

中瑞世联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所 《关于对康跃科技股份有限公司的重组问询函》的回复

深圳证券交易所创业板公司管理部：

中瑞世联资产评估集团有限公司作为康跃科技股份有限公司（以下简称“康跃科技”或“上市公司”或“公司”）本次重大资产购买暨关联交易（以下简称“本次交易”或“本次重大资产重组”）的评估机构，就贵部于 2020 年 9 月 18 日下发的《关于对康跃科技股份有限公司的重组问询函》（创业板非许可类重组问询函（2020）第 11 号）（以下简称“《问询函》”）涉及的评估机构相关问题进行了核查，现将核查结果回复如下。

问题 7：

草案显示，长江星 100%股权按收益法评估价值为 268,560.42 万元，评估增值率为 100.78%，2020 年 4-12 月、2021 年、2022 年预测期营业收入分别为 98,529.78 万元、137,541.79 万元、151,285.80 万元，营业成本分别为 76,174.57 万元、106,238.14 万元、116,975.23 万元；报告期内，长江星主要原材料中药材单价波动较大。（1）请结合市场容量、竞争格局、市场占有率、行业地位、技术和成本优势、员工构成等，补充说明长江星的核心竞争力；（2）请结合行业环境、长江星经营、中药材单价波动、各业务板块毛利率波动、历史业绩、在手订单等说明预测期营业收入及成本的预测依据，是否合理、谨慎；（3）请就中药材价格变动对长江星评估值的影响程度作敏感性分析并补充披露。请独立财务顾问和评估师就长江星产品市场价格走势、行业标准及市场可比交易案例评估预测情况，评估预测中营业收入、毛利率等参数预测依据及合理性、评估定价的公允性发表明确意见。

回复：

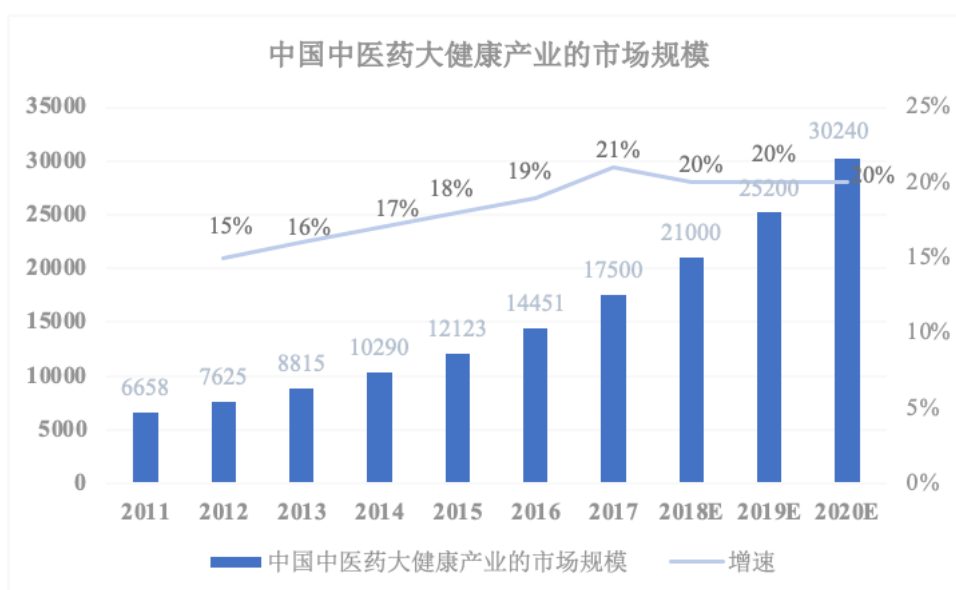
一、请结合市场容量、竞争格局、市场占有率、行业地位、技术和成本优势、员工构成等，补充说明长江星的核心竞争力

（一）市场规模及竞争格局

1、中药饮片行业

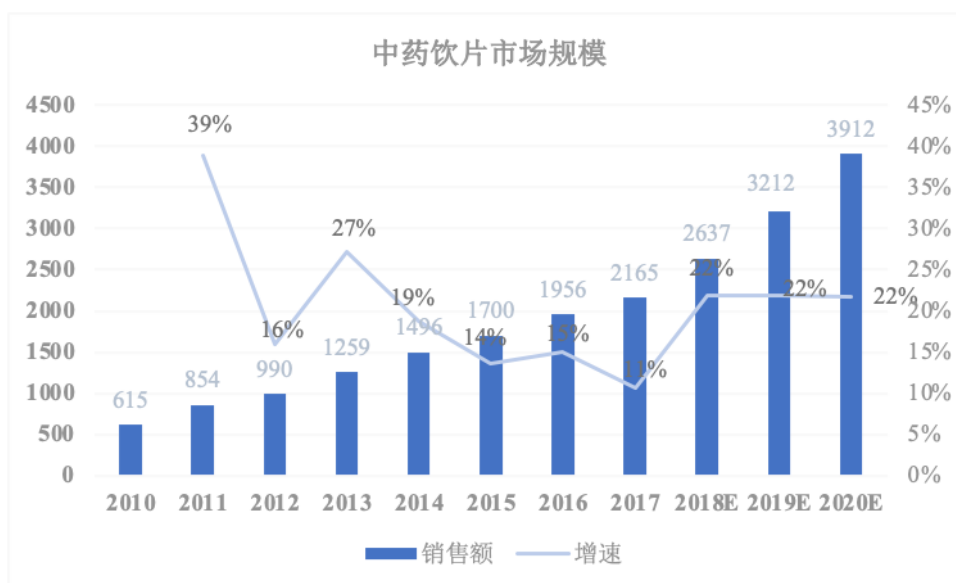
（1）行业市场规模

根据前瞻产业研究院统计数据，自 2011 年-2017 年，我国中医药大健康产业的规模由 6,658 亿元增加到 17,500 亿元，复合增长率为 17.5%。根据预计，2019 年及 2020 年，中医药大健康产业市场规模将分别达到 25,200 亿元和 30,240 亿元。



资料来源：前瞻研究院整理（单位：亿元）

据国家统计局统计数据，2011 年-2017 年，中药饮片加工行业的销售收入由 854 亿元增加到 2,165 亿元，复合增长率为 16.80%，呈现较快增长的趋势。按照十三五规划，2020 年中药饮片市场规模有望比 2016 年扩大一倍，达到 3,912 亿元，符合增长率为 21.8%。



