料药的核心供应商
3	礼蓝动物保健公司	国际商务拓展和供应商认证程序	合作始于2018年,Elanco购得两款动物药品注册权益,原注册权益持	原料药	标的公司系该客户原料药供应商,客户更换新供应商的申报手续审批周期长,双方连续合作	特定产品核心供应商

			有人指定标的公司为原料供应商，双方由此建立合作并持续至今		多年，合作粘性较强。	
4	下诺夫哥罗德制药集团	国际商务拓展	2019年双方通过STADA集团（原母公司）引荐建立合作，合作至今未发生中断	原料药	标的公司系该客户原料药供应商，客户更换新供应商的申报手续审批周期长，双方连续合作多年，合作粘性较强。	特定产品核心供应商
5	法国维克集团	国际展会（CPHI等）及行业推荐，经质量审计和供应商认证	双方最早于2004年通过合作伙伴介绍建立合作关系，未发生过中断	原料药	标的公司系该客户原料药供应商，客户更换新供应商的申报手续审批周期长，双方连续合作多年，合作粘性较强。	特定产品核心供应商

报告期内，境内前五大客户销售额及毛利率变动情况如下：

客户名称	2026年1-4月		2025年	
	销售收入变动率	毛利率变动	销售收入变动率	毛利率变动
方生和集团	38.87%	-11.20%	89.76%	18.97%
以岭药业	-62.70%	-42.84%	11.71%	-0.73%
成都地奥集团	-15.36%	-4.86%	-36.76%	3.84%
甘肃皓天	-		-76.93%	-4.18%
艾迪药业	-		-66.31%	-14.73%
合计	-7.01%	-8.40%	3.77%	-1.09%

注1：成都地奥集团包括成都地奥制药集团有限公司和地奥集团成都药业股份有限公司，两家公司为同一控制下的公司。

注2：销售收入变动率=本期销售收入/上期销售收入-100%，2026年1-4月销售收入变动率已作年化处理

注3：毛利率变动=本期毛利率-上期毛利率

报告期内，标的公司对方生和集团的销售收入逐年增加，主要系标的公司对其销售的沙库巴曲缬沙坦钠原料药产品及达格列净原料药产品持续放量增加。标的公司系方生和集团针对沙库巴曲缬沙坦钠原料药产品的核心供应商，随着方生和集团对沙库巴曲缬沙坦钠制剂产品销售规模扩大，其对标的公司的原料药采购同步增加。2025年标的公司对方生和销售产品毛利率上升，主要系标的公司对沙库巴曲缬沙坦钠原料药和达格列净原料药产品的生产工艺持续优化、规模化生产效应显现，原材料单耗有所改善，单位生产成本较2024年下降；单位成

本降幅显著超过销售单价降幅，推动毛利率提升。2026年1-4月毛利率下降，主要系因向该客户供应的核心产品沙库巴曲缬沙坦钠原料药对应的原研制剂专利即将到期以及可能纳入集采的预期，销售价格下调所致。2026年6月，原研专利保护延期五年，标的公司对方生和集团供应的该产品原料药销售价格回升。

报告期内，标的公司对以岭药业销售的产品主要为达格列净原料药产品。以岭药业系受方生和集团委托生产达格列净制剂，由标的公司向其供应达格列净原料药。2026年1-4月，标的公司对其销售额和毛利率下降主要系达格列净制剂进入集中带量采购，产品售价下调，收入规模与盈利水平同步回落所致。

报告期内，标的公司向成都地奥集团主要系供应盐酸贝那普利原料药产品，毛利率相对稳定。2025年对成都地奥集团销售额下降主要是对方向标的公司的订单减少所致。2026年1-4月销售额较低主要系该客户2026年的订单集中在2026年4月份之后。

报告期内标的公司向甘肃皓天、艾迪药业供应原料药产品，2025年开始销售量下降主要系前述客户的下游订单减少，对标的公司的订单同步减少所致。

报告期内，境外前五大客户销售额及毛利率变动情况如下：

客户名称	2026年1-4月		2025年	
	销售收入变动率	毛利率变动	销售收入变动率	毛利率变动
复乐敏集团	-79.06%	15.68%	-24.34%	-3.70%
威隆集团	-20.25%	-10.82%	44.21%	-4.91%
礼蓝动物保健公司	92.22%	-19.58%	-56.97%	-0.13%
下诺夫哥罗德制药集团	117.68%	-2.95%	43.35%	-5.13%
法国维克集团	2.06%	5.11%	12.13%	-1.05%
总计	-22.64%	-3.59%	-7.19%	-0.87%

注1：本表数据仅为标的公司对该客户的境外销售相关数据。

注2：销售收入变动率=本期销售收入/上期销售收入-100%，2026年1-4月销售收入变动率已作年化处理

注3：毛利率变动=本期毛利率-上期毛利率

复乐敏集团是一家独立跨国医药供应链服务商，2024年和2025年，标的公司向复乐敏集团供应的产品以泰拉霉素原料药为主，毛利率相对稳定。报告期内，标的公司对复乐敏集团的销售额逐年下降，主要系泰拉霉素原研厂家硕腾公司

相关核心专利于2023-2024年陆续到期，专利壁垒解除后，国内多家企业实现量产并集中释放产能，行业竞争显著加剧，标的公司市场份额受到挤压。2025年标的公司向复乐敏集团销售泰拉霉素原料药的销售额占当期向复乐敏集团销售总额的比例为98.39%，随着标的公司向复乐敏集团供应泰拉霉素原料药的销售额下降，2026年1-4月标的公司向复乐敏集团销售总额出现一定程度下降，泰拉霉素和匹莫苯丹原料药的销售比重分别为43.98%和54.07%，由于毛利率较高的产品销售比重升高，2026年1-4月标的公司向复乐敏集团销售产品的毛利率较前两年出现上升。

报告期内，标的公司向威隆集团供应的产品以马波沙星原料药为主，对其销售额的变动主要系威隆集团2025年对马波沙星原料药增加备货需求，导致当期销售额较高。2026年1-4月标的公司向威隆集团销售产品的毛利率下降较多主要系销售价格下降，同时单位生产成本上升所致。

报告期内，标的公司向礼蓝动物保健公司供应的产品以泰拉霉素原料药为主，标的公司对其销售额的变动主要系礼蓝动物保健公司对泰拉霉素原料药的需求变动所致。报告期内，标的公司向礼蓝动物保健公司供应的泰拉霉素原料药销售单价和单位成本同步下降，2026年1-4月销售单价下降幅度大于单位成本下降幅度，导致标的公司对该客户的毛利率下降。

报告期内，标的公司向诺夫哥罗德制药集团供应的产品主要系降血糖适应症原料药，诺夫哥罗德制药集团对该产品的需求逐年增加，因此销售额随之增加。报告期内该产品的单位成本相对稳定，销售价格逐年小幅下降，导致毛利率在报告期内出现小幅下降趋势。

报告期内，标的公司向法国维克集团供应的产品主要系泰拉霉素原料药和枸橼酸马罗匹坦原料药，整体销售额小幅增加后保持稳定。2024年和2025年标的公司向该客户销售的泰拉霉素原料药产品销售单价和单位成本同步下降，毛利率保持相对稳定，2026年1-4月销售单价降幅较快导致该产品毛利率下降。2026年1-4月标的公司向其供应的枸橼酸马罗匹坦原料药占比升高，带动对法国维克集团销售产品的总体毛利率较上年上升。

四、报告期内自研及CDMO业务前十大贸易商的名称、终端客户情况、合作

背景及时长、交易内容及金额，说明CDMO业务客户存在贸易商的商业合理性，是否与同行业可比公司一致；

关于标的公司营业收入构成分类口径，上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“（五）销售情况和主要客户”之“2、主要产品销售情况 （1）标的公司营业收入构成情况”中补充披露如下：

标的公司营业收入构成分类主要依据两个维度进行划分：一是业务起点，即标的公司自主选题并研发形成的产品和服务归为自研类，受客户委托开发且由客户承担相应研发支出的产品和服务归为定制类；二是知识产权归属，自研类所涉及的技术及工艺知识产权归标的公司自有，定制类的技术及工艺知识产权通常归客户所有，或由标的公司与客户共有。

（一）前十大贸易商情况

上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“（五）销售情况和主要客户”之“3、主要客户销售情况”中补充披露如下：

（2）报告期内，标的公司自研产品销售及技术服务业务前十大贸易商基本情况

报告期内，标的公司自研产品销售及技术服务业务前十大贸易商（按两年一期合计收入排名）的名称、终端客户情况、合作背景及时长、交易内容及金额如下表所示：

排名	贸易商名称 (集团)	终端客户	终端客户区域	交易内容 (产品)	合作背景及时长	2026年1-4月 收入(万元)	2025年收 入(万元)	2024年收 入(万元)	报告期合计 (万元)
1	复乐敏集团	豁免披露	加拿大、澳大利亚、英国、荷兰、爱尔兰、美国等	盐酸贝那普利原料药、枸橼酸马罗匹坦原料药、匹莫苯丹原料药、泰拉霉素原料药等系列产品	双方经展会建立联系，已有12-14年合作历史。	491.74	6,913.66	9,146.86	16,552.27
2	法国赛菲克公司 (SAFIC ALCAN SAS)	豁免披露	法国	非罗考昔原料药、匹莫苯丹原料药、泰拉霉素原料药等系列产品	双方经合作伙伴介绍于2013年开始业务往来。	10.95	1,686.38	2,329.65	4,026.98
3	HUALONG ENTERPRISES LTD.	豁免披露	德国	泰拉霉素原料药	双方经合作伙伴介绍于2021年开始业务往来。	-	1,785.77	323.73	2,109.50
4	扬州化工进出口有限公司	豁免披露	瑞士	2-氨基-5-溴苯腈 (中间体)	双方经合作伙伴介绍，已有10年以上业务往来。	-	1,131.15	-	1,131.15
5	LGM Pharma LLC	配药药房 (compounding pharmacies)	美国	阿瑞匹坦原料药、盐酸贝那普利原料药、枸橼酸马罗匹坦原料药、匹莫苯丹原料药等系列产品	双方经展会建立联系，于2022年以前开始业务往来。	159.14	195.76	600.47	955.37
6	Sumitomo Corporation	豁免披露	日本	奥拉帕尼原料药、阿瑞匹坦原料药、枸橼酸马罗匹坦原料药等系列产品	双方经合作伙伴介绍于2012年开始建立联系开展业务合作。	367.91	240.33	116.68	724.92
7	青岛青美生物技术有限公司	豁免披露	东欧、独联体和东南亚市场	马波沙星原料药、非罗考昔原料药、枸橼酸马罗匹坦原料药、匹莫苯丹原料药、泰拉霉素原料药等系列产品	双方经展会建立联系，于2019年开始业务往来。	0.35	542.33	134.73	677.42

8	上海颢腾化工有限公司	豁免披露	韩国	非罗考昔原料药、枸橼酸马罗匹坦原料药、匹莫苯丹原料药等系列产品	双方经合作伙伴介绍，有10年以上业务往来。	133.72	292.60	234.87	661.19
9	GREEN PHARMA INTERNATIONAL CO LTD	涉及客户商业秘密，未提供	涉及客户商业秘密，未提供	伊布替尼原料药	双方经合作伙伴介绍，从2021年开始建立联系开展业务合作。	-	278.26	179.92	458.19
10	杭州杜易科技有限公司	涉及客户商业秘密，未提供	韩国	产品一	双方经展会建立联系，于2018年开始业务往来	406.54	-	-	406.54
合计						1,570.35	13,066.25	13,066.93	27,703.53

注：复乐敏集团旗下公司包括Flavine Pharma France SAS、Flavine North America Inc.、复乐敏（上海）贸易有限公司。

(3) 报告期内，标的公司定制产品销售中前十大贸易商基本情况

报告期内，标的公司CDMO业务（定制技术服务）无贸易商情况，但定制产品销售中存在贸易商的情况，定制产品销售中前十大贸易商的名称、终端客户情况、合作背景及时长、交易内容及金额如下表所示：

排名	贸易商名称（集团）	终端客户	终端客户区域	交易内容（产品）	合作背景及时长	2026年1-4月收入(万元)	2025年收入(万元)	2024年收入(万元)	报告期合计(万元)
1	途韩【注】	涉及客户商业秘密，未提供	韩国	产品一受托生产服务	双方经合作伙伴介绍于2012年开始建立联系开展业务合作。	-	899.78	785.33	1,685.11
2	青岛青美生物技术有限公司	豁免披露	东欧、独联体和东南亚市场	马波沙星原料药	双方经展会建立联系，于2019年开始业务往来。	-	252.21	100.35	352.57
3	HIGHCHEM (SHANGHAI) INTERNATIONAL TRADING CO., LTD (高化学(上海)国际贸易有限公司)	High Chem co., LTD. (高化学株式会社)	日本	定制中间体	双方经展会建立联系，于2025年开始业务往来。	-	168.44	-	168.44
4	北京信达和众国际贸易有限公司	涉及客户商业秘密，未提供	涉及客户商业秘密，未提供	马波沙星原料药	双方经展会建立联系，于2024年开始业务往来。	-	-	55.75	55.75
5	LGM Pharma LLC	配药药房 (compounding pharmacies)	美国	马波沙星原料药	双方经展会建立联系，于2022年以前开始业务往来。	8.63	7.86	4.43	20.92
6	威海厚普生物科技有限公司	豁免披露	日本	沙库巴曲缬沙坦钠原料药等系列产品	双方经展会建立联系，于2024年开始业务往来。	-	6.38	3.29	9.67
7	江苏国泰国际集团股份有限公司	涉及客户商业秘密，未提供	涉及客户商业秘密，未提供	马波沙星原料药	双方经展会建立联系，于2024年开始业务往来。	-	-	8.50	8.50

8	上海迦友国际贸易有限公司	涉及客户商业秘密，未提供	涉及客户商业秘密，未提供	马波沙星原料药	双方经展会建立联系，于2024年开始业务往来。	-	-	6.64	6.64
9	赤峰向芒商贸有限公司	涉及客户商业秘密，未提供	涉及客户商业秘密，未提供	马波沙星原料药	双方经展会建立联系，于2025年开始业务往来。	-	5.75	-	5.75
10	陕西铭成宏睿医药科技有限公司	涉及客户商业秘密，未提供	涉及客户商业秘密，未提供	马波沙星原料药	双方经展会建立联系，于2024年开始业务往来。	-	-	3.89	3.89
合计						8.63	1,340.42	968.18	2,317.24

注：途韩包括浙江途韩进出口有限公司、SINOLITE INDUSTRIAL CO LIMITED。

(二)说明CDMO业务客户存在贸易商的商业合理性,是否与同行业可比公司一致;

上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“(五)销售情况和主要客户”之“3、主要客户销售情况”中补充披露如下:

标的公司CDMO业务无贸易商情况,但存在通过贸易商销售定制产品的情况。

标的公司通过贸易商销售定制产品或服务不涉及提供研发服务内容,仅涉及已商业化上市的原料药或定制中间体等,具体情况如下:

1) 产品一的受托生产服务,系途韩委托标的公司加工生产,主要起始物料由途韩供应。因此,标的公司为途韩提供原料药的受托生产服务,贸易商途韩取得加工后的产品向终端用户销售。

2) 马波沙星原料药系威隆集团原研产品,根据双方2024年签订的《供应协议》,标的公司可以自主决定向第三方销售马波沙星原料药。报告期内,标的公司将威隆集团原研产品马波沙星原料药(即定制产品)部分通过贸易商进行销售。

3) 沙库巴曲缬沙坦钠原料药系方生和集团持有相关原料药制备技术,根据双方2019年签订的《合作协议》,标的公司有权使用前述工艺和生产技术并销售,国内市场仅可销售给方生和或其指定的LCZ696制剂产品生产商;海外市场由标的公司主导制定并执行价格策略,双方均可以依法、自行对国外市场进行销售。报告期内,针对沙库巴曲缬沙坦钠原料药该定制产品,标的公司系通过贸易商对海外客户销售。

4) 高化学(上海)国际贸易有限公司系贸易型公司,向标的公司定制某创新药关键中间体产品,采购后转售给其母公司。

标的公司通过贸易商销售定制产品,具备商业合理性,与同行业可比公司一致:

1) 通过贸易商销售定制产品,具备商业合理性

贸易商具备成熟的全球客户资源与渠道网络,可有效协助标的公司快速渗

透海外市场，降低境外市场拓展的门槛与综合成本。在国际原料药贸易体系中，API贸易商是连接生产厂商与终端制药企业的核心中间环节，能够提供市场开拓、商务协同、跨境物流、通关合规、质量体系对接等一体化增值服务。

从供需两端来看，该模式具备双向价值：对终端制药企业而言，通过贸易商集中采购可精简多供应商对接链路，压缩供应链管理成本；对标的公司而言，依托贸易商开展出口业务，可减少直接搭建海外销售团队的人力与运营投入，有效控制海外销售开支。

标的公司通过贸易商出口原料药属于行业通行实践，本次定制产品的贸易商销售模式，与标的公司自研产品所采用的贸易商模式在业务逻辑、合作框架上不存在本质差异。

2) 与同行业可比公司的一致性

从行业普遍实践来看，国内原料药企业拓展境外市场时普遍采用贸易商合作模式，借助贸易商的本地化渠道、合规服务能力完成海外市场布局，该模式已成为原料药海外商业化的成熟路径。经查询同行业可比上市公司公开披露信息，天宇股份（300702.SZ）、奥翔药业（603229.SH）、博腾股份（300363.SZ）、诺泰生物（688076.SH）等上市公司均存在贸易商销售模式，标的公司的贸易商销售模式与同行业可比公司的主流做法契合，符合行业经营惯例。

综上所述，标的公司存在通过贸易商销售定制产品的情况具有合理性，与同行业可比公司一致，符合行业惯例。

五、标的公司与方生和是否存在关联关系，结合LCZ696原料药的订单获取方式、具体合作模式、违约责任等，说明公司对大客户是否存在重大依赖、是否拥有自主定价权并分析报告期内定价的合理性和公允性，终止技术授权对标的公司持续经营以及本次交易估值作价的影响。

（一）标的公司与方生和是否存在关联关系

经网络公开查询方生和股东信息、董监高信息以及对方生和进行走访，方生和与标的公司之间不存在关联关系。

（二）结合LCZ696原料药的订单获取方式、具体合作模式、违约责任等，

说明公司对大客户是否存在重大依赖、是否拥有自主定价权并分析报告期内定价的合理性和公允性

上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“（五）销售情况和主要客户”之“2、主要产品销售情况”中补充披露如下：

（3）LCZ696（沙库巴曲缬沙坦钠）原料药的订单获取方式、具体合作模式、违约责任

1) 合作背景

方生和成立于2015年10月，成立后不久开始布局沙库巴曲缬沙坦钠心血管药物品种，2017年其关联公司南京一心和医药科技有限公司作为全国首家公司开展该药的生物等效性（BE）实验。标的公司对沙库巴曲缬沙坦钠原料药研发布局较早，2017年即开展相关研究，具备一定的LCZ696原料药生产技术储备。

方生和为加快仿制药上市，并保持供应链稳定，经过考察认可标的公司相关技术储备、工艺优化、质量研究能力和商业化落地能力，于2019年签订合作协议：方生和将其具有自主知识产权新晶型的LCZ696原料药生产技术转移至标的公司，增加标的公司为原料药核心生产商，以完成国内关联申报注册和海外申报注册、最终实现该原料作为双方在国内外市场长期合作的长线产品。2023年8月，方生和的仿制药产品沙库巴曲缬沙坦钠片（商品名：一心坦）获批上市，成为通过创新晶型突破专利壁垒的该品种仿制药，标的公司的沙库巴曲缬沙坦钠原料药产品即进入商业化生产，向方生和供货。

2) 订单获取方式

方生和根据下游需求情况及其制剂生产计划，向标的公司下达采购订单。标的公司作为方生和的原料药委托生产商，按照方生和的采购计划组织生产。该订单获取方式系基于双方合作协议的约定，属于商业谈判模式。

3) 合作模式

方生和与标的公司的合作模式为B证增源（供应链绑定）模式，即方生和就委托生产范围申请《药品生产许可证》（B类）的增项变更，与标的公司紧密配合，是一种深度的供应链绑定合作。

根据双方于2019年签订《关于LCZ696原料药技术转移、注册、生产和销售合作协议》（以下简称“合作协议”），合作具体内容如下：

合作事项	具体内容
技术转移	方生和将LCZ696生产技术（生产工艺、质量控制、文件资料等）转移至标的公司，协助完成注册批/验证批生产。技术转移费用由标的公司承担。
注册申报	国内关联申报注册：标的公司配合方生和完成增加LCZ696原料药生产场地变更的补充申请。 海外注册工作：由标的公司主导完成，方生和全力配合。
生产	双方完成技术转移后，标的公司务必维持可合法、长期、稳定生产该原料药的所有法定资质和全部生产条件。
国内销售	标的公司生产的LCZ696原料药（新晶型）在国内仅可销售给方生和（及/或方生和指定的制剂生产商），不得销售给其他国内客户或第三方。方生和对采购无时间和数量限制，可根据实际需要自行决定采购时间和数量。
海外销售	双方均可依法对国外市场进行销售。海外注册由标的公司主导，费用由标的公司承担。标的公司需支付一定比例海外销售利润分成。
独家供应承诺	标的公司承诺该原料药仅用于方生和（或子公司）的制剂生产。

4) 违约责任条款

违约情形	违约责任
申报注册进度延误	因一方自身原因导致进度延误超过2个月，守约方损失由违约方承担，守约方可要求违约方支付相当于损失30%的违约金。延误达120日以上的，守约方可单方解除协议。
标的公司违约销售	标的公司违反约定向其他客户销售LCZ696原料药，视为严重恶意违约，方生和可要求立即停止销售，并按违规销售数量×结算价×2倍承担惩罚性违约金。
方生和违约采购	方生和取得制剂生产许可后，其生产制剂所需的原料药可以从其现合作的原料药生产供应商处采购，也可以从标的公司采购，而不得向任何第三方采购。如向第三方采购LCZ696原料药，标的公司可要求方生和立即停止采购，并按违规采购数量×结算价×2倍承担惩罚性违约金。
标的公司逾期交货	标的公司未按时、足量供应合格原料药，需承担方生和损失，并支付一定比例违约金，违约金上限为订单金额的10%。逾期超120日，方生和可解除协议。
利润分配逾期支付	按特定利率计算利息向守约方支付违约金。
违反保密义务	守约方有权要求立即停止违约行为，损失由违约方赔偿（无法界定则不低于200万元），另支付损失30%的违约金。

5) 标的公司对大客户不存在重大依赖

①标的公司对方生和销售收入占比

单位：万元

年度	标的公司收入	向方生和集团销售收入	方生和集团收入占比
2024年	60,376.12	4,814.64	7.97%
2025年	58,276.76	9,136.49	15.68%
2026年1-4月	16,331.09	4,229.14	25.90%

方生和集团2025年、2026年1-4月均为标的公司第一大客户，报告期内标的公司向方生和集团销售收入占标的公司收入的比例从2024年的7.97%上升至2026年1-4月的25.90%，占比呈上升趋势，但未超过30%。

