

中信建投证券股份有限公司
关于
深圳证券交易所
《关于对北京利德曼生化股份有限公司的
重组问询函》回复
之
核查意见

独立财务顾问



二〇二六年一月

深圳证券交易所创业板公司管理部：

北京利德曼生化股份有限公司（以下简称“公司”或“上市公司”或“利德曼”）于 2025 年 11 月 26 日收到深圳证券交易所下发的《关于对北京利德曼生化股份有限公司的重组问询函》（创业板并购重组问询函〔2025〕第 8 号）（以下简称《问询函》）。中信建投证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”或“中信建投”）作为本次交易的独立财务顾问，对有关问题进行了认真分析与核查，现就核查情况回复如下。

除特别说明外，本公告中所涉及的简称或名词释义与《北京利德曼生化股份有限公司重大资产购买报告书（草案）（修订稿）》一致。

除特别说明外，本核查意见中若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况，均为四舍五入原因造成。

目 录

问题 1	4
问题 2	8
问题 3	22
问题 4	26
问题 5	31
问题 6	34
问题 7	38
问题 8	43
问题 9	50
问题 10	55
问题 11	58

问题 1

草案显示，本次交易采用现金支付方式，交易对价为 17.33 亿元，资金来源于自有资金、自筹资金或结合使用。交易安排方面，自转让协议生效起 5 个工作日内，你公司支付交易对价的 70%；自交割日起 15 个工作日内，你公司支付剩余对价的 30%。截至 2025 年 9 月 30 日，你公司货币资金 6.18 亿元，交易性金融资产 2.81 亿元。请你公司：（1）说明本次交易资金来源是否涉及借贷，如涉及借贷，请按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式指引第 26 号—上市公司重大资产重组》（以下简称《26 号格式指引》）第三章第十六节补充说明并披露借贷协议主要内容、划款计划、还款资金来源等。（2）结合日常经营所需资金、投融资安排、本次交易价款支付及还款安排等情况，量化分析本次交易对公司现金流的影响，如本次交易对公司现金流产生较大压力，请说明已采取和拟采取的应对措施。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

【回复】

一、说明本次交易资金来源是否涉及借贷，如涉及借贷，请按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式指引第 26 号—上市公司重大资产重组》（以下简称《26 号格式指引》）第三章第十六节补充说明并披露借贷协议主要内容、划款计划、还款资金来源等

本次交易上市公司收购资金拟以自有资金及并购贷相结合的方式筹集。截至本回复出具之日，上市公司已与多家银行洽谈申请并购贷款事项，该事项尚在银行授信审批流程中，尚未签署相关借款协议。

上市公司已在重组报告书“第一章 本次交易概况”之“二、本次交易具体方案”之“(二) 资金来源”中补充披露如下：

“本次交易对价总金额为 17.33 亿元，上市公司拟以自有资金和银行并购贷款相结合的方式支付对价，其中银行并购贷款规模预计不超过本次交易对价总金额的 80%，即不超过 13.86 亿元，借款期限不超过 10 年，借款利率参考市场利率，还款来源为上市公司经营收入、子公司分红等，具体借款规模、借款利率、担保方式及还款计划等最终以银行审批为准。截至本报告书签署日，上市

公司已与多家银行洽谈申请并购贷款事项，该事项尚在银行授信审批流程中，尚未签署相关借款协议。”

二、结合日常经营所需资金、投融资安排、本次交易价款支付及还款安排等情况，量化分析本次交易对公司现金流的影响，如本次交易对公司现金流产生较大压力，请说明已采取和拟采取的应对措施

(一) 上市公司日常经营所需资金、投融资安排、本次交易价款支付及还款安排等情况

1、上市公司日常经营所需资金

上市公司经营活动取得现金能力较强，2023年、2024年及2025年1-9月，上市公司分别实现经营活动现金流量净额13,079.65万元、6,240.62万元、968.15万元。

2023年、2024年及2025年1-9月，上市公司经营活动现金流出金额分别为44,821.25万元、41,896.99万元和29,092.89万元，以此测算，上市公司月均经营活动所需现金约3,509.43万元。

2、投融资安排、本次交易价款支付

除本次交易及相关并购贷款外，目前，上市公司并无其他投融资安排。

交易价款支付方面，根据本次交易协议的约定，本次交易的资金支付安排如下：

项目	支付安排	预计支付时间
第一期交易对价	121,310.00万元，《股份回购协议》生效日起5个工作日内，上市公司向以上海百家汇名义开立的由交易双方和银行共同监管的银行账户支付	2026年1月-2月
第二期交易对价	51,990.00万元，自交割日起15个工作日内，上市公司向上海百家汇支付46,442.70万元，向海南百家汇支付894.90万元，向南京百佳瑞支付4,652.40万元	2026年2月-3月

此外，根据2025年11月13日签署的《股份回购协议》之约定：经乙方（指上海百家汇、南京百佳瑞、海南百家汇）提前书面同意，甲方（指上市公司，下同）可指定其他第三方拟于交割日前与甲方共同参与本次交易，甲方有权自行分配其与该第三方分别受让的标的股份数量以及分别支付的标的股份交易对价，除上述内容外，本协议其他条款不得调整。

上市公司正与第三方投资机构进行洽谈，并不排除引入其共同参与本次收购，从而降低资金支付压力，进而导致本次发行方案调整的可能。若在 2026 年 1 月 31 日前，无法确定第三方投资机构，上市公司仍将以“并购贷款+自有资金”的形式全额出资购买标的公司 70%的股份。上市公司将在该事项签署协议或其他实质进展时，严格履行相关审核流程及相关信息披露义务。

此外，本次交易以 2025 年 7 月 31 日为基准日。2026 年 1 月 31 日前，若本次交易尚未通过上市公司股东会审核，本次交易需进行加期审计并更新财务数据。

3、并购贷款的还款安排

根据容诚会计师出具的《审计报告》及《备考审阅报告》，本次交易完成后，上市公司交易前后的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2025 年 7 月 31 日 /2025 年 1-7 月		2024 年 12 月 31 日 /2024 年度	
	交易前	交易后 (备考)	交易前	交易后 (备考)
资产总计	180,871.84	410,374.54	182,242.14	411,720.01
负债合计	9,598.83	208,510.13	10,383.85	214,885.50
资产负债率	5.31%	50.81%	5.70%	52.19%
营业收入	18,400.92	41,163.01	37,022.69	95,257.63
净利润	-615.28	5,352.68	-7,420.64	10,592.97
归属于母公司股东的净利润	-623.54	3,659.86	-7,510.13	5,779.59
经营活动产生的现金流量净额	199.87	9,525.67	6,240.62	24,189.86

注：经营活动产生的现金流量净额数据按照《备考审阅报告》的口径计算，非《备考审阅报告》的内容

若以新增并购贷款 13 亿元及目前与相关银行初步沟通的利率测算，上市公司预计每年将新增财务费用约 3,500 万元。结合上市公司、标的公司的净利润及经营活动产生的现金流量净额，本次交易新增净利润、经营活动产生的现金流足以全额覆盖新增财务成本。

根据我国并购贷款相关政策，本次并购贷款预计借款期限为不超过 10 年，还款期限较长。其一，上市公司、标的公司获得经营活动现金流的能力较强，且

并购完成后盈利能力有较大幅度的改善，长期经营所得可用于偿还本次贷款，必要时，标的公司可进行分红；其二，本次交易完成后上市公司资产负债率上升至约 50%，还有较大规模资产保障相关负债得到及时、足额偿还。

（二）量化分析本次交易对公司现金流的影响，如本次交易对公司现金流产生较大压力，请说明已采取和拟采取的应对措施

1、量化分析本次交易对公司现金流的影响

如前所述，本次交易对价为 17.33 亿元，将于 2026 年 1 月至 3 月陆续支付完毕。上市公司预计可使用的各类资金规模如下：

序号	资金来源	预计可使用的资金规模
1	并购贷款	按照不超过交易对价的 80%测算，约 13.86 亿元：公司已与多家银行沟通并购贷款事宜，截至本回复出具日，本次交易涉及的并购贷款正在银行审批中
2	自有资金	若支付对价中以 13 亿元采用并购贷款测算，上市公司还需使用自有资金 4.33 亿元 截至 2025 年 9 月 30 日，公司具备较大规模的现金储备，账面资金余额约 8.99 亿元（含货币资金、交易性金融资产），支付完 4.33 亿元并购对价后，剩余自有资金 4.66 亿元。若以月均经营活动所需现金 3,509.43 万元计，可覆盖约 13.31 个月的日常经营活动

如上表所示，上市公司取得并购贷款后，有足额资金保障本次交易支付及后续经营活动所需现金流。

2、如本次交易对公司现金流产生较大压力，请说明已采取和拟采取的应对措施

综上所述，上市公司已就本次交易的资金来源作出合理安排，本次交易不会对公司的日常经营产生重大不利影响，本次交易因资金筹措不到位、不及时而不能实施或产生违约责任的风险较小。尽管如此，上市公司已在重组报告书“重大风险提示”章节提示“资金筹措风险”，具体如下：

“本次交易为现金收购，上市公司拟通过自有及自筹资金方式支付交易款项，并根据协议规定的付款方式支付对价。若上市公司未能及时筹措到足额资金，不能及时、足额支付收购款项，则可能导致本次交易失败。”

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司已与多家银行洽谈申请并购贷款事项，该事项尚在银行授信审批流程中，尚未签署相关借款协议。上市公司已如实补充披露相关进展。

2、上市公司已就本次并购的资金来源作出合理安排，本次交易不会对上市公司的日常经营产生重大不利影响，本次交易因资金筹措不到位、不及时而不能实施或产生违约责任的风险较小。同时，上市公司已就资金筹措的相关风险进行风险提示。

问题 2

草案显示，本次交易以收益法评估结果作为定价依据，经收益法评估，标的资产股东全部权益评估值 26.74 亿元，增值率 162.23%，评估中预计 2025 年及以后年度营业收入和净利润保持相对增长的发展趋势。2024 年，标的公司实现营业收入 58,234.95 万元，同比下降约 10%；净利润 18,013.61 万元，同比下降 14.39%。请你公司结合标的公司所处结核病体外诊断的行业趋势、市场容量及变化趋势、竞争对手业务发展情况、行业政策、产能利用率、产销率等，说明在 2024 年业绩下滑的背景下，收益法评估中预测 2025 年及以后年度业绩增长的依据及合理性，进而说明本次交易作价的公允性。

请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、结合标的公司所处行业发展趋势、市场容量及变化趋势、竞争对手业务发展情况、行业政策、产能利用率、产销率等，说明在 2024 年业绩下滑的背景下，收益法评估中预测 2025 年及以后年度业绩增长的依据及合理性，进而说明本次交易作价的公允性

（一）行业发展趋势

1、我国仍为全球结核病发病主要国家，结核防控任务较重

（1）结核病有较强传染性，防控难度大

结核病是由结核分枝杆菌（MTB）引起的慢性感染性疾病，因目前尚不存在 MTB 检测“金标准”，对于并无症状的非活动性结核病或潜伏感染者筛查确

认存在较大难度，该等人群在免疫力降低时有可能发展为活动性结核病，且存在较大传播风险。

根据 WHO 发布的《2025 年全球结核病报告》数据披露，结核病是全球十大死因之一。MTB 主要通过病人咳嗽、打喷嚏或大声说话时喷出的飞沫传播，防治难度非常大，据 WHO 估算，平均每个耐多药肺结核病（MDR-PTB）病人可传染 15 名健康人，肺结核对个人、家庭和社会危害极大。

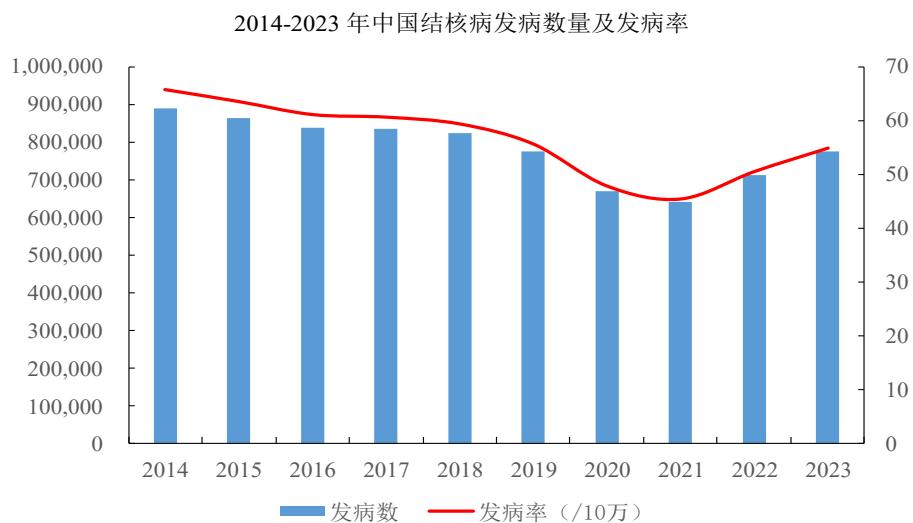
当前我国结核病发现仍以医疗机构就诊的被动发现为主，这一模式导致诸多新发病例未能及时诊断，为疾病传播留下隐患。与之相对的主动筛查尚处于初级阶段，但已呈现出明确的扩张态势。随着主动筛查工作的推进，市场覆盖正从传统医疗机构向多元化场景延伸。从医疗机构就诊人群、体检人群，到学生、老人、社区、工厂等重点人群、重点场所、重点地区，筛查范围将不断扩大。

（2）我国仍为全球结核病发病主要国家，结核防控任务较重

2013 年，研究人员在我国开展了全球最大规模的结核菌感染流行病学调查，结果显示我国结核菌潜伏感染比例约为 19%，以此测算，我国结核菌潜伏感染人数超 2 亿人。

WHO《2025 年全球结核病报告》显示，2024 年全球新发结核病患者达 1070 万例，中国估算新发患者 69.6 万例，疾病负担位居全球第四。其中耐多药/利福平耐药结核病（MDR/RR-TB）患者约 2.8 万例，占全球 7.1%，全球排名第二，作为重大公共卫生问题，长期以来威胁着人类健康。

2021-2023 年全国肺结核发病数分别为 63.05 万、71.26 万和 77.35 万，肺结核死亡数分别为 1,763 例、3,963 例和 3,989 例，是除病毒性乙肝外，甲乙类传染病发病数量及发病率最高的传染病。



资料来源：中国疾病预防控制局

（3）我国制定了明确的结核防控目标，并以预防性治疗为重要手段

长期以来，中国政府高度重视结核病的预防和治疗工作。我国政府对结核病防治的重视已形成系统性政策体系，从顶层规划、财政投入（2025 年又追加投入 7.5 亿元用于重点区县、重点人群的主动发现和基层耐药结核病检测能力的提升）到医保保障，多维度为结核病的防治工作保驾护航。党的十八大以来，全国结核病发病率、死亡率均下降约 30%，背后是“十四五”期间中央财政专项资金的持续投入，覆盖患者筛查、诊断、治疗全流程。

2024 年 11 月九部委联合印发的《全国结核病防治规划（2024-2030 年）》，更是为市场发展划定了清晰路线。规划明确提出“强化主动筛查”核心任务，将肺结核患者密切接触者、艾滋病病毒感染者、既往结核病患者等重点人群纳入强制筛查范围，并设定了到 2025 年密切接触者的预防性治疗覆盖率达 60%、2030 年达 80%的具体目标。这些政策举措形成了“政策引导-需求释放-市场增长”的良性循环。