资料来源：国家统计局数据，前瞻研究院整理（单位：亿元）

中药饮片行业虽历经数千年发展，但是真正规范化和产业化的时间并不长。近年来，随着 GMP 认证及相关例行检查的严格执行、炮制标准逐步完善等措施的实施以及国家产业政策的支持，使得中药饮片行业不断规范，市场环境也不断改善，为中药饮片行业创造了良好的发展环境。伴随着人们健康理念的深化、中药文化的传播以及中医理论的全球化推广，中药饮片行业的市场地位将持续提升，中药饮片行业有望发展成为高成长的优势产业。

（2）行业内竞争情况概述

中药饮片行业的竞争呈现以下特点：

① 行业市场化程度较高

中药饮片行业的市场化程度比较高。目前全国中药材专业市场共有 17 家，几乎覆盖了整个中国市场。中药饮片需求旺盛，交易活跃，价格相对透明，市场参与者可以通过多种渠道获取中药饮片的价格信息。

② 行业集中度较低

目前，我国中药饮片的生产、制造等各个环节集中度较低，仍以小、散、乱为主，使得中药材质量参差不齐，行业内存在较高比例的不合格产品或批次。我

国中药饮片行业真正开始规范化和产业化的时间比较短，还没有形成垄断的市场格局。中药饮片行业市场占有率最大的企业占比仅 3%，行业集中度较低。

③ 产业政策有利于优势企业的竞争和发展

近年来，我国积极采取各种措施，出台多项政策，鼓励中药企业优势资源整合，建设现代中药产业制造基地、物流基地，打造一批知名中药生产、流通企业，尤其是通过鼓励和引导行业内优质企业的壮大，进而带动整个中药饮片行业的规范化健康发展，实现中药产业现代化。除此之外，随着行业的不断规范，部分小规模企业将逐渐被淘汰，行业的集中度将逐渐提升，为中药饮片优势企业的不断壮大创造了空间。我国的产业政策导向有利于优势企业建立竞争优势，实现可持续发展。

④ 优势企业间的直接竞争程度较低

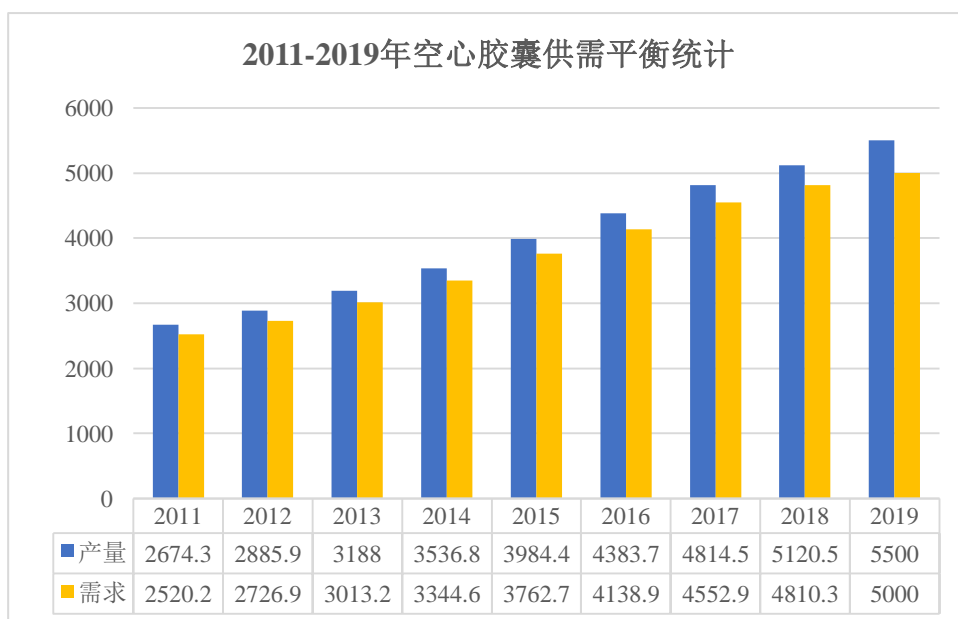
中药饮片行业的市场空间大，中药饮片具有一定的地理区域性特征，因此，行业内优势企业之间的直接竞争程度较低，规模企业往往具有较为稳定的销售渠道。

目前，标的公司的同行业竞争对手有河南太龙药业股份有限公司、浙江佐力药业股份有限公司、广州市香雪制药股份有限公司、广东汇群中药饮片股份有限公司、天津盛实百草中药科技股份有限公司、安徽亳药千草国药股份有限公司、北京同仁堂（亳州）饮片有限责任公司等。

2、空心胶囊行业

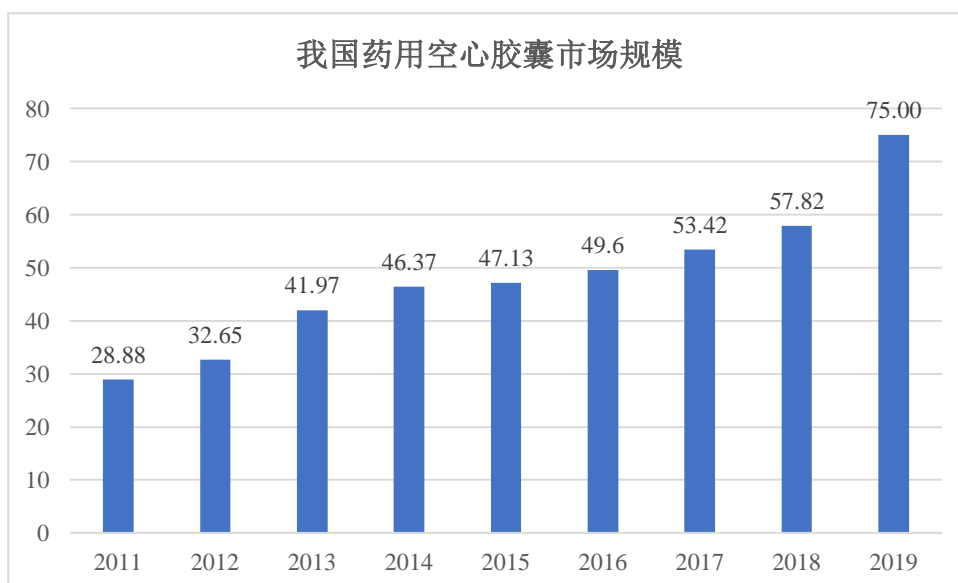
（1）行业市场规模

根据智研咨询及新思界产业研究中心的统计数据，2011年至2019年，国内空心胶囊产量由 2,674.3 亿粒增长至 5,500 亿粒，复合增长率约 9.43%；国内空心胶囊的市场需求总量由 2520.2 亿粒增长至 5,000 亿粒，复合增长率约 8.94%。