针对方生和销售占比较高的情形，标的公司将采取以下措施：

A. 加速客户多元化布局，系统性稀释单一客户集中度；在维护核心大客户合作的基础上，加大对全球中型制药企业、国内特色仿制药企业的开发力度，覆盖不同规模、不同区域、不同治疗领域的客户群体，分散单一客户波动风险。

B. 在现有定制产品基础上，加快自研原料药、特色医药中间体及制剂的管线布局，推动不同技术平台、不同适应症方向的产品落地，通过多产品矩阵吸引更多客户，避免“单一产品对应单一核心客户”的集中风险。

C. 深化核心客户长期绑定，通过签订中长期合作框架把短期客户转化为长期、可预期的稳定合作关系；开展深度利益绑定合作，从商务合作升级为利益共同体，强化合作的持续性。

报告期内标的公司客户数量及客户结构覆盖范围广泛，为业务持续经营提供了稳固基础。随着标的公司产品管线持续落地、海外市场进一步渗透、贸易商渠道协同发力，后续将持续导入新客户、新订单，单一客户收入占比具备自然回落的基础。

②标的公司对方生和销售毛利率同整体毛利率对比

2024年，标的公司对方生和的销售毛利率低于标的公司整体毛利率，原因系产品商业化上市初期，单位成本较高；2025年、2026年1-4月对方生和的销售毛利率与标的公司整体毛利率差异较小，其对总毛利的贡献度无异常偏高情形。

③标的公司与方生和业务合作系基于互利共赢的对等商业合作关系，不存在单向重大依赖

根据双方《合作协议》，方生和向标的公司的技术转移指的是：方生和将现有的LCZ696生产技术和文件资料，包括生产工艺，质量控制及相关文件等转移至标的公司和标的公司生产工厂，并协助完成注册批或验证批的生产。标的公司承接客户移交的既有研发成果后，需要结合现行法规要求进行产品的工艺优化和质量研究，提供“从实验室放大到商业化生产”的全流程服务，其价值体现不是单纯的加工生产能力，更多体现在药品创新的商业化落地能力。标的公司对该项目商业化落地作出了主要核心贡献体现在：

A. 工艺改进优化：完成小试工艺优化、关键工艺参数研究确认，对初始工艺进行二次开发，适配规模化生产要求；

B. 生产放大与验证：主导中试放大研究、工程批生产、连续三批注册验证批生产，配套完成清洗验证，实现从实验室工艺到规模化生产的落地；

C. 完整质量体系搭建：完成杂质谱全梳理与最终确认、分析方法全验证、基因毒性杂质与元素杂质研究、物理性质/粒径研究、结构确证，建立并最终敲定全套质量标准；

D. 注册上市配套支持：主导完成强制降解试验、长期/加速稳定性研究，撰写CTD申报资料，完成监管发补研究与回复，支撑产品完成上市注册；

E. 上市后生命周期管理：负责后续批量扩大、原料供应商变更等上市后变更的技术研究与合规落地。

因此，标的公司与方生和建立合作基于市场化商业逻辑，属双向对等合作而非单向依附，标的公司与方生和集团的合作具备真实、完整的商业实质，双方为互利共赢的对等商业合作关系，不构成标的公司对方生和的单向重大依赖。

④标的公司拥有独立的研发能力和技术专利

标的公司具备独立的研发能力和技术专利，体现在：

A. 技术体系完整、专利自主：从基础合成到精密控制再到产业化放大，不依赖外部技术输入；主要核心技术具有自主研发的专利保护，且具备国际布局。

B. 研发成果可转化、具有专利挑战能力：多项技术已成功应用于沙库巴曲缬沙坦钠、达格列净、甲磺酸艾立布林等重磅或高难度品种，具备商业化转化和专利突破的实战能力。

综上所述，标的公司对方生和不存在重大依赖。

6) 是否拥有自主定价权并分析报告期内定价的合理性和公允性

双方根据标的公司的物料成本、生产工艺、供应时效性、需求量等多个因素确定沙库巴曲缬沙坦钠（LCZ696）原料药销售价格，上述价格系双方协商一致的结果，标的公司全程参与定价规则的制定与博弈，定价机制的形成过程充分体现了标的公司的自主商业决策意志。报告期内价格根据市场价格的变化进行调整，定价具有合理性和公允性。

（三）终止技术授权对标的公司持续经营及本次交易估值作价的影响

报告期内，标的公司对客户方生和存在一定程度的业务依赖，主要体现在LCZ696（沙库巴曲缬沙坦钠）原料药技术授权及供应合作。若方生和因不可预见的重大变化等原因终止相关业务合作，不再向标的公司采购该原料药，可能对标的公司经营业绩产生不利影响。

若方生和与标的公司终止业务合作，标的公司自合作终止日至专利到期前无法在境内销售该原料药产品，专利到期后标的公司则可以自由销售。假设终止相关业务合作事项发生于未来五年内，则该事项对标的公司评估基准日的评估结果测算如下：

单位：万元

假设终止合作的时间点	归属于母公司所有者权益价值
假设2027年年初终止合作	147,200.00
假设2028年年初终止合作	155,700.00
假设2029年年初终止合作	163,900.00
假设2030年年初终止合作	171,100.00
假设2031年年初终止合作	177,700.00

注：若与方生和终止业务合作，亦会对专利到期后的该原料药销售收入产生影响（即无法通过方生和既有销售渠道销售该产品）。该测算结果系假设专利到期后，标的公司该原料药的永续期销售收入总额仅为与方生和保持合作情况下评估预测永续期收入的75%。

此外，若方生和终止相关业务合作，则该原料药对应生产线产能将出现空余，标的公司可灵活切换用于其他共线品种及新产品（包括但不限于达格列净原料药、盐酸决奈达隆原料药、西诺氨酯中间体或其他多款创新药产品等）的生产和销售，标的公司具备多种应对措施，能够在一定程度上缓释或弥补该极端情形下的估值损失。

上述极端假设情形实际发生的可能性较小，仅为理论上存在的风险，主要原因如下：

1、合作深度与切换成本

方生和进行LCZ696原料药技术授权的目的在于实现沙库巴曲缬沙坦钠原料药商业化量产，其与标的公司的合作属于持证企业与生产供应商的深度绑定。目前标的公司系方生和该原料药的核心授权供应商，若方生和终止合作并转换供应链，重新履行生产许可相关手续流程周期较长，时间与经济成本较高。

2、市场前景与商业利益

沙库巴曲缬沙坦钠片是治疗心衰和高血压的一线用药，市场空间广阔。2025年，该产品原研药在中国市场的总销售额接近80亿元。其原研晶型专利经补偿后保护期延长至2031年11月8日，而方生和的“一心坦”系国内通过自主创新晶型突破专利壁垒获批上市的仿制药，目前正处于快速拓展市场的关键阶段。标的公司作为其核心原料药供应商，方生和主动终止合作不符合自身商业利益。

3、集采履约的刚性约束

2026年7月，“一心坦”已入选第十二批国家药品集采中选名单，并计划自同年11月起按集采价格向医院供货。若方生和终止与标的公司的技术授权合作，将直接导致无法按约供货，构成严重违约，可能面临被取消中选资格、列入违规名单、丧失核心市场准入资格及商业信誉受损等严重后果，对其经营造成重大影响。因此，方生和主动终止合作的可能性极低。

综上，尽管标的公司该原料药产品在业务上对单一客户存在一定程度的依赖，但双方已形成深度合作关系，且方生和单方终止授权的动力不足、成本较高、风险较大，该依赖关系在可预见的未来具有稳定性和可持续性。然而，若未来出现不可预见的重大变化导致合作终止，仍可能对标的公司经营产生不利影响，公司已在重组报告书中进行风险提示。

上市公司在重组报告书“重大风险提示”及“第十一节 风险因素”之“二、标的公司业务经营相关风险”之“（七）大客户依赖风险”中补充披露如下：

（七）大客户依赖风险

报告期内，标的公司与核心客户方生和围绕LCZ696（沙库巴曲缬沙坦钠）原料药开展技术授权及供应合作，存在一定程度的单一客户业务依赖风险。若方生和因不可预见的重大变化终止相关业务合作、停止采购该原料药，将对标的公司经营业绩产生不利影响。

上述极端假设情形实际发生的可能性较小，仅为理论上存在的风险。一是双方为深度绑定的持证生产合作关系，方生和若转换供应链需重新履行委托生产许可审批流程，时间与经济成本较高；二是沙库巴曲缬沙坦钠为心衰、高血压一线用药，市场空间广阔，方生和旗下产品正处于市场快速拓展关键期，单方终止合作不符合其商业利益；三是该产品已入选国家药品集采，终止合作将导致无法按约供货，面临取消中选资格、列入违规名单等严重后果。

此外，若方生和终止相关业务合作，则该原料药对应生产线产能将出现空余，标的公司可灵活切换用于其他共线品种及新产品（包括但不限于达格列净原料药、盐酸决奈达隆原料药、西诺氨酯中间体或其他多款创新药产品等）的生产和销售，标的公司具备多种应对措施，能够在一定程度上缓释或弥补该极端情形下的潜在损失。

尽管合作关系整体具备稳定性与可持续性，但若未来出现不可预见的重大变化导致合作终止，仍可能对标的公司经营造成不利影响。

六、请独立财务顾问核查并发表明确意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

1、查阅标的公司产品销售情况，主要销售产品的行业情况，核查CDE网站及农业农村部网站相关产品注册信息。

2、查阅标的公司报告期内研发项目资料，查阅相关在研产品行业情况。

3、获取标的公司报告期内通过的药品GMP符合性检查相关文件。

4、查阅中介机构对标的公司客户走访记录，了解各前五大客户的获取方式、合作历史、客户粘性等信息。

5、查阅标的公司报告期内（2024年、2025年、2026年1-4月）收入成本明细表，分内销和外销两个维度，逐年汇总各客户的收入、成本及综合毛利率。

6、获取报告期内收入成本明细表，并查阅前五大客户相关合同。

7、查阅贸易商合同及销售台账，对主要贸易商执行函证程序和走访，核实终端客户销售情况，查阅同行业可比公司贸易商销售模式资料。

8、查阅标的公司与方生和于2019年签订的《关于LCZ696原料药技术转移、注册、生产和销售合作协议》，了解双方合作背景、合作模式、定价机制、违约责任、终止条款等核心条款；抽取并查阅标的公司与方生和于一心坦获批上市后签订的沙库巴曲缬沙坦钠原料药供货协议。

9、查阅标的公司股权结构资料，公开查询方生和股东信息、董监高信息以及对方生和进行走访，核实方生和与标的公司之间是否存在股权关系或其他关联关系；查阅标的公司合同订单统计表，分析标的公司客户结构及对方生和的依赖程度。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司主要产品及在研产品具有一定市场竞争力，有较好的市场前景。

2、标的公司报告期内现场检查结果符合相关要求。

3、标的公司前五大客户获取方式合规，主要通过行业展会、商务拓展、供

应商认证等方式获取客户，经严格的供应商认证程序后建立合作关系。标的公司前五大客户合作历史清晰，主要客户保持长期稳定的合作关系，客户粘性总体较强。标的公司前五大客户销售产品以原料药为主，产品线丰富，不依赖单一产品。标的公司前五大客户中，部分定制化品种具有一定的供应排他性，但整体上不存在对单一客户的重大依赖，客户结构相对多元化。标的公司前五大客户销售额及毛利率变动主要受产品结构变化、规模效应、市场竞争、订单交付节奏等因素驱动，整体变动趋势具有合理性，不存在异常波动。标的公司在前五大客户销售中拥有一定的自主定价权，定价机制总体合理、公允。

4、标的公司定制产品销售及技术服务业务中CDMO业务无贸易商情况，但存在通过贸易商销售定制产品的情况，贸易商在中间提供沟通协调、物流、清关、质量认证等增值服务，与标的公司自研产品的贸易商模式无本质差异，存在商业合理性。

5、标的公司与方生和不存在关联关系，不存在重大依赖、标的公司拥有自主定价权，报告期内定价具有合理性和公允性，标的公司是方生和沙库巴曲缬沙坦钠原料药目前核心的授权供应商，双方已建立深度合作关系，主动终止技术授权的可能性低。针对大客户依赖的风险，上市公司已在重组报告书中进行风险提示。

问题 4. 关于经营业绩。草案显示，报告期内标的公司营业收入分别为 6.04 亿元、5.85 亿元、1.63 亿元，出现较为明显的下滑。其中，境外销售占比分别为 62.15%、59.50%、54.99%。综合毛利率分别为 50.93%、49.80%和 43.76%，高于同行业可比公司平均毛利率水平。净利润分别为 1.20 亿元、0.77 亿元、-0.02 亿元，业绩下滑主要系新增工厂固定资产折旧和员工薪酬等原因。2026 年 1-4 月，标的公司经营活动产生的现金流量净额转负，主要系应收款回款速度变慢和营收下降所致。

请公司：（1）分境内外列示报告期内主要产品销量和单价的变化情况，销售单价与市场同类产品价格对比情况及差异原因，说明报告期各期收入的变化原因及合理性；（2）区分境内境外市场，结合主要产品的单价和单位成本，分析主要产品毛利率波动的原因及合理性，以及标的公司综合毛利率持续高于同

行业的原因及合理性；（3）补充披露境外客户大额合同订单的取得方式、执行过程、产品类型、各期确认收入金额、运输方式及运输费用承担、收入确认方式、结算及收款方式等，结合近年来国际贸易和关税等政策环境，说明境外销售收入是否存在重大不确定性，并量化测算境外收入下滑对慧聚药业盈利预测及业绩承诺的影响；（4）标的公司相关产品集采中标情况、占报告期各期收入和毛利的比例，结合最近一期集采中标情况、产品需求变化、标的公司竞争优势等，分析集采中标对境内业务业绩预测和估值定价的影响；（5）量化分析新增工厂折旧及员工薪酬对经营业绩的影响，说明不考虑前述影响下标的公司业绩波动情况及原因；（6）说明标的公司本年经营活动现金流量恶化的原因及合理性，是否存在放宽信用政策刺激销售，与同行业上市公司是否存在显著差异。请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、分境内外列示报告期内主要产品销量和单价的变化情况，销售单价与市场同类产品价格对比情况及差异原因，说明报告期各期收入的变化原因及合理性；

报告期内，标的公司产品按下游制剂主要适应症类别对应收入及占比如下所示：

单位：万元

项目	2026年1-4月		2025年度		2024年度	
	收入金额	收入占比	收入金额	收入占比	收入金额	收入占比
兽用抗菌类适应症相关原料药产品	4,300.97	26.34%	23,969.16	41.13%	25,912.26	42.92%
心血管类适应症相关原料药产品	6,070.26	37.17%	11,579.14	19.87%	10,946.24	18.13%
内分泌及代谢类适应症相关原料药产品	2,633.92	16.13%	7,888.91	13.54%	5,328.48	8.83%
小计	13,005.16	79.63%	43,437.22	74.54%	42,186.98	69.87%

报告期内，标的公司产品按适应症类型分主要为兽用抗菌类、心血管类、内分泌及代谢类原料药产品，各期销售收入分别为 42,186.98 万元、43,437.22 万元和 13,005.16 万元，占比分别为 69.87%、74.54%和 79.63%。2025 年度主要产品收入较 2024 年度保持稳中有升态势，心血管类核心产品沙库巴曲缬沙坦钠原料

药下游市场需求较大带动收入提升，2026 年 1-4 月收入出现一定程度下滑主要系兽用抗菌类原料药受市场竞争等因素影响泰拉霉素量价承压导致收入下滑。

（一）分境内外列示报告期内主要产品销量和单价的变化情况

1、主要适应症产品销量和单价的变动情况

单位：公斤、元/公斤

项目	市场	2026年1-4月				2025年度				2024年度	
		销量	单价	销量变动率	单价变动率	销量	单价	销量变动率	单价变动率	销量	单价
兽用抗菌类适应症相关原料药产品	内销	497.00	1,955.18	-58.56%	-44.47%	3,598.16	3,521.24	106.74%	-1.09%	1,740.40	3,560.11
	外销	7,930.56	5,300.76	-24.27%	-26.64%	31,418.13	7,225.82	14.98%	-21.93%	27,325.72	9,255.99
	小计	8,427.56	5,103.46	-27.80%	-25.44%	35,016.29	6,845.15	20.47%	-23.22%	29,066.12	8,914.94
心血管类适应症相关原料药产品	内销	20,515.39	2,490.16	83.60%	-19.92%	33,521.02	3,109.76	50.03%	-28.22%	22,343.56	4,332.26
	外销	260.91	36,855.25	99.48%	25.22%	392.39	29,432.85	16.49%	-21.72%	336.84	37,597.23
	小计	20,776.30	2,921.72	83.79%	-14.43%	33,913.41	3,414.33	49.53%	-29.26%	22,680.41	4,826.30
内分泌及代谢类适应症相关原料药产品	内销	1,794.47	3,628.21	43.45%	-73.07%	3,752.94	13,472.64	126.75%	-19.03%	1,655.09	16,638.38
	外销	2,776.00	7,142.83	143.02%	-13.59%	3,426.94	8,266.00	40.21%	-21.53%	2,444.16	10,533.97
	小计	4,570.47	5,762.91	90.97%	-47.55%	7,179.88	10,987.52	75.15%	-15.47%	4,099.25	12,998.66

注：2026 年 1-4 月销量为当期实际销量，销量变动率按年化计算。

由上表可见，各产品销售市场呈现明显分化特征，产品销售模式以单一内销或单一外销为主；少数产品同时开展内销与外销业务，但两类渠道销售量差异显著。内销产品主要由以心血管类产品沙库巴曲缬沙坦钠原料药、盐酸贝那普利原料药和内分泌及代谢类产品达格列净原料药组成，外销产品主要由兽用抗菌类产品泰拉霉素原料药、马波沙星原料药及内分泌代谢类产品苯甲酸阿格列汀原料药等组成。

2、主要产品量价变动对收入变动影响的量化分析

（1）兽用抗菌类产品收入变动分析

标的公司兽用抗菌类产品报告期各期销售收入分别为 25,912.26 万元、23,969.16 万元和 4,300.97 万元，收入占比分别为 42.92%、41.13%和 26.34%，主要产品为泰拉霉素原料药和马波沙星原料药。报告期各期收入呈逐年下滑趋势，主要系市场竞争激烈泰拉霉素原料药产品销量与售价出现明显下降，马波沙星原

料药销售价格有所下滑，收入呈先增后降趋势。

1) 泰拉霉素产品收入波动分析

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
产品销售金额（万元）	2,699.75	17,842.14	21,467.43
收入变动总额（万元）	-9,742.90	-3,625.29	-
其中：销量变动影响	-7,247.65	-965.78	-
单价变动影响	-2,495.26	-2,659.51	-

注 1：产品销售金额为各期收入金额，销量变动影响=（本期销量-上期销量）×上期均价，单价变动影响=（本期均价-上期均价）×本期销量，

注 2：2026 年 1-4 月产品销售金额系当期 1-4 月销售金额。为便于对比，2026 年 1-4 月收入变动总额、销量和单价变动影响均已按年化计算。

泰拉霉素原料药收入下滑系销量与销售单价同步下降共同所致。原研厂家硕腾（Zoetis）公司相关核心专利于 2023-2024 年陆续到期，专利壁垒解除后，国内多家企业实现量产并集中释放产能，行业竞争显著加剧，标的公司市场份额受到挤压。同时，2026 年上半年，标的公司个别终端客户的委托生产商收到美国食品药品监督管理局（FDA）整改警告信，相关客户需进一步等待委托生产商整改完成，同时已积极寻找替代方案，相关订单因此延后，预计委托生产商整改完成或替代方案落地后订单恢复。此外，标的公司为稳固市场份额，采取了竞争性定价策略，销售单价逐年下降。综上，在单价与销量的共同驱动下，该产品收入出现下降。

2) 马波沙星原料药量价变动对收入变动影响

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
产品销售金额（万元）	1,596.76	6,116.66	4,434.59
收入变动总额（万元）	-1,326.38	1,682.07	-
其中：销量变动影响	-1,170.76	2,052.91	-
单价变动影响	-155.62	-370.84	-

注 1：产品销售金额为各期收入金额，销量变动影响=（本期销量-上期销量）×上期均价，单价变动影响=（本期均价-上期均价）×本期销量，

注 2：2026 年 1-4 月产品销售金额系当期 1-4 月销售金额。为便于对比，2026 年 1-4 月收入变动总额、销量和单价变动影响均已按年化计算。

马波沙星原料药收入变动受到销量和单价变动影响，其中销量变动主要原因系受到客户需求变化影响；单价变动主要原因系行业内同类产品生产企业增多，

市场供给增加，市场竞争不断加剧。为维护市场份额，产品销售单价持续下行，但降幅相对平缓。

(2) 心血管类产品量价变动对收入变动影响

标的公司心血管类产品报告期各期销售收入分别为 10,946.24 万元、11,579.14 万元和 6,070.26 万元，收入占比分别为 18.13%、19.87%和 37.17%，主要产品为沙库巴曲缬沙坦钠原料药和盐酸贝那普利原料药。报告期内各期收入呈逐年上升趋势，主要原因系核心产品沙库巴曲缬沙坦钠原料药下游制剂主要用于高血压和心衰适应症，市场需求较大，销量大幅增长所致。盐酸贝那普利原料药因市场竞争充分产品销量和售价略有下滑。

1) 沙库巴曲缬沙坦钠原料药量价变动对收入变动影响

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
产品销售金额（万元）	4,009.13	6,861.19	4,782.55
收入变动总额（万元）	5,166.22	2,078.64	-
其中：销量变动影响	6,584.80	3,390.27	-
单价变动影响	-1,418.58	-1,311.63	-

注 1：产品销售金额为各期收入金额，销量变动影响=（本期销量-上期销量）×上期均价，单价变动影响=（本期均价-上期均价）×本期销量，

注 2：2026 年 1-4 月产品销售金额系当期 1-4 月销售金额。为便于对比，2026 年 1-4 月收入变动总额、销量和单价变动影响均已按年化计算。

沙库巴曲缬沙坦钠原料药收入变动受到销量和单价变动影响，其中销量增长主要原因系沙库巴曲缬沙坦钠制剂主要用于高血压和心衰等适应症，市场规模较大，下游客户销量增加；单价变动主要原因系随着仿制药企业陆续获批上市，市场竞争逐步加剧，行业竞争压力持续上升，产品销售单价报告期内逐年下行。

2026年6月1日，国家知识产权局就沙库巴曲缬沙坦钠片（诺华）专利 200680001733.0发出药品专利权期限补偿审批决定，给予该专利药品专利权期限补偿，补偿天数1,826天，专利权期满终止日延至2031年11月8日。该产品短期内市场竞争压力缓解，该原料药销售价格自2026年6月起出现回升。

2) 盐酸贝那普利原料药量价变动对收入变动影响如下：

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
产品销售金额（万元）	774.26	3,014.70	4,184.31
收入变动总额（万元）	-691.93	-1,169.61	-
其中：销量变动影响	-586.36	-795.77	-
单价变动影响	-105.57	-373.84	-