（4）筛查是预防性治疗的必备前置程序，皮试是大人群筛查的主要手段

预防性治疗要求提前发现非活动性结核或潜伏感染者。但目前对于非活动性结核或潜伏感染者尚无检测金标准。TB-PPD 等皮试手段具有技术安全、成熟、灵敏度高（基本保证不会漏诊）、无需实验室等特点，是大规模人群结核病筛查的主要手段。

（5）耐药结核病检测成攻坚重点

耐药结核病已成为全球结核病防治的最大挑战，我国作为耐药结核病高负担国家，耐药结核病比例位居全球第二。与普通结核病相比，罹患耐药性肺结核的患者基本只能使用效果不好、不良反应高的二线药物，且治疗时间也长达 18-24 个月，若最终发展为广泛性耐药菌，则几乎无法完全治愈，终生与结核病抗争，耐药性结核更是近年的治疗难点。耐药结核病防治仍然存在诊断不够及时、发现不够充分等问题。

政策推动与临床需求的双重作用，让耐药检测市场进入爆发期。国家疾控局明确要求 2025 年底前实现县（区）级耐药检测能力全覆盖。同时，耐药患者筛查范围从复治失败患者扩展至初治高危人群，进一步放大了市场需求。

（6）健康意识提升叠加人口基数，市场需求有望持续刚性增长

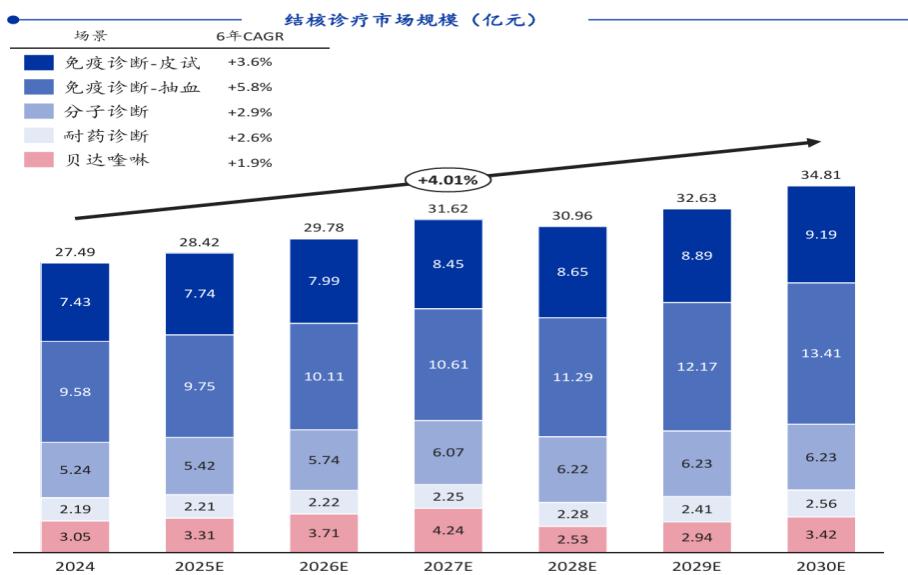
中国是结核病高负担国家，发病率全球位居第四，叠加庞大的人口基数使得绝对病例数庞大，这构成了筛查诊断市场的刚性需求基础，对筛查诊断的需求持续存在。同时，随着人们对健康的重视程度不断提高，以及结核病防治知识的普及，主动寻求结核病筛查的人群也可能会增加，进一步推动市场的发展。

（二）市场容量及变化趋势

标的公司正从事及在研的业务对应下游市场可以细分为免疫诊断-皮试（TB-PPD、BCG-PPD）、免疫诊断-抽血（IGRA）、分子诊断及耐药诊断（在研 IVD 产品）及耐多药结核病治疗（富马酸贝达喹啉片）等细分市场。

随着我国结核防控工作推进、筛查人群范围扩大等原因，据汇生咨询测算，标的公司该等下游细分市场未来将保持持续上升趋势，将从 2024 年的 28 亿元上升至 2030 年的 35 亿元，2024-2030 年复合增长率为 4.01%。

结核诊疗 2024 年-2030 年市场规模（亿元）



数据来源：汇生咨询

(三) 竞争对手业务发展情况

报告期内，标的公司收入结构如下表所示：

单位：万元

项目	2025年1-7月		2024年度		2023年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	19,016.63	83.55%	55,010.39	94.46%	65,289.07	100.00%
其中：						
TB-PPD 50IU/ml.1ml/支	15,782.31	69.34%	46,279.89	79.47%	55,739.33	85.37%
TB-PPD 20IU/ml.1ml/支	1,951.95	8.58%	6,404.93	11.00%	6,909.40	10.58%
BCG-PPD 50IU/ml.1ml/支	1,280.20	5.62%	2,273.62	3.90%	2,514.35	3.85%
其他	2.17	0.01%	51.94	0.09%	125.99	0.19%
其他业务收入	3,745.45	16.45%	3,224.56	5.54%	0.08	0.00%
合计	22,762.09	100.00%	58,234.95	100.00%	65,289.15	100.00%

其中，2024 年度、2025 年 1-7 月其他业务收入均为先声药业的富马酸贝达喹啉片提供销售推广服务的收入。

除上述产品外，标的公司在 2025 年用于结核诊断的 IVD 产品 IGRA 获批，并在 2025 年四季度实现收入。

1、皮试诊断产品（TB-PPD、BCG-PPD）竞争格局

目前，我国主要的结核筛查皮试诊断产品厂商竞争格局如下：

公司	成都所	先声祥瑞			智飞生物
技术路线	BCG-PPD	BCG-PPD	TB-PPD	Xs02	EC
上市时间	2001 年	2000 年	2000 年	临床三期	2020 年
其他结核相关产品	卡介苗	上市产品：IGRA；在研产品：分子诊断试剂盒、耐药诊断试剂盒			微卡（上市）

如上表所示，标的公司的 TB-PPD 为独家品种。该产品来源于我国唯一的结核分枝杆菌强毒株，具有稀缺性；结核分枝杆菌强毒株的获取技术难度大、耗费时间长、不确定性高，具备明显的产业壁垒。1980 年 WHO 赠送给中国食品药品检定研究院（中检院）源于丹麦血清研究所的结核分枝杆菌原始强毒株，中检院成为我国唯一保存结核分枝杆菌原始强毒株的单位。此后，中检院将强毒株及相关技术独家转让给标的公司，标的公司为 TB-PPD 国内唯一生产厂家。

TB-PPD 产品具有技术安全、成熟、灵敏度高（基本保证不会漏诊）、无需实验室等特点，是大规模人群结核病筛查的主要手段，已列入《中华人民共和国药典》标准参考品、2018 版基药目录、甲类医保药品。

BCG-PPD 并非结核筛查的主流产品，且成都生物制品研究所有限责任公司（以下简称：“成都所”）产品价格高于标的公司产品。智飞生物的 EC 于 2020 年上市，目前尚未对标的公司产品地位造成较大不利影响。根据汇生咨询数据，2024 年，标的公司的 TB-PPD 产品在皮试市场中占约 83.9% 的市场份额。

主要因公司 TB-PPD 产品具有稀缺性以及形成了业内最完整的皮试诊断产品组合，预计短时间内，标的公司皮试产品市场竞争格局不会发生较大变化。

2、富马酸贝达喹啉片市场竞争格局

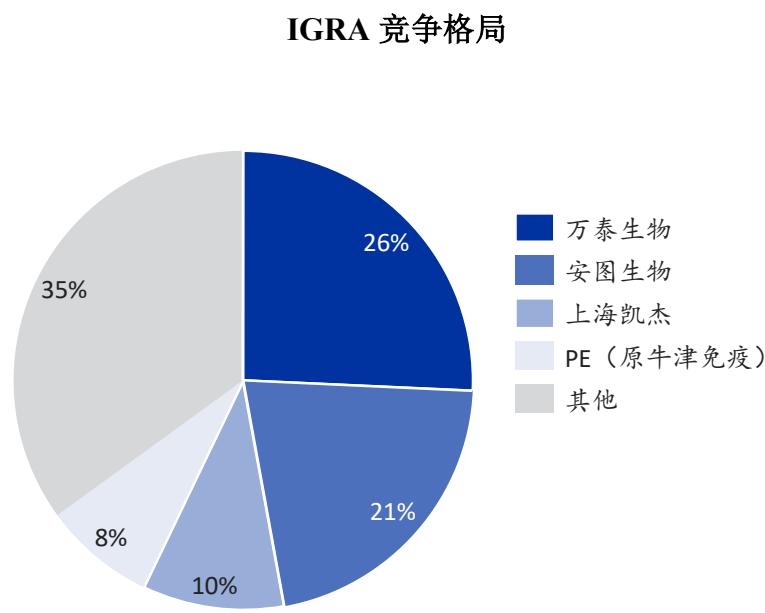
富马酸贝达喹啉片原研为比利时杨森公司的斯耐瑞（Sirturo），最早于 2013 年由美国 FDA 批准上市，用于治疗结核分枝杆菌感染，是近 40 多年来首个获批的具有创新作用机制的抗结核病新药。2016 年 12 月，富马酸贝达喹啉片获 NMPA 批准进入中国，作为联合治疗的一部分，用于成人（≥18 岁）耐多药肺结核的治疗。2019 年作为谈判药品被纳入 2019 年国家医保目录（乙类），此后富马酸贝达喹啉片销售得以快速放量。2023 年 2 月，海南先声药业产品获批。富马酸贝达喹啉片国内目前仅有 3 家企业拥有生产批文，目前国内市场竞争格局较好。

作为仿制药，该产品已有多家国内药企在进行仿制研发，预计未来将有较多

产品获批，标的公司谨慎预测 2028 年因竞品陆续上市，销售推广收入将出现下降。

3、IGRA 竞争格局

目前国内的主要的 IGRA 厂商较多，但 IGRA 市场集中度较高，头部四家公司万泰生物、安图生物、上海凯杰和 Perkin Elmer (PE, 原牛津免疫) 的市场份额在 65% 左右。



数据来源：汇生咨询

标的公司推出 IGRA 产品主要作为 TB-PPD 产品的补充、形成更丰富产品矩阵，加强标的公司在结核病筛查、诊断领域的综合竞争力。

(四) 行业政策

结核病防治是全球重要的流行病防治任务，我国从国家至地方制定了多层次的防治政策。主要相关行业政策梳理如下：

范围	政策名称	发布时间	发布部门	核心内容
全球纲领	《终止结核病战略(2014-2035)》	2014 年 5 月	世界卫生组织	锚定 2035 年结核病发病率下降 90%、死亡率下降 95% 等全球目标
全国性结核防控政策	《全国结核病防治规划(2024-2030 年)》	2024 年 11 月	国家疾控局、国家卫健委等 9 部门	2025 年发病率降至 50/10 万以下，2030 年降至 43/10 万以下

范围	政策名称	发布时间	发布部门	核心内容
	《中小学生健康体检管理办法（2021年版）》	2021年9月	国家卫健委和教育部	将结核病筛查纳入中小学生年度体检必查项目，要求对所有学生进行症状询问和结核菌素试验（PPD）
	《学校结核病防控工作规范（2017版）》	2017年7月	原国家卫生计生委、教育部	要求将结核病筛查纳入新生入学和教职工入职体检
医药行业政策	《中华人民共和国药典》（2025年版）	2025年3月	国家药品监督管理局	将 TB-PPD 列为标准参考品
	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024年）》	2025年1月	国家医保局	将 TB-PPD 列入甲类医保药品，从支付端进行支持、保证
	《国家基本药物目录》	2018年11月	国家卫健委	将 TB-PPD 列入基本药物
部分地方结核防控规划	《安徽省结核病防治规划（2025—2030年）》	2025年6月	安徽省卫健委等12部门	病原学阳性率达70%、耐药患者规范治疗率达90%等
	《云南省结核病防治规划（2025-2030年）》	2025年5月	云南省人民政府	针对边境地区防控难点，提出三类地区分类施策
	《山东省结核病防治规划(2025—2030年)》	2025年4月	山东省卫健委、教育厅等10部门	2030年全省结核病发病率降至18/10万以下，病原学阳性率达70%以上
	《河北省结核病防治规划（2025—2030年）》	2025年2月	河北省卫健委、发改委等9部门	2025年发病率降至36/10万以下，2030年降至31/10万以下

如上表所示，我国对结核病防治有明确目标、规划，并在筛查、医保支付等方面有具体可行的政策保障。

（五）主要产品产能利用率情况

报告期内，标的公司销售的主要产品为结核菌素纯蛋白衍生物（TB-PPD）和卡介菌纯蛋白衍生物（BCG-PPD），其产能、产量及产能利用率情况如下表所示：

单位：万支

项目	2025年1-7月	2024年	2023年
产能	583.33	1,000.00	1,000.00
产量	395.38	738.07	804.41
其中： TB-PPD 50IU/ml.1ml/支	257.25	439.95	522.92

TB-PPD 20IU/ml.1ml/支	47.86	206.95	143.74
BCG-PPD 50IU/ml.1ml/支	90.27	91.17	137.76
产能利用率	67.78%	73.81%	80.44%

注：当期产能利用率=产量/产能×100%。

如上表所示，报告期内标的公司产能尚未得到充分利用，其产能足以支撑未来几年的业务增长。

（六）说明在 2024 年业绩下滑的背景下，收益法评估中预测 2025 年及以后年度业绩增长的依据及合理性，进而说明本次交易作价的公允性

1、2024 年业绩下滑的原因

（1）在非模拟口径下，标的公司 2024 年净利润同比有所增长

因本次方案约定标的公司拟剥离 mRNA 相关资产、对中融信托债权等资产，重组报告书等文件采用了模拟剥离相关资产的财务报表。

在模拟报表口径下，2024 年标的公司净利润下滑，一方面是模拟报表剔除了 2023 年就中融信托计提的 5,000 万元减值准备，另一方面是 2023 年 mRNA 业务投入的研发费用较多所致。具体情况如下表所示：

单位：万元

序号	项目	2024 年度	2023 年度
1	非模拟口径营业收入	58,234.95	65,289.15
2	非模拟口径净利润	15,876.16	13,423.07
3	模拟剔除事项	2,137.45	7,619.46
3-1	中融信托影响	-	5,000.00
3-2	mRNA 相关研发投入	2,481.38	3,708.51
3-3	其他	-343.93	-1,089.04
4	模拟口径净利润	18,013.61	21,042.53

标的公司主要依据非模拟口径数据进行经营管理、决策。在非模拟口径下，标的公司 2024 年营业收入虽有所下降，标的公司通过提高管理效率、控制费用等手段，净利润仍实现了增长。

（2）模拟报表口径下，2024 年标的公司业绩下滑的原因

在模拟报表口径下，2024 年，标的公司实现营业收入 58,234.95 万元，同比

下降约 10%；净利润 18,013.61 万元，同比下降 14.39%。其主要原因：

一是，标的公司的销售模式以经销模式为主，以客户签收为收入确认主要依据。2024 年下半年开始，标的公司对内部销售人员及推广服务商主要考核指标由销售收入（发货口径）调整为终端使用的销售额，经销体系内存货逐渐下降，具体情况如下表所示：

单位：万元

项目	2025年1-9月	2025年1-7月	2024年度	2023年度
主营业务收入	36,792	19,017	55,010	65,289
终端销售金额	42,973	21,758	59,333	57,645
渠道期末库存金额	9,610	13,050	15,791	20,114

注：上述数据来源为《北京先声祥瑞生物制品股份有限公司关于 2025 年半年度报告问询函的回复》；2025 年 1-7 月终端销售和渠道期末库存数据由标的公司统计提供。