资料来源：智研咨询整理、新思界产业研究中心（单位：亿粒）

2011年至2019年，我国空心胶囊市场规模由28.88亿元增长至约75亿元，复合增长率约12.67%。



资料来源：智研咨询、新思界产业研究中心整理（单位：亿元）

（2）行业内竞争情况概述

空心胶囊行业的多数企业很大程度上仍具有个体分散、生产规模小、产品标准不统一的阶段性特征。随着药用辅料生产流程和质量管理的逐步趋严，行业内工艺技术水平低、生产设备落后的胶囊生产企业将被逐渐淘汰，具备先进生产设

备、工艺技术以及多元化销售渠道的空心胶囊生产企业将占据市场主导地位。具备较大生产规模和较强技术实力的骨干企业将占据高端市场并获取行业大部分利润。

我国空心胶囊主要生产企业情况有苏州胶囊有限公司、山西广生胶囊有限公司、安徽黄山胶囊股份有限公司和青岛益青药用胶囊有限公司。据中国医药包装协会统计，这四家公司总产能超过行业总产能的四分之一。

3、医药流通行业

(1) 行业市场规模

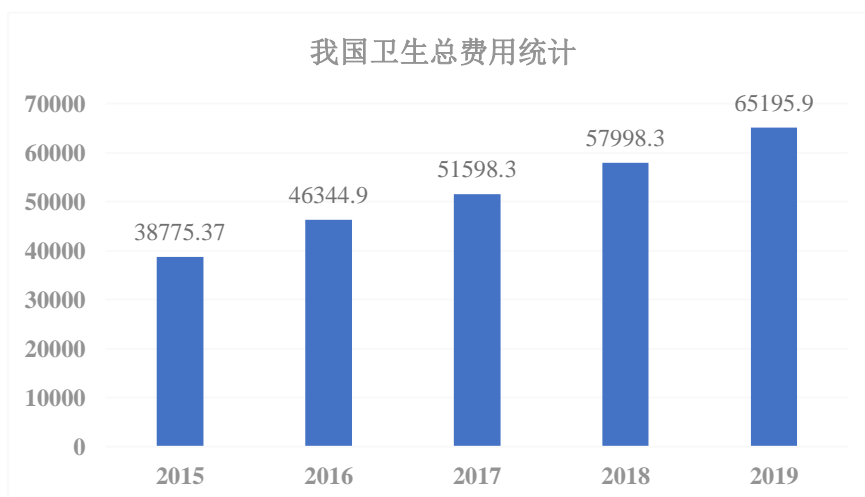
我国作为人口最多的国家，已成为全球最大的新兴医药市场，也是世界上增长最快的地区市场之一。根据 IMS Health 预测，中国药品市场在未来将继续快速增长，到 2020 年将成为全球仅次于美国的第二大市场，全球市场份额将从 3% 上升到 7.5%。



资料来源：IMS Health

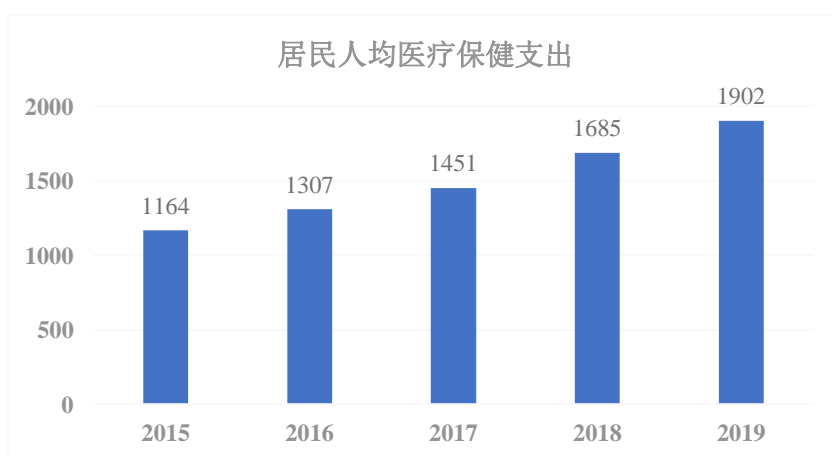
① 我国医疗支出持续增长

从国家医疗支出层面，2015 年至 2019 年间，我国卫生总费用由 38,775.37 亿元增加至 65,195.90 亿元，期间复合增长率 13.87%。



资源来源：国家统计局（单位：亿元）

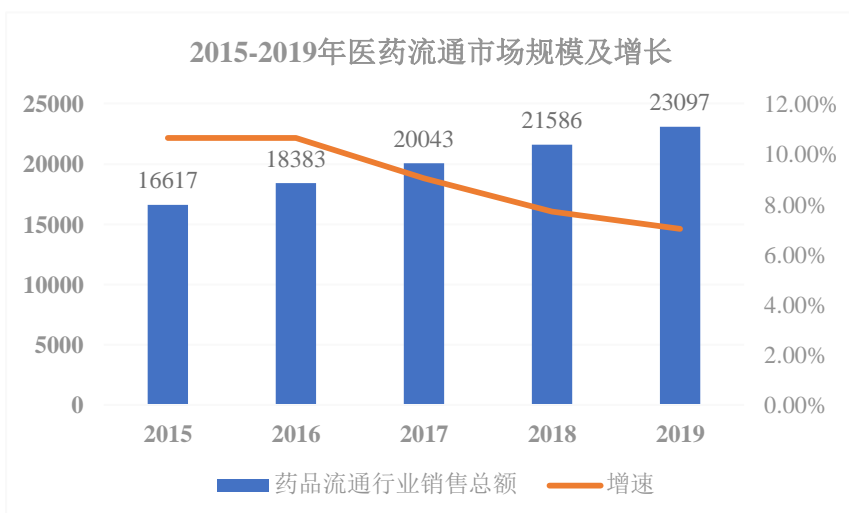
从民众的医疗消费意愿层面，随着我国居民收入的不断提升，民众对于医疗保健的意识不断提升，居民人均医疗保健支出由 2015 年的 1,164 元增长至 2019 年的 1,902 元，期间复合增长率 13.06%。同时，人均医疗保健支出占居民人均支出之比也从 2015 年的 5.44% 增长至 2019 年的 8.82%。



资源来源：国家统计局（单位：元）

② 医药流通市场规模及增长情况

根据前瞻研究院统计，2015 年-2018 年，我国药品流通市场销售规模稳步增长，复合增长率为 9.11%。受宏观经济环境影响，增长率呈现趋缓的态势。2018 年，全国七大类医药商品（即化学药制剂、抗生素制剂、生物制品、中成药、中药材、中药饮片、生化药品）销售总额为 21,586 亿元，预计 2019 年医药流通市场规模增长至 23,097 亿元。