注 1：产品销售金额为各期收入金额，销量变动影响=（本期销量-上期销量）×上期均价，单价变动影响=（本期均价-上期均价）×本期销量，

注 2：2026 年 1-4 月产品销售金额系当期 1-4 月销售金额。为便于对比，2026 年 1-4 月收入变动总额、销量和单价变动影响均已按年化计算。

盐酸贝那普利原料药销售价格和销量有所下降，主要受行业市场竞争加剧影响。该产品于报告期前已纳入国家药品集中采购并历经多轮续约，集采持续压低公立医院渠道价格；同时国内同行业企业持续增多，市场供给充足、产品同质化程度较高，市场竞争趋于白热化。标的公司为稳定客户、维持市场份额，根据市场竞争态势调整销售定价，使得产品平均销售价格下行。

（3）内分泌及代谢类产品量价变动对收入变动影响

标的公司内分泌及代谢类产品报告期各期销售收入分别为 5,328.48 万元、7,888.91 万元和 2,633.92 万元，收入占比分别为 8.83%、13.54%和 16.13%，主要产品系达格列净原料药和苯甲酸阿格列汀原料药等。报告期内该类产品各期收入呈上升后趋于平稳的趋势，主要系达格列净原料药市场需求增长销量大幅增加，但随着国内集采政策的影响产品售价 2026 年 1-4 月降幅较为明显，收入出现一定程度下滑；境外销售产品苯甲酸阿格列汀产品随着产品市场需求的增长，收入增长较大，弥补了达格列净销售下降造成的不利影响。

1）达格列净原料药量价变动对收入变动影响

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
产品销售金额（万元）	690.30	5,159.09	3,358.87
收入变动总额（万元）	-3,088.20	1,800.22	-
其中：销量变动影响	2,220.23	3,245.78	-
单价变动影响	-5,308.43	-1,445.56	-

注 1：产品销售金额为各期收入金额，销量变动影响=（本期销量-上期销量）×上期均价，单价变动影响=（本期均价-上期均价）×本期销量，

注 2：2026 年 1-4 月产品销售金额系当期 1-4 月销售金额。为便于对比，2026 年 1-4 月收入变动总额、销量和单价变动影响均已按年化计算。

达格列净为临床常用降糖药，2026年正式落地第十一批国家药品集中采购，集采政策以量换价导致制剂产品价格下跌，同时行业内仿制药获批企业增多、市场竞争高度充分。受政策降价及市场化竞争双重影响，达格列净原料药产品销售单价2025年和2026年1-4月下降，标的公司通过以价换量对冲收入下降风险。

2) 苯甲酸阿格列汀原料药量价变动对收入变动影响

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
产品销售金额（万元）	1,918.14	2,632.04	1,925.50
收入变动总额（万元）	3,122.38	706.54	-
其中：销量变动影响	3,997.70	1,036.81	-
单价变动影响	-875.32	-330.27	-

注 1：产品销售金额为各期收入金额，销量变动影响=（本期销量-上期销量）×上期均价，单价变动影响=（本期均价-上期均价）×本期销量，
 注 2：2026 年 1-4 月产品销售金额系当期 1-4 月销售金额。为便于对比，2026 年 1-4 月收入变动总额、销量和单价变动影响均已按年化计算。

苯甲酸阿格列汀为降糖类药物，报告期内产品销量和收入呈逐年上升态势，主要系随着境外市场需求的扩大核心客户产品需求量增加，推动报告期内销量增长；受市场竞争等因素影响，产品平均单价呈逐年下降趋势，但销量的高速增长有效抵消了单价下滑的影响，销售收入整体保持扩张态势。

(二) 销售单价与市场同类产品价格对比情况

标的公司产品多为定制化、高附加值的特色原料药及中间体，销售单价受产品规格、纯度、客户需求及合同条款等因素影响较大。该类特色原料药的市场交易价格多为企业商业保密信息，无法通过公开渠道获取同行业同款产品的可比市场价格。经查询主要同类产品上市公司如国邦医药、华海药业、天宇股份等上市公司年度报告，均未披露具体产品的销量、收入及单价等数据，故无法直接比较。经检索非法规市场的海关出口数据（欧美市场出口数据公开渠道无法查询），获取了部分市场同类产品价格情况，具体如下：

1、泰拉霉素市场价格

经检索非法规市场的海关出口数据，2026年7月，部分同类型厂家出口至墨西哥客户的泰拉霉素产品单价约为4,000元/公斤，低于标的公司同类产品价格。同行业企业为扩大销售额而采取低价竞争策略的市场格局。

2、沙库巴曲缬沙坦钠原料药市场价格

沙库巴曲缬沙坦钠原料药属于高附加值的特色原料药，其销售单价受产品规格、纯度、客户定制化需求、合同条款及供货条件等多种因素影响，不同企业、不同客户之间的交易价格差异较大。暂无法通过公开渠道获取同行业公司同类产品的可比市场价格。

3、马波沙星原料药市场价格

经检索非法规市场的海关出口数据，部分同类型厂家出口至墨西哥的马波沙星产品单价约为2,150元/公斤，略低于标的公司同类产品价格。

4、达格列净及盐酸贝那普利原料药市场价格

经检索非法规市场海关出口数据显示，部分同类型厂家供应的达格列净原料药单价约为6,300元/公斤，盐酸贝那普利原料药单价约为10,000元/公斤，价格高于标的公司相关产品售价。上述两款产品均已纳入国内集中带量采购名录，中标价格出现下降，符合集采销售以价换量的特征。国内仿制药企业通过规模效应与工艺优化有效控制了生产成本，推动国内制剂价格处于全球较低水平。在此背景下，标的公司上述产品面向国内集采市场的销售价格与出口至非法规市场的价格之间存在合理差异，体现了国内外市场定价机制的不同特征。

5、欧美市场与非法规市场价格差异的合理性分析

标的公司主要产品境外销售集中于欧美等法规市场。欧美作为全球医药主流市场，对原料药供应商的GMP合规水平、EHS管理体系和现场质量审计均设有严苛准入门槛，供应商认证投入更高、周期更长，准入难度显著高于非法规市场。据行业研究统计，欧美新建一个满足FDA及cGMP标准的规模化原料药生产工厂，单位产品综合生产成本约为国内的3.2-5.7倍，且单个项目自环评启动至量产达标的平均建设周期长达47个月。就制剂端而言，原料药成本占仿制药出厂价格的40%-60%；制剂企业引入新供应商，还需承担工艺验证、稳定性研究、注册申报及现场审计等费用，单次新增供应商的综合投入约48-100万美元。上述多重因素共同抬高了欧美法规市场的进入壁垒并支撑其价格水平，使产品售价显著高于非

法规市场，同时极大增加了下游客户更换供应商的难度。与之相对，非法规市场准入门槛较低、价格竞争更为充分，产品价格通常低于欧美法规市场。

综上所述，标的公司产品收入变化系行业市场化竞争所致，具有合理性。

另外，标的公司2025年在对报告期收入确认及业绩波动情况分析过程中，发现公司2025年确认与上海葆隆生物科技有限公司（以下简称“上海葆隆”）发生的技术转让收入264.15万元的确认时点存在瑕疵，根据合同约定需协助上海葆隆进行重现试验（通过电话会议或现场方式），虽然标的公司于2025年在标的公司实验室进行重现试验并取得双方签署的验收报告，但相关技术转让在上海葆隆现场实验小试重现发生于2026年6月，根据《企业会计准则第14号——收入》第五条规定及标的公司技术转让收入确认政策，基于谨慎性原则，该技术转让收入根据客户现场重现时间确认，故调整冲减2025年度收入264.15万元，相应调减营业成本81.03万元，考虑相关应收账款信用减值损失和所得税费用影响后减少2025年净利润144.43万元。

二、区分境内境外市场，结合主要产品的单价和单位成本，分析主要产品毛利率波动的原因及合理性，以及标的公司综合毛利率持续高于同行业的原因及合理性；

（一）区分境内境外市场，结合主要产品的单价和单位成本，分析主要产品毛利率波动的原因及合理性

1、主要适应症产品销售单价、单位成本及毛利率情况

单位：元/公斤

项目	市场	2026年1-4月			2025年度			2024年度		
		单价	单位成本	毛利率	单价	单位成本	毛利率	单价	单位成本	毛利率
兽用抗菌类适应症相关原料药产品	内销	1,955.18	1,626.75	16.80%	3,521.24	2,456.85	30.23%	3,560.11	2,214.64	37.79%
	外销	5,300.76	3,641.23	31.31%	7,225.82	4,098.72	43.28%	9,255.99	4,872.11	47.36%
	小计	5,103.46	3,522.43	30.98%	6,845.15	3,930.01	42.59%	8,914.94	4,712.99	47.13%
心血管类	内销	2,490.16	1,088.41	42.60%	3,109.76	1,421.77	51.93%	4,332.26	2,285.09	47.25%

项目	市场	2026年1-4月			2025年度			2024年度		
		单价	单位成本	毛利率	单价	单位成本	毛利率	单价	单位成本	毛利率
适应症相关原料药产品	外销	36,855.25	7,571.74	79.46%	29,432.85	4,928.51	83.26%	37,597.23	7,106.54	81.10%
	小计	2,921.72	1,150.43	48.43%	3,414.33	1,460.33	55.05%	4,826.30	2,356.70	51.17%
内分泌及代谢类适应症相关原料药产品	内销	3,628.21	2,919.38	19.54%	13,472.64	5,192.00	61.46%	16,638.38	6,053.90	63.61%
	外销	7,142.83	2,762.04	61.33%	8,266.00	2,977.69	63.98%	10,533.97	3,210.79	69.52%
	小计	5,762.91	2,823.82	51.00%	10,987.52	4,135.12	62.37%	12,998.66	4,358.71	66.47%

2、主要适应症产品平均单价、单位成本及毛利率变动情况

项目	市场	2026年1-4月			2025年度		
		单价变动率	单位成本变动率	毛利率变动	单价变动率	单位成本变动率	毛利率变动
兽用抗菌类适应症相关原料药产品	内销	-44.47%	-33.79%	-13.43%	-1.09%	10.94%	-7.57%
	外销	-26.64%	-11.16%	-11.97%	-21.93%	-15.87%	-4.09%
	小计	-25.44%	-10.37%	-11.61%	-23.22%	-16.61%	-4.55%
心血管类适应症相关原料药产品	内销	-19.92%	-23.45%	-9.33%	-28.22%	-37.78%	4.68%
	外销	25.22%	53.63%	-3.80%	-21.72%	-30.65%	2.16%
	小计	-14.43%	-21.22%	-6.62%	-29.26%	-38.03%	3.88%
内分泌及代谢类适应症相关原料药产品	内销	-73.07%	-43.77%	-41.93%	-19.03%	-14.24%	-2.15%
	外销	-13.59%	-7.24%	-2.65%	-21.53%	-7.26%	-5.54%
	小计	-47.55%	-31.71%	-11.37%	-15.47%	-5.13%	-4.10%

报告期内，标的公司产品销售价格有所波动，核心驱动因素为市场竞争情况。相关产品市场参与主体较多，市场化竞争充分；面对行业竞争环境变化，标的公司结合竞品定价、客户议价情况动态调整销售价格，由此带来产品售价波动。

报告期内，产品单位成本存在波动，主要受以下因素影响：一是随着主要产品订单量上升，生产批量增大，实现连续化生产，有效摊薄了制造费用及人工等

固定费用；二是叠加规模化采购带来的物料成本优化，使得产品单位制造成本下降；三是主要原材料采购价格随市场行情变动；四是标的公司通过生产工艺优化提升收率等方式达到降本增效的目标。

3、毛利率分析

报告期内，标的公司主营业务毛利率分别为51.02%、49.83%及43.81%，毛利率逐渐下降的原因主要系原料药生产企业竞争加剧，进一步加剧价格竞争，主要原料药销售均价下降，致使毛利率降低。其中主要产品毛利率分析如下：

（1）兽用抗菌类产品毛利率波动分析

兽用抗菌类产品报告期内毛利率分别为 47.13%、42.59%和 30.98%，呈逐年下降趋势，主要系市场竞争激烈泰拉霉素及马波沙星原料药产品售价承压，销售单价与毛利率均出现一定程度的下降。

1）泰拉霉素原料药

报告期内，泰拉霉素原料药毛利率呈持续下降趋势。

从收入端来看，原研厂家硕腾（Zoetis）公司相关核心专利于 2023-2024 年陆续到期，专利壁垒解除后国内多家企业实现量产，产能集中释放，行业竞争显著加剧。标的公司为稳固市场份额实施竞争性定价，销售单价逐年下行，同时市场份额受到挤压造成销量下滑，单价、销量双因素共同驱动该产品收入下降。

从成本端来看，报告期内泰拉霉素原料药单位生产成本逐年小幅下降，主要系原材料采购价格波动、生产工艺优化收率提升带来一定降本效果。

综合来看，产品销售单价持续下降是泰拉霉素原料药毛利率逐年走低的核心因素。尽管单位成本实现一定程度下降，但降幅小于销售单价降幅，单位毛利空间不断被压缩，最终使得泰拉霉素原料药毛利率下滑，后续随着标的公司持续改进工艺，收率提升，材料成本下降，毛利率预计有所上升。

2）马波沙星原料药

报告期内，马波沙星原料药毛利率逐年小幅下降。

从收入端来看，行业内同类产品生产企业增多，市场供给增加，市场竞争较为充分。为维护市场份额，产品销售单价呈平缓下行趋势。

从成本端来看，报告期内单位生产成本逐年走高，主要系马波沙星原料药所需的中间体在 2025 年之前主要由母公司江苏慧聚生产加工，2025 年起主要由子公司江苏慧臻生产供应，由于前期试生产产量小设备利用率较低，导致人工和制造费用较高、单位成本小幅上升。

综合来看，马波沙星原料药毛利率持续下降系收入端售价下行、成本端单位成本上涨双重因素叠加所致。售价小幅下降叠加单位成本逐年攀升，单位毛利持续收窄，使得毛利率呈现逐年走低态势。

（2）心血管类产品毛利率变动分析

心血管类产品报告期内毛利率分别为 51.17%、55.05%和 48.43%，呈先升后降趋势，其中核心产品沙库巴曲缬沙坦钠原料药毛利率受单位成本阶段性变化与销售价格持续下行的影响呈现先明显上升后略有下降的态势，盐酸贝那普利原料药毛利率整体保持相对平稳，其他毛利率相对较高的产品占比变化的贡献使得各年度毛利率的变动趋于缓和。

1) 沙库巴曲缬沙坦钠原料药

报告期内，沙库巴曲缬沙坦钠原料药毛利率有所波动。

从收入端来看，随着仿制药企业陆续获批上市，市场竞争逐步加剧，叠加相关药品集采常态化推进，行业价格竞争压力持续上升，产品销售单价自 2024 年起逐年下行。2026 年 6 月，因诺华原研药专利延期，短期内市场竞争压力缓解，标的公司已与客户针对该产品新签合同，销售价格已经提升。

从成本端来看，2025 年公司生产工艺持续优化、规模化生产效应显现，原材料单耗有所改善，单位生产成本较 2024 年下降；单位成本降幅显著超过销售单价降幅，推动毛利率提升。2026 年 1-4 月单位成本小幅回升，同时销售单价继续走低，双重因素共同作用下，毛利率较 2025 年有所回落。

整体来看，毛利率先升后降主要受单位成本阶段性变化与销售价格持续下行共同影响。2025 年规模化生产带来显著降本，对冲了售价下滑压力，毛利率明显

改善；2026 年 1-4 月下游制剂产品原研专利即将到期以及可能纳入集采的预期，销售价格下调，毛利空间收窄，毛利率有所下降。2026 年 6 月，原研专利保护延期五年，标的公司对方生和集团供应的该产品原料药销售价格回升，毛利率有所回升。

2) 盐酸贝那普利原料药

报告期内，盐酸贝那普利原料药毛利率整体保持平稳，呈现先小幅上升、略有回落的走势。

从收入端来看，盐酸贝那普利纳入第五批国家药品集采并持续开展续约，仿制药过评企业不断增加，市场竞争持续加剧，产品销售单价报告期内逐年下降。

从成本端来看，2025 年依托生产规模提升、工艺优化以及原材料采购成本下行，单位生产成本较 2024 年明显下降，单位成本降幅超过销售单价降幅，推动毛利率小幅提升。2026 年 1-4 月，销售单价继续下行，同时受原材料价格波动等影响，单位成本较 2025 年小幅回升，双重因素共同使得毛利率较上年有所回落。

总体而言，盐酸贝那普利原料药毛利率整体维持相对稳定的区间。2025 年规模效应带来的成本下降对冲了售价下滑压力，毛利率有所提升；2026 年 1-4 月售价持续走低叠加单位成本小幅反弹，毛利空间小幅收窄，毛利率有所下降。

(3) 内分泌及代谢类产品毛利率波动分析

内分泌及代谢类产品报告期内毛利率分别为 66.47%、62.37%和 51.00%，呈逐年下降趋势，其中主要产品达格列净原料药毛利率受 2026 年 1-4 月集采正式落地执行的影响销售价格持续下行，导致 2026 年 1-4 月单位毛利空间被压缩，毛利率降幅明显，苯甲酸阿格列汀原料药受境外核心客户需求扩大带动收入提升，较高毛利的产品销售占比提升抵消了部分境内集采产品毛利率下滑带来的不利影响。

1) 达格列净原料药

报告期内，达格列净原料药毛利率呈现下降趋势。

从收入端来看，达格列净为临床常用降糖药，2026 年正式落地第十一批国家药品集中采购，集采政策以量换价导致行业终端价格下跌，同时行业仿制药获批企业增多、市场竞争充分。受政策降价及市场化竞争双重影响，产品销售单价 2025 年有所下行，2026 年 1-4 月单价出现下降，通过以价换量对冲收入下降风险。

从成本端来看，2024 年达格列净商业化生产初期，由于工艺路线尚处于快速优化阶段，成本端尚处于高位。随着 2025 年后产量持续爬坡，工艺稳定性与生产效率显著提升，单位成本随之逐步下降。同时公司进一步深化供应链管理，通过优化采购策略、增强议价能力，使部分达格列净主要材料的采购成本得到有效控制，整体成本结构持续改善，使得单位成本有效下降。

综合来看，虽然报告期单位成本持续下降、成本端降本效果显著，2026 年 1-4 月集采政策落地引发的销售价格下滑形成较大影响，售价跌幅超过成本下降带来的利好，导致单位毛利空间被压缩，公司达格列净毛利率由前期高位回落，公司通过集采以价换量对冲收入下降风险。

2) 苯甲酸阿格列汀原料药

报告期内，苯甲酸阿格列汀原料药毛利率呈现下降趋势。

从收入端来看，境外核心客户对于该产品的需求增长带动了收入金额及占比的提升，但受市场竞争等因素影响，产品售价呈逐年下降趋势。

从成本端来看，产品成本各期保持相对稳定。

综合来看，苯甲酸阿格列汀原料药处于量增价跌的市场阶段，核心客户合作深度持续提升带动销量快速扩容，但受价格下行影响，盈利水平逐步承压，成本端保持稳定，毛利率逐年略有下降，整体仍保持较高的盈利水平。

（二）综合毛利率持续高于同行业的原因及合理性

1、标的公司综合毛利率与可比上市公司对比如下：

公司名称	2026年1-4月	2025年度	2024年度
美诺华	27.12%	35.04%	32.61%

公司名称	2026年1-4月	2025年度	2024年度
奥翔药业	62.39%	53.51%	54.23%
同和药业	28.55%	30.26%	33.01%
天宇股份	32.44%	37.09%	34.66%
博瑞医药	56.77%	50.83%	57.51%
平均值	41.45%	41.35%	42.40%
标的公司	43.76%	49.71%	50.93%

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

2、标的公司综合毛利率持续高于同行业可比公司平均水平的主要原因

（1）产品结构差异：标的公司专注于复杂小分子化学药物、多肽药物及核酸药物的关键中间体、特色原料药，技术壁垒较高，毛利率水平相对较高；

（2）客户结构优质：标的公司与默沙东、礼蓝动物保健公司、威隆集团、复乐敏集团、方生和、以岭药业等国内外知名客户建立长期稳定合作，客户粘性强，价格议价能力较强；

（3）定制化业务占比高：定制业务附加值较高，毛利率高于标准化产品。

（4）自主技术体系与专利储备赋予定价优势：标的公司全流程自主工艺降低原料药生产成本；专利自主、国际布局及晶型突破形成先发优势与定价权，使其能以低成本实现原研同等质量，并在竞争性售价下维持较高毛利水平。

上述因素具有商业合理性，标的公司毛利率水平与同行业可比公司相比处于合理区间。

三、补充披露境外客户大额合同订单的取得方式、执行过程、产品类型、各期确认收入金额、运输方式及运输费用承担、收入确认方式、结算及收款方式等，结合近年来国际贸易和关税等政策环境，说明境外销售收入是否存在重大不确定性，并量化测算境外收入下滑对慧聚药业盈利预测及业绩承诺的影响；

（一）境外客户大额合同订单的取得方式、执行过程、产品类型、各期确认收入金额、运输方式及运输费用承担、收入确认方式、结算及收款方式

上市公司在重组报告书“第四节 标的公司基本情况”之“七、主营业务发展情况”之“（五）销售情况和主要客户”之“3、主要客户销售情况”中补充披露如下：

（4）标的公司获取境外客户订单的情况

标的公司境外客户部分通过贸易商、推广服务商等渠道触达并维系合作关系，部分客户直接与标的公司建立业务联系。国际客户通常通过供应商准入程序、行业展会、客户推荐等方式建立合作关系，报告期内前五大外销客户情况具体如下：

客户名称	采购产品的下游产品名称	2024 年销售收入 (万元)	2025 年销售收入 (万元)	2026 年 1-4 月销售收入 (万元)	获客方式及合作历史	执行过程	运输方式及运输费用承担	收入确认方式	结算及收款方式
下诺夫哥罗德制药集团	合计	1,842.93	2,632.54	1,917.00	2019 年双方通过STADA集团(原母公司)引荐建立合作,合作至今未发生中断。	意向洽谈→签订合同→客户下订单→组织生产→完工入库→公司发货→出口报关→取得报关单和提单→确认收入	陆运、航空运输,标的公司承担或客户承担	以货物装运完毕并办理完成相关报关手续,取得提单后确认收入	90天内电汇
	苯甲酸阿格列汀原料药	1,842.93	2,632.54	1,917.00					
礼蓝动物保健公司	合计	4,386.59	1,887.71	1,209.49	合作始于2018年,Elanco购得两款动物药品注册权益,原注册权益持有人指定标的公司为原料供应商,双方由此建立合作并持续至今。	意向洽谈→签订合同→客户下订单→组织生产→完工入库→公司发货→出口报关→进口报关/到港交货→客户提货签收→确认收入	航空运输,标的公司承担	以将货物运输到客户指定地点,取得签收单后确认收入	90天内电汇
	泰拉霉素原料药	4,386.59	1,527.14	1,093.63					
	枸橼酸马罗匹坦原料药	-	360.57	115.86					
威隆集团	合计	4,043.92	5,831.86	1,550.23	双方最早于2004年通过合作伙伴介	意向洽谈→签订合同→客户下订单	航空运输,标的公司承担	以将货物运输到客户指定地点,取得	60天内电汇
	马波沙星原料药	4,011.90	5,486.85	1,491.32					

