

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告之內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不就因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致之任何損失承擔任何責任。

本公告僅供參考，並不構成收購、購買或認購本公司證券之邀請或要約。



Kaisa Health Group Holdings Limited
佳兆業健康集團控股有限公司
(於百慕達註冊成立之有限公司)
(股份代號：876)

- (1) 涉及根據特定授權發行代價股份之
非常重大收購及關連交易；
- (2) 委任獨立財務顧問；
- (3) 建議股份合併；及
- (4) 建議更改每手買賣單位

獨立董事委員會及獨立股東之獨立財務顧問

 **軟庫中華 SBI China**

本公司之財務顧問

RAINBOW.

RAINBOW CAPITAL (HK) LIMITED
泓博資本有限公司

收購事項

於二零二六年三月十八日，本公司（作為買方）與賣方（作為賣方）訂立該協議，據此本公司有條件同意購買，而賣方有條件同意出售銷售股份（即目標公司的全部已發行股本），代價為人民幣21,603,729元（相等於約24,412,214港元），並將由以下方式全數償付：

- (i) 假設股份合併生效，本公司於完成時按發行價每股代價股份8.75港元向賣方配發及發行2,789,967股代價股份；及
- (ii) 假設股份合併未生效，本公司於完成時按發行價每股代價股份0.175港元向賣方配發及發行139,498,364股代價股份。

假設股份合併已生效，該2,789,967股代價股份佔：(i)於本公告日期本公司現有已發行股本約2.77%；及(ii)經配發及發行代價股份擴大後本公司已發行股本約2.69%（在各情況下均已計及股份合併之影響，且假設本公司股本並無其他變動）。

假設股份合併未生效，該139,498,364股代價股份佔：(i)於本公告日期本公司現有已發行股本約2.77%；及(ii)經配發及發行代價股份擴大後本公司已發行股本約2.69%（假設本公司股本並無其他變動）。

於該協議日期，目標公司持有誠合之全部已發行股本，誠合持有東莞誠合99%股權，而東莞誠合則直接持有佳兆業醫療投資之全部已發行股本，佳兆業醫療投資進而直接持有項目公司54.84%股權。項目公司在中國從事藥品（包括麻醉藥品）的研發、生產及銷售業務。項目公司持有青海省藥品監督管理局頒發的藥品生產許可證，在中國青海省西寧市擁有自有研發及生產設施，總佔地面積約76,000平方米，總建築面積約43,890平方米。此外，項目公司已在上海設立上海研究院，專注於原料藥及製劑的研發工作。該等研發投入預期將促進進一步商業化，並助力其在未來數年實現跨越式發展。

於完成後，本公司將透過目標公司持有項目公司54.84%股權。目標集團各成員（為免生疑問，包括項目集團）將成為本公司之附屬公司，因此其財務業績及財務狀況將綜合計入本公司之綜合財務報表。

代價股份將根據將於股東特別大會上向獨立股東尋求的特定授權予以配發及發行。代價股份在配發及發行後，將與配發及發行代價股份當日已發行的流通股份在各方面享有同等地位。

本公司將向聯交所申請批准代價股份上市及買賣。

上市規則之涵義

於該協議日期，賣方為本公司控股股東佳兆業集團的間接全資附屬公司。根據上市規則第14A章賣方為本公司的關連人士。因此，根據上市規則第14A章收購事項構成本公司的關連交易。

由於收購事項的一項或多項適用百分比率（定義見上市規則）超過100%，收購事項構成本公司的非常重大收購及關連交易，須遵守上市規則第14章及第14A章的申報、公告、通函及獨立股東批准規定。

獨立董事委員會及獨立財務顧問

本公司已成立獨立董事委員會，以就收購事項向獨立股東提供意見。

軟庫中華已獲委任為獨立財務顧問，以就收購事項的公平性及合理性以及獨立股東的投票事宜向獨立董事委員會及獨立股東提供建議。委任軟庫中華作為獨立財務顧問已獲獨立董事委員會批准。