资料来源：前瞻产业研究院整理（单位：亿元、%）

（2）行业内竞争情况概述

我国医药流通行业基本呈现“4+N”的局面，即国药、华润、上药、九州通四家全国性医药流通企业在营收、利润、流通规模等多方面均处于领先地位，地方型流通企业则主要经营当地业务。据商务部统计，国药、华润、上药、九州通四家全国性医药流通企业合计销售占比从2013年到2018年分别是27.96%、29.17%、31.58%、32.01%、32.14%、39.10%；百强商业流通企业已达到72%的销售占比。



资料来源：商务部统计

从目前的情况来看，医药流通行业基本已经呈现了“4+N”的局面，即国药、华润、上药、九州通四家全国性医药流通企业在营收、利润、流通规模等多方面均处于领先地位，地方型批发企业则主要经营当地业务。

行业内主要的全国型流通企业主要有：九州通医药集团股份有限公司（SH 600998）、国药集团药业股份有限公司（SH 600511）、上海医药集团股份有限公司（SH 601607）、华润医药集团有限公司（HK 03320）。

地方型流通企业主要有：江苏省医药有限公司、南京医药股份有限公司（SH 600713）、广西柳州医药股份有限公司（SH 603368）、湖南爱一百医药有限公司、安徽省华仁医药经营有限公司。

（二）标的公司行业地位及市场占有率情况

1、中药饮片

截止目前，中药饮片行业还没有形成垄断的市场格局，从营收占比的角度看，行业内公司的市场份额均较低，行业集中度较低。

根据前瞻研究院整理数据预测，2018年及2019年，中药饮片行业市场规模分别约为2,637亿元、3,212亿元。以此测算，标的公司的市场份额分别为0.34%、0.26%。

2、空心胶囊

截止目前，尽管空心胶囊行业内未出现绝对的垄断的市场格局，但随着药用辅料生产流程和质量管理的逐步趋严，行业内的落后产能企业将被逐渐淘汰，而具备先进生产设备、工艺技术以及多元化销售渠道的头部空心胶囊生产企业将逐步扩大市场份额。

根据前瞻研究院及新思界产业研究中心的统计数据，2018年、2019年空心胶囊行业市场规模分别为57.82亿元、75亿元。以此测算，标的公司的市场份额约1.04%、1.06%。

3、医药流通

截至目前，我国医药流通行业基本呈现“4+N”的局面，即国药、华润、上药、九州通四家全国性医药流通企业在营收、利润、流通规模等多方面均处于领先地位，地方型流通企业则主要经营当地业务。

根据前瞻研究院预测整理，2018年及2019年，医药流通行业市场规模分别为21,586亿元、23,097亿元。以此测算，标的公司的市场份额分别为0.02%、0.01%。标的公司作为地方型流通企业，在湖北省具有一定的竞争力。

（三）长江星核心竞争力

（1）生产技术优势

标的公司自成立以来，始终坚持致力于以发展和支持中医药为核心，大健康产业为规划蓝图的医药事业。报告期内，标的公司整体业务的快速发展亦得益于旗下各业务板块的几大核心技术优势：

① 优化的辅料配方

胶囊的配方决定了许多特性，胶囊配方是生产高品质胶囊的至关重要的基础。在胶囊上机过程以及贮存过程中，不良的配方会导致外观缺陷、上机不好、胶囊变形、容易脆碎，尤其是与填充的药物发生反应降低药效。标的公司根据制药企业的需要，开发出一系列配方，以应对不同客户对胶囊的品质需求，其中主要包括：A.抗中药胶囊脆碎配方；B.低交联反应配方；C.促药物溶出配方；D.适合粘性药物配方等。

A.抗中药胶囊脆碎配方

药用胶囊的脆碎问题主要源于其整体的水分不足。例如，明胶空心胶囊水分在9%以下时，胶囊囊体容易发脆或有自爆现象，从而引发胶囊成品药质量不合格。具体到中药胶囊产品，其中的中药提取物成分复杂，富含糖分且水分含量较低（提取的中药浸膏粉水分一般低于3%），较普通药品胶囊更易发生脆碎的现象。为解决中药胶囊水分比例较低而导致的脆碎问题，标的公司一方面通过科学设计，优化工艺组方，在配方中适度增加丙三醇、PEG等成分，另一方面，选取优质明胶，使得填充用的明胶空心胶囊水分保持在15-16%，待胶囊中装入中

药浸膏粉后，水分能有效地从明胶空心胶囊囊体向中药浸膏粉迁移，使其水分比例情况稳定在 9%以上的合理水平，有效改进胶囊产品的整体抗脆碎性能。

B.低交联反应配方

交联反应是胶囊剂内容物为化学药的常见现象：明胶大分子中的一个基团与药物发生交联反应，形成一层薄膜包裹药物，使药物不能有效溶出、释放、吸收，进而影响药物的有效使用。标的公司针对化药易发生交联反应的问题，通过正交实验，优化配方，从明胶原料配比开始着手，采用低粘度、高冻力的明胶配比，同时在工艺上适当添加抗交联反应辅料，从而有效的对抗交联反应。

C.促药物溶出配方

根据中国药典的相关要求，化学药胶囊剂均需检测药物溶出度，并要求在存储期均能满足溶出度要求，而作为胶囊剂的重要组成部分，明胶空心胶囊对药剂的溶出有较为明显的影响。标的公司采用科学配方，根据不同的药剂化学成分，在胶囊的生产过程中适当采用山梨醇酯、十二烷基硫酸钠等不同活性成分，使胶囊崩解迅速而细腻，并促进内容物有效溶出。

D.适合粘性药物配方

鉴于部分药剂的粘性较强，例如：含有一定量的超细粉末，在干燥环境下，产生静电吸附现象；或者粉末本身含有大量粘性成分如粘液质、多糖等情况，使得上述高粘性药剂在做胶囊填充时，不易抛光。为解决粘性药物的胶囊填充，较为理想的方式即为增加胶囊表面滑度。经过反复实验，标的公司目前采用在溶胶阶段，添加适量十二烷基硫酸钠，并在抛光时适量增加抛光剂的方式，使得明胶空心胶囊对粘性药物有较好的适应性。