	丙芬溴胺原料药	32.02	90.01	58.14	绍建立合作关系,未发生过中断。	→组织生产 →完工入库 →公司发货 →出口报关 →进口报关/ 到港交货→ 客户提货签收→ 确认收入		签收单后确认收入	
	泰拉霉素原料药	-	255.00	-					
	枸橼酸马罗匹坦原料药	-	-	0.76					
客户一	合计	4,337.05	-	986.46	标的公司于2014年与该客户经展会建立联系,目前合作产品于2021年由其关联公司将相关产品的业务转移至该客户,双方开始业务合作联系。	意向洽谈→ 签订合同→ 客户下订单 →组织生产 →完工入库 →公司发货 →出口报关 →取得报关单和提单→ 确认收入	水路运输,标的公司承担	以货物装运完毕并办理完成相关报关手续,取得提单后确认收入	60天内电汇
	产品二	4,337.05	-	986.46					
复乐敏集团	合计	9,130.30	6,907.72	482.12	双方经展会建立联系,已有12-14年合作历史。	意向洽谈→ 签订合同→ 客户下订单 →组织生产 →完工入库 →公司发货 →出口报关	航空运输,标的公司承担	以货物装运完毕并办理完成相关报关手续,取得提单后确认收入	30天内电汇
	泰拉霉素原料药	9122.49	6,806.93	216.25					
	枸橼酸马罗匹坦原料药	7.49	3.53	-					
	匹莫苯丹原料药	0.32	97.08	265.87					

	盐酸贝那普利原料药	-	0.18	-		→取得报关单和提单→确认收入			
--	-----------	---	------	---	--	----------------	--	--	--

注：礼蓝动物保健公司包括 ELANCO ANIMAL HEALTH INC.、ELANCO TIERGESUNDHEIT AG、ELANCO US INC.、礼蓝（四川）动物保健有限公司；威隆集团包括 VETOQUINOL SA、Vetoquinol Biowet Spółka z o.o.；复乐敏集团包括 Flavine North America, Inc.、Flavine Pharma France SAS、复乐敏（上海）贸易有限公司。

（二）结合近年来国际贸易和关税等政策环境，说明境外销售收入是否存在重大不确定性，并量化测算境外收入下滑对慧聚药业盈利预测及业绩承诺的影响

1、结合近年来国际贸易和关税等政策环境，说明境外销售收入是否存在重大不确定性

标的公司境外业务主要销售原料药产品，主要外销市场为美国、德国、韩国、俄罗斯等区域。近年来，全球国际贸易、关税及监管政策存在一定变化，各主要出口目的地对药用原料药整体未出台针对性、持续性大幅加征关税的政策，原料药进出口主要遵循通用海关税则执行。

美国市场虽出台医药相关贸易政策，但相关加征关税条款主要针对专利药及其配套原料药，标的公司外销以仿制药对应的特色原料药为主，暂不属于该类政策直接征税对象；欧盟区域、俄罗斯、韩国与我国医药原料药贸易往来正常，关税政策整体保持稳定，未出现针对中国原料药的重大贸易壁垒、反倾销或高额加征关税措施。

标的公司境外客户均为长期合作的国际制药企业，合作协议稳定，产品完成对应国家和地区的注册、资质准入，具备合规出口基础。同时标的公司外销市场分布较为分散，单一国家收入占比未过度集中，能够在一定程度上缓释单一地区贸易政策变动带来的风险。

综上，虽然未来国际贸易、关税、进口监管政策仍存在一定潜在变动可能性，但主要外销国家关税及贸易政策未对标的公司业务产生重大不利影响，现有风险整体可控，标的公司境外销售收入不存在重大不确定性。

2、量化测算境外收入下滑对慧聚药业盈利预测及业绩承诺的影响

考虑国际贸易摩擦、宏观经济下行和市场竞争加剧，假设境外收入下滑5%-10%，基于2026年1-4月境外收入毛利率及境外收入占比，对2026年5-12月盈利预测及业绩承诺的影响如下：

单位：万元

项目	2026年5-12月预测境外收入	预测毛利率	毛利额	毛利变动金额	毛利变动金额占2026年5-12月预测净利润比例
盈利预测数据	27,947.49	48.85%	13,653.47	/	/
收入下滑5%	26,550.12	48.85%	12,970.80	-682.67	-5.55%
收入下滑10%	25,152.74	48.85%	12,288.12	-1,365.35	-11.09%

由上表可见，境外收入下滑对盈利预测及业绩承诺的影响在可控范围内。

四、标的公司相关产品集采中标情况、占报告期各期收入和毛利的比例，结合最近一期集采中标情况、产品需求变化、标的公司竞争优势等，分析集采中标对境内业务业绩预测和估值定价的影响；

（一）标的公司相关产品集采中标情况、占报告期各期收入和毛利的比例

1、标的公司相关产品最近一期集采中标情况

根据国家医疗保障局网站发布的信息，标的公司最近一期己酮可可碱缓释片和下游客户南京一心和沙库巴曲缬沙坦钠制剂（心衰适应症）进入第十二批国家药品集中带量采购目录，其中己酮可可碱缓释片为标的公司自有制剂产品，2026年2月获得药品注册批件，并已成功纳入国家第十二批集中带量采购目录；沙库巴曲缬沙坦钠原料药终端产品沙库巴曲缬沙坦钠制剂（心衰适应症）正式纳入第十二批国家药品集中带量采购目录。

2、标的公司相关产品占报告期各期收入和毛利的比例

单位：万元

产品名称	2026年1-4月			2025年			2024年		
	收入	收入占比	毛利的比例	收入	收入占比	毛利的比例	收入	收入占比	毛利的比例
沙库巴曲缬沙坦钠原料药	4,009.13	24.55%	豁免披露	6,861.36	11.72%	豁免披露	4,782.55	7.92%	豁免披露
己酮可可碱缓释片	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(二)结合最近一期集采中标情况、产品需求变化、标的公司竞争优劣势等,分析集采中标对境内业务业绩预测和估值定价的影响

1、最近一期集采中标情况对境内业务业绩预测和估值定价的影响

针对最近一期集采中标情况,标的公司已酮可可碱缓释片和沙库巴曲缬沙坦钠原料药终端制剂产品(心衰适应症)已进入集采,境内业务业绩预测和估值定价已考虑相关产品纳入集采的因素。

(1) 己酮可可碱缓释片

己酮可可碱缓释片产品标的公司盈利预测时已考虑集采的预期可能对该产品的影响,标的公司预测的销售单价略低于产品最终集采中标单价,根据集采以价换量的政策,后续产品预计能够保障稳定持续的供应量,标的公司该产品销量预测具有较大的可实现性,产品相关业绩预测已较为谨慎,己酮可可碱缓释片集采的正式落地对标的公司估值不会产生重大不利影响。

(2) 沙库巴曲缬沙坦钠原料药

沙库巴曲缬沙坦钠原料药的终端制剂产品进入国家第十二批集采。该产品适应症涵盖心衰和高血压治疗领域,其中心衰适应症进入了国家第十二批集采,高血压适应症因原研专利延期至2031年未被纳入。

沙库巴曲缬沙坦钠心衰适应症共十五家进入集采,除方生和、原研厂家诺华以及少数几家与原研诺华达成和解授权的仿制药厂家,其他多数仿制药生产厂家虽通过心衰适应症进入集采,但由于高血压适应症仍处于专利保护期内,其他多数仿制药厂家应当完成说明书变更(删除高血压适应症)方可合法批量生产供应(心衰适应症)集采市场,即其他多数仿制药厂家的药品包装仅可以列示心衰适应症,不得列示高血压适应症。

因此,专利保护期内只有原研诺华、方生和集团或者少数获诺华授权的厂家可以进入高血压市场,其他仿制药厂家仍然无法进入高血压适应症的药品市场抢占份额。标的公司系方生和集团针对沙库巴曲缬沙坦钠原料药的核心供应商,具备持续、高效地为方生和集团供应该原料药的能力。集采中标后,方生和已与标的公司签署采购协议,增加相应原料药的采购量。

方生和的沙库巴曲缬沙坦钠制剂纳入集采后，将呈现制剂产品单价下行、销售费用显著下降、销量大幅提升的经营特征。伴随集采落地后制剂销量扩容，方生和的原料药需求将同步增长，标的公司与方生和构建起互利共生、相互依存的产业协作格局，二者业务发展相互依托、彼此赋能。标的公司供应沙库巴曲缬沙坦钠原料药单价将维持相对稳定。考虑上述集采可能带来的价格影响，公司在销售预测时已在现有单价基数上进行一定程度的下调，确保估值参数审慎合理。

本次估值定价已充分考虑集采政策带来的产业链传导影响，结合集采落地预期、市场竞争态势对产品单价、销量及盈利水平做出审慎假设，相关影响已纳入评估预测参数，业绩预测及估值结果具备合理性，相关集采政策不会对公司估值产生重大不利影响。

2、产品需求变化对境内业务业绩预测和估值定价的影响

（1）己酮可可碱缓释片市场需求相对平稳，标的公司预测期收入业务量相对较低，对标的公司业务影响较小。

（2）沙库巴曲缬沙坦钠制剂市场需求较大，标的公司相关原料药业务规模较高。其终端制剂沙库巴曲缬沙坦钠片涵盖心衰、高血压两大适应症；其中原发性高血压适应症受核心晶型专利延长5年保护，未纳入国家集采，心衰适应症制剂已纳入第十二批国家药品集中带量采购。

从终端市场结构来看，高血压适应症占据该制剂主要市场份额。根据行业研究数据，国内心血管病患病率持续上升，推算全国心血管病现患人数约3.3亿，其中高血压患者约2.45亿，心衰患者约890万。高血压适应症对应的终端市场容量显著高于心衰适应症，终端需求基数更大、价格维护能力更强。尽管心衰适应症制剂受集采影响，但受高血压适应症主导市场的支撑，预计该原料药的销售数量及价格整体能够维持相对稳定。

因此，产品需求变化对沙库巴曲缬沙坦钠原料药境内业务业绩预测存在一定影响，但整体影响有限，相关需求因素已在本次估值定价的收入、毛利率假设中予以充分考量。

3、标的公司竞争优势对境内业务业绩预测和估值定价的影响

标的公司在研发体系、核心技术壁垒、优质客户资源方面具备显著竞争优势，相关竞争优势对境内业务的收入稳定性、盈利持续性及估值合理性形成有力支撑。

同时，行业层面随着特色原料药赛道参与者逐步增多，行业市场化竞争有所加剧，存在一定的竞争压力。但相较于行业普通企业，标的公司依托研发、技术、成本端的持续工艺优化、高壁垒产品及优质客户的综合竞争优势，抗风险能力、市场拓展能力显著优于行业平均水平，能够有效对冲行业竞争及集采政策传导带来的边际压力。

综上，标的公司核心竞争优势显著，竞争劣势及行业竞争压力整体可控。公司技术壁垒高、产品结构优质、客户粘性强的核心特征，保障了境内业务收入、销量及毛利率的稳定性与可持续性。本次业绩预测充分结合公司核心竞争能力与行业竞争格局审慎测算，集采传导、市场竞争等潜在不利影响已充分考量并合理对冲，标的公司竞争优劣势情况对本次境内业务业绩预测合理性、估值定价公允性无重大不利影响。集采中标及行业需求、竞争变化不会对境内业务业绩预测合理性、本次估值定价公允性造成重大不利影响，整体影响可控。

五、量化分析新增工厂折旧及员工薪酬对经营业绩的影响，说明不考虑前述影响下标的公司业绩波动情况及原因；

（一）新增工厂折旧及员工薪酬对经营业绩的量化影响

标的公司子公司江苏慧臻药业有限公司于2024年开始建设原料药工厂，陆续外购固定资产且投入较大，南通慧聚新建制剂工厂于2025年第二季度建设完工，在建工程转为固定资产并同步购置生产设备，导致公司整体固定资产净值从2024年末的3.23亿元增长至2025年末的4.98亿元。

1、新增工厂折旧的影响分析

南通慧聚和江苏慧臻新增工厂的固定资产（包括厂房、机器设备等）投入，根据其使用年限和残值率，按照直线法计提折旧，计入生产成本或管理费用。相关主要各年折旧影响金额如下：

单位：万元

主体	资产类别	2026年4月30日 固定资产原值	2026年1-4月 折旧金额	2025年 折旧金额	2024年 折旧金额	影响科目
南通 慧聚	房屋及 建筑物	9,154.28	148.73	306.98	5.52	生产成本/ 管理费用 等
	机器设 备	9,165.09	261.46	574.01	24.48	生产成本/ 管理费用 等
	办公及 其他设 备	1,377.48	45.86	92.51	19.47	生产成本/ 管理费用 等
	小计	19,696.85	456.05	973.49	49.47	
江苏 慧臻	房屋及 建筑物	9,579.76	160.96	392.98	130.66	生产成本/ 管理费用 等
	机器设 备	1,925.70	49.65	100.54	-	生产成本/ 管理费用 等
	办公及 其他设 备	3,841.47	144.78	416.18	186.18	生产成本/ 管理费用 等
	小计	15,346.93	355.40	909.70	316.84	
合计		35,043.78	811.44	1,883.20	366.31	-

注：南通慧聚新增固定资产折旧计算时未包含从合并范围内子公司江苏慧茂购入的资产。

新增南通慧聚和江苏慧臻工厂截至2026年4月30日固定资产约3.50亿元，根据相关资产类别折旧年限计算，2024年、2025年、2026年1-4月折旧额增加约366.31万元、1,883.20万元、811.44万元。

2、新增工厂员工薪酬的影响分析

公司主要新设子公司职工薪酬的金额情况列示如下：

单位：万元

主体	2026年1-4月	2025年度	2024年度
南通慧聚	492.85	1,564.31	646.19
江苏慧臻	476.77	1,355.12	601.03
医药销售	133.92	342.61	156.99
江苏慧萌	35.18	-	-
合计	1,138.72	3,262.04	1,404.21

标的公司新增工厂招聘新员工，员工薪酬同比增加，2024年、2025年、2026

年1-4月南通慧聚、江苏慧臻、慧聚医药等子公司职工薪酬合计发生1,404.21万元、3,262.04万元、1,138.72万元，增幅较大。

(二) 不考虑前述影响下标的公司业绩波动情况及原因

单位：万元

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
营业收入	16,331.09	58,276.76	60,376.12
利润总额	-837.74	6,649.29	12,835.43
净利润	-241.96	7,378.14	11,853.37
净利润变动率	-109.84%	-37.75%	-
新增工厂折旧影响	811.44	1,883.20	366.31
新增工厂人工影响	1,138.72	3,262.04	1,404.21
剔除上述影响后利润总额	1,112.42	11,794.53	14,605.95
剔除上述影响后净利润	1,220.66	11,237.07	13,181.26
剔除上述影响后净利润变动率	-67.41%	-14.75%	-

注：剔除后净利润计算公式为：净利润+（新增工厂折旧影响+新增工厂人工影响）*0.75，剔除上述影响后净利润变动率已考虑年化影响。

若剔除新增工厂折旧及员工薪酬的影响，标的公司2025年净利润为11,237.07万元，较2024年下降14.75%，主要原因系泰拉霉素等核心产品市场竞争加剧价格下降所致。该降幅与行业整体趋势基本一致，具有合理性。

随着江苏慧臻原料药工厂与南通慧聚制剂工厂后续陆续投产并形成规模化销售，折旧摊销以及新增员工薪酬对净利润的影响将逐步消化。

六、说明标的公司本年经营活动现金流量恶化的原因及合理性，是否存在放宽信用政策刺激销售，与同行业上市公司是否存在显著差异

(一) 经营活动现金流量恶化的具体表现

1、各期经营活动现金流量净额变动情况

单位：万元

项目	2026年1-4月	2025年度	变动幅度
经营活动现金流入小计	12,979.57	62,532.26	-37.73%
经营活动现金流出小计	17,044.71	48,713.58	4.97%
经营活动产生的现金流量净额	-4,065.14	13,818.69	-188.25%

净利润	-241.96	7,378.14	-109.84%
差异率（经营现金流净额/净利润）	16.80	1.87	-

注：变动幅度为年化后的变动幅度系年化后的变动

2、与净利润差异的勾稽关系

单位：万元

项目	2026年1-4月		2025年度		变动幅度
	金额	占比	金额	占比	
净利润	-241.96	5.95%	7,378.14	53.39%	-109.65%
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,783.65	-43.88%	4,667.78	33.78%	14.64%
存货的减少(增加以“—”号填列)	-3,243.27	79.78%	-8,407.01	-60.84%	15.73%
经营性应收项目的减少(增加以“—”号填列)	-3,146.70	77.41%	545.14	3.94%	-1831.69%
经营性应付项目的增加(减少以“—”号填列)	-602.47	14.82%	7,802.92	56.47%	-123.16%
其他影响	1,385.61	-34.09%	1,831.72	13.26%	126.94%
经营活动产生的现金流量净额	-4,065.14	100.00%	13,818.69	100.00%	-188.25%

注：变动幅度为年化后的变动幅度系年化后的变动

（二）经营活动现金流量恶化的原因及合理性

2026年1-4月，标的公司经营活动产生的现金流量净额转负，主要原因包括：

1、经营性应收项目金额增加：部分主要客户大额订单交付后根据合同约定尚未到结算期，导致应收账款增长较大，经营活动现金流入减少，相关应收款项尚在信用期内；

2、营业收入下降：2026年1-4月因部分主要产品如泰拉霉素市场竞争加剧等因素营业收入较上年同期下降，经营活动现金流入相应减少；

3、存货增加：报告期各期末存货账面价值分别为2.04亿元、2.81亿元、3.11亿元，标的公司结合在手订单、销售预测情况和原材料预计价格变动趋势等原因对主要产品及相关材料进行提前备货，存货占用资金增加，导致经营性现金流出较大，使得经营活动净现金流下降。

（三）是否存在放宽信用政策刺激销售

标的公司2026年1-4月主要客户不存在放宽信用政策刺激销售的情形。经营

性应收项目金额增加主要受部分主要客户产品交付后尚未到结算期，导致应收账款增长较多所致，具备合理商业背景，截至2026年7月31日，标的公司应收账款余额前十大客户回款金额8,263.37万元，回款率84.70%，不存在因放宽信用政策导致回款速度变慢的情形。

（四）与同行业上市公司是否存在显著差异

1、经营活动现金流量净额与同行业对比

单位：万元

公司名称	2026年1-4月	2025年度
美诺华	-2,617.90	15,756.28
奥翔药业	-3,403.50	15,650.89
同和药业	2,246.27	20,207.07
天宇股份	13,064.10	47,356.77
博瑞医药	-11,126.47	32,519.08
同行业平均值	-367.50	26,298.02
标的公司	-4,065.14	13,818.69

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

标的公司经营活动现金流量净额变化趋势与同行业可比公司基本一致，未出现显著异常。

七、请独立财务顾问核查并发表明确意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

1、针对收入确认及业绩波动事项：获取并检查标的公司报告期内销售合同、销售订单、出库单、客户签收单、报关单、提单等原始凭证，核查收入确认的真实性和准确性；对境内外主要客户实施函证程序，确认报告期各期销售金额、应收账款余额，报告期各期应收账款及销售收入函证总体情况如下所示：

（1）销售收入函证情况

单位：万元

项目	公式	2026年1-4月	2025年度	2024年度
营业收入	①	16,331.09	58,276.76	60,376.12
发函金额	②	13,833.10	54,220.30	54,621.19
发函比例	③=②/①	84.70%	93.04%	90.47%
回函相符金额	④	7,500.42	36,031.97	36,300.01
回函相符比例	⑤=④/①	45.93%	61.83%	60.12%
回函不符金额	⑥	5,220.00	17,379.68	18,268.89
回函不符比例	⑦=⑥/①	31.96%	29.82%	30.26%
回函不符经调节后可确认金额	⑧	5,220.00	17,379.68	18,268.89
未回函金额	⑨	1,112.67	808.65	52.29
未回函比例	⑩=⑨/①	6.81%	1.39%	0.09%
未回函经替代测试后可确认金额	⑪	1,112.67	808.65	52.29
回函及替代测试可确认金额合计	⑫=④+⑧+⑪	13,833.10	54,220.30	54,621.19
回函及替代测试可确认比例	⑬=⑫/①	84.70%	93.04%	90.47%

(2) 应收账款函证情况

单位：万元

项目	公式	2026.4.30	2025.12.31	2024.12.31
应收账款余额	①	12,094.67	8,756.89	11,794.97
发函金额	②	9,363.78	8,533.51	10,728.88
发函比例	③=②/①	77.42%	97.45%	90.96%
回函相符金额	④	4,463.85	2,498.35	4,958.07
回函相符比例	⑤=④/①	36.91%	28.53%	42.04%
回函不符金额	⑥	4,311.30	5,748.97	5,560.05
回函不符比例	⑦=⑥/①	35.65%	65.65%	47.14%
回函不符经调节后可确认金额	⑧	4,311.30	5,748.97	5,560.05
未回函金额	⑨	588.63	286.19	210.75
未回函比例	⑩=⑨/①	4.87%	3.27%	1.79%
未回函经替代测试后可确认金额	⑪	588.63	286.19	210.75
回函及替代测试可确认金额合计	⑫=④+⑧+⑪	9,363.78	8,533.51	10,728.88
回函及替代测试可确认比例	⑬=⑫/①	77.42%	97.45%	90.96%

对主要客户进行访谈，了解客户合作历史、交易背景、合同执行情况以及是否

存在关联关系；获取标的公司产品销售收入明细表，按产品类别、客户、区域进行分析，核查收入波动的合理性，客户走访总体情况如下：

单位：万元

项目	2026年1-4月	2025年度	2024年度
走访客户对应收入金额	11,799.04	48,131.81	46,674.30
走访客户收入占营业收入比例	72.25%	82.59%	77.31%
走访客户应收账款余额	9,026.27	7,203.06	10,065.34
走访客户应收账款余额占比	74.63%	82.26%	85.34%

了解公司主要原料药产品的市场同类产品销售情况，未见公开信息对相关产品价格的披露；检查境外客户的运输单据、报关单、提单等物流凭证，核实收入确认时点的准确性；获取标的公司应收账款和预收款项明细，核查是否存在提前确认收入的情形；检查期后退货及回款情况，核实收入确认的真实性；获取标的公司集采中标相关文件，分析集采对境内业务的影响。

2、针对毛利率波动情况：获取标的公司产品成本计算表，按产品类别分析单位成本的构成及变动原因；对比标的公司综合毛利率与同行业可比公司的差异，分析差异原因及合理性；获取主要原材料采购合同及价格信息，分析原材料价格波动对毛利率的影响；获取标的公司报告期内分产品、分区域的毛利率分析表，核查毛利率波动原因。

3、针对境外销售收入及不确定性：获取标的公司境外销售台账，核查境外客户订单的取得方式、执行过程、产品类型、收入确认金额、运输方式、结算方式等；查阅国际贸易政策和关税政策变化的相关资料，评估对标的公司境外销售的影响；量化测算境外收入下滑对盈利预测及业绩承诺的影响，进行敏感性分析。

4、针对新增工厂折旧及员工薪酬的影响：获取标的公司固定资产明细表，核查在建工程转固的时点、金额及折旧计提情况；检查新增固定资产的采购合同、验收单据及折旧计算表，重新计算折旧金额的准确性；获取标的公司员工薪酬明细表，分析人均薪酬变动的原因及合理性；量化分析新增折旧及员工薪酬对净利润的影响金额。