如上表所示，2024 年，标的公司终端销售金额仍保持增长。

二是 2024 年部分地区财政紧张，导致结核病筛查专项经费出现阶段性波动。

三是竞争对手智飞生物加大了 EC 产品市场推广力度，标的公司在部分区域竞争格局加剧所致。

2、收益法评估中预测 2025 年及以后年度业绩增长的依据及合理性

根据标的公司管理层预测，历史年度和未来详细预测期营业收入和净利润预测如下：

单位：万元

项目\年份	2023年	2024年	2025年1-7月	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年
一、营业收入	65,289.15	58,234.95	22,762.09	59,331.54	62,802.03	69,532.70	70,813.73	71,846.73	71,961.73
增长率		-10.8%		1.9%	5.8%	10.7%	1.8%	1.5%	0.2%
1、主营业务收入	65,289.07	55,010.39	19,016.63	52,831.54	55,302.03	61,032.70	66,563.73	69,721.73	71,961.73
增长率		-15.7%		-4.0%	4.7%	10.4%	9.1%	4.7%	3.2%
PPD	65,163.08	54,958.44	19,323.45	53,082.36	54,674.83	56,315.07	57,441.37	58,590.20	59,762.00
增长率		-15.7%		-3.4%	3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Xs02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2,720.00	5,997.60	7,183.79	7,680.13
增长率							120.5%	19.8%	6.9%
IVD	97.52	21.58	2.17	58.17	627.20	1,997.63	3,124.76	3,947.74	4,519.60
增长率				169.5%	978.1%	218.5%	56.4%	26.3%	14.5%
其他	28.47	30.36	-308.99	-308.99					
2、其他业务收入-BDQ 推广收入	0.08	3,224.56	3,745.45	6,500.00	7,500.00	8,500.00	4,250.00	2,125.00	0.00

项目\年份	2023 年	2024 年	2025 年 1-7 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
增长率				101.6%	15.4%	13.3%	-50.0%	-50.0%	-100.0%
二、净利润	21,042.53	18,013.61	5,967.95	17,518.44	18,280.97	18,319.56	18,643.11	18,880.23	18,220.49
增长率		-14.4%		-2.7%	4.4%	0.2%	1.8%	1.3%	-3.5%

(1) PPD 产品

如前所述，标的公司 TB-PPD 产品为国内独家产品，且是应用最广泛的结核筛查产品，在我国结核筛查皮试诊断市场占有率超过 80%。

我国有明确结核防控政策规划，且我国目前仍有老年、糖尿病、激素类药物使用等待拓展筛查、防控的人群。根据汇生咨询等行业研究机构数据，该产品仍有市场成长空间。

2024 年，标的公司 PPD 产品虽然直接收入下降，但终端销售 59,333 万元，仍实现了 2.93% 的终端销售增长。标的公司预测 2025 年 PPD 产品销售收入同比下降约 3.4%，以完成销售考核体系调整，消化经销体系中的库存，实现后续业绩的可持续增长。标的公司审慎预测该产品在 2026、2027 年销售增长率为 3%，2028-2030 年销售增长率下降为 2% 具有合理性。

(2) 在研管线-Xs02

①产品优势分析

Xs02 是 TB-PPD 的升级迭代产品，较 TB-PPD 选用更精准的结核病相关抗原，具有精准、创新的蛋白结构，其皮试结果不受卡介苗(BCG)接种的影响、不受常见非结核分枝杆菌感染干扰。

Xs02 在抗原串联融合方式、氨基酸数量和分子量方面较临床试验对照制剂有差异化优势，可增强 T 细胞免疫应答强度，尤其针对结核杆菌载量较低的感染者，可提升诊断敏感性，同时可降低因细菌抗原表位变异导致的漏检风险。此外，Xs02 制剂蛋白含量 0.5ug/剂，不含任何防腐剂（临床对照制剂含有苯酚），安全性更好，受试者依从性更高。

②产品研发进度

Xs02 于 2024 年初启动临床，并在 2024 年内完成 I 、 II 期临床试验，预计 2025 年内完成 III 期临床入组，预计 2027 年可以获批上市。虽然，该药品 II 期

临床结果较好，临床失败的风险已基本释放，但考虑到 Xs02 临床试验尚未全部结束以及有待提交 BLA，未来收入预测考虑了 85% 成功上市的概率。

③产品定价策略

Xs02 初步计划定价略低于智飞生物的 EC 产品。

④产品销售预测

Xs02 产品具有一定产品竞争优势和差异化特点，且标的公司在结核筛查领域具有深厚的行业积淀。该产品上市后，利用标的公司在结核领域的品牌影响力和已有市场渠道，预计将有一定增长空间。

（3）IVD 产品

①产品优势分析

Xi01：结核分枝杆菌特异性细胞免疫反应检测试剂（酶联免疫法）试剂盒

作为一种基于细胞免疫的体外诊断技术，检测结果不受卡介苗接种的干扰，受机体免疫状态影响较小、全血标本容易获得、对实验室技术条件要求不高，临床应用方便。

Xi02：结核分枝杆菌复合群核酸检测试剂盒（PCR-荧光探针法）

临床对标试剂：Xpert MTB/RIF；

超高灵敏度：检测下限（LOD）达 10CFU/mL，目标病原体存在即可实现检测，单拷贝基因组/反应管差异化优势：适配通用型 PCR 仪；采用 PCR 八连管原位冻干工艺，操作简单，支持常温储运。

Xi03：结核分枝杆菌利福平耐药突变基因检测试剂盒（荧光 PCR 溶解曲线法）

独家立项：国内首家以痰液为直接检测样本而非培养物进行的利福平耐药检测的试剂盒。

高灵敏度：对突变基因占比 40% 以上的杂合基因型有效检出（经验证，已知所有突变基因型最低检出率）。

差异化优势：适配通用型 PCR 仪；实现耐药突变全区域覆盖检出、检测，

设置内参通道，；采用冻干剂型，支持常温储运。

Xi04：结核分枝杆菌异烟肼耐药突变基因检测试剂盒（荧光 PCR 溶解曲线法）

样本优势：以痰液为直接检测样本（非培养物）。

超高灵敏度：对突变基因占比 20%以上的杂合基因型可有效检出（临床前验证数据：在临床前研究中 Xi04 与竞品分别对比临床诊断标准，符合率对比为 15/15 vs 8/15。）

差异化优势：适配通用型 PCR 仪；较竞品实现突变早检，为临床诊疗决策提供支撑；冻干剂型，支持常温储运。

②IVD 产品的研发进度

IGRA（Xi01）项目于 2018 年 12 月启动立项研究，经 1 年研发阶段，3 年临床试验验证、1 年注册补正于 2025 年 2 月获得国家药品监督管理局（NMPA）医疗器械注册证，同年 3 月取得医疗器械生产许可证。2025 年第四季度已实现商业化销售。另外三款 IVD 在研管线（Xi02、Xi03、Xi04）临床试验进展顺利，预计 2026 年第一、第二季度 Xi02、Xi03 完成注册审批流程，第四季度 Xi04 项目完成注册审批；三款产品预计于 2026 年末至 2027 年初陆续实现商业化上市。

③IVD 产品定价策略

Xi01 初步定价较同类已上市竞品定价偏低，另外三个 IVD 在研管线（Xi02、Xi03 和 Xi04）定价参考 Xi01 定价。上市后考虑市场竞争的因素，单价考虑适当地下降。

④IVD 产品销售预测

公司 IVD 产品定位于结核一体化解决方案，满足细分市场多样化需求，对细分人群满足起到积极作用。例如监狱等集中监管场所、密切接触者等移动暴露人群的快速筛查场景，以及精神病专科医院等密闭环境（患者配合度低且感染传播风险较高），公司产品可提供更适配的检测解决方案。公司凭借在结核诊疗领域较为深入的研究和深度技术积累与产业布局，能够为这些特殊场景提供更合适的检测方案。预计 IVD 产品上市后销量考虑适当地增长。

(2) 其他业务收入

其他业务收入主要为公司受江苏先声药业有限公司委托，独家推广海南先声药业有限公司产品富马酸贝达喹啉片（商品名：先瑞坦[®]）的推广费收入。

根据公司与江苏先声药业有限公司的《先瑞坦流向数据及推广费用的确认函》，2024 年、2025 年 1-9 月，公司不含税推广费收入分别为 3,224.56 万元和 5,861.41 万元，推广费收入增长态势良好，2025 年度推广费收入预测具备较大的可实现性。

根据市场调研，目前市场上除了已上市的 3 家企业，已有 4 家企业处于申请上市阶段，未来众多竞品上市后，较大可能会进入集采。基于谨慎性考虑，对于推广费收入，仅考虑有限期预测，详细预测期内前期推广费收入考虑适当的增长，2028 年考虑竞品上市销售收入下降，至 2030 年下降为零，永续期不考虑该推广业务带来的收入。

综上所述，标的公司产品具有较强竞争力且仍有增长前景，详细预测期(2024 年至 2030 年) 预测的标的公司营业收入增长率为 0.2%~10.7%，复合增长率为 3.59%，低于行业 2024-2030 年复合增长率为 4.01%，整体收入预测谨慎、增长较为平稳，具备合理性。

3、本次交易作价的公允性

如前所述，本次收益法采用较为谨慎的预测数据，标的公司经评估的经营性资产价值约为 18.23 亿元，结合非经营性资产、溢余资产 8.51 亿元（其中定期存款、货币资金约 7 亿元），经取整后，整体评估价值为 26.74 亿元。

经查询，近期生物医药行业可比交易案例的评估增值率与本次交易收益法评估增值率进行对比，具体情况如下：

上市公司	交易标的	评估增值率
三友医疗	水木天蓬 37.1077% 股权	406.21%
新诺威	石药百克 100% 股权	78.25%
楚天科技	楚天飞云 1,160.00 万元出资对应的股权	66.22%
皓元医药	药源药物 100% 股权	620.34%
海正药业	瀚晖制药 49% 股权	210.28%
派林生物	派斯菲科 100.00% 的股权	596.83%

国发股份	高盛生物 99.9779%股权	391.81%
	平均值	338.56%
利德曼	先声祥瑞 70%股份	162.23%

经收益法评估，标的资产股东全部权益评估值 26.74 亿元，增值率 162.23%。标的公司评估增值率低于生物医药行业可比交易案例平均值，处于可比交易案例评估增值率范围内，具备合理性。

根据上述评估结果，先声祥瑞 100%股份评估值扣除评估基准日后标的公司利润分配 19,109.00 万元后为 248,291.00 万元，其 70%股份评估值为 173,803.70 万元。经交易双方协商一致，同意本次交易先声祥瑞 70%股份的最终作价为 173,300.00 万元。评估结果与本次交易定价不存在较大差异。本次交易资产定价公平、合理，符合相关法律、法规及《公司章程》的规定，不会损害公司及股东特别是中小股东的利益。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、本次评估根据标的公司报告期经营数据作为预测基础，考虑了行业发展趋势、市场空间、市场竞争情况、报告期内标的公司业绩变动原因等因素，标的公司核心产品终端市场销售呈增长态势，现有产能足以支撑未来几年的业务增长，预测业绩增长具备合理性。

2、本次交易，评估机构采用收益法和市场法对标的公司进行了评估，能够合理反映标的公司股东全部价值。评估结果与本次交易定价不存在较大差异，具备公允性。

问题 3

草案显示，在市场法评估中，最终可比公司选取为华兰疫苗、康华生物等疫苗行业上市公司，标的公司主要从事体外诊断业务，并未形成疫苗相关业务收入。请你公司结合标的公司主要竞争对手、可比公司选取原则等，说明选取疫苗行业而非体外诊断行业上市公司作为可比公司的原因及合理性，如主要竞争对手存在上市公司，说明未选为可比公司的原因及合理性。

请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、结合标的公司主要竞争对手、可比公司选取原则等，说明选取疫苗行业而非体外诊断行业上市公司作为可比公司的原因及合理性，如主要竞争对手存在上市公司，说明未选为可比公司的原因及合理性

标的公司主要从事生物制品(体内诊断试剂、疫苗)及体外诊断试剂的研发、生产和销售，目前核心销售产品为 TB-PPD、BCG-PPD、IGRA，均聚焦结核筛查与诊断领域。

报告期内，标的公司生物制品（TB-PPD、BCG-PPD）占营业收入的比例分别为 99.80%、94.37%和 83.54%。TB-PPD、BCG-PPD 均属于体内诊断试剂，根据《药品注册管理办法》及《生物制品注册分类及申报资料要求》（2020 年第 43 号）等文件的相关规定，生物制品类体内诊断试剂按照治疗用生物制品管理，产品研发、注册、生产和销售模式均严格遵循生物制品行业规定，因此标的公司属于生物制品行业。

（一）标的公司的主要竞争对手

标的公司核心产品 TB-PPD、BCG-PPD 的主要直接竞争对手为成都所及智飞生物，具体情况如下表所示：

公司	成都所	先声祥瑞			智飞生物
技术路线	BCG-PPD	BCG-PPD	TB-PPD	Xs02	EC
上市时间	2001 年	2000 年	2000 年	临床三期	2020 年
其他结核相关产品	卡介苗	上市产品：IGRA；在研产品：分子诊断试剂盒、耐药诊断试剂盒			微卡（上市）

其中成都所为国药集团下属非上市公司，智飞生物虽为上市公司，但其近两期代理产品占比分别为 98%、95%和 89%，自主产品占比较低，与标的公司可比性较差。

（二）可比上市公司的选取原则

本次可比上市公司选取，系从我国 A 股上市公司中选择同属于生物制品行业的公司，通过比较标的公司与上述上市公司在业务结构、经营模式、财务经营业绩、经营风险、财务风险等因素后，进一步筛选得出。

首先，筛选医药生物-生物制品行业，得到共计 54 家上市公司。剔除上市时

间不满 3 年、ST 股票以及部分流动性较差的上市公司，剩余 44 家上市公司。

标的公司近几年持续盈利，利润实现情况较好，剔除净利润为负的亏损公司后，筛选得到 34 家上市公司。

从产品结构来看，标的公司核心产品为独家产品、市场竞争力较强、地位较高、毛利率较高。从销售模式来看，标的公司负责统筹规划产品的市场推广，推广方式以委托专业的市场推广服务企业为主。上述市场地位、销售推广模式对标的公司有较重大影响，因此剔除产品在细分市场地位相差较大、销售推广模式相差较大的上市公司，得到 13 家可比上市公司。

标的公司具备稳定的盈利能力，而部分可比公司经营业绩波动较大、EV/EBITDA 倍数显著异常，因此综合考虑盈利性及盈利指标波动性，进一步剔除 9 家可比公司，情况如下：