建議股份合併

董事會建議實施股份合併，基準為每五十(50)股每股面值0.00125港元的現有股份合併為一(1)股每股面值0.0625港元的合併股份。

股份合併須待(其中包括)股東在股東特別大會上通過普通決議案批准股份合併後方可作實。

建議變更每手買賣單位

於本公告日期，現有股份目前在聯交所的每手買賣單位為10,000股現有股份。董事會建議待股份合併生效後，將在聯交所的每手買賣單位由10,000股現有股份變更為2,000股合併股份。

寄發通函

由於需要額外時間編製目標集團財務資料及目標公司估值報告以供納入通函，載有(其中包括)(i)收購事項的進一步詳情；(ii)獨立董事委員會就收購事項發出的建議函件；(iii)獨立財務顧問就收購事項向獨立董事委員會及獨立股東發出的意見函；(iv)目標集團的經審核財務資料；(v)完成後經擴大集團的未經審核備考財務資料；(vi)目標公司的估值報告；(vii)股份合併及變更每手買賣單位的進一步詳情；(viii)召開股東特別大會的通告；及(ix)上市規則所規定其他資料之通函，預期將於二零二六年五月五日或之前向股東寄發。

由於股份合併及收購事項須待若干先決條件達成或獲豁免(如適用)後方告完成，故股份合併及收購事項未必會進行。股東及潛在投資者於買賣股份時務請審慎行事。如有任何疑問，應當諮詢其專業顧問意見。

收購事項

於二零二六年三月十八日，本公司（作為買方）與賣方（作為賣方）訂立該協議，其主要條款載列如下：

根據該協議擬收購之資產

本公司有條件同意收購，而賣方有條件同意出售銷售股份（即目標公司全部已發行股本），惟須受限於該協議所載條款及條件。

於該協議日期，目標公司持有誠合之全部已發行股本，誠合持有東莞誠合99%股權，而東莞誠合則直接持有佳兆業醫療投資之全部已發行股本，佳兆業醫療投資進而直接持有項目公司54.84%股權。項目公司經營項目業務。項目集團及項目業務之進一步詳情載於下文「關於目標集團之資料」一節。

代價

代價為人民幣21,603,729元（相等於約24,412,214港元），並將由以下方式全數償付：

- (i) 假設股份合併生效，本公司於完成時按發行價每股代價股份8.75港元向賣方配發及發行2,789,967股代價股份；及
- (ii) 假設股份合併未生效，本公司於完成時按發行價每股代價股份0.175港元向賣方配發及發行139,498,364股代價股份。

代價釐定基準

代價乃本公司與賣方參考估值師於二零二五年十一月三十日（「估值日期」）就目標公司100%股權所評估之市值約人民幣21,603,729元，經公平磋商後釐定。

各目標控股公司均為投資控股公司，並無實質業務；目標集團所持主要資產為項目集團，而目標集團之主要業務為項目業務。因此，目標公司之市值乃按項目集團之市值（根據收益法釐定）就目標控股公司與項目集團無關之資產及負債作出調整後計算。

估值詳情載於本公告「估值」一節，估值師發出之估值報告副本載於本公告附錄三。

經考慮上述情況，董事（不包括(i)郭先生、劉立好先生及羅婷婷女士（均為執行董事及佳兆業集團之執行董事）；及(ii)獨立董事委員會成員（其將於考慮獨立財務顧問之意見後發表意見））認為，代價以及收購事項之條款及條件屬公平合理，且符合本公司及股東之整體利益。

代價股份

於完成時，本公司將向賣方配發及發行2,789,967股代價股份（假設股份合併已生效）或139,498,364股代價股份（假設股份合併未生效），以悉數償付代價。

假設股份合併已生效，該2,789,967股代價股份佔：(i)於本公告日期本公司現有已發行股本約2.77%；及(ii)經配發及發行代價股份擴大後本公司已發行股本約2.69%（在各情況下均已計及股份合併之影響，且假設本公司股本並無其他變動）。

假設股份合併未生效，該139,498,364股代價股份佔：(i)於本公告日期本公司現有已發行股本約2.77%；及(ii)經配發及發行代價股份擴大後本公司已發行股本約2.69%（假設本公司股本並無其他變動）。