② 先进的生产设施

截止目前，标的公司拥有全自动生产线 8 条，半自动生产线 20 条，整体产能超过 170 亿粒。标的公司采用的全自动胶囊生产线具有空间利用率高、车间布局更合理、工作人员少、生产工序简化、人工操作环节少、交叉感染风险低等优势。全自动生产线生产的胶囊产品比半自动生产线具有较高的质量稳定性和胶囊

填充上机率,对于制药企业而言具有更高的产品价值。同时,对于胶囊产品而言,更高的良品率亦意味着更低的成本,有望帮助标的公司持续降低产品的单位成本。

全自动胶囊生产线与普通胶囊生产线各项主要参数对比情况如下:

主要参数	全自动胶囊生产线	普通胶囊生产线
自动化程度	较高	半自动
人员效率	每条线 3 人	每条线 5 人
洁净环境可控性	较好	较差
胶囊填充上机率	≥99.99%	≥99.0%
胶囊稳定性	较好	较好
良品率	≥99.0%	≥97.0%
胶囊壁厚均匀度	±0.005mm	±0.010mm
胶囊囊体长度差异	±0.15mm	±0.10mm
胶囊粒重差异	±3mg	±5mg
胶囊锁合情况	锁合严密	锁合较松
综合性能评价	优秀	普通

③ 完善的中药饮片炮制工艺和技术

标的公司拥有完善中药饮片生产线,并按照不同的中药饮片炮制要求,根据可能影响产品质量的各种变量因素,包括干燥、产品收率、水分、杂质等、品种的工艺验证结果,结合 GMP 的管理要求和国家标准,制定了规范化的中药炮制生产工艺流程;标的公司聘用了具有中药饮片生产经验的资深员工,再结合现代化的生产设备,经过严格培训,现已成为公司的技术骨干,在生产中一直严格按照国家和地方的相关法规和炮制工艺的要求组织生产,标的公司已通过了 GMP 认证并始终严格执行相关标准。

(2) 严格的产品质量管控措施

标的公司作为空心胶囊、中药饮片生产及医药流通企业,高度重视产品质量,设立质量管理部负责全方位质量管理。公司从采购、生产和销售等各个环节均设置了质量控制措施,保证了公司动态、及时、持续的对产品整个流程实行质量监管。

空心胶囊产品作为基础药用辅料之一,标的公司一直将产品的标准化、规范化、安全性作为空心胶囊生产的根本标准。自成立以来,产品质量控制体系的建立和规范一直是公司发展的基础。

针对中药饮片产品，公司除了对生产端严格执行 GMP 标准，更是从上游原材料采购环节就开始严格质量把控：在采购环节，标的公司的采购专员均是具备多年中药材鉴别经验，采购人员一方面须对主要供应商的中药材种植、收集情况定期进行询问和实地考察，以了解其生长和供应质量情况。另一方面，鉴于原药材是否为道地药材或非道地药材，野生的或是种植的，或是药材品质的优劣，在外形、色泽和气味等方面存在细微差异，通过采购专员自身丰富的中药材鉴别经验能够初步加以区分。在实际入库前，由公司质量部门对每款中药材的品相、质量等方面进行严格检验。通过相关仪器、试剂的检测，可以检测出其中的农药残留、重金属含量是否达标等。鉴于中药饮片对于中药材原料的依赖度非常高，因此原材料的质量严格管控不仅能确保终端产品的质量，也能减少产品生产环节中多余的去杂质、清洗等方面工序，降低整体的生产成本。

得益于公司良好的质量控制措施，公司产品的质量水平得到了下游客户的认可，与客户建立了良好的合作关系，有利促进了公司产品的销售。

(3) “医药工业+医药物流”联动的集团化运作

在标的公司内部，依托完善的中药饮片炮制工艺技术、全自动化胶囊生产技术生产满足客户需求的高品质中药饮片及空心胶囊产品；同时，借助在医药领域上下游的业务资源，逐步建立起连接制药企业、医药物流企业和零售终端的医药物流网络。

依托于标的公司先进的空心胶囊制造工艺，多年积累的中药材采购、炮制及质量把控能力，以及稳定和高质量的中药材供应货源，制药企业客户及标的公司之间逐渐形成了一个良性、相互信任的战略合作关系，即制药企业作为标的公司的客户，向长江星采购空心胶囊，向长江源及新峰制药采购净药材等中药饮片，并将部分自产中成药销售给标的公司，借用公司多年来经营批发流通业务所积累的渠道对外销售。

上述“以医药物流板块的拓展与大型制药企业建立合作关系，再以医药工业板块的优质产品推动销售”的集团化运作模式能够帮助标的公司持续加强与客户之间的信任与合作关系，并最终转化为自身较强的经营壁垒和产业链优势。

（4）覆盖全国的采购渠道

采购方面，中药饮片采购的原材料主要为中药材，其具有较强的自然属性，且部分品种价格波动较大，因而饮片生产企业主要采用“以销定采”的采购模式，并适当储备一些常用和通用的中药材原料。通常在接到客户订单后，中药饮片生产企业才会安排采购原材料，采购原材料的时间、原材料的质量会直接影响产品交付时间、产品质量。

标的公司谙熟中药产业，在多种药材的主要种植区域均建立了稳定的采购渠道、与大规模中药材种植户、经纪人建立了良好的信任与合作关系。目前，标的公司已经建立了覆盖全国的中药原料采购网络，能够根据客户需求及时采购到质量合格的道地中药材，有利于公司与客户保持良好的合作关系。

在医药流通领域，标的公司与多家大型药品生产和大量批发企业建立了业务往来关系，多家主要供应商与标的公司均有多年合作，保证了标的公司在产品价格及质量方面的竞争优势。同时，标的公司通过质量信息平台等多项质量管理措施，严格遵守国家 GSP 标准执行商品采购、物流及销售的全过程，持续保证采购商品质量的稳定。

（5）客户资源优势

销售方面，中药饮片主要的客户是制药企业、医药批发企业、医院及零售药房。由于近年来国家加大对药品质量的监管力度，其通常会选择经营规模大、经营管理规范的企业作为其供应商。空心胶囊用于满足制药和保健品企业的需求，且基本为定制化产品，近年来随着关联评审制度的政策强化，且药企须对通过关联评审的药品药剂承担最终的主体责任，使得药企在选择辅料的合作伙伴时愈发严格，而对于进入自身供应商名录的公司则会保持稳定的合作关系。

标的公司具有完善的营销管理机制，始终坚持以客户为中心，为客户创造价值，不断创新营销理念，在产品高度标准化前提下，大力推行定制化营销服务模式。将专业化的技术支持、技术服务有机地融合于系统的营销中，长期以来，凭借优良的产品品质与严格的质量管理体系，公司产品获得了众多制药企业的认可，并与多家大型制药企业建立了稳固的合作伙伴关系，通过与大型制药企业的合作，