上市公司	主营业务情况	选取/剔除原因
百克生物	人用疫苗的研发、生产和销售。	主营二类水痘疫苗，2025 年受外部环境、市场竞争加剧以及受种者疫苗接种意愿下降等多方面因素的影响，公司带状疱疹疫苗销售、使用数量大幅减少，销售收入承压，对公司整体营业收入、净利润造成影响，收入、利润同比下降。2025 年预估的全净利润为负，故剔除
欧林生物	人用疫苗产品研发、生产、销售	2024 年净利润水平较低、EV/EBITDA 倍数 65 显著高于行业平均水平，故剔除
康泰生物	人用疫苗的研发、生产和销售	EV/EBITDA 倍数 39 显著高于行业平均水平，故剔除
西藏药业	生产、销售新活素、诺迪康胶囊、雪山金罗汉止痛涂膜剂、十味蒂达胶囊、小儿双清颗粒等系列产品	主营为药品销售（胶囊、颗粒剂等），主营产品类型可比性差，故剔除
康辰药业	开发、制造及营销创新特药。	2024 年净利润水平较低、EV/EBITDA 倍数 59 显著高于行业平均水平，故剔除
特宝生物	重组蛋白质及其长效修饰药物研发、生产及销售	主营重组蛋白质及其长效修饰药物，EV/EBITDA 倍数 29 高于行业平均水平，故剔除
康弘药业	以技术创新为主线推动研发、生产和销售三大板块，以临床需求为导向，持续专注于医药行业致力于中成药、化学药及生物制品的研发、生产和销售，专业创新、专业服务	生物制品占比小于 70%，可比性较差，故剔除
我武生物	研发、生产和销售变应原制品	主营过敏性疾病诊断及治疗产品（滴剂），产品差异较大，故剔除

百普赛斯	专业提供重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务。	重组蛋白等关键生物试剂产品及技术服务，EV/EBITDA 倍数 26 高于行业平均水平，故剔除
------	-------------------------	---

经上述筛选过程，最终选得到 4 家可比上市公司，情况如下：

上市公司	主营业务情况
康华生物	综合性研究、开发、经营一体化的疫苗生产
华兰疫苗	从事人用疫苗研发、生产、销售。
凯因科技	以现有病毒病领域治疗药物的生产及销售为基础，同时积极开展创新药的研发。
长春高新	以生物制药、中成药生产及销售、房地产开发为主导产业，辅以开发区基础设施建设、物业管理等。

(三) 说明选取疫苗行业而非体外诊断行业上市公司作为可比公司的原因及合理性

标的公司主要从事生物制品(体内诊断试剂、疫苗)及体外诊断试剂的研发、生产和销售，目前核心销售产品为 TB-PPD、BCG-PPD、IGRA。

报告期内和详细预测期主要产品的收入结构占比如下：

项目\年份	2023 年	2024 年	2025 年 1-7 月	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年
TB-PPD、BCG-PPD	100%	94%	85%	89%	87%	81%	81%	82%	83%
在研-Xs02	0%	0%	0%	0%	0%	4%	8%	10%	11%
IVD	0%	0%	0%	0%	1%	3%	4%	5%	6%
BDQ 推广业务	0%	6%	16%	11%	12%	12%	6%	3%	0%

如上表所示，报告期内及预测期内，标的公司的主要收入均来源于生物制品(TB-PPD、BCG-PPD、Xs02)。我国上市公司中从事非疫苗类生物制品业务的公司较少，疫苗亦属于生物制品，且其在产品研发、生产工艺、药品注册管理、业务模式等方面与标的公司产品有较多共通之处，选取当前的可比上市公司具有合理性。

(四) 如主要竞争对手存在上市公司，说明未选为可比公司的原因及合理性

如前所述，标的公司收入主要来源于 TB-PPD、BCG-PPD，直接竞争对手为成都所及智飞生物。

其中成都所为国药集团下属非上市企业，智飞生物虽为上市公司，但其近两年一期代理产品占比分别为98%、95%和89%，与标的公司直接构成竞争关系的自主产品EC的收入占比极低，且近年来盈利指标波动较大，与标的公司可比性较差，未将其选为可比公司具有合理性。

二、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

- 1、标的公司与可比公司在财务指标、业务结构以及经营模式等方面近似，具有可比性。
- 2、结合标的公司历史年度主要产品情况和未来预测期的产品销售预测情况，最终选取生物制品行业上市公司作为可比公司，具备合理性。
- 3、主要竞争对手存在一家上市公司，但其主要收入构成为疫苗产品代理业务，其业务模式、核心财务指标与标的公司相差较大且盈利指标波动性较大，故未选为可比公司。

问题4

草案显示，在你公司披露筹划本次交易后，标的公司于2025年8月26日披露，拟将位于上海市的mRNA研发用资产（包含但不限于仪器、设备等资产）及持有的海南先为100%股权出售给关联方海南先声药业有限公司，交易作价为8,318.38万元。请你公司：（1）结合前期mRNA业务投资情况、研发成果等，以及海南先为发展情况与经营业绩等，补充披露在筹划本次交易后剥离前述资产的原因。（2）结合剥离资产产生的投资收益及具体计算过程等，说明前述资产定价依据及公允性。（3）测算如保留剥离资产对本次交易评估的影响，说明剥离相关资产是否有利于保护上市公司及中小股东利益。

请独立财务顾问、评估机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、结合前期mRNA业务投资情况、研发成果等，以及海南先为发展情况与经营业绩等，补充披露在筹划本次交易后剥离前述资产的原因

（一）前期mRNA业务投资情况、研发成果

mRNA 技术作为生物医药领域的创新技术，其核心原理是通过特定递送系统将编码目标抗原的 mRNA 序列递送至体内，指导机体合成相应蛋白质，进而诱导特异性免疫应答以实现疾病的预防与治疗。这一技术凭借抗原选择灵活、安全性高等优势，在全球公共卫生事件中展现出巨大价值，2020 年全球公共卫生事件爆发后，全球头部企业 Moderna 与 BioNTech 迅速响应，分别研发出 mRNA-1273 和 BNT162b2 两款新冠 mRNA 疫苗，其保护效力均突破 90%，让 mRNA 技术提前实现产业化，成为防控的重要力量。国内相关企业也纷纷投身 mRNA 疫苗研发，核心目标均聚焦于应对新冠带来的公共卫生挑战。

先声祥瑞是我国为数不多的疫苗生产许可证持证企业之一，聚焦尚未满足临床需求的人用创新疫苗。因看好 mRNA 疫苗技术方向，2022 年 4 月，先声祥瑞以 4,141.41 万元购入上海先博生物科技有限公司 mRNA 疫苗技术、mRNA 技术平台许可权，并进行后续研发，收购资产主要为 mRNA 临床前研发成果及相关预付账款、存货及专用设备，收购对价参照江苏华信资产评估有限公司出具的苏华评报字[2022]第 170 号《资产评估报告》进行定价。同时，标的公司于 2022 年设立海南全资子公司先为(海南)生物科技有限公司(以下简称“海南先为”)，实收资本 10,000.00 万元，作为 mRNA 疫苗的中试车间。

因疫苗研发流程较长，截至资产剥离日，公司 mRNA 业务未完成产品研发或取得具有较大市场价值的研发成果。

(二) 海南先为发展情况与经营业绩

当前 mRNA 技术的发展重心已发生显著转移。从当前全球研发管线及临床数据来看，肿瘤领域正成为 mRNA 技术最具潜力的应用方向。但由于该路线投入大、研发周期长、技术要求高、专利壁垒难以突破，且存在较大的不确定性，对于一般小体量公司难以持续维系，国内尚无任何一款 mRNA 技术路线的肿瘤、罕见病产品进入Ⅱ期临床。

鉴于 mRNA 技术发展重心的转移和新应用领域研发的不确定性，先声祥瑞于 2023 年 9 月，对 mRNA 技术平台人员进行第一次裁减，2024 年 9 月进行第二次裁减；2025 年 4 月，除海南中试车间保留 2 人维护外，将 mRNA 技术平台其他人员全部裁减。

海南先为作为 mRNA 疫苗的中试车间，截至 mRNA 资产剥离前尚未取得 GMP 认证，报告期内未产生销售收入仅发生研发及管理费用（未经审计），分别为 1,244.26 万元、799.50 万元、203.10 万元。

（三）剥离前述资产的原因

鉴于 mRNA 技术的发展重心已发生显著转移且肿瘤等新应用领域的研发存在较大的不确定性，而先声祥瑞主要聚焦传染病领域，拟剥离与自身核心业务关联度较低的 mRNA 资产，以有效减轻非核心业务的长期研发投入压力及平台维护运营费用，使其能够集中精力聚焦主业发展，为股东创造更稳定的回报。

先声药业聚焦神经、肿瘤、自免等领域大小分子药物的研发、生产和商业化，在抗肿瘤创新药领域已构建起完善的研究体系与商业化能力。mRNA 技术在肿瘤领域的应用方向，与其业务较为契合。先声药业收购先声祥瑞的 mRNA 资产，可快速融入其现有研发管线，形成“大小分子药物+mRNA 疗法”的协同布局，进一步强化了在抗肿瘤创新领域的竞争力，实现技术资源与业务平台的精准匹配，提升了研发效率与资源利用效能。

综上，本次将 mRNA 资产调整，从行业发展趋势、企业战略布局及股东利益保护的多重维度考量，既符合 mRNA 技术的发展规律，使该技术获得更聚焦、更高效的资源投入，加速技术转化进程；同时又契合公司长远发展利益，更充分保障了中小股东利益，具备充分的合理性与前瞻性。

上市公司已在重组报告书“第四章交易标的基本情况”之“十一、报告期内主要会计政策及相关会计处理”之“（六）报告期内资产剥离情况”中对上述内容进行了补充披露。

二、结合剥离资产产生的投资收益及具体计算过程等，说明前述资产定价依据及公允性

（一）剥离资产产生的投资收益及具体计算过程

1、剥离资产实际产生的投资收益

上述剥离资产已于 2025 年 10 月交割完毕，本次剥离共产生 1,162.19 万元投资收益，在剥离资产交割日，该等资产账面价值 7,105.15 万元，相关资产实际转让价为 8,318.38 万元。标的公司将产生的处置收益计入当期营业外收入。

2、本次模拟审计报告的编制过程

本次模拟审计报告假设剥离资产已于 2023 年 1 月 1 日完成，具体基于以下所述重要模拟假设编制财务报表。

重要模拟假设：

①截至 2023 年 1 月 1 日，标的公司对子公司先为（海南）生物科技有限公司（以下简称海南先为）出资额为 44,160,400.00 元。2023 年度及 2024 年度，本公司对海南先为分别追加出资额 25,000,000.00 元及 30,839,600.00 元。在编制本模拟财务报表时，本公司假设于 2023 年 1 月 1 日，按照 65,661,200.00 元的对价，向海南先声药业有限公司转让其 100% 股权。2023 年度、2024 年度，本公司对海南先为追加的出资额视为 2023 年 1 月 1 日已完成。

②标的公司与海南先声药业有限公司签订《转让协议》转让固定资产。截止 2023 年 1 月 1 日，本公司购入相关转让固定资产原值为 7,199,234.61 元，累计折旧为 148,452.17 元。2023 年度、2024 年度及 2025 年 1-7 月，新增相关转让固定资产原值分别为 5,141,852.98 元、4,851,672.00 元及 0 元，新增折旧分别为 1,320,902.60 元、2,199,019.00 元及 1,215,806.10 元。在编制模拟财务报表时，本公司假设于 2023 年 1 月 1 日，按照 17,522,600.00 元的含税对价，向海南先声药业有限公司转让该固定资产。

③2023 年度、2024 年度及 2025 年 1-7 月，标的公司对外支付用于“mRNA 研究平台”相关销售费用、管理费用、研发费用，合计金额分别为 37,333,342.18 元、26,190,932.80 元及 5,315,533.24 元。在编制模拟财务报表时不包含“mRNA 研究平台”相关费用。

④2023 年度、2024 年度及 2025 年 1-7 月，海南先为代本公司支付的薪酬，合计金额分别为 3,881,597.80 元、3,517,806.08 元及 1,787,813.69 元。在编制模拟财务报表时，标的公司假设海南先为代本公司支付的薪酬由标的公司自行支付。

⑤在编制模拟财务报表时，标的公司假设对外支付用于“mRNA 研究平台”的现金流为支付的其他与投资活动有关的现金。

⑥模拟财务报表未考虑上述事项可能发生的交易费用和相关税费的影响。

（二）前述资产定价依据及公允性

本次剥离资产组的具体范围为：位于上海市的 mRNA 研发用资产（包含但不限于仪器、设备等资产）及北京先声祥瑞生物制品股份有限公司持有的海南先为 100% 股权。本次交易的转让价格以江苏华信资产评估有限公司出具的苏华评报字[2025]第 399 号、苏华评报字[2025]第 358 号评估报告为基础，交易各方在综合考量其实际经营情况及未来发展能力等因素后作价，拟出售的资产评估价值为人民币 8,318.38 万元。

其中，位于上海市的 mRNA 研发用资产，主要包含 117 项机器设备和 22 项电子设备，经采用成本法评估，上述资产截至评估基准日 2024 年 12 月 31 日的市场价值为 1,752.26 万元。

海南先为系 mRNA 疫苗的中试车间，其主要资产为货币资金、固定资产及在建工程。截至评估基准日（2024 年 12 月 31 日），mRNA 疫苗中试车间已建成，但尚未通过 GMP 认证，无法进行正式生产经营，获取认证时间具有较大不确定性，因此采用资产基础法进行评估，评估值为 6,566.12 万元。

本次资产转让价格以经过第三方专业机构评估结果为定价依据，上述剥离资产的定价具有一定公允性。

三、测算如保留剥离资产对本次交易评估的影响，说明剥离相关资产是否有利于保护上市公司及中小股东利益

（一）测算如保留剥离资产对本次交易评估的影响

本次交易评估假设在 2023 年 1 月 1 日，标的公司已按照华信评估出具的评估报告的评估价值转让了 mRNA 相关资产。

如前所述，在评估基准日（2025 年 7 月 31 日），mRNA 相关资产处于闲置状态，如保留该部分资产，将作为非经营性资产进行评估，采用与华信评估相同的评估方法。

若保留 mRNA 相关资产，评估直接引用华信评估出具评估报告的结论，则该项资产评估值与模拟剥离资产价格基本一致，对本次交易评估影响较小。

（二）说明剥离相关资产是否有利于保护上市公司及中小股东利益

截至资产剥离日，mRNA 板块研发项目均处于临床前开发阶段，产品商业化尚需较大研发投入且存在较大风险，相关资产已处于闲置状态。若保留相关资

产该等资产则后续将承担相关风险进行研发投入，或长期处于闲置状态。因此，剥离相关资产更有利于保护上市公司及中小股东利益。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、上市公司已如实补充披露标的公司在筹划本次交易中剥离 mRNA 资产的原因。

2、本次剥离 mRNA 资产的转让价格以经过第三方专业机构评估结果为定价依据，上述剥离资产的定价具有一定公允性。

3、标的公司管理层基于资源战略整合的角度，剥离 mRNA 资产，有利于保护上市公司及中小股东利益。

问题 5

草案显示，本次交易设置业绩承诺及补偿，承诺 2025 年、2026 年和 2027 年经审计合并口径归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润（以下简称“净利润”）分别不低于 16,593 万元、18,584 万元和 20,814 万元，三个年度累计承诺净利润不低于 55,991 万元。补偿义务人合并补偿义务上限为 77,500 万元。2025 年前 7 个月，标的公司实现净利润 5,967.95 万元。请你公司结合标的公司业绩季节性特征等，说明业绩承诺指标设置的依据及合理性，说明设置补偿义务上限的原因及合理性。