發行價每股代價股份8.75港元（假設股份合併已生效）或0.175港元（假設股份合併未生效），乃根據聯交所所報緊接該協議日期前連續五(5)個交易日之平均收市價每股0.175港元釐定。發行價乃本公司與賣方經參考股份現行市場價格、股份近期價格波動及近期市況後，經公平磋商釐定。

發行價(未計及股份合併)較：

- (i) 於該協議日期聯交所所報收市價每股現有股份0.195港元折讓約10.3%；
- (ii) 於緊接該協議日期前連續五個交易日聯交所所報平均收市價每股現有股份0.175港元；
- (iii) 於緊接該協議日期前連續十個交易日聯交所所報平均收市價每股現有股份0.1821港元；
- (iv) 較於二零二四年十二月三十一日經審核每股現有股份資產淨值約0.0846港元溢價約107%，該數據乃基於本公司於二零二四年十二月三十一日股東應佔經審核綜合資產淨值約426,491,000港元及於該協議日期已發行5,042,139,374股現有股份計算；及
- (v) 較於二零二五年六月三十日未經審核每股現有股份資產淨值約0.0855港元溢價約105%，該數據乃基於本公司於二零二五年六月三十日股東應佔未經審核綜合資產淨值約430,913,000港元及於該協議日期已發行5,042,139,374股現有股份計算。

於緊接本公告日期前十二個月，本公司並無就發行股本證券進行任何集資活動。

先決條件

完成須待下列條件獲達成(或獲豁免)後，方告作實：

- (a) 獨立股東於股東特別大會上以超過50%之票數批准該協議及據此擬進行之交易(包括配發及發行代價股份)；
- (b) 上市委員會批准代價股份上市及買賣；
- (c) 股份合併及變更每手買賣單位已生效；

- (d) 已就該協議及據此擬進行之交易取得相關政府或監管機構的一切必要豁免、同意、批准、牌照、授權、許可、命令及豁免(如適用)；
- (e) 賣方向本公司發出書面確認(格式及內容令本公司滿意)，確認目標集團除該協議所披露者外並無其他債務；
- (f) 就睿鴻置業(作為貸款人)、佳兆業深圳(佳兆業集團之全資附屬公司，作為借款人)及佳兆業醫療投資(作為擔保人)之貸款糾紛，佳兆業醫療投資須承擔之責任不超過人民幣100百萬元(「責任上限」)，且賣方已按令本公司滿意之形式及實質，向本公司提供有關責任上限之證據；
- (g) 賣方作出之保證在所有重大方面均真實準確；
- (h) 並無發現或知悉目標集團任何成員公司之業務、資產或營運出現任何異常經營、重大安全事故、重大不利變動或未披露之重大風險；
- (i) 並無任何政府機構提出、頒佈任何規則、規例或決定，或採取任何措施或行動，而將會禁止、限制或重大延遲該協議項下擬進行之交易；
- (j) 本公司對其及其主要高級職員、僱員、代理及專業顧問就目標集團各成員公司之業務、營運、資產、財務及法律方面進行盡職審查之結果感到滿意；及
- (k) 根據上市規則規定，佳兆業集團股東於佳兆業集團股東特別大會上以超過50%之票數批准該協議及據此擬進行之交易。

本公司可隨時全面或部分、有條件或無條件豁免任何上述先決條件(惟(a)至(b)、(d)至(f)及(k)段之先決條件在任何情況下均不可豁免)。若豁免(c)段之先決條件，將配發及發行之代價股份數目及發行價將須相應調整，剔除股份合併之影響。

賣方須盡一切努力確保先決條件於該協議日期後盡快達成。

倘任何先決條件((g)至(j)段之先決條件除外)於最後截止日期或之前未獲達成或(如適用)獲豁免，或(g)至(j)段之任何先決條件於完成日期或之前未獲達成或(如適用)獲豁免，本公司可單方面終止該協議。該協議終止後，除終止前已產生之責任及仍然生效之條文外，該協議各訂約方概不承擔該協議項下之任何責任。