5、针对经营活动现金流量：获取标的公司现金流量表的编制基础，核查经

营活动现金流量的构成及变动原因；获取标的公司应收账款账龄分析表，核查回款情况及信用政策执行情况；检查标的公司信用政策文件，核实是否存在放宽信用政策的情形；对比同行业可比公司经营活动现金流量情况，分析差异原因。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、关于收入确认及业绩波动：标的公司报告期内收入下滑原因主要系市场竞争加剧，具有商业合理性，收入变化趋势与行业整体情况基本一致。在收入核查过程中，会计师发现标的公司2025年确认与上海葆隆生物科技有限公司（以下简称“上海葆隆”）发生的技术转让收入264.15万元确认时点存在瑕疵，根据合同约定需协助上海葆隆进行重现试验（通过电话会议或现场方式），虽然标的公司于2025年在标的公司实验室进行重现试验并取得双方签署的验收报告，但相关技术转让在上海葆隆现场实验小试重现发生于2026年6月，根据《企业会计准则第14号——收入》第五条规定及标的公司技术转让收入确认政策，基于谨慎性原则，该技术转让收入根据客户现场重现时间确认，故调整冲减2025年度收入264.15万元，相应调减营业成本81.03万元，考虑相关应收账款信用减值损失和所得税费用影响后减少2025年净利润144.43万元。经上述调整后，标的公司已按照企业会计准则的规定确认收入，收入确认依据充分。

2、关于毛利率波动：标的公司综合毛利率波动原因合理，与同行业可比公司相比，毛利率水平存在差异主要系产品结构、客户结构及业务模式差异所致，具有商业合理性。

3、关于境外销售收入：标的公司境外销售收入确认方式符合企业会计准则的规定，境外客户交易真实、价格公允，境外销售收入不存在重大不确定性。但需关注国际贸易政策变化对境外销售的影响，上述影响已在盈利预测和业绩承诺中予以考虑。

4、关于集采影响：本次业绩预测充分结合公司核心竞争能力与行业竞争格局审慎测算，集采传导、市场竞争等潜在不利影响已充分考量并合理对冲，预计集采中标及行业需求、竞争变化不会对境内业务业绩预测合理性、本次估值定价公允性造成重大不利影响，整体影响可控。

5、关于新增工厂折旧及员工薪酬：标的公司新增工厂折旧及员工薪酬对经营业绩的影响已量化分析，相关因素对标的公司业绩造成阶段性影响。不考虑前述影响下，标的公司2025年度业绩波动较小，2026年下降较大主要由部分产品市场竞争加剧导致产品价格下降所致，具有合理性，标的公司已通过工艺优化等方式降本增效，预计未来毛利率将有所回升。会计师在对上述费用核查过程中，关注到标的公司将委外废水处理部分支出计入安全生产费，冲减专项储备，该类支出属于污染治理环保支出，不属于《企业安全生产费用提取和使用管理办法》二十二条中列明的安全生产相关支出，应直接计入制造费用/管理费用-环保支出。针对上述情形，标的公司对2024年至2026年4月财务数据进行更正修订，报告期内将冲减专项储备的174.15万元、180.08万元、32.35万元进行调整增加管理费用-环保费用支出。经调整后，标的公司财务报表已对相关事项准确列报。

6、关于经营活动现金流量：标的公司经营活动现金流量恶化原因主要系大额订单期末交货导致应收款项增加、营业收入下降及存货备货量增加所致，不存在放宽信用政策刺激销售的情形，与同行业可比公司无显著差异。标的公司已采取催收应收款项、积极开拓客户市场及消化库存等相应措施改善现金流状况。

问题 5. 关于主要资产。草案显示，报告期各期末，标的公司存货账面价值分别为 2.04 亿元、2.80 亿元和 3.10 亿元，占总资产的比例分别为 16.89%、20.13% 和 22.62%，占比较高。公司存在原材料计提跌价准备的情形，报告期内对外出售产品的毛利率下滑明显。报告期各期末，标的公司固定资产净值分别为 3.23 亿元、4.98 亿元、4.94 亿元，占总资产的比例分别为 26.75%、35.85%和 36.03%，未计提减值准备。报告期内，标的公司原料药产能利用率分别为 68.86%、74.26%、72.85%。

请公司补充披露：（1）报告期各期末原材料、库存商品、在产品项下各明细项目的名称、金额、单价、库龄及有效期情况；（2）结合公司的生产模式、产品生产周期、经营情况等，说明标的公司确定备货量的方法，进而分析各期末各类存货余额波动的原因及合理性；（3）标的公司存货跌价计提政策和计提比例与同行业可比公司的比较情况，结合原材料、库存商品的价格变动趋势、存货跌价的出现时点等，分析原材料跌价准备的原因及合理性、存货跌价准备计提的及时性及充分性；（4）结合标的公司报告期内产能利用率、产销率以及业绩下

滑等情况，分析说明固定资产未计提过减值的原因及合理性。请独立财务顾问、会计师核查并发表明确意见。

回复：

一、报告期各期末原材料、库存商品、在产品项下各明细项目的名称、金额、单价、库龄及有效期情况；

上市公司在重组报告书“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（一）财务状况分析”之“1、资产构成分析”之“（6）存货”中补充披露如下：

1) 存货整体构成情况

报告期各期末，标的公司存货账面价值分别为2.04亿元、2.81亿元、3.11亿元，占总资产比例分别为16.89%、20.21%、22.70%，呈持续上升趋势。

2) 各明细项目具体情况

①原材料

明细项目	2026年4月末	2025年末	2024年末
原材料账面余额（万元）	4,911.23	2,676.62	3,032.37
占存货比例	14.82%	8.91%	13.42%
库龄分布(1年以内占比)	85.43%	76.48%	68.09%

原材料主要包括：原料、溶剂，辅料、备品备件、催化剂等。标的公司原材料性质稳定，在特定环境和温度下储存可以存放较长时间，通常标的公司会对相应材料在复检周期内定期抽检，复检周期0.5-4年不等，报告期内未见明显过期无法使用的存货情形。

原材料中主要明细项目的名称、金额、单价、库龄如下：

单位：元、元/公斤

2026年4月末				
明细项目名称	账面余额	占原材料账面余额比例	单价	库龄
原材料二	16,155,751.52	32.90%	991.15	1年以内
原材料一	3,121,043.99	6.35%	276.20	1年以内

原材料三	2,743,539.56	5.59%	538.05	1年以内
原材料七	1,273,112.88	2.59%	979.32	1年以内
原材料十	1,196,269.93	2.44%	2,008.85	1年以内
小计	24,489,717.88	49.86%		
2025年末				
明细项目名称	账面余额	占原材料账面 余额比例	单价	库龄
原材料四	2,445,693.37	9.14%	376.50	1年以内
原材料八	1,694,194.54	6.33%	810.62	1年以内
原材料二	1,486,725.60	5.55%	991.15	1年以内
原材料七	1,097,638.29	4.10%	440.55	1年以内
原材料九	962,389.34	3.60%	641.59	1年以内
小计	7,686,641.14	28.72%		
2024年末				
明细项目名称	账面余额	占原材料账面 余额比例	单价	库龄
原材料三	2,588,521.76	8.54%	588.30	1-2年
原材料六	2,150,335.39	7.09%	605.15	1年以内
原材料五	1,744,215.35	5.75%	903.27	1年以内
原材料一	1,722,118.85	5.68%	314.96	1年以内
原材料二	1,273,112.88	4.20%	979.32	1年以内
小计	9,478,304.23	31.26%		

②库存商品

单位：万元

明细项目	2026年4月末	2025年末	2024年末
库存商品账面余额	9,506.99	10,055.15	6,919.64
占存货比例	28.68%	33.47%	30.63%
库存商品库龄占比情况	100.00%	100.00%	100.00%
其中：1年以内	59.84%	64.71%	48.57%
1-2年	12.85%	9.73%	22.78%
2-3年	12.62%	12.88%	12.97%
3年以上	14.69%	12.68%	15.68%
库存商品有效期/复验期情况	9,506.99	10,055.15	6,919.64
其中：1年有效期内/复验期金额（含1年）	2,739.05	2,408.04	2,179.16

1-2年有效期/复验期金额（不含1年）	2,069.28	2,916.81	1,834.89
3年有效期/复验期金额	2,158.77	2,204.43	1,592.84
4年有效期/复验期金额	2,499.95	2,485.93	1,300.85
5年有效期/复验期金额	39.94	39.94	11.91

库存商品主要包括：成品原料药、中间体化合物、制剂等，标的公司严格管控原料药成品质量，完整登记每批次成品有效期/复验期；库房分区合规储存，对临近复验期产品及时复检，到期物料或报废物料及时提请报废流程，整体存货风险可控。

库存商品中主要明细项目的名称、金额、单价、库龄及有效期情况如下：

单位：元、元/公斤

2026年4月末					
明细项目名称	账面余额	占库存商品账面余额比例	单价	库龄	是否在有效期/复验期内
产品二	6,252,701.58	6.58%	2,232.25	1年以内	是
产品三	5,110,706.16	5.38%	2,766.87	1年以内	是
产品十一	3,957,324.25	4.16%	2,672.93	1年以内	是
	3,367.89	0.00%	2,672.93	1-2年	
产品五	1,768,705.76	1.86%	62,454.30	1-2年	是
	1,502,650.45	1.58%	62,454.30	2-3年	
	331,007.79	0.35%	62,454.30	3年以上	否，已计提减值
产品六	2,931,428.51	3.08%	23,278.24	3年以上	否，已计提减值
小计	21,857,892.39	22.99%			
2025年末					
明细项目名称	账面余额	占库存商品账面余额比例	单价	库龄	是否在有效期/复验期内
产品九	7,353,752.24	7.31%	1,165.40	1年以内	是
	514,583.78	0.51%	1,165.40	1-2年	
产品十	5,511,209.60	5.48%	7,126.13	1年以内	是
产品十一	1,223.23	0.00%	2,718.29	1-2年	是
	5,393,575.26	5.36%	2,718.29	1年以内	
产品八	4,880,144.70	4.85%	2,274.70	1年以内	是

产品三	3,026,372.98	3.01%	2,358.72	1年以内	是
小计	26,680,861.79	26.52%			
2024年末					
明细项目名称	账面余额	占库存商品账面余额比例	单价	库龄	是否在有效期/复验期内
产品五	2,082,850.88	3.01%	62,454.30	1-2年	是
	1,769,954.84	2.56%	62,454.30	1年以内	
	331,007.79	0.48%	62,454.30	2-3年	
产品九	3,507,233.80	5.07%	1,742.20	1年以内	是
产品十三	2,989,490.42	4.32%	174,721.82	1-2年	是
	10,133.86	0.01%	174,721.72	3年以上	
产品六	2,931,428.51	4.24%	23,278.24	3年以上	否,已计提减值
产品十四	2,786,178.04	4.03%	1,749.07	1年以内	是
小计	16,408,278.14	23.71%			

③在产品

明细项目	2026年4月末	2025年末	2024年末
在产品账面余额(万元)	14,758.08	14,550.87	10,426.52
占存货比例	44.53%	48.43%	46.16%
库龄分布(1年以内占比)	91.85%	93.33%	92.75%

在产品主要为中间体化合物，标的公司通常将产品生产至能稳定存放的半成品形态进行保存，在特定环境和温度下储存可以存放较长时间，通常标的公司会对相应材料定期抽检，确保相应在产品质量不存在问题，报告期内未见明显过期无法使用的存货情形。

在产品中主要明细项目的名称、金额、单价、库龄如下：

单位：元、元/公斤

2026年4月末				
明细项目名称	账面余额	占在产品账面余额比例	单价	库龄
在产品五	63,166,966.24	42.80%	6,254.00	1年以内
在产品四	14,227,747.14	9.64%	1,044.92	1年以内
在产品二	7,427,573.60	5.03%	1,217.19	1年以内

在产品六	5,378,215.27	3.64%	2,518.10	1年以内
在产品三	2,147,375.97	1.46%	1,179.65	1年以内
小计	92,347,878.22	62.57%		
2025年末				
明细项目名称	账面余额	占在产品账面余额比例	单价	库龄
在产品五	66,628,582.88	45.79%	5,473.52	1年以内
在产品四	12,157,385.31	8.36%	1,109.19	1年以内
在产品一	8,075,054.68	5.55%	1,463.77	1年以内
在产品六	6,670,399.80	4.58%	2,465.54	1年以内
在产品三	2,028,036.35	1.39%	5,473.52	1年以内
小计	95,559,459.02	65.67%		
2024年末				
明细项目名称	账面余额	占在产品账面余额比例	单价	库龄
在产品五	31,882,341.84	30.58%	7,818.75	1年以内
在产品三	9,984,262.76	9.58%	1,792.76	1年以内
在产品四	5,120,277.60	4.91%	2,052.06	1年以内
在产品七	3,550,826.44	3.41%	2,529.70	1年以内
在产品二	3,227,049.05	3.10%	2,005.57	1年以内
小计	53,764,757.69	51.57%		

二、结合公司的生产模式、产品生产周期、经营情况等，说明标的公司确定备货量的方法，进而分析各期末各类存货余额波动的原因及合理性；

上市公司在重组报告书“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（一）财务状况分析”之“1、资产构成分析”之“（6）存货”中补充披露如下：

3）标的公司生产模式及备货方法

标的公司主要从事复杂小分子化学药物及多肽药物、核酸药物的关键中间体、特色原料药及制剂的研发、生产与销售，为客户提供定制研发生产（CDMO）服务，并依托自研药品技术开展技术转让、联合开发及商业化收益分成合作。其生产模式及备货方法如下：

①生产模式：采用“以销定产”为主、结合“适度备货”的生产模式。对于有明确订单的自研产品及CDMO项目，根据客户订单安排生产计划；对于部分市场前景较好的通用产品，结合市场预判适度备货。

②产品生产周期：原料药及中间体产品从投料到产出成品，生产周期一般为30-90天；制剂产品生产周期相对较短，一般为15-30天。

③备货量确定方法：

A. 对于在手订单覆盖的产品，按订单量+安全库存量确定备货量；

B. 对于通用产品，基于历史销售数据、市场预测及客户意向，按1-3个月销售量备货；

C. 对于原材料，根据生产计划、采购周期、价格波动趋势等因素综合确定备货量。

4) 各期末存货余额波动的原因及合理性

报告期各期末，存货账面价值持续增长，主要原因如下：

①业务规模扩大：标的公司新建工厂投产后，生产规模扩大，原材料储备及在产品相应增加。

②战略备货：部分主要原材料市场供需平衡受政策、产能周期及临床需求等多重因素影响，呈现出阶段性波动特征，标的公司结合对原材料市场价格波动趋势的预判对部分关键原料进行战略备货，增加了部分主要原材料和中间体库存。

③销售节奏影响：部分产品生产完成后，因客户订单执行周期的安排，尚未及时发货，导致库存商品余额增加。

④CDMO项目执行周期影响：CDMO业务执行周期较长，并且涉及多品种、小批量生产，项目执行过程中会产生一定规模的半成品及在产品库存，随着相关项目的推进和商业化落地，相关产品库存将逐步消化。

报告期各期末各类存货账面余额按最终产品分类情况如下：

单位：万元

项目	2026年4月末	2025年末	2024年末
存货账面余额	33,143.80	30,042.21	22,587.64
其中：产品十	8,573.51	7,636.68	3,890.23
产品九	2,152.04	2,551.94	1,205.76
产品八	1,720.28	1,397.91	2,108.77
产品十一	1,891.32	1,708.78	1,165.84
FBB	1,082.62	1,018.97	585.92
产品四	933.74	883.83	641.84
产品十二	1,006.95	797.15	603.93
产品三	926.43	1,110.14	218.16
产品二	1,003.84	791.94	125.86
产品七	605.34	605.12	446.07
其他	13,247.73	11,539.75	11,595.26

注：上述分产品的存货包含原材料、在产品 and 产成品等多种形态。另外FBB系创新药，尚无具体名称。

如上表所示，2025年末和2026年4月末存货余额分别增长7,454.57万元、3,101.59万元，变动比例分别为33.00%和10.32%，2025年末增幅较大主要系产品十、产品九、产品三等产品备货增加导致，2026年4月末存货呈小幅上升趋势主要系根据订单备货及部分客户订单执行周期的安排，尚未及时发货，导致库存商品余额增加。产品十存货余额呈现持续增长趋势，一方面主要系标的公司结合市场情况进行一定量的备货所致，另一方面，2026年上半年标的公司个别终端客户的委托生产商收到美国食品药品监督管理局（FDA）整改警告信，相关客户需进一步等待委托生产商整改完成，同时已积极寻找替代方案，相关订单因此延后，预计委托生产商整改完成或替代方案落地后订单恢复。产品九存货余额2026年4月末和2025年末较2024年末大幅增长，主要系相关产品市场规模较大，下游客户销量增加，故相应备货增加；产品三2025年较2024年增长较大主要系根据订单备货增加所致。

综上，上述存货余额波动具有商业合理性，符合行业特点及标的公司实际经营情况。

标的公司近一年一期新增第一大供应商北京和堃医药科技有限公司（以下简称“北京和堃”），其部分主要原材料由北京和堃供应。关于北京和堃的具体信

息、建立合作方式、与标的公司及其实控人、董高等是否存在关联关系；报告期内向北京和堃的采购详细情况（各年采购均价、数量、终端生产厂商等）；区分不同材料类型说明由生产厂商直接供应改为通过贸易商间接供应的商业合理性、以及采购单价的公允性情况等，具体说明如下：

1、北京和堃基本情况

项目	内容
企业名称	北京和堃医药科技有限公司
统一社会信用代码	91110108MABTH63367
法定代表人	洪朝阳
注册资本	2,000万元
实缴资本	1,200万元（2025年度报告）
成立日期	2022年7月7日
企业类型	有限责任公司（自然人投资或控股）
注册地址	北京市丰台区南四环西路186号二区1号楼-1至8层101内6层12室
经营范围	一般项目：技术服务、技术开发、技术咨询、技术交流、技术转让、技术推广；化工产品销售（不含许可类化工产品）；货物进出口；技术进出口；进出口代理；食品添加剂销售；饲料添加剂销售；畜牧渔业饲料销售；保健食品（预包装）销售；特殊医学用途配方食品销售；食品销售（仅销售预包装食品）；化妆品批发；化妆品零售。（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）许可项目：兽药经营。（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）（不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）
股权结构	洪朝阳持股70.00%，梁凯持股30.00%

北京和堃定位为非生产型贸易商，不从事自有产品生产，主要通过外购后转售的方式供应化学原料。

2、标的公司与北京和堃建立业务合作的方式

北京和堃的控股股东、法定代表人、总经理洪朝阳曾经担任江苏恒晟医药科技有限公司（以下简称“江苏恒晟医药”）总经理，江苏恒晟医药系标的公司原材料的供应商之一。基于前述背景情况，标的公司与北京和堃建立了业务合作关系。

3、北京和堃与标的公司及其实控人、董高等不存在关联关系

根据国家企业信用信息公示系统、企查查等公开网络查询及现场走访确认，

北京和莒与标的公司、标的公司控股股东、实际控制人、董监高之间不存在关联关系。

4、报告期内标的公司向北京和莒的采购情况

报告期各产品年度采购数量、不含税均价及终端生产厂商情况如下：

产品	年度	数量（公斤）	不含税均价（元/公斤）	采购总额（元，不含税）	终端生产厂商	原（或其他）供应商及供应商类型
原材料十一	2024年	8,478.70	486.73	4,126,801.07	陕西蒲城万德科技有限公司（以下简称“蒲城万德”）	江苏恒晟医药（生产厂商）
	2025年	67,681.00	472.04	31,948,100.79	蒲城万德	
原材料二	2025年	61,500.00	991.15	60,955,750.20	黄石世星药业有限责任公司（以下简称“黄石世星”）、河北国龙制药有限公司（以下简称“河北国龙”）	石药集团欧意药业有限公司（生产厂商）；江苏威奇达药业有限公司（生产厂商）；黄石世星（生产厂商）
	2026年1-4月	15,000.00	991.15	14,867,256.64	黄石世星、河北国龙	
原材料一	2026年1-4月	25,200.00	277.83	7,001,769.96	蒲城万德	盐城格瑞茵化工有限公司（生产厂商）；甘肃皓天医药科技有限责任公司（生产厂商）；上海复嘉化工科技有限公司（贸易商）
原材料十	2026年1-4月	4,896.40	2,008.85	9,836,131.17	蒲城万德	无其他供应商

5、区分不同材料类型说明由生产厂商直接供应改为通过贸易商间接供应的商业合理性、以及采购单价的公允性情况

（1）原材料二采购的商业合理性、以及采购单价的公允性说明

①改为贸易商间接供应的商业合理性

原材料二的上游原料市场 2023 年以来经历了从主动去库存到需求复苏、价格坚挺的转变，2024 年随着下游需求回暖、出口增长及供给端产能集中，上游原料价格保持坚挺甚至小幅上涨。

标的公司原合作供应商黄石世星、江苏威奇达药业有限公司、石药集团欧意药业有限公司供货价格较高且信用政策收紧。标的公司基于对该原料可能涨价的预判，与北京和堃签署大额锁价供应协议以确保供应。北京和堃通过其在产业链的资源优势，采购黄石世星、河北国龙生产的原材料二，并发货至标的公司。原材料二上游材料国内有效产能高度集中，行业新进入者极少，协调该货源的稳定供应是北京和堃的主要竞争优势。因此，标的公司通过北京和堃采购能保证货源供应以及采购价格的稳定性。

标的公司向北京和堃采购的付款账期较北京和堃付款给上游供应商账期要短，北京和堃在上述贸易业务中基本不会付出资金成本。同时，北京和堃通过为黄石世星、河北国龙提供原材料货源信息并协助打开上游材料销售市场。基于前述原因，北京和堃向黄石世星等供应商的实际采购均价进一步下降，增加了其盈利空间。

②采购单价公允性

报告期内，北京和堃自 2025 年起成为标的公司原材料二唯一供应商（采购占比 100%）。对比 2024 年其他供应商（石药集团欧意药业有限公司、江苏威奇达药业有限公司、黄石世星药业等）采购均价，标的公司向北京和堃 2025 年不含税采购均价较 2024 年高 2.52%，考虑到原材料二自 2024 年至 2025 年市场价格整体呈小幅上涨趋势，标的公司向北京和堃的采购价格处于合理区间。标的公司向北京和堃采购价格略低于北京和堃对其他客户的销售单价，主要系 2025 年北京和堃对标的公司销售原材料二占其同类产品销售比例约为 70%，标的公司的采购量较大享受优惠所致。北京和堃向标的公司销售原材料二的含税单价高于其自身实际采购单价，北京和堃可通过走量增加其利润空间。

综上，标的公司向北京和堃采购原材料二具有商业合理性，采购单价公允。

（2）原材料十一采购的商业合理性、以及采购单价的公允性说明

2024 年江苏恒晟医药中标原材料十一采购订单后，因其生产线调整不能依约供货。标的公司经询价联系到北京和堃，对方同意按江苏恒晟医药中标的价格和数量保证供应。北京和堃委托蒲城万德进行生产加工原材料十一并向标的公司销售可获取贸易差价实现利润。