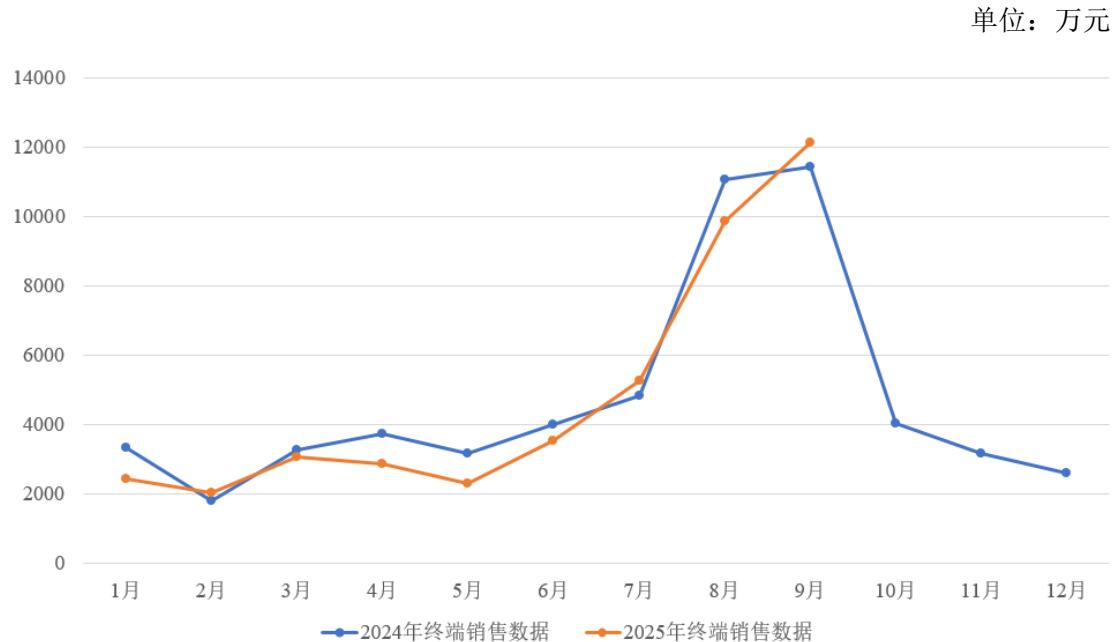
请独立财务顾问核查并发表明确意见。

【回复】

一、标的公司业绩季节性特征

结核病作为传染病，本身没有明显的季节性特征。根据卫健委、教育部发布的《中国学校结核病防控指南》（2020 版）《中小学生健康体检管理办法（2021 年版）》，新生入学体检原则上在学生入校前完成，最晚应在开学后 1 个月内完成，并明确了不同阶段的新生入学体检的结核检测要求，新生入学体检是公司主要产品主要应用场景之一，因此在 8-10 月学生开学季前后标的公司产品的终端销售具有明显的增幅，呈现出一定季节性特征。

2024 年以来，标的公司终端销售（不包含富马酸贝达喹啉片销售推广业务）情况如下图所示：



注：终端销售系标的公司收集配送商流向数据后汇总得出。

二、业绩承诺金额的具体确定依据及合理性

（一）2025年业绩承诺金额的确定依据及合理性

因标的公司终端销售存在一定季节性，2025年1-7月，标的公司营业收入及扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润（以下简称“净利润”）占2025全年的比例较少。2025年1-9月，标的公司已实现净利润12,204.38万元。

单位：万元

科目	2025年度（业绩承诺）	2025年度（E）	2025年1-9月	2025年1-7月
营业收入	-	60,000.00-63,000.00	42,674.27	22,762.09
净利润	16,593.00	16,500.00-18,500.00	12,204.38	5,899.53

注：2025年1-9月、2025年全年预计数据由标的公司提供，未经审计。

结合2025年1-9月已完成业绩，及截至目前经营情况，标的公司预测2025年全年预计实现营业收入6亿元至6.3亿元，实现净利润1.65亿元至1.85亿元，有较大概率完成当年业绩承诺。

（二）2026、2027年业绩承诺金额的确定依据及合理性

本次交易2026、2027年业绩承诺金额系以2025年业绩承诺为基数，按照每年12%的增幅计算得出。相关业绩承诺金额与本次评估收益法预测数对比情况如

下表所示：

净利润口径	2027 年	2026 年
业绩承诺数	20,814	18,584
评估报告收益法预测数	18,320	18,281

本次评估收益法所作之预测系根据标的公司产品前景、市场地位、行业政策、竞争情况等因素审慎得出。

为更好保护上市公司及中小投资者、敦促标的公司实现更好业绩，上市公司与上海百家汇等交易对方约定了高于盈利预测数的业绩承诺数。

三、设置补偿义务上限的原因及合理性

(一) 设置补偿义务上限的原因及合理性

本次交易完成后，上市公司将取得标的公司 70% 的权益。按照协议约定的补偿计算公式，若不设上限，在极端情况下，在补偿后，上市公司实际支付价款可能低于标的公司净资产的 70%。

因此，经双方协商，本次交易补偿以本次交易对价与经初步匡算的标的公司净资产公允价值的 70% 的差额设置为补偿义务上限，约为 7.75 亿元。

(二) 本次交易触发补偿义务上限的可能性较低

根据双方约定的业绩补偿公式，若标的公司业绩承诺期内累计实现净利润低于 30,951.75 万元则将触及约定的补偿上限。

标的公司 2025 年 1-9 月已实现净利润 12,204.38 万元，并预计 2025 年可实现承诺的 16,593.00 万元净利润。因此，仅当标的公司 2026、2027 年累计净利润低于 14,358.75 万元时，可能触及补偿上限。

报告期内（2023 年、2024 年、2025 年 1-7 月），标的公司模拟剥离 mRNA 业务后实现净利润分别为 20,244.67 万元、17,900.03 万元和 5,899.53 万元，且标的公司处于稳步发展过程中，其 2026、2027 年累计净利润低于 14,358.75 万元、触及补偿上限的可能性较低。

综上，本次交易方案对业绩承诺方设置补偿上限的安排是交易各方共同协商确定的结果，具有合理性。

四、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、结合标的公司业绩季节性特征等情况，本次交易业绩承诺设置具有一定合理性、可实现性。

2、本次交易方案对业绩承诺方设置补偿上限的安排是交易各方共同协商确定的结果，符合现行法律法规，符合商业逻辑，设置补偿上限具有合理性。

问题 6

草案显示：2023 年 3 月，标的公司购买 1 亿元中融信托产品，因逾期未兑付，于 2023 年计提 5,000 万元减值准备，并对中融信托提起诉讼。2025 年，经申请，标的公司成功保全中融信托某账户约 4,321 万元。根据上海百家汇出具的说明及本次交易各方达成的一致，在业绩承诺期内，先声祥瑞应转让其对中融信托享有的债权及其孳息，上海百家汇应以 5,000 万元的价格出价购买先声祥瑞拥有的前述债权及其孳息。请你公司：（1）说明标的公司与中融信托的诉讼及财产保全具体情况，标的公司是否享有优先赔偿权，交易对手方受让中融信托债权的定价依据及合理性。（2）说明在业绩承诺期转让信托债权及其孳息的原因及合理性，说明前述转让是否存在附加条件，以及如果上海百家汇在承诺期未受让相关债权及其孳息的保障措施，该交易安排是否有利于保护上市公司及中小股东利益。

请独立财务顾问核查并发表明确意见。

【回复】

一、标的公司与中融信托的诉讼及财产保全具体情况，标的公司是否享有优先赔偿权，交易对手方受让中融信托债权的定价依据及合理性

（一）标的公司与中融信托的诉讼及财产保全具体情况

1、标的公司与中融信托的诉讼具体情况

2023 年 3 月 13 日，先声祥瑞与中融信托签订了《中融-圆融 1 号集合资金信托计划之信托合同》，约定先声祥瑞以人民币 1 亿元参与认购中融-圆融 1 号集合资金信托计划。同年 8 月，先声祥瑞根据合同约定的权利要求中融信托就信托资金的具体情况作出说明，但中融信托未予回应。先声祥瑞向法院提起诉讼，请求法院判令解除合同，中融信托向先声祥瑞返还本金 1 亿元并赔偿利息损失。

2024 年 3 月 12 日，中融-圆融 1 号集合资金信托计划到期，该产品未按合同约定兑付。

2024 年 4 月 26 日，先声祥瑞披露《北京先声祥瑞生物制品股份有限公司 2023 年度报告》，提到：因购买的中融信托产品逾期兑付，先声祥瑞基于谨慎性原则，计提了 5,000 万元减值。

2025 年 4 月 7 日，法院对先声祥瑞与中融信托 2023 京 0105 民初 80876 号营业信托纠纷一案进行了开庭审理，但截至目前尚未作出一审判决。

2、标的公司与中融信托的财产保全具体情况

2025 年 4 月 7 日，法院作出（2024）黑 0110 民初 3533 号《民事裁定书》，裁定冻结中融信托名下银行账户存款 100,000,000 元，冻结期限为 1 年；或查封中融信托名下价值 100,000,000 元的财产，查封动产期限为两年，查封不动产、冻结其他财产权的期限为三年。

2025 年 4 月 14 日，法院作出（2024）黑 0110 民初 3533 号之一《民事裁定书》，裁定冻结中融信托名下中国工商银行账号为 3500060129007076722 的账户存款 100,000,000 元。根据（2025）黑 0110 执保 2616 号《财产保全告知事项通知书》，实际冻结中融信托账户中可用余额 43,214,337.99 元，冻结期限为一年（自 2025 年 4 月 15 日至 2026 年 4 月 14 日）。

（二）标的公司是否享有优先赔偿权

由于中融信托存在其他债权人，先声祥瑞是否具备优先赔偿权需要结合具体情况确定，具体分析如下：

1、若中融信托在诉讼判决前破产

中融信托目前尚未进入破产清算程序，但若中融信托在诉讼判决前破产，则上述保全措施将被解除，标的公司不享有优先赔偿权，中融信托需在偿还担保债权、破产费用、共益债务、职工工资、社会保险、补偿金、所欠税款后，按照比例偿还先声祥瑞等其他普通债权人的债务。

2、若中融信托在诉讼判决前未破产

若中融信托在诉讼判决前未进入破产清算程序，则需等待法院作出先声祥瑞胜诉的判决且判决生效后，方可进入执行程序实现标的债权。

根据《中华人民共和国民法典》第 386 条及相关规定，中融信托的清偿顺序为：

(1) 若冻结账户之上存在质押等优先债权：先声祥瑞作为普通债权人，在清偿顺序上劣后于有担保的债权人，若冻结账户之上存在质押等优先权，则先声祥瑞需在该等优先权实现后就剩余部分受偿。

(2) 若冻结账户之上不存在质押等优先债权：根据《最高人民法院关于人民法院执行工作若干问题的规定（试行）（2020 年修正）》第 55 条：“多份生效法律文书确定金钱给付内容的多个债权人分别对同一被执行人申请执行，各债权人对执行标的物均无担保物权的，按照执行法院采取执行措施的先后顺序受偿”。

根据标的公司取得的（2025）黑 0110 执保 2616 号《财产保全告知事项通知书》等资料，无法明确获知该保全账户是否存在质押或是否存在优先级更高的保全措施。

因此，若标的公司胜诉，则其对保全账户的受偿顺序优先于未取得保全的普通债权人，劣后于可能存在的质押或更早采取保全措施的其他债权人。

（三）交易对手方受让中融信托债权的定价依据及合理性

截至本回复出具日，中融信托债权在先声祥瑞的账面价值为 5,000 万元。根据本次交易协议约定，交易对手方拟以该债权的账面价值 5,000 万元出价购买该债权。

本次交易作价系评估机构基于标的公司未来盈利能力、账面资产情况进行评估后，上市公司与交易对手方协商确定。标的公司于 2023 年年报已对该项资产计提减值准备，在上市公司与交易对手方接触之初，该笔资产账面价值即为 5,000 万元。因该笔资产存在一定回收风险，经协商，交易对手方同意以账面价值受让中融信托债权，以减少标的公司风险、保护上市公司及中小投资者利益，具有合理性。

二、说明在业绩承诺期转让信托债权及其孳息的原因及合理性，说明前述转让是否存在附加条件，以及如果上海百家汇在承诺期未受让相关债权及其孳息的保障措施，该交易安排是否有利于保护上市公司及中小股东利益

（一）在业绩承诺期转让信托债权及其孳息的原因及合理性

本次债权转让系交易双方经协商后，为保障本次交易作出的安排，若不进行本次交易，上海百家汇不会收购中融信托相关债权及其孳息。因此，在本次债权转让在先声祥瑞控制权收购完成方会启动。经协商，交易双方同意在业绩承诺期内完成债权及其孳息的转让。

（二）前述转让不存在其他附加条件

根据交易双方签署的《股份收购协议》，在业绩承诺期内，先声祥瑞应转让其对中融信托享有的债权及其孳息，上海百家汇应以 5,000 万元的价格出价购买目标公司拥有的前述债权及其孳息。上海百家汇和先声祥瑞应无条件配合履行前述转让相关国有资产交易程序（包括国有资产评估及备案、进场交易、按照产权交易所要求报价等）。若前述交易达成，先声祥瑞需配合上海百家汇获得对中融信托债权的完整求偿权。

因此，本次债权转让为本次交易的一部分，若本次交易完成，在业绩承诺期内上海百家汇将收购相关债权及其孳息，未设置其他附加条件。

（三）如果上海百家汇在承诺期未受让相关债权及其孳息的保障措施，该交易安排是否有利于保护上市公司及中小股东利益

本次交易完成后，上海百家汇将收到股份转让款 154,809.00 万元，有充分资金可收购相关债权及其孳息。

相关债权及其孳息的转让系本次交易协议的一部分，上海百家汇作为交易协议的签约方受其约束。根据交易协议“第十五条 违约责任及补救”的相关约定：“……违约方应当根据守约方的要求继续履行义务、采取补救措施或向守约方支付全面和足额的赔偿金。因违约方的违约行为而使本协议不能全部履行、不能部分履行或不能及时履行，并由此给守约方造成损失的，应承担相应的违约责任。”若上海百家汇在承诺期未受让相关债权及其孳息，其仍应继续履行相关义务、采取补救措施、进行赔偿，有较强保障。

本次债权转让能够化解中融信托款项无法收回的潜在风险，增加标的公司回收款项的确定性，从而有利于保护上市公司及中小股东利益。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司已申请对中融信托银行账户的财产保全，后续将积极跟进诉讼进展，预计将按照中融信托债务清偿顺序取得赔偿款项。本次债权转让的定价主要系双方在债权的账面价值基础上协商确定，具备商业合理性。

2、前述债权转让的原因主要系标的公司为降低债权收回风险、保护公司利益，上海百家汇同意在业绩承诺期内无条件受让该笔债权，该项债权转让有利于保护上市公司及中小股东利益。

问题 7

草案显示，2024 年起，标的公司为关联方海南先声代理富马酸贝达喹啉片，2024 年、2025 年 1-7 月，富马酸贝达喹啉片的推广服务收入分别为 3,224.56 万元、3,745.45 万元，当期收入占比分别为 5.54%、16.45%，呈上升趋势。前述代理业务的主要客户为关联方江苏先声。请你公司说明标的公司开展富马酸贝达喹啉片贸易业务的具体情况，包括合作模式、合作时长、定价依据、相关会计处理以及是否符合《企业会计准则》等，说明标的公司作为海南先声和江苏先声中间商的原因及合理性。

请独立财务顾问及审计机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、标的公司开展富马酸贝达喹啉片业务的具体情况

1、标的公司开展富马酸贝达喹啉片业务的合作模式

(1) 医药行业普遍采用销售推广模式的商业合理性

标的公司系为江苏先声药业有限公司（以下简称“江苏先声”）提供销售推广服务。医药行业因实行两票制，且我国公立医疗机构普遍实行“指定配送商”的商业模式，因此从物流上，药品生产企业普遍将产品销售给华润医药、国药控股等医药流通企业，另聘请销售推广商负责产品的学术推广等销售推广活动。