就(d)段先決條件而言，於本公告日期，除(a)至(b)段先決條件所載者外，賣方及本公司均不知悉就該協議及據此擬進行之交易須取得相關政府或監管機構之任何有關豁免、同意、批准、牌照、授權、許可、命令及豁免。

就(f)段先決條件而言，該貸款糾紛涉及睿鴻置業(作為貸款人)向佳兆業深圳(作為借款人)提供之人民幣500百萬元短期有息貸款，由佳兆業醫療投資作為擔保人。於本公告日期，深圳市中級人民法院已作出睿鴻判決，判令(其中包括)佳兆業醫療投資須根據睿鴻擔保作為擔保人承擔連帶責任。

於二零二五年十一月三十日，佳兆業醫療投資就上述債務提供之擔保金額約為人民幣136百萬元。賣方須提供證據證明不少於人民幣36百萬元已償還至法院指定之託管賬戶，從而令佳兆業醫療投資須承擔之責任不超過人民幣100百萬元(即責任上限)，且於完成後，本集團須承擔之責任不超過人民幣100百萬元(即責任上限)。有關證據預期由賣方於該協議日期起180日內及無論如何於完成前向本公司提供。責任上限之安排為該協議各方之間之商業安排。

於本公告日期，所有先決條件均未獲達成。

完成

完成將於完成日期作實。

於完成後，本公司將透過目標公司持有項目公司54.84%股權。目標集團各成員(為免生疑問，包括項目集團)將成為本公司之附屬公司，因此其財務業績及財務狀況將綜合計入本公司之綜合財務報表。

估值

於二零二五年十一月三十日，目標公司100%股權之市值為人民幣21,603,729元。目標公司之市值乃按項目集團之市值(根據收益法釐定)，就目標控股公司與項目集團無關之資產及負債作出調整後計算。

估值計算載於本公告附錄三所載估值報告之附錄一，並摘要如下：

| | 人民幣 |
|------------------------------|----------------------|
| 項目公司100%股權於計入缺乏市場流通性折讓前之市值 | 2,555,714,818 |
| 減：少數股東權益(45.71%) | (1,168,176,352) |
| 目標公司持有項目公司股權於計入缺乏市場流通性折讓前之市值 | 1,387,538,466 |
| 減：目標控股公司之負債淨額 | (1,360,398,104) |
| 目標公司100%股權於計入缺乏市場流通性折讓前之市值 | 27,140,363 |
| 減：缺乏市場流通性折讓 | 20.4% |
| 目標公司100%股權於計入缺乏市場流通性折讓後之市值 | 21,603,729 |

附註：目標控股公司之負債詳情載於本公告「目標集團之財務擔保及主要負債」一節。

估值構成上市規則第14.61條所指之盈利預測(「盈利預測」)，因此上市規則第14.60A條之規定適用於本公告。

估值方法

於進行估值時，估值師已考慮三種公認之估值方法，即收益法、市場法及成本法。各目標控股公司均為投資控股公司，並無實質業務；目標集團所持主要資產為項目集團，而目標集團之主要業務為項目業務。因此，目標公司之市值乃按項目公司之市值，就目標控股公司與項目公司無關之資產及未償還負債作出調整後計算。

成本法並不著重資產未來產生之收益，亦不計量企業未識別無形資產之價值。就本次估值而言，由於成本法並未直接納入企業所產生經濟效益之相關資料，故估值師認為成本法並不適用。項目公司為製藥公司，製藥公司一般屬輕資產公司，其主要價值並未反映於資產負債表內。因此，成本法並非評估項目公司相關業務價值之適用方法。

市場法參考類似資產之近期成交價，並於必要及適用時對市場價格作出調整，以反映估值資產相對於市場可資比較資產之狀況及效用。存在活躍二級市場之資產可採用此方法評估。即使作出相關調整，市場法所使用之倍數會將複雜資訊過度簡化為單一或一系列數值，實際上忽視影響公司內在價值之其他因素(如增長或衰退)。因此，有關倍數未必為可靠之價值指標，比較結果亦不具足夠說服力。項目公司仍處於高速增長階段，其歷史收入增長率於二零二四年為9%、二零二五年為16%，主要由於產品整體需求及銷量上升，以及部分產品(如烯丙嗎啡類產品、阿片粉、酒石酸二氫可待因及複方甘草片)價格上調所致。有關增長率遠高於經合組織(OECD)數據顯示之中國預期消費物價指數約2%之增幅。鑑於上述情況，市場法或未能全面反映項目公司目前之實際狀況，因該方法並未全面計及項目公司未來之經濟效益。因此，估值師認為市場法並不適用。