标的公司向北京和堃 2024 年采购单价较江苏恒晟医药的价格低 1.30%，具有一定价格竞争力，但仍处于采购价格的合理范围。

综上，标的公司向北京和堃采购原材料十一具有商业合理性，采购单价公允。

（3）原材料一采购的商业合理性、以及采购单价的公允性说明

原材料一为标的公司 2026 年 1-4 月新增采购品种，北京和堃并非唯一供应商（北京和堃占比 28.3%），同时存在盐城格瑞茵化工有限公司等供应商。

标的公司自 2026 年起向北京和堃采购原材料一，2026 年 1-4 月，标的公司向北京和堃均价略高于盐城格瑞茵化工有限公司，差异微小，基本持平。

综上，标的公司向北京和堃采购原材料一具有商业合理性，采购单价公允。

（4）原材料十采购的商业合理性、以及采购单价的公允性说明

原材料十为 2026 年 1-4 月新增采购品种，该原材料主要系标的公司用于降低产品新工艺放大风险，进一步提升收率。北京和堃为唯一供应商，采购单价系双方市场化协商确定，暂无其他供应商对比采购数据。

综上所述，北京和堃作为非生产型贸易商，具有降低交易成本、加速资金周转、熨平周期性波动的供应链服务商特性，该供应商运营模式在精细化工、医药中间体行业具有普遍性。其主要竞争优势在于能够协调上游供应商为标的公司保障供应，且通过大额锁价协议帮助标的公司应对原料涨价风险，北京和堃由此获得合理收益，交易双方实现互利共赢，该业务模式具备可持续的商业逻辑。标的公司向北京和堃采购主要产品与市场价格差异不大，处于合理区间，具有公允性

三、标的公司存货跌价计提政策和计提比例与同行业可比公司的比较情况，结合原材料、库存商品的价格变动趋势、存货跌价的出现时点等，分析原材料跌价准备的原因及合理性、存货跌价准备计提的及时性及充分性；

上市公司在重组报告书“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（一）财务状况分析”之“1、资产构成分析”之“（6）存货”中补充披露如下：

5) 标的公司存货跌价计提政策

标的公司按照《企业会计准则第1号——存货》的规定，在资产负债表日对存货进行全面清查，按照成本与可变现净值孰低计量。当存货成本高于其可变现净值时，计提存货跌价准备。可变现净值的确定方法如下：

科目	可变现净值确定方法
存货-原材料、低值易耗品、包装物	库龄2年以上的，全额计提跌价；库龄2年以下的，以所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值
存货-在产品	对预计无市场的在产品全额计提跌价，其余存货以存货的估计售价减去加工至完工的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值孰低计量
存货-库存商品	对预计无市场的在产品全额计提跌价，其余存货以该存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值孰低计量
存货-合同履约成本	以存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值孰低计量

关键参数选取标准

参数	选取依据
估计售价	有订单的以合同价为准；无订单的以近期市场售价或同类产品价格作为参考
至完工时估计将要发生的成本	以该产品对应的完工入库产品的总成本减去当前在产品成本确定
估计销售费用率	以报告期各期实际发生的销售费用占营业收入的比例为基础预估
估计相关税费率	以报告期各期实际发生的税金及附加占营业收入的比例为基础预估

6) 存货跌价计提比例及政策与同行业可比公司的比较

① 存货跌价计提比例

公司名称	2026年1-4月存货跌价计提比例【注】	2025年存货跌价计提比例	2024年存货跌价计提比例
美诺华	4.70%	6.96%	6.07%
奥翔药业	11.18%	10.02%	6.27%
同和药业	8.27%	10.79%	5.03%

天宇股份	9.01%	9.44%	8.81%
博瑞医药	14.55%	12.89%	10.44%
可比公司均值	9.54%	10.02%	7.32%
标的公司	6.15%	6.57%	9.61%

注：由于同行业可比公司2026年一季报未披露存货跌价计提情况，因此引用同行业可比公司2026年半年报披露数据与标的公司情况进行对比分析。

②存货跌价准备计提政策

公司名称	计提政策
美诺华	产成品、库存商品和用于出售的材料等直接用于出售的商品存货，在正常生产经营过程中，以该存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额，确定其可变现净值；需要经过加工的材料存货，在正常生产经营过程中，以所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额，确定其可变现净值；为执行销售合同或者劳务合同而持有的存货，其可变现净值以合同价格为基础计算，若持有存货的数量多于销售合同订购数量的，超出部分的存货的可变现净值以一般销售价格为基础计算。
奥翔药业	直接用于出售的存货，在正常生产经营过程中以该存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值；需要经过加工的存货，在正常生产经营过程中以所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值。
同和药业	产成品、库存商品和用于出售的材料等直接用于出售的商品存货，在正常生产经营过程中，以该存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额，确定其可变现净值；需要经过加工的材料存货，在正常生产经营过程中，以所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额，确定其可变现净值；为执行销售合同或者劳务合同而持有的存货，其可变现净值以合同价格为基础计算，若持有存货的数量多于销售合同订购数量的，超出部分的存货的可变现净值以一般销售价格为基础计算。
天宇股份	直接用于出售的存货，在正常生产经营过程中以该存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值；需要经过加工的存货，在正常生产经营过程中以所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值；资产负债表日，同一项存货中一部分有合同价格约定、其他部分不存在合同价格的，分别确定其可变现净值，并与其对应的成本进行比较，分别确定存货跌价准备的计提或转回的金额。
博瑞医药	用于生产而持有的材料等存货，其可变现净值按所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额确定；为执行销售合同或者劳务合同而持有的存货，其可变现净值以合同价格为基础计算；企业持有存货的数量多于销售合同订购数量的，超出部分的存货可变现净值以一般销售价格为基础计算。
标的公司	1)产成品、商品和用于出售的材料等直接用于出售的商品存货，在正常生产经营过程中以该存货的估计售价减去估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值；

	2) 需要经过加工的材料存货，在正常生产经营过程中以所生产的产成品的估计售价减去至完工时估计将要发生的成本、估计的销售费用和相关税费后的金额确定其可变现净值；资产负债表日，同一项存货中一部分有合同价格约定、其他部分不存在合同价格的，分别确定其可变现净值，并与其对应的成本进行比较，分别确定存货跌价准备的计提或转回的金额。 期末按照单个存货项目计提存货跌价准备；但对于数量繁多、单价较低的存货，按照存货类别计提存货跌价准备；与在同一地区生产和销售的产品系列相关、具有相同或者类似最终用途或目的，且难以与其他项目分开计量的存货，则合并计提存货跌价准备。
--	--

报告期标的公司存货跌价计提政策与同行业基本一致，其中标的公司原材料、低值易耗品及包装物存货跌价政策主要以按照其可变现净值与存货余额孰低情况确认，但是标的公司基于谨慎性考虑，以及对2年以上原材料的专用型、保质期以及更新迭代情况等判断，对2年以上的原材料、低值易耗品、包装物进行全额计提跌价，与同行业可比公司存在差异具有合理性，且符合会计准则的相关规定。

报告期各期标的公司存货跌价计提比例分别为9.61%、6.57%和6.15%，2025年存货跌价计提比例有所下降系标的公司当年将前期部分计提跌价的原材料、库存商品统一报废处理以优化厂区空间结构，以及当期期末存货余额上升等因素综合影响所致，其中2025年当期报废存货金额超过720.00万元。2026年4月末，标的公司存货规模进一步增长，主要源于核心产品备货需求增加；由于相关产品周转效率较高、且毛利率水平亦相对较高，存货跌价风险整体可控，因此在存货规模上升的背景下，存货跌价计提金额基本保持稳定，报告期各期末存货跌价计提比例呈现下降趋势。

标的公司存货跌价计提比例与同行业可比公司美诺华比较接近。2024年标的公司存货跌价计提比例高于同行业可比公司均值，原因系标的公司前期库存累积了部分呆滞存货尚未进行处理，2025年标的公司将呆滞存货报废处理后，标的公司期末存货跌价计提比例低于同行业可比公司均值。2026年4月末标的公司存货跌价计提比例与同行业可比公司均值变动一致，呈现下降趋势。

7) 原材料跌价准备的原因及合理性

报告期内，标的公司存在原材料计提跌价准备的情形，主要原因包括：

①部分原材料价格波动：受上游化工原料价格波动影响，部分原材料市场采购价格下降，导致其可变现净值低于账面成本。

②库龄较长原材料：部分原材料库龄较长，存在因技术更新或产品迭代导致使用价值下降的风险。

③特定项目专用原材料：定制产品销售及技术服务业务中，部分为特定客户项目采购的原材料，因项目终止或变更，无法用于其他项目，导致可变现净值下降。

原材料跌价准备计提具有合理性，符合会计准则的要求。

8) 存货跌价准备计提的及时性及充分性

标的公司已建立存货跌价准备的定期评估机制，在每季度末对存货进行全面清查，结合市场价格变动趋势、产品库龄、订单覆盖情况等因素，审慎评估存货可变现净值，及时计提跌价准备。

经核查，标的公司存货跌价准备计提政策一贯执行，计提时点合理，计提金额充分，不存在重大减值风险未充分识别的情形。

四、结合标的公司报告期内产能利用率、产销率以及业绩下滑等情况，分析说明固定资产未计提过减值的原因及合理性。

上市公司在重组报告书“第八节 管理层讨论与分析”之“三、标的公司的财务状况和经营成果的讨论与分析”之“（一）财务状况分析”之“1、资产构成分析”之“（10）固定资产”中补充披露如下：

1) 报告期内标的公司固定资产原值增长情况

标的公司固定资产原值从2024年初的35,919.51万元增至2026年4月末的74,102.85万元，增幅106.30%。其中房屋建筑物从7,309.72万元增至25,183.44万元，机器设备从17,976.29万元增至32,566.00万元。主要新增固定资产在南通慧聚制剂厂区和江苏慧臻原料药生产厂区。

标的公司报告期内初始取得的大额固定资产、在建工程、无形资产（报告期内新增的500万元以上的资产）的具体情况如下：

单位：万元

序号	主体	资产类型	资产名称	金额	取得方式	取得时间	交易对方/ 主要供应商	对价确定依据	对价是否公允
1	江苏慧臻	固定资产	公用系统工程	1,887.60	购入	2024/5/13	江苏君若药业有限公司	评估价	是
2	江苏慧臻	固定资产	办公楼	976.77	购入	2024/4/30	江苏君若药业有限公司	评估价	是
3	江苏慧臻	固定资产	污水处理系统	881.65	购入	2024/5/22	江苏君若药业有限公司	评估价	是
4	南通慧聚	固定资产	热熔挤出机	672.57	购入	2024/12/31	上海泛科史康医药科技有限公司	市场价	是
5	南通慧聚	固定资产	B1实验楼	902.36	自建	2025/2/28	上海星荣建设有限公司	市场价	是
6	南通慧聚	固定资产	B2无菌制剂车间	2,240.27	自建	2025/2/28	上海星荣建设有限公司	市场价	是
7	南通慧聚	固定资产	B3固体制剂车间	1,885.55	自建	2025/2/28	上海苏臻洁净科技有限公司	市场价	是
8	南通慧聚	固定资产	B3液体制剂车间	1,150.54	自建	2025/2/28	上海苏臻洁净科技有限公司	市场价	是
9	南通慧聚	固定资产	A1楼仓库	560.94	自建	2025/2/28	上海星荣建设有限公司	市场价	是
10	南通慧聚	固定资产	无菌隔离器(生产线)	695.58	购入	2025/7/31	楚天科技股份有限公司	市场价	是
11	南通慧聚	固定资产	E1楼泡沫剂车间	714.44	自建	2025/8/31	上海攀勤实业有限公司	市场价	是
12	江苏慧臻	无形资产	土地	1,650.25	购入	2024/4/30	江苏君若药业有限公司	评估价	是
13	江苏慧臻	无形资产	专有技术	2,853.34	购入	2024/6/12	江苏君若药业有限公司	评估价	是
14	江苏慧达	无形资产	土地	2,403.67	购入	2024/1/31	南通市自然资源和规划局	市场价	是
15	江苏慧聚	无形资产	己酮可可碱片剂专有技术	589.18	自研	2026/2/24	/	/	是
16	江苏慧达	在建工程	高端制剂研发、转化及制造一体化平台项目	1,668.39	自建	2024/2/29	江苏嘉丰建设工程有限公司、南通市海门区财政局	市场价	是
17	江苏慧达	在建工程	高端制剂研发、转化及制造一体化平台项目	4,762.40	自建	2025/1/18	江苏嘉丰建设工程有限公司、上海攀勤实业有限公司	市场价	是

注1：固定资产类型系截至2026年4月30日时相关取得资产的账面状态；

注2：江苏慧达在建工程取得时间为相关系列工程首次开工时间；

注3:标的公司报告期内收购江苏君若药业有限公司资产含税金额总计为13,128.12万元,不含税金额总计为12,218.94万元,其中固定资产5,515.22万元、无形资产4,396.72万元、在建工程2,307.00万元。上述表格中列示购入江苏君若药业有限公司资产金额为单笔超过500万元资产。

由上表所示,公司大额资产主要以购入、自建、自研方式取得,对价通过评估或市场化协商比价确定,内部研发形成的无形资产严格开发阶段支出按《企业会计准则第6号——无形资产》规定的资本化条件进行归集,定价公允。

固定资产入账价值包括购买价款、相关税费以及使固定资产达到预定可使用状态前所发生的可归属于该项资产的运输费、装卸费、安装费等,符合《企业会计准则第4号——固定资产》的规定。在建工程按实际发生的成本计量,包括直接材料、直接人工、施工费用、设备采购款等,符合《企业会计准则第4号——固定资产》及《企业会计准则第17号——借款费用》的规定。工程达到预定可使用状态时,已及时转入固定资产。外购无形资产:按购买价款、相关税费以及直接归属于使该项资产达到预定用途所发生的其他支出入账;内部研发无形资产:按开发阶段符合资本化条件后至达到预定用途前发生的支出总额入账,核算准确。

2) 产能利用率情况

标的公司目前在江苏慧聚厂区生产原料药,原料药产能利用率:2024年68.86%、2025年74.26%、2026年1-4月72.85%,由于标的公司主要原料药产品品种较多,存在定制化生产,通常采用多功能车间或共线生产模式,维持产能利用率70%左右属于合理水平。对比行业公开数据,原料药企业的原料药产能利用率如下:

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

南通慧聚制剂厂区动物药车间已经取得兽药GMP证书(片剂/胶囊剂),其余制剂车间正有序推进GMP认证申请工作。

江苏慧臻原料药生产厂区原料药产线正在申请GMP认证过程中,尚未正式投

产。

3) 产销率情况

标的公司原料药产销率：2024年106.20%、2025年88.08%、2026年1-4月97.58%，维持在较高水平，因此标的公司原料药产能释放充分，主要产品适销对路。

4) 最近一期业绩下滑情况

2026年1-4月，标的公司受原料药产能扩建及下游制剂产能布局落地影响，标的公司固定资产规模与人员数量同步增长，各期折旧费用及新增员工薪酬相应增加，导致业绩出现下滑。随着江苏慧臻新建原料药工厂与南通慧聚新建制剂工厂陆续投产和形成销售，新增固定资产折旧费用及新增员工薪酬对利润的影响将减小或逐渐消除。

5) 固定资产未计提减值的合理性

①母公司厂区固定资产：原料药产能利用率维持在70%以上，生产任务及排产情况较为饱满；产能利用率已趋于稳定饱和状态，主要核心产品产销两旺，固定资产不存在减值迹象。

②南通慧聚制剂厂区固定资产：当前产能利用率较低，主要是制剂产线正在推进GMP认证工作，已有多个产品处于申报审批阶段，预计未来3年内将陆续获批上市，产能利用率将快速提升。预测期制剂收入从2026年5-12月的2,293.24万元增长至2031年的32,046.28万元，相关固定资产不存在减值迹象。

③江苏慧臻原料药生产厂区固定资产：原料药产线正在申请GMP认证过程中，尚未正式投产，投产后将解决母公司产能瓶颈，预计产能利用率将快速上升，不存在减值迹象。

综上，标的公司固定资产未计提减值具有合理性，主要固定资产均有明确的收入预测支撑和产能消化计划。

五、请独立财务顾问核查并发表明确意见。

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

1、针对存货明细及库龄：获取并核对标的公司报告期各期末的存货明细表，按原材料、库存商品、在产品分类列示；检查存货明细表与总账、报表的勾稽关系，核实金额的准确性；获取存货库龄表，分析各明细项目的库龄结构，关注长库龄存货的形成原因；检查原材料、库存商品的有效期/复检期记录，评估过期或临近过期存货的风险；抽查大额存货的采购合同、入库单、发票等原始凭证，核实存货的真实性；对主要存货实施监盘程序，重点关注长库龄、高价值及存在减值迹象的存货；对期末存货（发出商品）实施函证程序，核实存货存放地及所有权。

2、针对备货量及存货波动：访谈标的公司管理层、生产部门及采购部门负责人，了解公司生产模式、采购模式及备货策略；获取公司生产计划、销售预测及采购计划，分析备货量的确定方法及合理性；分析各期末存货余额波动的具体原因，结合在手订单、生产计划、销售进度等因素进行合理性判断；对比同行业可比公司的存货占比及波动情况，评估标的公司存货水平的合理性。

3、针对北京和堃采购情况：获取并抽查标的公司与北京和堃的采购单交易执行穿行测试，追踪从请购、合同签订、开票、入库到付款的全流程单据；并核对账载会计凭证数据，验证采购入账、付款记录与采购入库数据的勾稽一致性；通过国家企业信用信息公示系统、企查查检索北京和堃公开信息，向北京和堃发送往来款项函证，对北京和堃实施现场走访，了解标的公司与北京和堃的业务往来交易情况，核查交易对手背景；将标的公司及关键人员银行流水中全部交易对手方名称，与北京和堃及其股东、主要人员进行逐一交叉比对，确认是否存在以北京和堃及相关人员为对手方的交易，并核查其商业合理性；将北京和堃供应产品的采购单价与其他供应商同类产品的采购单价进行横向对比，关注通过贸易商间接供应的商业合理性，分析采购单价的公允性。

4、针对存货跌价准备：获取并检查标的公司存货跌价准备计提政策，评估其是否符合《企业会计准则第1号——存货》的要求；获取标的公司存货跌价准备计算表，复核可变现净值的计算过程，包括预计售价的确定依据（如合同价格、市场报价、历史销售价格等）、至完工时估计将要发生的成本、销售费用及相关

税费等；检查原材料、库存商品的市场价格变动趋势，评估是否存在存货跌价风险；分析存货库龄与跌价准备计提的关系，关注长库龄存货是否已充分计提跌价准备；对比同行业可比公司的存货跌价计提政策和计提比例，评估标的公司存货跌价准备的充分性；对存货跌价准备进行重新计算，验证计提金额的准确性。

5、针对固定资产减值：获取并检查标的公司固定资产明细表，核查固定资产的构成、使用状态及折旧计提情况；访谈管理层及生产部门负责人，了解固定资产的实际使用状况、产能利用率及未来使用计划；获取标的公司固定资产减值测试报告，复核可收回金额的测算过程，包括未来现金流量的预测依据、折现率的选择等；检查固定资产是否存在技术落后、长期闲置、毁损等减值迹象；分析产能利用率与固定资产投入的匹配性，评估是否存在减值迹象；对比同行业可比公司的产能利用率情况及固定资产减值计提情况，评估标的公司固定资产减值的充分性；检查新建工厂（南通慧聚、江苏慧臻）在建工程转固的时点、金额及后续使用情况。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、关于存货明细及库龄：标的公司已按照要求充分披露了报告期各期末原材料、库存商品、在产品项下各明细项目的金额、库龄及有效期情况，相关数据真实、准确，与账面记录一致。为确保主要原材料的质量稳定并连续供应，标的公司在报告期内除现有合作的供应商之外还会不定期与部分备选供应商沟通样品送样及样品批次检测事宜，相应检测资料用于规范流程的审批及审核工作。经过标的公司自查发现部分样品检测单据记录的数量系供应商生产的批量，而非实际送样检测的数量，为标的公司流程管理相关规定不明确导致，该检测资料仅用于供应商质量评估，并未实际进行采购，不影响标的公司存货及相关报表科目金额，标的公司后续将进一步完善检测环节审批流程，加强内控管理。

2、关于备货量及存货波动

标的公司确定备货量的方法合理，符合“以销定产、适度备货”的生产模式及CDMO业务特点。各期末存货余额波动主要受业务规模扩大、战略备货、销售节奏及CDMO项目影响，波动原因具有商业合理性。

3、北京和堃定位为非生产型贸易商，不从事自有产品生产；北京和堃通过其总经理与标的公司建立业务合作关系，北京和堃与标的公司控股股东、实际控制人、董监高之间不存在关联关系；报告期内标的公司及关键人员的银行流水中不存在与北京和堃及其股东、主要人员之间的异常资金往来，不存在利益输送、资金体外循环或代垫成本费用等异常情形。北京和堃作为非生产型贸易商，具有降低交易成本、加速资金周转、熨平周期性波动的供应链服务商特性，该供应商运营模式在精细化工、医药中间体行业具有普遍性。其主要竞争优势在于能够协调上游供应商为标的公司保障供应，且通过大额锁价协议帮助标的公司应对原料涨价风险，北京和堃由此获得合理收益，交易双方实现互利共赢，该业务模式具备可持续的商业逻辑，具有商业合理性。标的公司向北京和堃采购主要产品与市场价格差异不大，处于合理区间，具有公允性。

4、关于存货跌价准备

标的公司存货跌价计提政策符合《企业会计准则第1号——存货》的规定，与同行业可比公司相比不存在重大差异。原材料跌价准备的计提原因合理，已充分识别存货跌价风险并计提了相应的跌价准备，存货跌价准备的计提及时、充分。

5、关于固定资产减值

标的公司固定资产均处于正常使用状态，不存在技术落后、长期闲置、毁损等减值迹象。产能利用率虽未达到满负荷，但处于行业正常水平，且新建工厂处于试生产阶段。经减值测试，固定资产可收回金额高于账面价值，未计提减值准备具有合理性。

问题 6. 关于交易估值。草案显示，本次交易采用收益法评估结论作为定价依据，标的公司全部权益评估价值为 19.82 亿元，评估增值率为 126.63%，预计上市公司新增确认商誉 4.99 亿元。关于历次估值。草案显示，上海景峰于 2020 年 5 月及 10 月合计转让标的公司 63.0086% 的出资比例。公开信息显示，前述转让对标的公司在 2019 年末的股东全部权益价值进行了评估，评估值 7.13 亿元；2023 年 12 月标的公司两次股权转让对应标的公司整体估值约 30 亿元，但公开资料未见此次股东变更信息。

请公司补充披露：（1）2019年以来标的公司主营业务发展、主要产品及客

户变化、经营业绩变动、资产及负债结构变化、前次评估预测实现等情况，分析本次评估结果较2019年末大幅增值的原因及合理性；（2）2023年标的公司两次股权转让的背景、目的、作价依据、协议具体内容、对价支付情况、履行内外部审批程序，说明草案披露与公开资料不一致的原因，是否存在程序瑕疵、纠纷或潜在纠纷，本次交易标的资产权属是否清晰；说明对应整体估值与本次交易估值存在较大差异的原因。请独立财务顾问核查并发表明确意见；请评估师核查（1），律师核查（2）并发表明确意见。