项目	流转方向	商业合理性
物流	药品生产企业→医药流通企业（华润医药、国药控股等）→公立终端医疗机构	1、两票制要求药品到公立终端医疗机构只能经一次流转 2、医药流通企业只负责物流，并不具备销售推广职能
信息流	药品生产企业→销售推广商→终端医疗机构	

(2) 先声祥瑞为江苏先声提供的销售推广服务

海南先声持有富马酸贝达喹啉片（先瑞坦[®]）的药品批文，并负责该产品的生产，江苏先声为海南先声的全资子公司，负责先声药业体系内部各企业产品的对外销售。因此，先声祥瑞与江苏先声签署相关协议，为其提供销售推广服务。

先声祥瑞作为江苏先声富马酸贝达喹啉片的推广服务商，有权在推广区域内和推广适应症范围内独家进行产品推广，推广区域包括中华人民共和国大陆（除香港、澳门和台湾外）境内的所有地区，推广适应症为注册文件中规定的适应症（即适用于治疗成人(>18岁)耐多药肺结核）以及推广区域内任何监管机关批准的产品的其他适应症。

先声祥瑞主要包括通过拜访医生、举办学术会议、收集市场信息等方式，以向医院、疾控中心相关科室推广富马酸贝达喹啉片产品，促进其产品销售，不涉及具体产品购销。

（3）销售推广费的结算情况

根据协议约定：

江苏先声于每双月结束后第十个工作日之前向先声祥瑞提供产品的上两个季度流向数据，先声祥瑞于双月结束后第十五个工作日之前且收到江苏先声提供的流向数据后与江苏先声确认推广服务费金额，并由双方的授权负责人书面确认。

推广服务费每双月支付一次，在双方共同确认推广服务费后的五个个工作日内由先声祥瑞向江苏先声开具推广服务费对应的合法有效的增值税专用发票，江苏先声收到上述增值税专用发票后十五个工作日内向先声祥瑞支付推广服务费。

先声祥瑞2025年预计取得销售推广服务收入超8,000万元，按照上述约定及时结算、收取推广服务费，截至2025年末形成应收账款200-400万元(年度确认尚未完成)。

2、标的公司开展富马酸贝达喹啉片贸易业务的合作时长

根据先声祥瑞与江苏先声签订的《独家推广服务合作协议书》，独家推广协议的有限期为2023年12月29日至2026年12月31日。

由于江苏先声为港股上市公司先声药业（2096.HK）附属公司，根据联交所《上市规则》14A.52条的规定，公司与江苏先声就销售推广服务的合作协议有效期三年，将在2026年末到期，但双方已约定推广协议到期后经协商继续续期。

3、标的公司开展富马酸贝达喹啉片贸易业务的定价依据

(1) 标的公司开展富马酸贝达喹啉片贸易业务的定价依据

先声祥瑞与江苏先声约定的推广服务费率为阶梯式，当先声祥瑞达成年度设置的推广目标，将按 60%费率支付推广费；超过推广目标但低于 120%的部分按照 63%支付推广费用；超过 120%的部分按照 65%支付推广费用，具体费率确定方式约定如下：

推广销售目标	费率
F/L<60%	53%
60%≤F/L<80%	55%
80%≤F/L<100%	57%
F=L	60%
F>L 且<L*1.2 的部分（含）	63%
F>L*1.2 的部分	65%

注：L 为每年度的最低推广销售目标，F 为先声祥瑞当年度实际完成的推广销售目标。

(2) 上述推广费率的公允性

标的公司为江苏先声提供销售推广服务，费率与同行业可比案例对比如下表所示：

公司名称	推广费率情况
天助畅运	根据公司披露的 CSO 推广费支付情况，公司 2021-2023 年支付 CSO 的推广费率分别为 55.08%、56.71% 和 57.57%
东星医疗 (301290.SZ)	根据公司披露的 CSO 推广费支付情况，公司 2020-2021 年支付 CSO 的推广费率分别为 58.33%、57.01%
灵康药业 (603669.SH)	根据公司披露的 CSO 推广费支付情况，公司 2022-2023 年支付 CSO 的推广费率分别为 79.22%、56.21%
盟科药业 (688373.SH)	根据公司披露的 CSO 推广费支付情况，公司 2022-2023 年支付 CSO 的推广费率分别为 72.38%、50.94%
南新制药 (688189.SH)	根据公司披露的 CSO 推广费支付情况，公司 2022-2023 年支付 CSO 的推广费率分别为 54.61%、44.66%

数据来源：同行业公司招股说明书等披露文件

如上表所示，标的公司为江苏先声提供销售推广服务，费率符合行业惯例，具备公允性。

4、标的公司开展富马酸贝达喹啉片销售推广服务的会计处理符合《企业会计准则》

(1) 标的公司开展富马酸贝达喹啉片销售推广服务的会计处理符合《企业会计准则》

标的公司为江苏先声提供销售推广服务，并非从事贸易业务。根据双方确认的推广服务费金额按江苏先声实现销售金额乘以对应销售推广费率确认收入，标的公司将为江苏先声提供销售推广服务承担的人员费用、次级推广服务商费用计入对应成本。根据《企业会计准则第 14 号——收入》第三十四条，标的企业的收入确认政策分析情况如下表所示：

准则判断因素	标的公司具体情况	分析
企业承担向客户提供服务的主要责任	标的公司与江苏先声签订《独家推广服务合作协议》，约定推广服务费率与销售目标完成率挂钩，未完成目标时费率下调	标的公司对推广服务的最终成果承担主要责任与风险，符合主要责任人的特征
企业是否在交易过程中自主定价	标的公司可根据目标完成情况调整结算方式	标的公司拥有对推广服务的定价权，具备主导交易价格的能力
企业是否承担存货风险	富马酸贝达喹啉片由江苏先声直接发货至客户，标的公司不持有存货，不承担存货风险	推广服务不涉及实物
企业是否能够主导第三方代表本企业提供服务	标的公司与对其推广行为进行管理与监督。无论是否完成目标均需按照推广服务费率进行推广服务费结算	标的公司能够主导推广服务的执行过程
企业是否承担信用风险	标的公司从江苏先声获取推广服务收入，承担了江苏先声的信用风险	标的公司作为合同主体承担了对价回收风险，符合主要责任人的特征
企业是否承担服务的直接成本	标的公司承担推广服务费、人员薪酬、差旅费等主要成本，成本结构表明标的公司是服务的提供主体	标的公司承担主要成本，是主要责任人
企业是否拥有服务相关的知识产权或专有资源	标的公司拥有推广资质、专业团队及推广网络，具备独立提供推广服务的能力	标的公司利用推广网络资源提供服务，而非仅作为代理中介，支持总额法

综上所述，标的公司对推广服务的完成情况承担主要责任和风险，能够主导下级推广服务商的行为并管理推广全过程，拥有推广服务的定价权，承担推广服务的主要成本，并享有推广服务带来的经济利益并承担信用风险。因此，根据《企业会计准则第 14 号——收入》标的公司是推广服务业务中的主要责任人，推广服务收入相关会计处理符合《企业会计准则》要求。

(2) 标的公司开展销售推广服务的会计处理符合行业惯例

标的公司销售推广服务得收入确认政策与同行业可比公司一致，如下表所示：

公司名称	收入确认时点
海正药业 (600267.SH)	公司药品推广服务主要是通过直接提供市场营销方面的专业服务和委托第三方推广公司将客户授权经销的产品推广至指定单位，根据产品的推广量向客户收取的服务性收入，属于在某一时点履行履约义务。
百洋医药 (301015.SZ)	品牌服务：根据与供应商签订的品牌服务协议书，按月与供应商核对当月服务完成量并确认服务金额，公司据此与供应商结算服务费并开具服务发票确认收入
卫信康(603676.SH)	公司已根据合同约定提供完毕服务，服务收入已确定，已经收到相应款项或取得收款权利凭证且相关的经济利益很可能流入，提供服务相关的成本能够可靠地计量
海思科(002653.SZ)	公司已根据合同约定的服务内容向客户提供服务且双方对服务完成结果已验收确认，服务收入金额已确定，已经收回款项或取得收款权力凭证且相关经济利益很可能流入，提供服务过程中已发生的成本能够可靠地计量

二、标的公司作为海南先声和江苏先声中间商的原因及合理性

富马酸贝达喹啉片原研为比利时杨森公司的斯耐瑞（Sirturo），是一种具有创新作用机制、治疗结核病的药物，能够抑制结核分枝杆菌 ATP(5'-三磷酸腺苷)合成酶，而该酶是结核分枝杆菌能量生成所必需的。最早于 2013 年由美国 FDA 批准上市，用于治疗结核分枝杆菌感染，是近 40 多年来首个获批的具有创新作用机制的抗结核病新药。2016 年 12 月，富马酸贝达喹啉片获 NMPA 批准进入中国，作为联合治疗的一部分，用于成人（≥18 岁）耐多药肺结核的治疗。2019 年作为谈判药品被纳入 2019 年国家医保目录（乙类），此后富马酸贝达喹啉片得以快速放量。

因原研药物专利保护等原因，2023 年我国富马酸贝达喹啉片仿制药方陆续获批，海南先声是我国较快取得富马酸贝达喹啉片批文的企业。目前，我国仅有 3 家企业拥有富马酸贝达喹啉片生产批文。该产品市场潜力较大，且已无专利保护，预计未来几年将有较多企业获批。医药行业各科室之间有较高专业壁垒。海南先声获得富马酸贝达喹啉片的药品批文后，因江苏先声主要优势领域聚焦神经科学、肿瘤、自身免疫等领域，在结核病领域无积累，难以在短期内自建销售推广团队实现产品快速销售，不利于在当前竞争格局较好时抢占市场优势地位，选择拥有渠道优势的公司作为销售服务商进行富马酸贝达喹啉片的推广将更有利 于其产品快速实现推广、销售。

先声祥瑞主要产品用于结核病筛查，深耕结核病领域 20 余年，建立了长期稳定的销售体系和渠道，有较深的资源积累。同时，为富马酸贝达喹啉片提供推

广服务，能够扩大标的公司在结核诊疗领域的市场影响力，实现“诊疗一体化”的目标。

因此，标的公司为江苏先声的富马酸贝达喹啉片产品提供销售推广服务具有合理性。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司作为富马酸贝达喹啉片的推广服务商，预计未来能够维持推广服务关系，推广服务费率符合行业惯例、定价公允，相关会计处理符合《企业会计准则》要求。

2、海南先声获得富马酸贝达喹啉片的药品批文后，选择拥有渠道优势的先声祥瑞作为销售服务商进行富马酸贝达喹啉片的推广，具备商业合理性。

问题 8

草案显示，标的公司销售模式以经销为主，公司产品交易过程为公司-经销商-医疗终端。报告期内，标的公司销售费用分别为 33,254.66 万元、27,655.09 万元和 9,785.27 万元，占营业收入比例分别为 50.93%、47.49% 和 42.99%。截至 2025 年 7 月 31 日，标的公司其他应付款余额为 22,824.13 万元，主要为应付推广费用、推广商保证金押金。请你公司：（1）说明公司采用经销模式的原因及背景，结合标的公司前五大经销商的具体情况，包括销售内容、合作模式、合作时长、交易金额、账期等，说明报告期内主要经销商发生变化的原因及合理性，说明与主要经销商的合作是否会因为本次交易发生变化。（2）结合标的公司销售费用推广服务商的基本情况，包括股权结构、成立时间、注册资本、合作历史、是否存在关联关系、主要竞争对手销售费用率等，说明销售费用率较高原因及合理性。

请独立财务顾问及审计机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、说明公司采用经销模式的原因及背景，结合标的公司前五大经销商的

具体情况，包括销售内容、合作模式、合作时长、交易金额、账期等，说明报告期内主要经销商发生变化的原因及合理性，说明与主要经销商的合作是否会因为本次交易发生变化。

（一）标的公司采用经销模式的原因及背景

1、终端客户“指定配送商”模式

我国公立医疗机构普遍实行“指定配送商”的商业模式，医院通常会遴选少数几家大型医药商业公司作为其药品和医疗器械的独家或主要配送服务商。标的公司主要产品 TB-PPD 作为生物药品之处方类体内诊断试剂，其入院使用必须通过这些具备资质的指定商业公司。若采用直销模式，标的公司需与全国范围内数千家医院的指定配送商逐一建立业务关系，管理复杂度和运营成本较高。与国药控股、华润医药、上海医药等全国性大型医药商业龙头建立战略合作，能够有效利用其已覆盖的庞大医院网络资源，使产品快速、合规地进入终端市场，符合行业固有的商业规则。

2、终端客户高度分散的特点

标的公司 TB-PPD 产品为生物制品，需全程在 2-8°C 的冷链条件下储存与运输，对物流环节的专业性要求极高。公司的主要终端客户包括各级疾病预防控制中心、结核病防治所、传染病医院、综合医院、基层医疗机构及体检中心等，数量众多且地域分布极为广泛。大型经销商拥有成熟、稳定的全国性冷链存储及物流体系，能够确保产品在流通全程中的质量稳定与安全。通过经销模式，公司可借助经销商的专业化物流网络，以最优成本实现对广阔市场的有效覆盖与及时配送。

3、聚焦核心竞争力

标的公司通过将物流配送、医院投标、订单执行、应收账款管理等环节交由专业的经销商负责，能够将有限的资源更加集中于提升产品质量、加强新产品研发、深化品牌建设以及开展专业的学术推广与医学教育等核心环节。与经销商分工使得标的公司能够持续强化在结核病诊断领域的技术领先优势和市场影响力。

（二）标的公司前五大经销商的具体情况，包括销售内容、合作模式、合作时长、交易金额、账期等，说明报告期内主要经销商发生变化的原因及合理性

1、标的公司前五大经销商的具体情况

(1) 销售内容、合作时长、交易金额、账期

报告期各期内，标的公司前五大经销商（同一控制下合并口径统计）的具体情况如下：

年份	客户名称	销售内容	交易金额 (万元)	合作 时长	账期情 况
2025 年 1-7 月	国药控股股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	4,966.47	9 年	90 天
	华润医药商业集团有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	2,224.46	9 年	90 天
	重药控股股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	1,042.20	9 年	90 天
	云南省医药有限公司	TB 50/TB 20	742.95	9 年	90 天
	广西柳药集团股份有限公司	TB-50/BCG-PPD	738.41	8 年	90 天
2024 年	国药控股股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	14,837.16	9 年	90 天
	华润医药商业集团有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	4,983.79	9 年	90 天
	重药控股股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	2,991.84	9 年	90 天
	云南省医药有限公司	TB 50/TB 20	1,935.05	9 年	90 天
	广西柳药集团股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	1,822.80	8 年	90 天
2023 年	国药控股股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	16,934.04	9 年	90 天
	重药控股股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	3,728.66	9 年	90 天
	华润医药商业集团有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	3,719.39	9 年	90 天
	湖南健达医药有限公司	TB 50/BCG-PPD	2,570.73	3 年	90 天
	广西柳药集团股份有限公司	TB 50/TB 20/BCG-PPD	2,428.71	8 年	90 天

(2) 合作模式

报告期内，标的公司与各经销商均签订了《产品购销合同》，具体合作模式如下：

项目	主要内容
定价	经销商与终端客户基于当地挂网或备案价格形成定价
合同期限	通常为一年
物流运输	标的公司负责将产品运送至配送商仓库 配送商负责将产品运送至医院、基层医疗机构、疾控中心等终端
结算模式和信用政 策	部分配送商为全款预付；部分大型配送商为赊销，提供 1-3 个月的信 用账期