考慮到收益法可反映項目公司作為持續經營實體之整體盈利能力(包括未於財務報表確認之資源及資產價值)，估值師採用收益法當中之現金流量折現法(「**DCF**」)，對項目公司100%股權之市值進行估值。

DCF法為收益法中最基本及主要之方法。根據**DCF**法，將預測現金流量折現至估值日期，從而得出資產之現值。估值師已根據管理層提供之財務預測及相關說明，採用收益法下之**DCF**法，透過對企業自由現金流量(「**FCFF**」)(即扣除資本開支及營運資金需求後之現金流量)進行折現，以估計項目公司之企業價值。按**DCF**法計算之**FCFF**，以加權平均資本成本(「**WACC**」)對企業所有權益持有人之累計現金流量進行折現。

估值師已透過應用FCFF公式，將管理層提供之財務預測調整為現金流量預測。

為估計項目公司於預測期期末之終值，估值師採用戈登增長模型。該模型用於評估處於穩定增長率企業之終值，並將價值與其下期預期現金流量、要求回報率及預期增長率掛鉤。

$$\text{終值} = \text{CF}_{n+1} / (r - g)$$

其中：

CF_{n+1} = 自第n年起一年的預期現金流量

r = 要求回報率 (即折現率)

g = 永續增長率

估值採用WACC作為折現率，其為項目公司資本投資之要求回報率。不同資本來源及證券類別之資本成本各有不同。WACC乃各類別資本成本之加權平均值，而權重則為各來源資金佔項目公司資本之比例。經按以下公式計算，WACC為13.20%：

$$\text{WACC} = R_e (E/V) + R_d (D/V) (1 - T_c)$$

其中：

WACC = 加權平均資本成本

R_e = 權益成本

R_d = 債務成本

E = 企業權益價值

D = 企業債務價值

V = 企業權益與債務價值之和

E/V = 權益權重

D/V = 債務權重

T_c = 企業稅率

權益成本

權益成本乃透過資本資產定價模型（「CAPM」）釐定，該模型闡述特定資產之風險、其市場價格與投資者預期回報之間的關係，即投資者會就額外承擔之風險要求額外回報補償。計算公式如下：

$$R_e = R_f + \beta * MRP + SCRP + CSP$$

其中：

R_e = 權益成本

R_f = 無風險利率

β = 貝塔係數，用於衡量資產相對於整體市場之風險

MRP = 市場風險溢價，指項目公司所在之中國市場投資預期回報與無風險利率之間的差額

SCRP = 小型資本風險溢價

CSP = 公司特定溢價

主要輸入數據及主要假設

於釐定項目集團股權之市值時，估值師作出下列假設：

(i) 所採用之估值參數如下：

- a. 無風險利率：1.83%
- b. 貝塔係數：0.82
- c. 市場風險溢價：5.25%
- d. 權益成本：6.13%
- e. WACC：12.98%
- f. 債務成本：4.17%
- g. 公司特定風險溢價：4%
- h. 資本結構：債務5.68%；權益94.32%
- i. 永續增長率：2%
- j. 小型資本風險溢價：3.38%

(ii) 市場流通性概念涉及擁有權權益之流動性，即擁有人如選擇出售，該等權益可多迅速、便捷地轉換為現金。與上市公司類似權益相比，非上市公司之擁有權權益通常不具即時流通性。估值中已參考「Stout限制性股票研究：配套指南（二零二三年版）」，採用20.4%之缺乏市場流通性折讓(DLOM)。