公司不断提高自身的行业知名度，及时充分地掌握行业的需求和动态，从而为公司客户规模和销售网络的不断完善提供有力保障。

（6）规模优势

目前我国中药饮片的生产、制造等各个环节集中度较低，仍以小、散、乱为主，使得中药材质量参差不齐，行业内存在较高比例的不合格产品或批次。为了提高中药饮片质量，行业监管部门持续对中药饮片行业进行规范，2020年2月，国家药品监督管理局印发《中药饮片专项整治工作方案》，进行全国中药饮片专项检查。2020年5月，国家药品监督管理局要求各级药品监管部门按要求落实好属地监管责任，认真检查中药饮片和制剂生产经营使用单位，坚决查处违法违规行为，要求各中药饮片和制剂生产经营使用单位以及中药材市场落实主体责任，对照新修订《药品管理法》、药品生产质量管理规范、药品经营质量管理规范全面自查和整改，不断提高中药饮片质量。

另外，《中国药典》（2020年版）对中药饮片的标准进行了重点修订和完善，以保障饮片的质量和临床用药。《中国药典》（2020年版）将于2020年12月30日起施行。中药饮片行业的规模化、规范化生产已成趋势。

行业的规范推动下游中成药企业、零售终端加强对供应商的管理，选择规模大、管理规范的中药饮片生产企业作为供应商。标的公司作为位于湖北的大型中药饮片生产企业，自成立以来即全面按照国家标准进行生产经营，产品质量及经营规模得到下游中成药企业及零售终端认可，2020年7月8日公安县人民政府与标的公司子公司长江源签订了《中药健康产业园二期项目投资协议》，拟建设的二期项目长江伟创中药城交易中心、智能化药用胶囊生产基地和中医药大健康康养基地，拟通过二期项目的实施进一步扩大标的公司药用胶囊业务的市场影响力。标的公司凭借上述规模优势，必将受益于行业的整合及规范化趋势。

（7）管理团队优势

标的公司拥有稳定、专业的管理团队，并且管理团队长期合作，协同性高。多名管理人员拥有医药行业丰富的从业经历和专业知识，熟悉公司业务，对市场竞争环境等有深入了解。

标的公司建立了从供应商选择、原材料采购、产品研发、生产管理、质量检测到产品销售的整体管理体系，对产量、成本、销量等业绩指标进行追踪管理，并对运营过程中的每一个流程均实行精细化管理。

二、请结合行业环境、长江星经营、中药材单价波动、各业务板块毛利率波动、历史业绩、在手订单等说明预测期营业收入及成本的预测依据，是否合理、谨慎

(一) 空心胶囊业务预测期营业收入及成本分析

1、空心胶囊在手订单情况

标的公司在生产经营中与部分主要客户签订框架协议，但框架协议中通常不约定数量金额。客户需要空心胶囊产品时，会向标的公司发出订单，订单约定的交货期通常为 15-30 天，因此在手订单金额通常为半个月至一个月的销售额，不能反映标的公司空心胶囊业务未来发展状况。

2、空心胶囊业务预测期营业收入分析

公司 2018 年至 2020 年 1-3 月空心胶囊业务收入情况表如下：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
业务收入	6,027.36	7,913.88	1,031.54
增长率	-11.70%	31.30%	-
数量（万粒）	632,656.17	738,497.30	97,887.00

公司空心胶囊业务的营业收入预测以胶囊销售单价、销售数量作为预测影响因素，2020 年 1-3 月由于疫情经营情况不具备可比性，业务于 4 月初开始逐渐恢复，故 2020 年 4-12 月销售数量以 4、5 两月平均值为预测基础，2021 年以前两年销售数量增长率均值作为该年度增长率，后续年度销售规模逐渐增大，故每年在前一年增长率基础上按 2% 递减，直至 2025 年收入达到稳定状态；2019、2020 年胶囊单价较为稳定，故预测期年度单价以前两年均价为预测依据。

标的公司预测期空心胶囊营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业收入	7,298.50	9,434.28	10,377.71	11,207.92	11,880.40	12,355.61	12,355.61

增长率	5.26%	13.26%	10.00%	8.00%	6.00%	4.00%	
-----	-------	--------	--------	-------	-------	-------	--

3、空心胶囊业务预测期营业成本分析

公司 2018 年至 2020 年 1-3 月空心胶囊业务营业成本情况表如下：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
营业成本	3,797.29	4,465.61	585.80
成本/收入	63.00%	56.43%	56.79%
毛利率	37.00%	43.57%	43.21%

公司历史业绩显示，历史期间空心胶囊业务较为稳定，且 2019 年毛利率同比有所上升，考虑到 2020 年 1-3 月经营时间较为短暂，故以 2017-2019 年营业成本占营业收入比例平均值 59.39%预测未来年度空心胶囊业务营业成本，具体预测如下：

单位：万元

项目	2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业成本	4,334.67	5,603.14	6,163.45	6,656.53	7,055.92	7,338.15	7,338.15
成本/收入	59.39%	59.39%	59.39%	59.39%	59.39%	59.39%	59.39%
毛利率	40.61%	40.61%	40.61%	40.61%	40.61%	40.61%	40.61%

根据上表中的报告期及预测期毛利率情况，空心胶囊产品预测期毛利率水平略低于报告期平均水平，预测较为合理、谨慎。

同行业上市公司的空心胶囊产品在报告期内的毛利率情况如下表所示：

可比公司	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度
黄山胶囊	36.08%	36.62%	33.29%
华光胶囊	—	49.23%	43.45%
益立胶囊	—	45.63%	48.80%
平均值	—	43.83%	41.85%

注：上述数据来自各公司披露的定期报告

通过对报告期公司营业收入、营业成本及毛利率的纵向对比，以及与可比上市公司（挂牌公司）的毛利率进行横向对比分析，公司对营业收入及成本的预测合理、谨慎。

（二）中药饮片业务预测期营业收入及成本分析

1、中药饮片业务在手订单情况

标的公司在生产经营中与部分主要客户签订框架协议，但框架协议中通常不约定数量金额。客户需要中药饮片产品时，会向标的公司发出订单，标的公司接到订单后组织采购及安排生产，由于采购周期及生产周期通常较短，因此在手订单金额不能反映标的公司未来发展状况。

2、中药饮片业务预测期营业收入分析

公司中药饮片 2018 年至 2020 年 1-3 月中药饮片业务营业收入情况表如下：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
营业收入	90,326.44	82,099.78	17,308.33