项目	主要内容
退换货政策	公司经销业务模式为买断式经销，除产品质量问题外，公司产品销售一般情况下不予退换货
返利政策	未约定返利政策，亦不存在任何返利情况
终端销售	公司与经销商客户的合作模式为买断式销售，经销商的相关存货情况由其自行管理，经销商需将产品真实、完整的进销存流向数据提交至标的公司指定系统，并配合标的公司具体流向管理要求

2、报告期内主要经销商发生变化的原因及合理性

报告期各期，标的公司主要经销商变化较小，主要为国药控股、华润医药、重药控股、广西柳药等全国性或区域性的大型商业配送商。

其中，湖南健达医药有限公司 2023 年度为前五大经销商，2024 年虽排名有所下滑，但仍为标的公司前十大经销商；2025 年 1-7 月，标的公司对其销售金额较小，主要系销售季节性等因素所致。

云南省医药有限公司为 2023 年前十大经销商，2024 年、2025 年 1-7 月成为前五大经销商，变动具有合理性。

（三）标的公司与主要经销商的合作不会因为本次交易发生重大不利变化

1、标的公司与现有配送商保持长期稳定的合作关系

标的公司前五大客户中大部分客户合作年限超过 8 年，保持长期稳定合作。本次交易完成后，虽控制权发生变化，但不会对标的公司产品、经营策略、主要管理团队等造成重大不利影响，标的公司与现有主要经销商将维持长期积累的稳定合作关系。

2、标的公司产品优势突出，经销商合作意愿强

标的公司的核心产品 TB-PPD 为国内独家产品，已列入《中华人民共和国药典》标准参考品、2018 版《国家基本药物目录》、为甲类医保药品，销售范围覆盖全国 31 个省、市、自治区，市场地位领先。作为国家结核病防治规划的重要组成部分，该产品依托其稳定的质量与临床必需性，在全国各级医院、疾控中心、结核病防治所等终端形成了持续的采购需求，使得配送商愿意与先声祥瑞建立长期合作关系，可为其带来持续的业务机会和稳定的收益。

综上所述，标的公司与主要经销商的合作不会因为本次交易发生重大不利变化。

二、结合标的公司销售费用推广服务商的基本情况，包括股权结构、成立

时间、注册资本、合作历史、是否存在关联关系、主要竞争对手销售费用率等，说明销售费用率较高原因及合理性

(一) 标的公司销售费用推广服务商的基本情况

与同行业其他公司类似，标的公司推广服务商整体较为分散、单个推广商金额不高、注册资本较小，其中报告期各期前五大推广商情况如下：

年份	推广商名称	金额(万元)	成立时间	注册资本	股权结构	合作开始时间	是否存在关联关系
2025 年 1-7 月	四川欣竹美康医疗器械有限公司	431.81	2022-12-12	200 万元	杨勇 100%	2023-02-15	否
	广州祥辰医疗科技有限公司	295.56	2024-03-21	10 万元	刘牛 50%，周裕华 25%，韩红 25%	2024-09-11	否
	陕西朗天医疗科技有限公司	283.32	2023-09-26	100 万元	闫小龙 70%，陈彦森 30%	2025-04-29	否
	河北泽乙生物科技有限公司	265.76	2020-12-11	300 万元	王军凯 100%	2023-02-20	否
	昆明善芮科技有限公司	265.12	2021-03-03	20 万元	王丽梅 100%	2021-12-30	否
2024 年	四川众欣领航医药科技有限公司	707.66	2021-12-24	50 万元	明永超 100%	2022-01-26	否
	沈阳康必达科技有限公司	694.51	2023-10-17	30 万元	邱荣艳 100%	2024-01-18	否
	贵州伟辰生物科技有限公司	616.82	2018-01-25	100 万元	王伟 42.5%，黄宇鹏 42.5%，韦霁 15%	2022-02-22	否
	成都泊雅医药科技有限公司	590.62	2018-12-05	20 万元	徐伟 100%	2020-06-22	否
	昆明梓欣科技有限公司	491.41	2021-03-03	20 万元	张树荣 100%	2021-12-30	否
2023 年	四川朗迅通医药科技有限公司	1,563.42	2021-01-15	200 万元	胡小红 100%	2021-02-08	否
	成都皖美康医药咨询有限公司	622.54	2016-08-05	50 万元	周二美 100%	2021-04-16	否
	贵州伟辰生物科技有限公司	546.11	2018-01-25	100 万元	王伟 42.5%，黄宇鹏 42.5%，韦霁 15%	2022-02-22	否
	杭州汉为健康科技有限公司	538.12	2019-01-08	50 万元	杭州所知未来科技有限公司 100%	2019-04-18	否
	长沙玖康商务服务有限公司	511.59	2020-09-30	100 万元	罗德武 60%，杨万平 40%	2021-12-17	否

报告期各期内，存在 6 家推广服务商成立较短时间后，即与标的公司展开合作的情况，主要系基于其团队核心成员拥有医学、药学等专业背景，并长期从事

医药行业，在销售推广及终端客户开发维护方面经验丰富。

（二）主要竞争对手销售费用率等，说明销售费用率较高原因及合理性

1、主要竞争对手销售费用率

标的公司主要直接竞争对手包括智飞生物和成都所，其中成都所为非上市公司，其财务数据不详，智飞生物最近三年销售费用率情况如下：

公司名称	最新一期	2024年	2023年
智飞生物	21.22%	10.17%	5.24%
标的公司	42.99%	47.49%	50.93%

注：数据来源为上市公司年报及半年度报告，可比公司最近一期为 2025 年 1-6 月，标的公司最近一期为 2025 年 1-7 月数据。

智飞生物销售费用率较低，主要原因：①智飞生物超 95%的收入来自代理默沙东的疫苗产品，其 HPV 疫苗为“明星产品”，市场认知较高，代理商更侧重客户维护、渠道管理和订单执行，不需要投入大量的市场教育和推广费用；②智飞生物主营产品以疫苗为主，其 EC 产品（标的公司竞争产品）占比不足其营业收入的 1%，与标的公司可比性较差。

2、销售费用率较高原因及合理性

报告期内，标的公司销售费用主要用于市场推广，推广活动主要分为以下几类：

服务费内容	具体项目
拜访活动	学术拜访
推广会议	科室会议、学术会
调研咨询	学术调研报告、配送商销售流向信息采集

结核病筛查在我国的公共卫生领域普及度仍处于较低水平，结核高发区域多为偏远、公共政策普及较为困难的省市和地区。这一客观现状决定了标的公司需承担显著的市场教育成本，包括持续开展疾病认知推广、组织临床路径培训、推动筛查方案纳入公共卫生项目等基础性投入。

其次，标的公司采用以经销为主的销售模式，自身不设立大规模的销售团队，产品主要通过大型医药商业公司向下游终端医疗机构配送。在此模式下，标的公司需投入相应的市场资源以支持经销商完成终端覆盖与维护。主要产品结核菌素

纯蛋白衍生物（TB-PPD）作为生物制品类体内诊断试剂，其终端用户主要为医院、基层医疗机构、各级疾控中心、结核病防治所，该类客户具有较强的专业需求和采购惯性。为保持产品在终端医院的准入和使用持续性，标的公司需持续开展专业化学术推广、临床培训、专家沟通及招标协助等支持性活动。

因此，标的公司需常年持续投入较高的销售费用，保持高频学术推广，持续增加产品的患者可及性，提升结核诊断学术观念。

报告期内，标的公司与同行业公司的销售费用率对比情况如下：

项目	公司名称	最近一期	2024年	2023年
销售费用率	华兰疫苗（301207.SZ）	48.35%	44.46%	39.37%
	长春高新（000661.SZ）	36.13%	32.97%	27.26%
	康华生物（300841.SZ）	42.23%	38.21%	31.41%
	凯因科技（688687.SH）	48.70%	48.56%	56.19%
	平均值	43.85%	41.05%	38.56%
	标的公司	42.99%	47.49%	50.93%

注：数据来源为上市公司年报及半年度报告，可比公司最近一期为 2025 年 1-6 月，标的公司最近一期为 2025 年 1-7 月数据。

报告期内，标的公司销售费用率与华兰疫苗、康华生物、以及凯因科技基本一致，其中较高于长春高新，主要是长春高新其核心产品生长激素独特属性（需要长期用药、患者（家长）品牌忠诚度高、转换成本高）且业务规模较大（2024 年营业收入为 134.66 亿元）所致。

综上所述，标的公司的销售费用率与同行业可比公司基本一致，符合行业惯例。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司采用经销模式，是基于产品特性、市场环境及公司发展战略的综合考量，具备商业合理性。

2、标的公司主要经销商为国药、华润、重药、广西柳药等大型商业配送商，报告期内前五大经销商变动较小。

3、结合标的公司行业属性、主要客户长期合作关系、综合能力等因素，与主要经销商的合作预计不会因为本次交易发生变化。

- 4、结合标的公司销售推广服务商的基本情况，与标的公司不存在关联关系。
- 5、结合主要竞争对手、同行业可比公司的销售费用率，标的公司销售费用率与同行业可比公司基本一致，销售费用率高具有合理性。

问题 9

草案显示，报告期内，标的公司主营业务毛利率分别为 95.52%、95.96%和 94.39%，主要系标的公司 TB-PPD 为独家产品。请你公司结合市场竞争情况、销售模式、成本构成、产品定价依据、行业政策、主要竞争对手毛利率等，说明标的公司毛利率较高的原因及合理性。

请独立财务顾问及审计机构核查并发表明确意见。

【回复】

报告期内，标的公司毛利及毛利率情况如下：

单位：万元

项目	2025 年 1-7 月		2024 年		2023 年	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
主营业务	17,949.44	94.39%	52,790.43	95.96%	62,364.65	95.52%
TB-PPD 50IU/ml.1ml/支	15,144.95	95.96%	44,844.87	96.90%	53,941.69	96.77%
TB-PPD 20IU/ml.1ml/支	1,770.60	90.71%	5,971.95	93.24%	6,210.01	89.88%
BCG-PPD 50IU/ml.1ml/支	1,032.63	80.66%	1,927.70	84.79%	2,120.91	84.35%
其他产品	1.27	58.06%	15.55	88.39%	63.56	73.05%
其他业务	1,612.22	43.04%	1,634.22	50.68%	0.06	76.83%
综合毛利	19,561.66	85.94%	54,424.66	93.46%	62,364.71	95.52%

因此，标的公司主营业务毛利率较高，主要系独家产品 TB-PPD 毛利率较高所致，具体分析如下：

一、市场竞争情况

标的公司的 TB-PPD 为独家品种。该产品来源于我国唯一的结核分枝杆菌强毒株，具有稀缺性，获取结核分枝杆菌强毒株的技术难度大、耗费时间长、不确定性高。1980 年 WHO 赠送给中国食品药品检定研究院（中检院）源于丹麦血清研究所的结核分枝杆菌原始强毒株，中检院成为我国唯一保存结核分枝杆菌原

始强毒株的单位。中检院在总结国外的酸变性沉淀法和盐析法的优点基础上进行改进,建立了酸变性加盐析的PPD综合制备方法,由结核分枝杆菌强毒株(H37RV)培养滤液中提取的蛋白研制出TB-PPD 80-1。1984年TB-PPD 80-1确定为国家标准参考品。此后,中检院将强毒株及相关技术独家转让给公司,因此标的公司为TB-PPD国内唯一生产厂家。

与标的公司的TB-PPD产品直接构成竞争关系的产品、竞争对手如下表所示:

公司	成都所	先声祥瑞			智飞生物
技术路线	BCG-PPD	BCG-PPD	TB-PPD	Xs02	EC
上市时间	2001年	2000年	2000年	临床三期	2020年
其他结核相关产品	卡介苗	上市产品: IGRA; 在研产品: 分子诊断试剂盒、耐药诊断试剂盒			微卡(上市)

TB-PPD产品具有技术安全、成熟、灵敏度高(基本保证不会漏诊)、无需实验室等特点,是大规模人群结核病筛查的主要手段,已列入《中华人民共和国药典》标准参考品,2018版基药目录、甲类医保药品。

成都所的BCG-PPD并非结核筛查的主流产品,且其产品价格高于标的公司。智飞生物的EC于2020年上市,目前尚未对标的公司产品地位造成较大不利影响。根据汇生咨询数据,2024年,标的公司的TB-PPD产品在皮试市场中占约83.9%的市场份额。

二、销售模式

标的公司采取以经销模式为主、直销模式为零星补充的销售模式。

(一) 经销模式

标的公司将产品销售给配送商,再由配送商销售给各级医院、基层医疗机构、疾控中心等应用终端。配送商主要为具有较强配送能力、资金实力和商业信誉的全国性或区域性医药流通企业,承担药品配送职能。

(二) 直销模式

标的公司的零星直销模式主要包括以下两种情况:

1、部分疾控中心等单位组织招投标,公司直接参与投标并中标后,与该类终端客户签署销售协议,直接向其销售公司产品;

2、部分区域无符合要求的配送商时，公司需直接向终端客户销售公司产品。

三、成本构成

标的公司生产包括原液生产、成品生产两大环节，其中原液生产主要为将种子批菌种传代、培养及后续的提取纯化，材料成本投入较少；成品生产主要为灌装、检测等环节，主要材料为各类包材等。因此，标的公司成本结构中总体材料成本投入较少。

标的公司主营业务成本中人工成本占主营业务成本的比例超过 45%、制造费用占主营业务成本的比例超过 40%；材料成本主要包括原材料、辅料、包装材料等。

标的公司主营业务成本构成如下所示：

单位：万元

项目	2025 年 1-7 月		2024 年		2023 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
材料成本	62.37	5.84%	193.02	8.69%	251.59	8.60%
人工成本	555.14	52.02%	1,068.75	48.14%	1,328.86	45.44%
制造费用	449.68	42.14%	958.18	43.16%	1,343.97	45.96%
主营业务成本合计	1,067.19	100.00%	2,219.95	100.00%	2,924.42	100.00%

四、产品定价依据

TB-PPD 产品属于医药产品，其终端销售采用全国统一挂网价格。标的公司采用经销模式，国药控股、华润医药等流通配送企业在扣除一定的流通配送费用后即为标的公司的产品销售价格。

五、行业政策

结核病防治是全球重要的流行病防治任务，我国从国家至地方制定了多层次的防治政策。主要相关行业政策梳理如下：

范围	政策名称	发布时间	发布部门	核心内容
全球纲领	《终止结核病战略（2014-2035）》	2014 年 5 月	世界卫生组织	锚定 2035 年结核病发病率下降 90%、死亡率下降 95% 等全球目标
全国性结核防控政策	《全国结核病防治规划（2024-2030 年）》	2024 年 11 月	国家疾控局、国家卫健委等 9 部门	2025 年发病率降至 50/10 万以下，2030 年降至 43/10 万以下

范围	政策名称	发布时间	发布部门	核心内容
	《中小学生健康体检管理办法（2021年版）》	2021年9月	国家卫健委和教育部	将结核病筛查纳入中小学生年度体检必查项目，要求对所有学生进行症状询问和结核菌素试验（PPD）
	《学校结核病防控工作规范（2017版）》	2017年7月	原国家卫生计生委、教育部	要求将结核病筛查纳入新生入学和教职工入职体检
医药行业政策	《中华人民共和国药典》（2025年版）	2025年3月	国家药品监督管理局	将TB-PPD列为标准参考品
	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024年）》	2025年1月	国家医保局	将TB-PPD列入甲类医保药品，从支付端进行支持、保证
	《国家基本药物目录》	2018年11月	国家卫健委	将TB-PPD列入基本药物
部分地方结核防控规划	《安徽省结核病防治规划（2025—2030年）》	2025年6月	安徽省卫健委等12部门	病原学阳性率达70%、耐药患者规范治疗率达90%等
	《云南省结核病防治规划（2025-2030年）》	2025年5月	云南省人民政府	针对边境地区防控难点，提出三类地区分类施策
	《山东省结核病防治规划(2025—2030年)》	2025年4月	山东省卫健委、教育厅等10部门	2030年全省结核病发病率降至18/10万以下，病原学阳性率达70%以上
	《河北省结核病防治规划（2025—2030年）》	2025年2月	河北省卫健委、发改委等9部门	2025年发病率降至36/10万以下，2030年降至31/10万以下