(iii) 其他假設：

- a. 項目公司及其附屬公司經營業務所在之中國現有政治、法律、財政及經濟狀況將不會出現重大變動；
- b. 中國現行稅法將不會出現重大變動，應繳稅率維持不變，且將遵守所有適用法律法規；
- c. 匯率及利率與現行水平相比將不會出現重大差異；
- d. 中國勞動市場狀況與現行水平相比將不會出現重大差異；
- e. 項目公司及其附屬公司將維持有能力之管理層、主要人員及技術人員以執行其營運計劃；
- f. 根據管理層資料，項目公司過往並無出現任何融資問題。於本估值中，預期未來可根據項目公司及其附屬公司之營運增長預測獲得融資；
- g. 估值師注意到，項目公司之藥品生產許可證須經監管機構審核後不時續期。現有藥品生產許可證由政府於二零二五年十一月十三日簽發，並將於二零三零年十一月十二日屆滿。於本估值中，估值師假設項目公司將以持續經營方式營運，且未來許可證將成功獲續期。管理層已就此提供高度確定性之保證，而項目公司過往亦曾成功及無延誤地續期。估值師注意到，倘在極少數情況下出現藥品生產許可證未能續期之情況，項目公司將無法有效經營其業務。

確認

估值構成上市規則第14.61條所指之盈利預測。

為符合上市規則第14.60A(2)條之規定，申報會計師所出具日期為二零二六年三月十八日之函件(確認其已審閱盈利預測所採用之會計政策及計算)載於本公告附錄一。

財務顧問已審閱盈利預測所依據之假設(有關詳情載於本公告「估值－主要輸入數據及主要假設」一節)，並認為盈利預測乃經審慎周詳考慮後編製。為符合上市規則第14.60A(3)條之規定，財務顧問所出具日期為二零二六年三月十八日之函件載於本公告附錄二。

經考慮估值師編製之估值報告(包括盈利預測所依據之假設)，董事會(不包括(i)郭先生、劉立好先生及羅婷婷女士(均為執行董事及佳兆業集團之執行董事)；及(ii)獨立董事委員會成員(其將於考慮獨立財務顧問之意見後發表意見))認為，參考估值釐定之代價屬公平合理，且符合本公司及股東之整體利益。

申報會計師、估值師及財務顧問之資格如下：

| 名稱 | 資格 |
|---|---|
| 中審眾環(香港)富信會計師事務所有限公司(前稱為永拓富信會計師事務所有限公司) | 註冊會計師 |
| 香港評值國際有限公司 | 專業估值師 |
| 滋博資本有限公司 | 一家根據證券及期貨條例獲發牌可進行第1類(證券交易)及第6類(就企業融資提供意見)受規管活動的法團 |

申報會計師、估值師及財務顧問均為獨立於本集團之第三方，且非本集團之關連人士。於本公告日期，申報會計師、估值師及財務顧問概無直接或間接持有本集團任何成員公司之股份，亦無可認購或提名人士認購本集團任何成員公司證券之任何權利（不論是否可依法強制執行）。

於本公告日期，申報會計師、估值師及財務顧問概無於自二零二四年十二月三十一日（本集團最近期公佈年度業績之結算日）以來由本集團任何成員公司收購、出售或租賃，或建議由本集團任何成員公司收購、出售或租賃之任何資產中擁有任何直接或間接權益。

申報會計師、估值師及財務顧問均已發出且並未撤回其書面同意，同意本公告按其所載之格式及文義，刊載其各自於報告／函件內所發表之意見及建議，並按本公告所載方式及內容提及彼等之名稱。

董事會意見

在評估估值之公平性及合理性時，董事會已審閱目標集團之估值報告，並與估值師討論得出估值所採用之方法及主要假設。董事會已審閱估值師所選估值方法之依據，並認為估值師於估值中採用之收益法下的現金流量折現法（反映項目公司作為持續經營實體之整體盈利能力）屬恰當。董事會注意到，估值報告由估值師根據現行國際估值準則編製，估值報告所採用之主要假設為同類估值所慣用，估值報告所使用之主要參數乃根據同類估值慣用方法釐定。董事會亦已評估估值師之資格及獨立性，估值師為獨立於本公司及目標公司之專業第三方專家，具備進行同類估值之資格及經驗。