公司中药饮片因为种类较多，不便以数量单价进行预测，故以整体收入作为预测基础，2020 年 1-3 月由于公司地处湖北受到疫情影响，经营情况不具备可比性，业务于 4 月初开始逐渐恢复，故 2020 年 4-12 月销售收入以 4、5 两月平均值为预测基础，由于历史年度中药饮品收入波动较大，据国家统计局统计数据，2011 年-2017 年，中药饮片加工行业的主营业务收入由 854 亿元增加到 2,165 亿元，复合增长率为 16.8%，呈现较快增长的趋势。按照十三五规划，2020 年中药饮片市场规模有望比 2016 年扩大一倍，达到 3,912 亿元，复合增长率为 21.8%。出于谨慎性，2021 年收入较之 2020 年增长率取值 10%，后续年度销售规模逐渐增大，故每年在前一年增长率基础上按 2%递减，直至 2025 年收入达到稳定状态。

标的公司预测期中药饮片营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业收入	52,663.88	76,969.43	83,126.98	88,114.60	91,639.18	93,471.97	93,471.97

3、中药饮片业务预测期营业成本分析

公司 2018 年至 2020 年 1-3 月中药饮片业务营业成本情况表如下：

单位：万元

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
营业成本	69,329.33	60,686.70	12,834.33
成本/收入	76.75%	73.92%	74.15%
毛利率	23.25%	26.08%	25.85%

2019 年中药饮片业务毛利率同比上升，2020 年 1-3 月中药饮片业务毛利率与 2019 年度基本持平，由于 2020 年 1-3 月并非完整会计年度，从谨慎性角度考虑，预测期中药饮片成本/收入比例取 2018、2019 年平均值作为未来年度成本/收入比例为基础计算未来年度成本。具体预测如下：

单位：万元

	2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业成本	39,674.97	57,985.85	62,624.72	66,382.20	69,037.49	70,418.24	70,418.24
成本/收入	75.34%	75.34%	75.34%	75.34%	75.34%	75.34%	75.34%
毛利率	24.66%	24.66%	24.66%	24.66%	24.66%	24.66%	24.66%

根据上表中的报告期及预测期毛利率情况，中药饮片产品预测期毛利率水平与报告期平均水平相比有所下浮，预测较为合理、谨慎。

同行业上市公司的中药饮片产品在报告期内的毛利率情况如下表所示：

可比公司	2020 年 1-6 月	2019 年度	2018 年度
盘龙药业	—	30.06%	25.07%
佐力药业	23.51%	18.60%	21.43%
太龙药业	26.51%	28.00%	28.81%
平均值	—	25.55%	25.10%

注：上述数据来自各公司披露的定期报告

通过对报告期公司中药饮片产品营业收入、营业成本及毛利率的纵向对比，以及与可比上市公司（挂牌公司）的毛利率进行横向对比分析，公司对中药饮片产品营业收入及成本的预测合理、谨慎。

（三）医药批发业务预测期营业收入及成本分析

1、医药批发业务在手订单情况

标的公司在生产经营中与部分主要客户签订框架协议，但框架协议中通常不约定数量金额。客户需要医药产品时，会向标的公司发出订单，标的公司接到订单后组织采购及安排配送，由于采购周期通常较短，因此在手订单金额不能反映标的公司医药批发业务未来发展状况。

2、医药批发业务预测期营业收入分析

公司医药批发业务 2018 年至 2020 年 1-3 月营业收入情况表如下：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年1-3月
营业收入	33,998.00	31,239.74	5,616.98

公司医药批发业务因为种类较多，不便以数量单价进行预测，故以整体收入作为预测基础，2020年1-3月由于公司地处湖北受到疫情影响，经营情况不具备可比性，业务于4月初开始逐渐恢复，故2020年4-12月销售收入以2020年4-5月平均值为预测基础，由于历史年度医药批发收入波动较大，故根据2021、2022年以公开市场取得的医药批发行业上市公司未来年度增长率进行未来预测，由于后续年度销售规模逐渐增大，故每年在前一年增长率基础上按2.58%递减，直至2025年收入达到稳定状态。具体数据如下：

股票代码	公司名称	2021年	2022年
000963.SZ	华东医药	11.93%	6.03%
600511.SH	国药股份	13.84%	13.60%
603368.SH	柳药股份	21.18%	19.56%
	平均值	15.65%	13.07%
	递减率	-	2.58%

标的公司预测期医药批发业务营业收入情况如下：

单位：万元

项目	2020年4-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
营业收入	38,342.39	50,838.08	57,481.11	63,508.70	68,529.30	72,178.16	72,178.16

3、医药批发业务预测期营业成本分析

公司2018年至2020年1-3月医药批发业务营业成本情况表如下：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年1-3月
营业成本	28,808.33	25,614.37	4,182.30
成本/收入	84.74%	81.99%	74.46%
毛利率	15.26%	18.01%	25.54%

2019年医药批发业务毛利率同比上升，2020年1-3月医药批发业务毛利率高于2019年度，由于2020年1-3月并非完整会计年度，从谨慎性角度考虑，本次医药流通成本/收入比例取2018、2019年平均值作为未来年度成本/收入比例为基础计算未来年度成本。具体预测如下：

单位：万元

项目	2020年4-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
----	------------	-------	-------	-------	-------	-------	-----

营业成本	31,963.81	42,380.73	47,918.64	52,943.48	57,128.86	60,170.70	60,170.70
成本/收入	83.36%	83.36%	83.36%	83.36%	83.36%	83.36%	83.36%
毛利率	16.64%	16.64%	16.64%	16.64%	16.64%	16.64%	16.64%

根据上表中的报告期及预测期毛利率情况，医药批发业务预测期毛利率水平与报告期相比有所下浮，预测较为合理、谨慎。

同行业上市公司的医药批发业务在报告期内的毛利率情况如下表所示：

可比公司	2020年1-6月	2019年度	2018年度
国药股份	7.75%	8.75%	8.83%
华东医药	36.24%	32.05%	28.99%
柳药股份	12.55%	12.15%	10.76%
平均值	18.85%	17.65%	16.19%

注：1、上述数据来自各公司披露的定期报告；

2、华东医药定期报告中对应业务分类为“化学药、中药的原料药和制剂的生产销售，以及中西成药、中药材、医疗器械、健康产品等的经营”，国药股份定期报告中对应业务分类为“药品分销、药品生产、药品物流业务等”；柳药股份定期报告中对应业务分类为“器械的批发与零售业务”。