TB-PPD 具有技术安全、成熟、灵敏度高（基本保证不会漏诊）、无需实验室等特点，是大规模人群结核病筛查的主要手段。我国结核防控的相关规划、政策使得我国结核防控对该产品有明确的需求、为标的公司产品提供了较大市场发展空间。

《国家基本药物目录》将 TB-PPD 产品列为基本药物，《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2024年）》将该产品列入甲类医保药品，为该产品在医院、基层医疗机构等终端的准入、使用以及支付提供较大的支持，进而推动了该产品在我国的广泛应用。

六、主要竞争对手毛利率

报告期内，标的公司与竞争对手及同行业公司的毛利率对比情况如下：

项目	公司名称	最近一期	2024 年	2023 年
毛利率	智飞生物（300122.SZ）自研产品	78.50%	80.06%	89.38%
	华兰疫苗（301207.SZ）	83.35%	85.72%	85.97%
	长春高新（000661.SZ）	75.26%	81.15%	88.09%
	康华生物（300841.SZ）	92.78%	94.20%	93.52%
	凯因科技（688687.SH）	83.89%	81.88%	83.55%
	平均值	82.76%	84.60%	88.10%
	标的公司（主营业务毛利率）	94.39%	95.96%	95.52%

注 1：数据来源为上市公司年报及半年度报告，可比公司最近一期为 2025 年 1-6 月，
标的公司最近一期为 2025 年 1-7 月数据

注 2：上表中选取智飞生物自主研发产品毛利率进行比较

如上表所示，标的公司的竞争对手智飞生物自研产品及其他同行业可比上市公司的毛利率均较高。

报告期内，标的公司毛利率与康华生物接近，略高于其他公司平均水平，主要原因系：①标的公司核心产品 TB-PPD 与 BCG-PPD 属于生物制品，专业技术壁垒高，市场准入难度大，基本不存在竞争对手。相较于可比公司（如华兰疫苗、长春高新）产品线更为多元或面临更激烈的市场竞争，标的公司在结核病筛查这一细分领域形成了全面领先的市场地位，具有较强的定价权；②该类生物制品生产工艺复杂、质量控制要求极高，成本结构中原材料成本较低，主要为燃料动力费用及折旧与摊销费用。标的公司作为主要生产商，凭借成熟的生产工艺和规模化生产，单位产品成本得到有效控制。

综上，TB-PPD 产品系国内独家产品，BCG-PPD 目前国内仅先声祥瑞和成都生物制品研究所有限责任公司生产，随着全国结核病防治体系制度建设的持续完善，PPD 产品具有较为稳定的市场需求，标的公司为 TB-PPD 国内唯一生产厂家，市场占有率较高；在成本端方面，PPD 产品成本结构中原材料成本较低，标的公司作为主要生产商，凭借成熟的生产工艺和规模化生产，单位产品成本得到有效控制。标的公司毛利率与同行业可比公司康华生物较接近，略高于可比公司平均水平，与竞争对手及行业可比公司相比不存在较大显著差异，毛利率水平具有合理性。

七、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、TB-PPD 具有较为稳定的市场需求，标的公司为 TB-PPD 国内唯一生产厂家，市场占有率为较高；在成本端方面，TB-PPD 产品成本结构中原材料成本较低，标的公司凭借成熟的生产工艺和规模化生产，单位产品成本得到有效控制。

2、标的公司毛利率与同行业可比公司相比不存在显著差异，毛利率水平具备合理性。

问题 10

草案显示，截至 2025 年 7 月 31 日，标的公司在建工程余额为 7,034.34 万元，主要为 Xs02 净化建设施工项目和 TB-PPD 原液车间改建项目，前述两个项目报告期内均未发生较大变化。请你公司结合标的公司在建工程的具体情况，包括开工时间、预计完工时间、完工进度等，说明是否存在长期未转固情形以及是否存在减值风险。

请独立财务顾问及审计机构核查并发表明确意见。

【回复】

一、在建工程的具体情况

截至 2025 年 7 月 31 日，标的公司在建工程余额为 7,034.34 万元，主要为 Xs02 净化建设施工项目和 TB-PPD 原液车间改建项目，项目具体情况如下：

工程名称	在建工程余额（万元）	开工时间	预计完工时间	完工进度
Xs02 净化建设施工项目	3,439.63	2022 年 4 月	2027 年	主要厂房、设备施工、调试完毕。尚未取得生产许可证、未完成 GMP 认证
TB-PPD 原液车间改建项目	3,594.71	2022 年 6 月	2026 年 12 月	主要厂房、设备施工、调试完毕。已取得生产许可证，未完成 GMP 认证

注：此处完工时间主要指完成 GMP 认证、达到预定可使用状态的时间。

（一）Xs02 净化改造项目工程进度正常进行，研发项目正常推进

Xs02 净化建设施工项目工程建设已基本完成，标的公司对应研发项目处于三期临床试验中，车间正在进行工艺验证。根据《中华人民共和国药品管理法》《药品生产质量管理规范》(GMP) 要求，以及《药品注册管理办法》第三十四条、第三十八条的相关规定，药品需完成商业化规模生产工艺验证，并通过主管

部门的注册核查检验，方能获得 GMP 认证。根据当前项目进展，标的公司预计“Xs02 净化建设施工项目”及车间 GMP 认证将在 2027 年完成。

（二）TB-PPD 原液车间改建项目工艺验证工作正在进行中

TB-PPD 原液车间作为 GMP 合规生产场所，已通过北京市药品监督管理局的生产许可现场核查，但尚不具备生产合格上市产品的资质。

TB-PPD 原液车间改建项目已完成工程建设施工。尚需经制剂工艺验证、完成原液检定及稳定性数据研究并向 CDE 递交申报资料并最终通过审批，方可开始投入生产使用。

二、说明是否存在长期未转固情形以及是否存在减值风险

（一）《企业会计准则》对于转固时点的相关规定

根据《企业会计准则第 17 号——借款费用》的规定，固定资产达到预定可使用状态的判定标准（以下简称转固标准）：“购建或者生产的符合资本化条件的资产达到预定可使用或者可销售状态，是指资产已经达到购买方或者建造方预定的可使用或者可销售状态。具体可从以下几个方面判断：

- 1、固定资产的实体建造（包括安装）工作已经全部完成或者实质上已经完成；
- 2、所购建的固定资产与设计要求或合同要求相符或基本相符，即使有极个别与设计或合同要求不相符的地方，也不影响其正常使用；
- 3、继续发生在所购建固定资产上的支出金额很少或几乎不再发生；
- 4、如果所购建固定资产需要试生产或试运行，则在试生产结果表明资产能够正常生产出合格产品时，或试运行结果表明能够正常运转或营业时，应当认为该资产已经达到预定可使用状态。”

（二）Xs02 净化建设施工项目尚未完成工艺验证、未经 BLA 批准并未达到 GMP 验收阶段

Xs02 净化建设施工项目是配套 I 类创新药 Xs02 商业化生产原液、制剂专用生产车间。Xs02 项目尚处于 III 期临床试验阶段，未经过药品监督管理部门的生产现场核查、BLA 批准，尚未达到 GMP 验收阶段。根据《药品生产质量管理规

范》要求，在提交生物制品许可申请（BLA）前，必须完成连续三批商业化规模的工艺验证。该项目产品目前尚在工艺验证中，是否满足设计条件并生产出合格产品尚不明确，不符合上述第二条和第四条转固标准。

（三）TB-PPD 原液车间改建项目尚不能进行试运行且未经 CDE 批准

TB-PPD 原液车间建设项目已通过北京市药品监督管理局的生产许可现场核查，但尚不具备生产合格上市产品的资质。当前未通过工艺验证、时限验证（洁净服使用次数、消毒频次、清洁有效期确认等），不能进行常规生产使用。试生产前预计有多项费用产生，不符合上述第二条及第三条转固标准。

根据法律法规要求，该车间当前已完成 TB-PPD 原液连续三批商业生产规模生产工艺验证工作。还需经连续三批商业生产规模原液对应的制剂工艺验证、稳定性考察试验，并向 CDE 递交申报资料，经审核、通过 GMP 认证后，方可获得许可。目前，该项目尚未完成工艺验证、不能达到试生产要求，不符合第四条转固标准，故未达到转固状态。

综上所述，标的公司在建工程项目尚未达到预定可使用状态，不存在长期未转固、存在减值风险的情形。

（四）同行业上市公司情况

经查阅，同行业上市公司披露的在建工程具体转固时点如下表所示：

同行业上市公司	在建工程转固时点的披露
沃森生物（300142.SZ）	公司子公司玉溪沃森疫苗国际制剂中心通过 GMP 符合性检查，该项目部分生产设备达到预定可使用状态，在建工程转固
东北制药（000597.SZ）	完工项目已达到预计可使用状态时转固，转固时，工程项目达到预期建设项目的并验收合格，其中需取得 GMP 认证的生产线以取得 GMP 认证为转固时点
九州通（600998.SH）	该项目完工后，未达到生产和入住办公等所需条件，正式陆续取得相关的产权证明及药品 GMP 证书后，公司对该项目进行在建工程转入固定资产的会计处理
广誉远（600771.SH）	山西广誉远新建中医药产业项目在通过 GMP 认证后由在建工程转入固定资产
仟源医药（300254.SZ）	在建工程在达到预定可使用状态时转入固定资产，其中新建生产车间或生产线在新建车间或新建生产线取得 GMP 证书后转入固定资产
微芯生物（688321.SH）	成都创新药生产基地（一期、二期）项目中非肿瘤创新药生产及辅助设施（一期）工程（即西格列他钠生产车间及辅助设施等）已完成 GMP 验收，相关资产达到预定可使用状态，公司将相关的房屋建筑物以及机器设备转入固定资产

如前所述，标的公司主要在建工程进度尚未达到预定可使用状态主要系根据医药行业监管要求，经过规定的验证、审批流程方可达到预定可使用状态。目前，标的公司主要在建工程对应项目均处于正常推进过程。

（五）标的公司不存在经营环境重大不利变化等减值迹象

此外，标的公司不存在资产市价大幅下跌、经营环境重大不利变化、市场利率上升导致可收回金额降低、资产陈旧或损坏、资产闲置或计划提前处置、经济绩效低于预期等迹象，在建工程不存在减值风险。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、标的公司两个项目目前均处于主要厂房、设备施工、调试完毕的状态，但在进行为满足药品监管要求而必须进行的验证、审批流程中，尚未达到会计准则规定的“预定可使用状态”，不存在长期未转固的情形。

2、标的公司不存在经营环境重大不利变化等减值迹象，在建工程项目不存在减值风险。

问题 11

草案显示，标的公司主要产品包装上仍使用“先声”商标。请你公司说明标的公司与先声药业对“先声”商标和字号的所有权及使用权等权利归属情况，是否存在明确的约定范围，是否存在权属争议情况，以及本次交易完成后，双方对于商标所有权及使用权等权利归属的具体安排。

请独立财务顾问及律师核查并发表明确意见。

【回复】

一、标的公司与先声药业对“先声”商标和字号的所有权及使用权等权利归属情况，是否存在明确的约定范围，是否存在权属争议情况

（一）标的公司与先声药业对“先声”商标和字号的所有权及使用权等权利归属情况，是否存在明确的约定范围

1、“先声”商标和字号的使用情况

截至本回复出具日，标的公司全部产品主要使用自有商标如“结敏”“卡立生”“捷立显”，具体情况如下表所示：

产品名称	规格	图示
结核菌素纯蛋白衍生物（TB-PPD）	50IU/ml、1ml/支	
	20IU/ml、1ml/支	
卡介菌纯蛋白衍生物（BCG-PPD）	50IU/ml、1ml/支	
结核分枝杆菌特异性细胞免疫反应检测试剂盒(酶联免疫法)	28 人份/盒	
	12 人份/盒	

如上表所示，标的公司在产品上除自有商标外，还印有“先声”“Simcere”
“”（以下简称“标的商标”）等以作为先声祥瑞企业名称的标识。此外，
标的公司还在企业名称中使用了“先声”字号（以下简称“标的字号”）。

标的公司产品的核心竞争力在于国内独家产品及产品性能优势，且主要采用自有商标，采用“先声”等相关标识对标的公司产品销售重要性程度较低。

2、“先声”商标和字号的所有权及使用权等权利归属情况，是否存在明确的约定范围，是否存在权属争议情况

先声药业系标的商标和标的字号的所有权人，先声祥瑞系标的商标和标的字号的使用权人。

先声药业与标的公司共同出具了《说明》。

鉴于：先声祥瑞在企业名称中使用了包含“先声”“Simcere”“”的单一或组合商标（“标的商标”）及字号（“标的字号”）。

双方同意并确认：（1）本次交易交割日前，先声祥瑞有权在企业名称中长期稳定使用标的商标、标的字号；（2）本次交易交割日后，先声祥瑞有权在企业名称中长期稳定使用标的商标、标的字号。

标的商标和标的字号权属清晰，不存在侵犯第三方权利的情形，不存在任何争议或潜在争议；截至《说明》出具日，先声药业及其关联方与标的公司之间不存在有关标的商标、标的字号的权属、侵权等争议或潜在争议。

综上所述，就标的商标和标的字号，标的公司与先声药业之间已明确所有权及使用权等权利归属情况，存在明确的约定范围，不存在权属争议情况。

二、本次交易完成后，双方对于商标所有权及使用权等权利归属的具体安排

本次交易完成后，先声药业和标的公司对于标的商标所有权及使用权等权利归属的具体安排如下：（1）所有权：标的商标的所有权不因本次交易发生转移，仍归属于先声药业；（2）使用权：标的公司有权在企业名称中长期稳定使用标的商标、标的字号，未经先声药业书面许可，标的公司不得将标的商标、标的字号许可任何第三方使用，不得损害先声药业或其关联方的名誉和利益。

如前所述，先声药业对标的公司产品销售重要性程度不高。本次交易交割日后，利德曼将根据业务安排及市场情况，在符合法律法规及标的公司届时有效的《公司章程》规定的前提下，将对标的公司使用标的商标和标的字号的具体计划作出合理安排。

三、独立财务顾问核查意见

经核查，独立财务顾问认为：

1、就标的商标和标的字号，标的公司与先声药业之间已明确所有权及使用权等权利归属情况，存在明确的约定范围，不存在权属争议情况。

2、本次交易完成后，标的商标的所有权仍归属于先声药业，标的公司有权在企业名称中长期稳定使用标的商标；本次交易完成后，利德曼将结合业务和市场情况对标的公司使用标的商标的具体计划作出合理安排。

(本页无正文，为《中信建投证券股份有限公司关于深圳证券交易所<关于对北京利德曼生化股份有限公司的重组问询函>回复之核查意见》之签字盖章页)

财务顾问主办人： 周圣哲 王瑀 田斌
周圣哲 王 瑞 田 斌