回复：

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

上市公司在重组报告书“第五节 标的公司的评估情况”之“六、关于历次评估的相关情况”中补充披露如下：

（一）本次评估结果较2019年末大幅增值的原因及合理性

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

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

1、2019年以来主营业务发展变化情况

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

经过六年发展，标的公司已从单一原料药生产商转型升级为复杂小分子化学药物及多肽药物、核酸药物的关键中间体、特色原料药及制剂的研发、生产与销售，同时为客户提供定制研发生产（CDMO）服务，并依托自研药品技术开展技

术转让、联合开发及商业化收益分成合作。业务模式的升级主要体现在：原料药业务从传统小分子拓展至复杂小分子化学药物及多肽药物、核酸药物类型，核心原料药业务收入大规模增长；制剂业务从无到有，多个制剂品种已获批上市且部分品种已进入集采目录；CDMO业务从代工生产升级为“定制+研发+生产”一站式服务。

2、主要产品及客户变化情况

(1) 主要产品变化

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

(2) 主要客户变化

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

3、经营业绩变动的实质性增长与前次评估预测实现情况

标的公司两次交易时点主要经营指标对比：

单位：万元

对比指标	2019年度	2025年度 (选取评估基准日最近完整年度数据)
营业收入	30,444.15	58,276.76
营业成本	17,393.39	29,308.06

归属于母公司股东的净利润	4,499.08	7,319.17
对比指标	2019年12月31日	2026年4月30日
资产总计	46,131.49	136,997.95
负债总计	11,948.56	49,343.02
归属于母公司所有者权益	34,182.93	87,309.80
估值结果	71,300.00	190,300.00

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

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

单位：万元

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

注：上述数据未经审计。

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

4、资产规模及资产质量的根本性改善

标的公司2019年末至2026年4月末资产规模及质量相关指标对比分析：

单位：万元

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

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

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

5、本次评估结果较2019年末大幅增值的原因及合理性

两次交易时点，指标数据列示如下：

单位：万元

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

市净率	2.0858	2.1796
-----	--------	--------

注：2019年12月31日时点，静态市盈率计算公式=估值结果/2019年当期净利润，动态市盈率计算公式=估值结果/对赌期2020年至2022年三年平均净利润。2026年4月30日时点，静态市盈率计算公式=估值结果/2025年度归母净利润，动态市盈率计算公式=估值结果/对赌期2026年至2028年三年平均净利润。

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

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

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

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

二、2023年标的公司两次股权转让的背景、目的、作价依据、协议具体内容、对价支付情况、履行内外部审批程序，说明草案披露与公开资料不一致的原因，是否存在程序瑕疵、纠纷或潜在纠纷，本次交易标的资产权属是否清晰；说明对应整体估值与本次交易估值存在较大差异的原因。

(一) 2023 年标的公司两次股权转让的背景、目的、作价依据、协议具体内容、对价支付情况、履行内外部审批程序

上市公司在重组报告书“第五节 标的公司的评估情况”之“六、关于历次评估的相关情况”中补充披露如下：

(二) 2023 年标的公司两次股权转让的背景、目的、作价依据、协议具体内容、对价支付情况、履行内外部审批程序

1、2023 年标的公司两次股权转让情况

根据毕伟国与富悦柏泽、黄华签订的《股权转让协议书》，富悦亦泽与观由四期等签订的《股权转让协议书》，股权转让款支付凭证等文件，2023年标的公司两次股权转让的情况如下：

序号	事项	具体情况
1	背景及目的	毕伟国及观由四期、得时健创、得时康新、玖玥创投看好医药行业发展，看好慧聚药业前景，预期投资收益可观。
2	作价依据	转让价款经双方协商一致达成。
3	协议具体内容	毕伟国与富悦柏泽、黄华签订的《股权转让协议书》约定：富悦柏泽将其持有的慧聚药业10.4812%的股份以31,443.4942万元的价格转让给毕伟国。 富悦亦泽与观由四期、得时健创、得时康新、玖玥创投签订的《股权转让协议书》约定：富悦亦泽将其持有的慧聚药业0.5000%的股份以1,500万元的价格转让给观由四期，将其持有的慧聚药业0.3333%的股份以1,000万元的价格转让给得时健创，将其持有的慧聚药业0.3333%的股份以1,000万元的价格转让给得时康新，将其持有的慧聚药业0.3333%的股份以1,000万元的价格转让给玖玥创投。
4	对价支付情况	均已全部支付完毕。

2、履行的内外部审批程序

根据《公司法》及《江苏慧聚药业股份有限公司章程》的规定，慧聚药业股东不享有优先购买权，2023年标的公司两次股权转让无需经慧聚药业股东（大）会审议通过。

(1) 与毕伟国相关的股份转让及工商登记情况

毕伟国与富悦柏泽、黄华签订的《股权转让协议书》已经各方有效签署，约定富悦柏泽将其持有的慧聚药业10.4812%的股份转让给毕伟国，并约定本次股

权转让的工商变更登记手续办理完毕视为股权完成交割。

2023年12月1日，为实现前述关于股权交割的约定，慧聚药业召开2023年第一次临时股东大会，审议通过《关于制定新的<公司章程>并办理工商备案登记的议案》，并将毕伟国列入公司章程中的现有股东及其持股情况处。

2023年12月6日，慧聚药业就该次公司章程修订事项向市场监督管理部门进行了备案登记，毕伟国已作为慧聚药业股东在其工商档案中显示，本次股份转让交割完成。

(2) 与其余4名股东相关的股份转让情况

富悦亦泽与观由四期、得时健创、得时康新、玖玥创投签订的《股权转让协议书》已经各方有效签署，并约定将慧聚药业向新股东出具股东名册视作为所转股份交割的条件。

2023年12月28日，慧聚药业就本次股份转让后的实际情况出具股东名册，本次股份转让交割完成。

据此，观由四期、得时健创、得时康新、玖玥创投所受让的慧聚药业股份均已交割完成。

(二) 说明草案披露与公开资料不一致原因，是否存在程序瑕疵、纠纷或潜在纠纷，本次交易标的资产权属是否清晰

1、草案披露与公开资料不一致原因，是否存在程序瑕疵、纠纷或潜在纠纷
经检索相关法律法规及规范性文件，与股份公司股东变更工商变更登记事项的具体规定如下：

序号	法律法规名称	具体规定
1	《中华人民共和国市场主体登记管理条例》	第九条 市场主体的下列事项应当向登记机关办理备案： (一) 章程或者合伙协议； (二) 经营期限或者合伙期限； (三) 有限责任公司股东或者股份有限公司发起人认缴的出资数额，合伙企业合伙人认缴或者实际缴付的出资数额、缴付期限和出资方式 (四) 公司董事、监事、高级管理人员； (五) 农民专业合作社（联合社）成员；

		(六) 参加经营的个体工商户家庭成员姓名； (七) 市场主体登记联络员、外商投资企业法律文件送达接受人； (八) 公司、合伙企业等市场主体受益所有人相关信息； (九) 法律、行政法规规定的其他事项。
2	《市场主体登记提交材料规范（2022年版）》	股份有限公司的股东名称和股份数额不是登记事项，登记机关不办 理股份有限公司的股东变更登记。

根据前述规定，股份有限公司仅需在设立时登记发起人的姓名或者名称，后续股份公司股东发生变动时，因股份有限公司的股东名称或姓名、股份数额不是法定登记事项，登记机关不办理股份有限公司的股东变更登记。

因此，草案披露与公开资料不一致符合相关法律法规规定，不存在程序瑕疵，不存在纠纷或潜在纠纷。

2、本次交易标的资产权属是否清晰

根据本次交易对方出具的《股东确认函》、慧聚药业的工商档案资料、2023年标的公司两次股权转让支付凭证并查询国家企业信用信息公示系统，截至本回复出具之日，慧聚药业各股东均不存在将其所持有的慧聚药业的股份质押的情形，不存在委托持股、信托持股或类似安排，未在该等股份上设置第三方权益，该等股份不存在任何被冻结或存在权属争议等限制转让的情形，本次交易标的资产权属清晰。

（三）2023年标的公司两次股权转让对应整体估值与本次交易估值存在较大差异的原因

上市公司在重组报告书“第五节 标的公司的评估情况”之“六、关于历次评估的相关情况”中补充披露如下：

（三）2023年标的公司两次股权转让对应整体估值与本次交易估值存在较大差异的原因

2023年12月标的公司两次股权转让对应标的公司整体估值约30亿元，与本次交易估值存在较大差异的原因，主要系2023年12月，富悦柏泽向毕伟国转让标的公司股权、富悦亦泽向观由四期、得时健创、得时康新、玖玥创投转让标的公司股权时，标的公司明确了上市申请计划，并已进入IPO辅导备案阶段，两次股

股权转让交易各方综合考虑标的公司资本市场运作前景、未来业务发展前景、预期效益等因素后协商一致确定价格，而目前标的公司资本市场运作计划已发生变更，因此两次转让价格存在差异。

因此，2023年12月标的公司两次股权转让对应标的公司整体估值与本次交易估值存在较大差异的原因，主要系历次交易的时间、背景、标的公司的预期资本运作情况等不同所致。

综上所述，重组报告书披露的2023年标的公司两次股权转让事项与公开资料不一致的情况符合相关法律法规规定，不存在程序瑕疵、纠纷或潜在纠纷，本次交易标的资产权属清晰；2023年标的公司两次股权转让对应整体估值与本次交易估值存在较大差异主要系历次交易的时间、背景、标的公司的预期资本运作情况等不同所致，均具备合理因素。

三、请独立财务顾问核查并发表明确意见。

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

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

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

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

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

5、获取并查阅毕伟国与富悦柏泽、黄华签订的《股权转让协议书》以及股权转让支付凭证。

6、获取并查阅富悦亦泽与观由四期、得时健创、得时康新、玖玥创投签订

的《股权转让协议书》以及股权转让支付凭证。

7、获取并查阅慧聚药业的工商档案资料及《江苏慧聚药业股份有限公司章程》。

8、查阅比对《公司法》等相关法律法规及规范性文件。

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、关于业务模式升级和发展。标的公司2019年以单一原料药生产销售为主，经过多年发展已转型升级为以特色原料药及关键中间体为支撑、覆盖全产业链的综合性技术型制药企业，业务模式实现跨越式升级，从业务层面为本次的评估增值提供了合理基础。关于产品管线与客户结构优化。标的公司产品管线从高端原料药拓展至多品种多适应症的登记原料药及多个制剂品种，客户群体从区域性药企及贸易商升级至默沙东、礼蓝动物保健公司等全球头部客户，产品储备和客户质量的显著优化，从产品和客户层面为本次的评估增值提供了合理支撑。关于前次评估预测实现情况。前次评估中2020-2022年对赌期收入及利润均在期后超额实现，也为本次收益法预测的可信度提供了历史验证，为本次预测评估增值的可实现性提供了合理验证。关于经营业绩及资产质量的变化。标的公司营业收入和利润持续增长、资产规模和质量一定程度提升，而经营业绩的增长直接扩大了估值基础，上述经营相关的基础指标的变动，从业务基础和历史经营数据支撑层面为本次评估增值提供了合理分析来源。关于估值指标变化。本次静态PE因转型期利润阶段性承压而偏高，但动态PE较前次下降、PB小幅上升，整体估值增值主要来源于盈利基数的扩大和资产质量的提升，整体估值结果增长具备合理性。

2、《安徽集友新材料股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》披露的2023年标的公司两次股权转让事项与公开资料不一致的情况符合相关法律法规规定，不存在程序瑕疵，不存在纠纷或潜在纠纷，本次交易标的资产权属清晰；2023年标的公司两次股权转让对应整体估值与本次交易估值存在较大差异主要系历次交易的时间、背景、标的公司的预期资本运作情况等不同所致，均具备合理因素。

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

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

回复：

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

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

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

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

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

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

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

1、原料药新老产线功能互补

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

而江苏慧臻的原料药扩产项目配备更多大规格的反应釜，在投料批次、连续化生产能力等方面具备相对优势，同时利用当地较低的配套成本优势，产线的规模化效应更好，与目前标的公司部分成熟品种（如沙库巴曲缬沙坦钠原料药、泰拉霉素原料药、达格列净原料药等）因竞争加剧，急需扩大产量、压缩制造成本

的需求匹配度高。

2、制剂业务与特色原料药业务高度协同，是业务发展的必然延伸

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

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

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

1、原料药板块的竞争格局及现有客户群体情况

（1）原料药板块的竞争格局

对于原料药板块，原料药行业竞争格局呈现分化态势：大宗原料药领域产能相对过剩、价格竞争激烈，而特色原料药（尤其是技术壁垒较高的复杂小分子原料药）领域供给相对集中，具备较强议价能力和客户粘性。标的公司专注于高壁垒特色原料药领域，部分核心品种的合格供应商数量有限，市场竞争格局优于同

质化竞争的大宗原料药，新增产能具备充足的市场消化空间。

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

（2）现有客户群体长期稳定，多数为国内外知名药企

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

（3）原料药在手订单快速增长

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

2、制剂板块的竞争格局及现有客户群体情况

（1）制剂板块的竞争格局

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

标的公司历经多年研发积累，已建成复杂多手性药物制备、复杂药物产业化、叠加多组合杂质分析及去除、高效工艺转化等核心技术平台，具备承接多种复杂制剂研发及生产服务的技术能力，可覆盖从临床前研发到商业化生产的全周期CDMO需求，为新增产能提供多元化的业务承接场景。

（2）搭建产品矩阵，依托集采快速放量

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

（3）构建多元销售渠道，覆盖海内外市场

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

（4）依托存量客户口碑拓展CDMO制剂订单

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

（5）制剂板块在手订单

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

综上，标的公司消化新增产能路径清晰、可行性充足。原料药板块聚焦高壁垒特色赛道，竞争格局优于大宗原料药，全球需求持续扩容，市场空间充足；标的公司核心客户为国内外知名药企，合作稳定粘性强，在手订单充沛，历史产能受限下，扩产可直接释放积压的客户需求。制剂板块依托复杂制剂CDMO赛道稀缺性与技术优势形成差异化竞争力，集采品种锁定基础份额，升级品种贡献增量。标的公司构建多元全球销售网络，同时依托存量客户拓展CDMO业务，订单支撑稳定。标的公司整体产能扩张节奏匹配市场需求，无过剩风险。

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

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

上市公司在重组报告书“第五节 标的公司的评估情况”之“四、收益法评估情况”之“（四）净现金流量预测”中补充披露如下：

11、扩产项目完工、量产时间以及排产计划与收入预测匹配

截至本报告书签署日，南通慧聚及江苏慧臻扩产项目进度情况如下：

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

注：产品验证生产、投产时间早于量产时间

由上表可知，南通慧聚和江苏慧臻扩建项目大部分已完工，目前处于申请

GMP认证阶段，相关认证准备工作正在有序推进。

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

江苏慧臻扩产项目预计于2027年起逐步量产，2027年具体排产计划如下：

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

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

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

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

南通慧聚的技术服务类项目（委托研发业务）可在产线建成后直接开展，不受GMP认证限制；自有注册品种在取得药品批件后即可生产，在自有车间完成GMP认证前，标的公司通过委外加工形式实现已注册品种的销售，确保制剂产品收入在认证过渡期仍可正常确认。待2026年第四季度PD-02片剂、胶囊剂车间完成GMP认证后，标的公司即可陆续承接外部公司的技术服务委托业务（委托生产业务），

进一步拓展制剂技术服务收入来源。其他自行研发注册的制剂品种则视审批注册流程的推进情况和具体要求标准安排生产形式，收入放量预计集中在2028年及以后年度，2027年预测收入以技术服务类项目为主，制剂产品收入贡献相对有限，与GMP认证的时间周期相匹配。

12、扩产项目对应的市场空间较大和预计订单较为充足

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

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

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

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

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

由此可见，南通慧聚和江苏慧臻扩建项目大部分产线虽尚未达到量产阶段，但相关扩产项目在预测期内已完工并有序推进相关认证工作和排产规划。扩产项目拟生产产品主要基于各品种的获批时间及市场需求等因素逐项按品种合理

预测，具备明确的业务基础和应用市场，相关产能纳入收入预测具备合理性。

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

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

(1) 江苏慧臻原料药扩产项目

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

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

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

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

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

可比公司	项目名称	产线类型	投产首年产能利用率	次年	达产周期及满产标准
圣诺生物（688117）	眉山汇龙车间	原料药	47.10%	63.82%	逐步爬坡中

美诺华 (603538)	年产734吨医药 原料药技术改造 项目	原料药	30%	70%	第3年满产
江苏慧臻	原料药扩建项目	原料药	14%	33%	第5年达40%

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

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

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

标的公司的原料药业务作为整体合并估计，预测期内江苏慧臻原料药扩产项目相关原料药收入均源于承接母公司转移而来的成熟产品（沙库巴曲缬沙坦钠原料药、达格列净原料药、泰拉霉素原料药和马波沙星原料药）生产订单，所涉产品销量、售价、毛利率等预测数据、依据及合理性说明详情参见本回复问题8.二、三之回复内容。

（2）南通慧聚制剂生产项目

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

根据前述情况，截至本回复出具日，南通慧聚制剂生产项目7个车间虽然已经完工，但具体可商业化量产时间主要取决于具体制剂品种的注册进度，详情参见本回复问题7.三之回复内容。

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

单位：万元

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

1) 根据上述预测，南通慧聚未来年度产能利用率如下：

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

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

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

可比公司	项目名称	产线类型	投产首年产能利用率	次年	达产周期及满产标准
圣诺生物（688117）	301制剂车间	制剂	15.53%	31.68%	逐步爬坡中
美诺华（603538）	年产30亿片（粒）出口	制剂	33%	56.67%	第3年满产

	固体制剂建设项目				
南通慧聚	制剂生产项目	制剂	约1%-4%	约9%-13%	第5年约14%-19%

注：圣诺生物数据来源于上市公司2025年年报问询函回复。

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

2) 标的公司制剂产品业务以销定产，预测期产销率预期为100%。

3) 所涉产品销量、售价、毛利率预测数据、依据及合理性

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

南通慧聚制剂技术服务收入预测系基于标的公司现有技术平台能力和研发团队规模，按预估可承接项目数量及单个项目价值进行测算。标的公司历经数年研发积累，已建成复杂多手性药物制备、复杂药物产业化、叠加多组合杂质分析及去除、高效工艺转化等核心技术平台，研发团队规模和技术能力已具备承接更多CDMO项目的基础，具体项目转化进度根据客户需求及合同洽谈进展确定。南通慧聚制剂技术服务业务的销量数据无法以实物量衡量，逻辑以项目数量x单个项目价值作为预测基础。同时，标的公司自主研发制剂品种达到技术验证里程碑后，将部分品种的上市许可或商业化权益转让给外部制药企业，一次性获得技术转让收入；转让完成后，标的公司作为原始研发方和工艺掌握方，继续以生产服

务商身份承接该品种的商业化生产订单。商业化技术服务按品种的预计市场规模及标的公司预估份额进行收入测算。

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

3、分析扩产项目进度不及预期对各年现金流的影响

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

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

单位：万元

量化假设	影响方式	假设调整后评估值	假设调整后对评估值影响额	假设调整后对评估值影响幅度
南通慧聚制剂生产项目投产进度较原计划推迟1年	主要影响南通慧聚制剂生产项目产品销售收入及制剂技术服务收入，制剂产能爬坡及GMP认证后商业化生产节奏相应延后；原料药板块不受影响	186,500	-3,800	-2.00%
江苏慧臻原料药扩产项目投产进度较原计划推迟1年	主要影响江苏慧臻原料药扩产项目产品销售收入及产能释放进度，原料药板块合并产能利用率提升节奏相应延后；制剂板块不受影响	184,400	-5,900	-3.10%

两个项目同时推迟1年	制剂产品收入、制剂技术服务收入及原料药产品收入均出现递延，两个板块产能爬坡节奏整体后移，影响叠加	180,500	-9,800	-5.15%
------------	--	---------	--------	--------

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

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

①标的公司原料药及制剂产品需求确定性较强，推迟投产不改变长期需求；

②南通慧聚制剂生产项目延期主要影响制剂业务放量节奏，原料药业务不受影响；

③江苏慧臻原料药扩产项目延期主要影响原料药板块增量产能释放，制剂业务不受影响；

④标的公司原料药产线产能可在母公司与江苏慧臻之间调配，制剂已注册品种可通过委外加工保障销售。

本次评估作价已充分考虑了扩产项目进度不及预期的风险因素，评估结论具备合理性。

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

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

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

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

计划取得批件的制剂产品的相关行业需求和相关药品纳入集采情况列示如下：

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

上述品种所处治疗领域需求明确。羧基麦芽糖铁注射液国内处于导入期，全球2025年销售额约18.0亿美元，占全球静脉铁剂市场50.25%；蛋白琥珀酸铁口服液国内2024年合计约7.4亿元，2025年前三季度约5.73亿元；醋酸地非法林注射液全球2025年约0.96亿美元，为透析CKD相关瘙痒小众专科市场；决奈达隆片国内2024年超1.4亿元，2025年一季度增速约38%；沙库巴曲缬沙坦钠片国内2025年全渠道约87.46亿元，全球约77.48亿美元，已进入第十二批国家集采拟中选；依达拉奉右莰醇注射用浓溶液国内2025年超25亿元，同比增长22.11%，为国家医保谈判品种；布瑞哌唑口溶膜国内尚未上市，布瑞哌唑全球2025年约22.24亿至28亿美

元。

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

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

1、标的公司已有获批品种验证了全链条注册与产业化能力

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

2、已进入审评阶段的品种未出现重大发补，审评风险可控

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

3、暂处于研发阶段的品种技术路线明确、研发计划清晰

标的公司暂处于研发阶段的羧基麦芽糖铁注射液、蛋白琥珀酸铁口服液、醋酸地非法林注射液、决奈达隆片、沙库巴曲缬沙坦钠片，相关技术路线明确，研

发计划清晰，预计不存在导致研发失败的重大技术障碍。这意味着相关品种在处方工艺、质量标准、稳定性研究、临床/BE策略及注册路径等关键环节已有明确方案或可借鉴经验，主要风险集中于常规研发推进和审评沟通，而非不可逾越的技术瓶颈。因此，后续推进至注册申报并取得批件的可行性较高。

4、产品布局与市场需求、准入路径形成正向支撑

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

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

（二）未取得批件即纳入收入预测的合理性

将暂未取得批件的品种纳入收入预测，主要依据以下逻辑：

1、符合医药行业通用预测惯例

医药企业的核心价值既包含已上市品种的存量收益，也包含研发管线的增量价值。将研发管线按进度分层纳入收入预测，是生物医药行业企业进行经营规划、产能布局与价值评估的通用做法，符合行业技术驱动、管线迭代的经营属性。

2、按申报进度分层纳入，匹配确定性与预测周期

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

获批时间具备合理预期。

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

3、收入预测具有一定商业需求支撑

标的公司在研品种在立项研究阶段已完成必要的市场论证与商业可行性评估，收入预测具有一定商业需求支撑。立项阶段即围绕目标适应症的患者规模、临床应用趋势、行业增长速率、市场竞争格局等维度开展市场空间测算，结合同类成熟产品的渗透率、价格水平，预判品种上市后的市场容量与营收规模，在研品种通常具备充足的需求底盘与商业价值。