通过对报告期公司医药批发业务营业收入、营业成本及毛利率的纵向对比，以及与可比上市公司（挂牌公司）的毛利率进行横向对比分析，公司与同行业可比上市公司的毛利率不存在显著差异，对医药批发业务营业收入及成本的预测合理、谨慎。

三、中药材价格变动对长江星评估值的影响程度敏感性分析。

公司中药饮品因为种类较多，单价差异较大，不便以某品类中药材的单价进行敏感性分析，故以整体收入进行敏感性分析。

由于2020年4-12月为非完整年度，故不予考虑，假设中药饮片收入在2021年基础上变动。

标的公司中药饮片收入变动幅度对标的公司评估值变动的敏感性分析如下：

中药饮片收入变动幅度	标的公司全部股东权益收益法评估结果（万元）	评估值变动金额（万元）	评估值变动比率
增加10%	280,682.13	12,121.71	4.51%
增加5%	274,621.28	6,060.86	2.26%
现评估报告采用收入	268,560.42	-	-
减少5%	262,499.56	-6,060.86	-2.26%
减少10%	256,438.70	-12,121.72	-4.51%

四、市场可比交易案例情况

(一) 与同行业上市公司估值比较

标的公司所属行业涉及中药饮片、药用辅助材料及医药用品制造和医药、保健品及医疗器材批发，构筑了从中药饮片生产、空心胶囊生产和医药流通网络为一体化的医药产业链布局。

选取与标的公司经营业务相类似的 A 股上市公司作为可比公司更具有合理性。根据 Wind 资讯数据，截至 2020 年 3 月 31 日可比上市公司市盈率水平如下：

证券代码	证券简称	对应业务	市盈率 PE (倍)
SH 600222	太龙药业	主要业务分为四个板块，即药品制剂业务、中药饮片业务、药品研发服务和药品药材流通业务，其中中药饮片系该公司目前营收的主要来源	72.94
SZ 300181	佐力药业	主要从事药用真菌系列产品、中药饮片及中药配方颗粒的研发、生产与销售。其中，该公司生产销售中药饮片有 1,500 多个品规，相关营收占比约 25%	115.14
SZ 300147	香雪制药	主营业务为现代中药及中药饮片的研发、生产与销售，辅之医疗器械、软饮料、少量西药产品及医药流通等业务。其中，中药材营收占比约 40%	65.49
SZ 002817	黄山胶囊	主营产品为胃溶、肠溶、结肠溶等不同功能的药用空心胶囊。胶囊业务为其营收的主要来源	50.30
SH 600998	九州通	主要经营西药、中药、器械等医药流通，以医疗机构、批发企业、零售药店为主要客户	20.10
SH 600511	国药股份	以医药流通为主，尤其在北京区域市场中，国药股份实现北京地区二三级医院的 100% 覆盖，并覆盖超过 4600 家基层医疗机构，为其主要营收来源	13.30
SH 601607	上海医药	主营业务覆盖医药研发与制造、分销与零售。在商业网络方面，公司拥有直接网络覆盖全国 24 个省市、集约化和信息化程度较高的现代药品流通体系，相关业务营收占比约 87%	13.59
SH 600713	南京医药	主要从事药品流通业务。公司的商业及流通业务覆盖近 70 个城市，主要以江苏及安徽地区医院客户为主	13.27
SH 603368	柳药股份	区域性医药流通企业，客户可分为医院销售、第三终端、商业分销。其中医院销售业	11.89

	务是该公司批发业务的主要营收来源。	
平均值		41.78
长江星		13.20 (静态)
		14.65 (动态)

注：可比上市公司市盈率=2020年3月31日收盘价÷2019年归属于母公司股东的净利润

长江星静态市盈率=长江星股东全部权益价值评估值÷2019年归属于母公司股东的净利润

长江星动态市盈率=长江星股东全部权益价值评估值÷长江星2020年度预测的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润

由上表可知，长江星可比上市公司的平均市盈率为41.78倍，长江星交易作价对应的静态市盈率为13.20倍、动态市盈率为14.65倍。长江星交易作价对应的市盈率低于可比上市公司的市盈率水平，本次交易标的公司的评估值水平没有高于可比上市公司平均水平。

(二) 与同类型收购案例中标的公司估值比较

根据Wind资讯统计，选取近期并购重组案例中的标的公司同行业可比交易案例进行统计对比分析，如下表所示：

单位：万元

序号	收购方	交易标的	按交易价格计算的标的公司全部股东权益价格	交易标的交易前一年净利润	交易前一年	100%股权评估值	市盈率 ^① (倍)	市盈率 ^② (倍)
1	华润三九	澳诺(中国)100%股权	142,000.00	14,771.62	2018年	159,000.00	9.61	10.76
2	重庆医药	天津天士力99.9448%股权	148,939.23	31,859.58	2019年	141,290.93	4.67	4.43
3	南京医药	恩华和润医药70%股权	10,320.00	816.46	2018年	10,320.00	12.64	12.64
4	东星智慧	孜航精密100%股权	39,800.00	3,023.77	2018年	39,900.00	13.16	13.20
5	华检医疗	威士达医疗60%股权	205,652.64	17,137.72	2017年	203,037.00	12.00	11.85

平均值							10.42	10.58
6	康跃科技	长江星 52.7535 %股份	268,000.0 0	20,299.9 8	201 9年	268,560.4 2	13.20	13.23

注：1、数据来源为上市公司公开披露信息；2、标的公司按交易价格计算的全部股东权益价格=交易价格/交易的股权比例；3、对比基期为标的公司最近的一个完整会计年度；4、基期净利润为标的公司最近的一个完整会计年度的净利润；5、市盈率①=标的公司按交易价格计算的全部股东权益价格/基期净利润；6、市盈率②=标的公司按评估值计算的全部股东权益价格/基期净利润。

通过统计分析，同行业交易案例市盈率①的区间为 4.67 至 13.16 倍，平均值为 10.42 倍；同行业交易案例市盈率②的区间为 4.43 至 13.20 倍，平均值为 10.58 倍。长江星本次交易市盈率①为 13.20 倍，市盈率②为 13.23 倍.与近期交易案例对应的市盈率基本一致，因此本次交易估值作价合理。

五、评估师意见

评估师认为，本次交易所使用的评估报告中关于营业收入、毛利率等参数预测合理，评估定价公允。

（以下无正文）

（此页无正文，为《中瑞世联资产评估集团有限公司关于深圳证券交易所<关于对康跃科技股份有限公司的重组问询函>的回复》之签字盖章页）

评估机构法定代表人：

何源泉

资产评估师：

郑帅

资产评估师：

尹苏玉

中瑞世联资产评估集团有限公司

2020年 月 日