基於上述情況及經考慮以下各項，董事會認為估值師釐定之目標集團（包括項目集團）市值屬公平合理：

- (1) 項目集團於中國從事藥品研發、生產及銷售，具悠久經營歷史，業務可追溯至一九五八年。自佳兆業集團於二零一九年收購項目集團以來及持有期間，項目集團一直錄得盈利。截至二零二三年及二零二四年十二月三十一日止財政年度各年以及截至二零二五年十一月三十日止十一個月，其未經審核除稅後淨利潤均超過人民幣60百萬元。於二零二五年十一月三十日，非流動有形資產之未經審核賬面值約為人民幣242百萬元。
- (2) 於該協議日期，項目集團已開發合共58款產品，其中：(i)55款產品已由項目集團實現商業化；及(ii)三款產品（即鹽酸納洛酮注射液、烯丙嗎啡注射液及甲氧那明）預期於二零二六年由項目集團實現商業化。此外，項目集團有12款產品處於研發管線中（其中一款為氫嗎啡酮注射液，預期於二零二六年年中取得註冊批准，並於二零二六年開始商業化）。
- (3) 項目集團之產品包括（除另有指明外，均已商業化）：
 - (a) 核心產品
 - (i) 丁丙諾啡注射液
 - (ii) 氫嗎啡酮注射液（研發中，預期於二零二六年年中取得註冊批准並於二零二六年開始商業化）
 - (iii) 鹽酸罌粟鹼片
 - (iv) 鹽酸納洛酮注射液（已取得註冊批准，預期於二零二六年開始商業化）

(b) 其他產品

(i) 酒石酸雙氫可待因片

(ii) 那可丁片

(iii) 烯丙嗎啡注射液(已取得註冊批准，預期於二零二六年開始商業化)

(iv) 其他常規品種(包括甲氧那明，已取得註冊批准，預期於二零二六年開始商業化)

(4) 管理層估計，截至二零二五年十二月三十一日止年度，項目集團55款產品之銷售收入為人民幣573.20百萬元(基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月之未經審核管理賬目及二零二五年十二月之財務預測)，較二零二四年增長約16%。

(5) 管理層預計，項目集團產品將於二零二六年至二零三零年處於高增長階段，二零三一年至二零三四年處於成熟階段，二零三五年起處於穩定階段。如下表所示，管理層預計項目集團於二零二六年至二零三零年高增長期間，將實現26%-28%之年收入增長率。

| 產品 | 二零二五年 (人民幣) | 二零二六年 (人民幣) | 增幅% | 二零二七年 (人民幣) | 增幅% | 二零二八年 (人民幣) | 增幅% | 二零二九年 (人民幣) | 增幅% | 二零三零年 (人民幣) | 增幅% |
|---------------------------------------|----------------|----------------|-----|----------------|------|------------------|------|------------------|------|------------------|-----|
| 丁丙諾啡注射液 | 9,355,802.91 | 17,588,909.46 | 88% | 58,431,372.55 | 232% | 112,984,597.07 | 93% | 200,000,000.00 | 77% | 300,000,000.00 | 50% |
| 氫嗎啡酮注射液 | - | 6,371,681.42 | - | 15,355,752.22 | 141% | 55,444,338.88 | 261% | 119,444,145.28 | 115% | 200,000,000.00 | 67% |
| 鹽酸罌粟鹼片 | 70,479,717.70 | 94,485,476.00 | 34% | 125,156,600.77 | 32% | 185,726,938.60 | 48% | 271,030,244.91 | 46% | 500,000,000.00 | 84% |
| 鹽酸納洛酮注射液 | - | 20,000,000.00 | - | 20,000,000.00 | 0% | 20,000,000.00 | 0% | 20,000,000.00 | 0% | 20,000,000.00 | 0% |
| 核心產品小計 | 79,835,520.60 | 138,446,066.88 | 73% | 218,943,725.54 | 58% | 374,155,874.55 | 71% | 610,474,390.19 | 63% | 1,020,000,000.00 | 67% |
| 其他產品(例如酒石酸雙氫可待因片、那可丁片、烯丙嗎啡注射液及其他常規品種) | 493,365,606.66 | 583,861,743.86 | 18% | 691,164,115.99 | 18% | 790,782,162.62 | 14% | 880,646,297.39 | 11% | 888,634,480.10 | 1% |
| 總計 | 573,201,127.26 | 722,307,810.74 | 26% | 910,107,841.54 | 26% | 1,164,938,037.17 | 28% | 1,491,120,687.58 | 28% | 1,908,634,480.10 | 28% |