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

4、遵循审慎性原则，设置安全边际

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

（三）未取得批件制剂产品的销量、售价、毛利率的预测数据、依据及合理性

本次评估中，制剂产品收入预测未采用“单价×销量”的精细化拆分模式，也未以市占率作为测算起点，而是以各品种对应适应症的终端市场规模为基础，结合标的公司实际可实现的销售规模进行综合判断，按品种维度分别测算后汇总形成制剂产品板块收入预测。具体而言，评估人员通过米内网等公开数据查询各品

种对应适应症或同机制药物的终端市场规模，作为判断标的公司可实现销售规模的基础参照——例如沙库巴曲缬沙坦钠片2025年三大终端市场为78亿元，依达拉奉右莰醇注射用浓溶液为25.68亿元。在此基础上，结合各品种的集采中标情况、市场竞争格局、企业市场拓展计划及渠道覆盖能力等因素综合判断标的公司该品种预计可实现的销售规模：对于在研品种，以获批上市为假设前提，参考同适应症已上市品种的市场规模及竞争格局，结合标的公司的产品差异化优势合理判断。

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

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

（一）预测期内标的公司到期的认证、许可、批件等的详细情况

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

具体明细如下：

截至本回复出具日，慧聚药业及其子公司持有如下《药品生产许可证》：

持证主体	许可证号	生产地址	生产范围	发证机关	有效期至
慧聚药业	苏 20160256	江苏省南通市海门区三厂街道青化路18号	江苏省南通市海门区三厂街道青化路18号：原料药【盐酸贝那普利、盐酸法舒地尔、恩替卡韦、盐酸替罗非班、丁苯酞、普瑞巴林、盐酸川芎嗪、氟比洛芬酯、盐酸决奈达隆、阿普米司特、阿瑞匹坦、福沙匹坦双葡甲胺、富马酸丙酚替诺福韦、盐酸依匹斯汀、艾诺韦林、普乐沙福、盐酸氨酮	江苏省药品监督管理局	2030.09.05

			戊酸、磷酸特地唑胺、达格列净、沙库巴曲缬沙坦钠、蛋白琥珀酸铁、右旋醇、非诺贝特酸胆碱，仅限注册申报使用：富马酸替诺福韦二吡呋酯、利伐沙班、利格列汀、艾司奥美拉唑钠、艾司奥美拉唑镁、非诺贝酸、氟比洛芬、马来酸氟吡汀、替格瑞洛、索磷布韦、苯甲酸阿格列汀、赛拉瑞韦钾、克林霉素磷酸酯、苹果酸奈诺沙星、甲苯磺酸艾多沙班、拉考沙胺、肝素钠、磺达肝癸钠、盐酸氯普鲁卡因、氟玛巴洛沙韦、醋酸地非法林、依达拉苳；抗肿瘤药（吉非替尼、伊布替尼、盐酸培唑帕尼、妥拉美替尼、奥替拉西钾，仅限注册申报使用：醋酸阿比特龙、氟维司群、硝羟喹啉、普克鲁胺、阿昔替尼、维莫非尼、卡非佐米、甲磺酸艾立布林）】，出口欧盟原料药（苯甲酸阿格列汀，不得在国内作为原料药销售使用）委托生产：小容量注射剂，硬胶囊剂，片剂	理局	
南通慧聚	苏 20240023	南通市海门市区临江镇临江大道188号（国际中小企业科技园）E1；江苏省南通市海门区临江大道11号	南通市海门市区临江镇临江大道188号（国际中小企业科技园）E1楼：膜剂（仅限注册申报使用）委托生产：片剂（仅限注册申报使用），小容量注射剂（仅限注册申报使用）江苏省南通市海门区临江大道11号内B3楼：片剂（仅限注册申报使用）	江苏省药品监督管理局	2029.12.18
江苏慧臻	苏 20250016	江苏省宿迁市生态化工科技产业园扬子路38号	江苏省宿迁市生态化工科技产业园扬子路38号：原料药（蛋白琥珀酸铁，沙库巴曲缬沙坦钠）（仅限注册申报使用）	江苏省药品监督管理局	2030.06.11

截至本回复出具日，慧聚药业及其子公司已取得的药品注册批件情况如下：

序号	药品名称	剂型	药品批准文号	持有人	有效期限
1	盐酸替罗非班	原料药	国药准字 H20173354	慧聚药业	2022.08.22-2027.08.21

2	己酮可可碱注射液（5ml: 0.1g）	注射剂	国药准字 H20249505	慧聚药业	2024.12.01-2029.11.30
3	非诺贝特酸胆碱缓释胶囊（45mg）	胶囊剂	国药准字 H20253685	慧聚药业	2025.03.25-2030.03.24
4	非诺贝特酸胆碱缓释胶囊（135mg）	胶囊剂	国药准字 H20253684	慧聚药业	2025.03.25-2030.03.24
5	盐酸贝那普利	原料药	国药准字 H20046355	慧聚药业	2025.04.14-2030.05.17
6	阿瑞匹坦胶囊（80mg）	胶囊剂	国药准字 H20256488	慧聚药业	2025.12.30-2030.12.29
7	阿瑞匹坦胶囊（125mg）	胶囊剂	国药准字 H20256487	慧聚药业	2025.12.30-2030.12.29
8	己酮可可碱缓释片（0.4g）	片剂	国药准字 H20263473	慧聚药业	2026.02.25-2031.02.24

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

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

17	Y20220000297	盐酸决奈达隆	15公斤/袋	2029.03.14	A
18	Y20180001763	盐酸川芎嗪	20公斤/桶	2029.03.24	A
19	Y20220000095	氟比洛芬酯	1公斤/瓶	2029.03.26	A
20	Y20220000341	磷酸特地唑胺	10公斤/袋	2029.04.06	A
21	Y20220000495	盐酸法舒地尔	1公斤/袋；2公斤/袋； 5公斤/袋	2029.04.07	A
22	Y20200000577	盐酸依匹斯汀	2公斤/袋	2029.05.14	A
23	Y20220000848	达格列净	10公斤/包	2029.05.30	A
24	Y20210000908	蛋白琥珀酸铁	5公斤/包	2029.06.11	A
25	Y20220000885	普乐沙福	650g/袋；1公斤/袋； 2公斤/袋；2.5公斤/袋； 3公斤/袋	2029.06.20	A
26	Y20220000515	盐酸培唑帕尼	10公斤/袋	2029.07.16	A
27	Y20220001180	阿扎胞苷	520克/袋；1公斤/袋	2029.09.23	A
28	Y20230000162	非诺贝特酸胆碱	1公斤/袋；5公斤/袋； 10公斤/袋；15公斤/袋； 20公斤/袋；25公斤/袋； 30公斤/袋	2030.01.14	A
29	Y20230000804	伊布替尼	15公斤/袋	2030.01.25	A
30	Y20170000425	恩替卡韦	0.1公斤/袋；1公斤/袋； 1.5公斤/袋	2030.03.27	A
31	Y20220001074	丁苯酞	10公斤/桶；15公斤/桶； 20公斤/桶；25公斤/桶	2030.04.08	A
32	Y20190002852	盐酸贝那普利	15公斤/袋	2030.05.17	A
33	Y20230001355	苯甲酸阿格列汀	10公斤/袋；15公斤/袋； 20公斤/袋；30公斤/袋	2030.08.18	A
34	Y20240000174	甲苯磺酸艾多沙班	1公斤/袋；2公斤/袋； 5公斤/袋；10公斤/袋	2030.09.29	A
35	Y20210000157	赛拉瑞韦钾	6公斤/袋	—	I
36	Y20210000201	索磷布韦	15公斤/袋	—	I
37	Y20240000918	磺达肝癸钠	100g/袋；200g/袋； 500g/袋；1公斤/袋	—	I
38	Y20240000969	盐酸氯普鲁卡因	0.5公斤/包；1公斤/包； 2公斤/包；5公斤/包； 10公斤/包	—	I
39	Y20250000060	玛呋诺沙韦	5.5公斤/袋	—	I
40	Y20250000121	醋酸地非法林	1克/包；5克/包；10克/包； 15克/包；30克/包；50克/包；	—	I

			100克/包		
41	Y20250000387	GD-11	1公斤/袋；2公斤/袋；3公斤/袋；5公斤/袋；10公斤/袋	—	I
42	Y20260000037	维莫非尼	0.5公斤/包；1公斤/包；2公斤/包；5公斤/包；10公斤/包	—	I
43	Y20260000385	甲磺酸艾立布林	5克/瓶；4克/瓶；3克/瓶；2克/瓶；1克/瓶；0.5克/瓶；0.2克/瓶；0.1克/瓶	—	I

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

截至本回复出具日，慧聚药业及其子公司目前取得的主要境外资质认证情况如下：

序号	证书类型	证书编号	产品名称	国家/地区	检查机构/注册机构	发证日期/注册日期
1	EIR	-	常规检查	美国	FDA	2024.12.06
2	医药品适合性调查结果通知书	5122507033417	克利贝特	日本	PMDA	2014.01.27
3	医药品适合性调查结果通知书	5130408007165	福沙匹坦双葡甲胺	日本	PMDA	2023.06.02
4	医药品适合性调查结果通知书	5130608004883	阿瑞匹坦	日本	PMDA	2024.07.23
5	医药品适合性调查结果通知书	5130608029601	盐酸法舒地尔水合物	日本	PMDA	2024.11.21
6	GMP调查结果报告书	AA81373	达格列净	日本	PMDA	2026.01.13
7	MF	230MF10074	阿瑞匹坦	日本	PMDA	2021.02.19
8	MF	304MF10040	福沙匹坦双葡甲胺	日本	PMDA	2022.02.24
9	MF	231MF10048	盐酸法舒地尔水合物	日本	PMDA	2022.03.02
10	MF	307MF10037	达格列净	日本	PMDA	2025.02.19
11	医药品外国制造业者认定证	AG10500422	-	日本	日本厚生劳动省	2021.11.17
12	动物用医药品等外国制造业者认定证	3外制药第617号	-	日本	日本农林水产省	2021.08.30
13	CEP证书	R1-CEP2015-322-Rev00	盐酸贝那普利	欧盟	EDQM	2023.01.11
14	CEP证书	CEP2018-006-Rev01	恩替卡韦水合物	欧盟	EDQM	2024.07.09

15	CEP证书	CEP2019-117-Rev01	阿瑞匹坦	欧盟	EDQM	2025.10.22
16	CEP证书	CEP2013-329-Rev01	兽用匹莫苯丹	欧盟	EDQM	2025.10.27
17	CEP证书	R0-CEP2020-126-Rev01	兽用马波沙星	欧盟	EDQM	2022.10.06
18	CEP证书	R0-CEP2020-283-Rev00	拉考沙胺	欧盟	EDQM	2021.10.28
19	CEP证书	CEP2022-277-Rev00	盐酸决奈达隆	欧盟	EDQM	2024.03.12
20	CEP证书	CEP2022-291-Rev00	吉非替尼	欧盟	EDQM	2024.04.02
21	CEP证书	CEP2024-024-Rev00	氟比洛芬	欧盟	EDQM	2025.06.06
22	GMP证书	DE_HH_01_GMP_2020_0025	泰拉霉素	德国	BGV	2020.05.29
23	药品注册证	1452-5-ND	替戈拉生	韩国	MFDS	2018.06.11
24	GMP检查结果通知书	医药品管理科-8278号	替戈拉生	韩国	MFDS	2022.03.03

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

（二）相关资质无法续期的风险较小，相关因素已纳入评估考虑

1、药品GMP证书

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

2、药品注册批件

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

3、FDA注册及CEP证书

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

4、高新技术企业

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

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

五、请独立财务顾问核查并发表明确意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

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

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

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

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

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

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

2、标的公司消化新增产能的具有明确可行的措施。

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

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

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

问题 8. 关于净现金流量预测。草案显示，基准日当期单价按实际在手订单预测，标的公司管理层预计 2027 年及以后年度各产品单价将维持稳定。报告期内，标的公司收入逐年下滑，但预测期内预测营收增速较高。预测期内毛利率水平维持在 44%-53% 范围，高于 2026 年 1-4 月的实际毛利率水平，且预测期毛利率下滑幅度远低于报告期内毛利率下滑幅度。标的公司 2026 年 1-4 月出现亏损，但预测 5-12 月实现净利润 1.33 亿元。

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

独立财务顾问、评估师核查并发表明确意见。

回复：

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

上市公司在重组报告书“第五节 标的公司的评估情况”之“四、收益法评估情况”之“（四）净现金流量预测”中补充披露如下：

（4）截至评估基准日的公司在手订单情况

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

（5）预测2026年5-12月毛利率及净利润大幅增长的原因及合理性

2026年1-4月，标的公司合并层面净利润为-241.96万元，单体母公司层面净利润为2,171.18万元，差异来源于标的公司不同板块子公司的经营状态：母公司慧聚药业本部盈利，但由于外部市场环境因素，收入较去年有所下滑；合并层面亏损主要系子公司处于建设期和投入期，子公司江苏慧臻处于原料药扩产项目建设期，产能未释放但固定成本及折旧已发生；而子公司南通慧聚作为制剂业务职能公司，处于制剂产品研发及注册申报阶段，研发投入和销售推广持续发生但尚未产生收入。上述子公司的阶段性亏损在合并层面抵消了母公司的盈利，导致合并报表出现微亏。该亏损系标的公司战略化转型的阶段性投入导致，属于暂时性现象。

1) 预测2026年5-12月毛利率增长的原因及合理性

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

①原料药及中间体产品板块毛利率预测分析

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

A. 泰拉霉素原料药

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

B. 沙库巴曲缬沙坦钠原料药

该产品因原研专利权期限补偿的原因，终端市场竞争格局改善，新签销售合同销售单价回升，带动毛利率增长。该品种单位成本已随产量增长而趋于稳定，毛利率维持在当前合理水平。

C. 达格列净原料药

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

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

各品种历史水平基本持平，处于合理区间。

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

②制剂产品板块毛利率预测分析

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

③技术服务和技术转让业务毛利率预测分析

报告期及2026年5-12月技术服务业务和技术转让业务毛利率情况如下：

单位：万元

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

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

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

2) 预测2026年5-12月净利润大幅增长的原因及合理性

①收入稳定增长的原因分析

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

②费用率分析

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

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

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

①评估基准日至今标的公司实际收入及净利润等财务数据与预测数据是否

存在重大差异及原因

根据标的公司2026年8月31日未审财务报表，期后财务数据如下：

单位：万元

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

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

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

②分析2026年业绩承诺的可实现性

标的公司2026年全年预测收入为67,151.30万元，2026年1-8月实现收入40,165.22万元（未经审计），2026年9-12月预计销售收入为26,986.08万元。截至2026年8月31日，标的公司在手订单金额为37,145.87万元（不含税金额34,873.94万元），预计2026年完成的在手订单金额约2.4亿元，2026年在手订单覆盖率约90%；充足的在手订单为2026年业绩兑现提供了核心保障。

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

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

二、区分境内境外市场，说明2027年及以后年度各产品单价将维持稳定的原

因及合理性，是否与行业趋势一致；说明预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性，分析收入预测的可实现性；

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

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

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

1、已纳入集采的品种（盐酸贝那普利原料药、达格列净原料药）

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

①盐酸贝那普利原料药（内销为主，人用心血管类药）

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

②达格列净原料药（内销，人用降糖药）

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

2、报告期后已纳入集采的品种（沙库巴曲缬沙坦钠原料药）

沙库巴曲缬沙坦钠原料药（内销，人用心血管类药）终端产品沙库巴曲缬沙

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

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

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

①泰拉霉素原料药（外销为主，兽用）

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

②马波沙星原料药（外销，兽用）

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

③苯甲酸阿格列汀原料药（外销为主，人用）

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

④甲磺酸艾立布林原料药（外销，人用）

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

⑤匹莫苯丹原料药（外销为主，兽用）

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

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

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

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

1、说明预测期境内市场主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性

预测期内境内市场主要产品按治疗领域合并列示的收入、销量、单价预测数据如下：

单位：万元、千克、万元/千克

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

注：上述数据按治疗领域合并列示。

（1）单价预测数据、依据及合理性

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

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

（2）销量预测数据、依据及合理性

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

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

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

心血管适应症方面，沙库巴曲缬沙坦钠原料药对应沙库巴曲缬沙坦钠片（人用心血管类药），终端产品覆盖心衰及高血压两大适应症，适用人群极为广泛——根据行业研究数据，国内心血管病患率持续上升，推算全国心血管病现患人数约3.3亿，其中高血压患者约2.45亿，心衰患者约890万，终端市场的持续扩容将直接拉动原料药需求；慧聚药业作为方生和的核心原料药供应商，双方已形成

互利共生的深度绑定关系，存量客户的持续采购需求为销量增长提供了基础保障。盐酸贝那普利原料药对应盐酸贝那普利片（人用心血管类降压药），作为成熟仿制药品种，下游制剂市场需求稳定，我国心血管病患病率持续上升，从患者数量角度需求持续增长，原料药需求随终端仿制药市场稳步增长，已纳入集采多年、供需格局稳定。

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

综上，预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据具有合理性。

2、说明预测期境外主要产品单价、销量的预测数据、依据及合理性

预测期内境外市场主要产品按治疗领域合并列示的收入、销量、单价预测数据如下：

单位：万元、千克、万元/千克

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

注：上述数据按治疗领域合并列示

（1）单价预测数据、依据及合理性

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

（2）销量预测数据、依据及合理性

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

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

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

兽用抗菌适应症方面，泰拉霉素原料药对应泰拉霉素注射液（兽用抗生素药），受益于生猪养殖规模化率提升及替抗政策驱动，兽药市场需求持续增长。该品种为兽用原料药，不进入国家集采，终端市场需求稳步增长为原料药销量增长提供了明确的需求支撑。马波沙星原料药为外销兽用品种，对应终端制剂市场需求稳定，客户合作关系稳定。

综上，预测期内主要产品单价、销量的预测数据、依据具有合理性。

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

（一）境内市场预测期内主要产品毛利率的预测数据、依据及合理性

1、内销的主要产品预测期内综合毛利率情况

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

项目	2026年 5-12月	2027年	2028年	2029年	2030年	2031年
----	----------------	-------	-------	-------	-------	-------

心血管适应症相关原料药主要产品	50.18%	50.85%	51.39%	51.83%	52.10%	50.48%
内分泌及代谢适应症相关原料药主要产品	31.26%	32.09%	32.64%	33.07%	33.34%	33.37%

2、预测期内内销的主要产品毛利率的预测依据及合理性

内销的主要产品主要面向国内市场，受集采政策、市场供求关系等多方面因素影响较大。预测期毛利率存在波动，波动原因包括规模效应导致毛利率上升，永续期下滑主要是部分产品单价下滑。具体来看：沙库巴曲缬沙坦钠原料药为标的公司主要核心产品之一，心衰适应症报告期后已进入集采，但高血压适应症因核心晶型原研专利权保护期限补偿至2031年，仍处于专利保护期内，高血压适应症占有主要市场份额，制剂价格下降有限；标的公司实际签订合同的销售单价回升，且市场空间较大，为原料药毛利率提供了支撑，但考虑集采落地预计原料药价格2027年较2026年签订价格将会略有下降，2031年专利保护期到期后将单价进一步下降。盐酸贝那普利原料药已纳入集采多年，原料药价格已充分消化集采降价压力，近年来价格波动不大，预测期延续历史水平具备合理性。达格列净原料药2026年初已纳入集采，基准日当期价格已充分反映集采降价预期，进一步下降空间有限，其生产成本已随工艺成熟和产量提升而趋于稳定。综上，内销产品毛利率预测具备合理性。

（二）境外市场预测期内主要产品毛利率的预测数据、依据及合理性

1、外销的主要产品预测期内综合毛利率情况

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

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

外销的主要产品主要面向欧盟、美国、日本等境外市场，不涉及国内集采影响。兽用原料药综合毛利率从2026年5-12月的21.51%提升至2027年的42.52%，2028年以后年度波动主要是产品规模效应的影响。2027年毛利率大幅上升主要原

因是泰拉霉素原料药2027年起工艺改进降本效果显现，毛利率回升，带动整体外销毛利率提升；其他外销产品毛利率基本稳定，对综合毛利率形成稳定支撑。综上，外销产品毛利率预测具备合理性。

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

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

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

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

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

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

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

（一）量化分析标的公司报告期内管理费用率与同行业公司存在较大差异的原因

标的公司报告期内管理费用率与同行业可比公司对比情况如下：

财务指标	公司名称	2026年1-4月	2025年度	2024年度
------	------	-----------	--------	--------

管理费用率（%）	美诺华	10.10	9.63	11.53
	奥翔药业	7.02	12.33	13.39
	同和药业	5.35	4.56	5.04
	天宇股份	10.99	12.95	13.44
	博瑞医药	9.86	12.63	10.85
	行业平均值	8.66	10.42	10.85
	标的公司	25.71	18.72	13.50

注：由于可比上市公司未公布 2026 年 1-4 月数据，故选取 2026 年一季度数据作为对比报告期内，标的公司管理费用占营业收入的比例分别为13.50%、18.72%和25.71%，标的公司2025年和2026年1-4月管理费用偏高，主要原因如下：

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

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

（二）说明预测期内管理费用率水平较低且逐年下降的确定依据及合理性

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

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

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

备合理性。

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

五、评估结果调整说明

（一）调整事项

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

1、重要前期差错更正

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

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

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

2、主要产品盈利预测调整

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

沙库巴曲缬沙坦钠原料药终端产品为沙库巴曲缬沙坦钠片，该产品心衰适应症于2026年7月31日纳入第十二批国家药品集采，高血压适应症因原研专利延期至2031年未被纳入。基于上述市场情况及原评估报告出具后政策的重大影响，标的公司管理层考虑了价格的传导，修改沙库巴曲缬沙坦钠原料药2027年-2030年含税销售单价按照2026年6月12日签订的合同单价适当下调，永续期2031年含税销售单价按照2026年6月12日签订的合同单价的基础上进一步下调。

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

（二）调整结果-评估结论

根据上述调整事项，评估结果发生相应变动，变动如下：

1、资产基础法

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

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

2、收益法

原结论：江苏慧聚药业股份有限公司在评估基准日2026年4月30日合并口径

归属于母公司股东全部权益账面值为87,454.23万元，评估值为198,200.00万元，评估增值110,745.77万元，增值率126.63%。

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

上述调整结果已在2026年9月15日重新出具的评估报告中体现。

六、请独立财务顾问核查并发表明确意见

（一）核查程序

针对上述事项，独立财务顾问履行了如下核查程序：

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

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

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

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

（二）核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

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

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

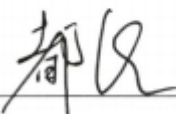
3、预测期毛利率较基准日当期小幅度回升，系基于供给增长、成本下降、产能利用率提升、产品结构优化等因素的综合判断，与行业趋势一致，毛利率预测具备合理性。预测期内毛利率水平、毛利率降幅均优于报告期内实际情况具有合理性。

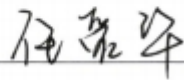
4、报告期内管理费用率高于同行业主要系战略转型期人才集中投入及收入端阶段性收缩所致，预测期内管理费用率下降系收入增长、人员优化、薪酬回归常态化共同作用的结果，下降后的费用率与同行业可比上市公司不存在明显偏离，相关预测具备合理性。

特此公告。

（本页无正文，为《华福证券股份有限公司关于上海证券交易所<关于对安徽集友新材料股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书草案的问询函>回复之核查意见》之签章页）

独立财务顾问主办人：


都佳


任爱华