- (6) 誠如上文所示，項目集團所有產品中，四款核心產品(即丁丙諾啡注射液、氫嗎啡酮注射液、鹽酸罌粟鹼片及鹽酸納洛酮注射液)預期將共同帶動二零二六年至二零三零年期間每年超過50%之大幅收入增長。其他產品亦預期於二零二六年至二零三零年期間持續推動收入增長(二零二六年為18%，二零三零年為1%)。
- (7) 產品說明及其收入增長理據載於下文。
- (8) 核心產品—丁丙諾啡注射液
- (a) 丁丙諾啡注射液透過作用於類阿片受體發揮鎮痛功效，臨床適用於治療各種急性及慢性疼痛，包括手術後疼痛、癌痛、燒傷疼痛及心絞痛。其呼吸抑制風險較低，成癮性亦低於傳統類阿片產品，令其臨床應用更安全可控。
- (b) 該產品為市場現有產品，項目集團於二零二零年開始商業化。管理層估計，項目集團於二零二五年錄得該產品銷售額約人民幣9.4百萬元(基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月之未經審核管理賬目及二零二五年十二月之財務預測)，較二零二四年銷售額約人民幣4.8百萬元增長約96%。
- (c) 市場數據、競爭格局及市場／產品需求之增長驅動因素
- (i) 根據智研瞻統計，中國鎮痛藥行業(包括各類鎮痛產品，含強效類阿片鎮痛藥)預期於二零二四年至二零三零年按年增長6%–8%，二零三零年市場規模將達人民幣2,100億元。目前，中國丁丙諾啡注射液及其他丁丙諾啡類產品等強效阿片類鎮痛藥市場規模超過人民幣150億元(資料來源：IQVIA)。此外，根據BGES Consulting發佈的《二零二五年中國丁丙諾啡市場研究及發展前景預測報告》，中國丁丙諾啡市場規模(包括丁丙諾啡注射液及其他丁丙諾啡類產品)預期於二零二五年達約人民幣124億元，於二零三零年達人民幣182億元。如下文第(8)(c)(vi)段所述，目前中國僅有兩家丁丙諾啡注射液定點生產企業(包括項目公司)。

- (ii) 相較其他鎮痛產品，丁丙諾啡注射液具多項重大產品優勢。其適用於多類疼痛管理場景，包括手術鎮痛、癌痛及神經病理性疼痛。丁丙諾啡注射液為目前唯一四靶點藥物，即可作用於四類受體（ μ 受體、 κ 受體、 δ 受體、ORL1受體）之鎮痛藥。其在提供強效鎮痛效果（藥效約為嗎啡70倍）的同時，亦(1)不引致呼吸抑制，有效解決臨床痛點；(2)不經腎臟代謝，使用期間無需調整劑量；及(3)不引致免疫抑制，有效解決臨床問題。根據IQVIA，適應症與丁丙諾啡注射液幾乎相同但臨床價值遠低於其的地佐辛注射液，於二零二四年市場規模約為人民幣12億元。丁丙諾啡注射液之優勢具備替代地佐辛注射液市場份額之潛力。如下表比較所示，丁丙諾啡注射液之鎮痛效果遠強於地佐辛注射液，而副作用則遠少於地佐辛注射液（資料來源：東方）：

| | 鎮痛強度 (效果) | 噁心嘔吐 發生率 | 過度鎮靜 發生率 (如昏迷) | 頭暈/ 眩暈發生率 | 注射部位 反應率 |
|---------|--------------|-------------|----------------------|--------------|-------------|
| 丁丙諾啡注射液 | 為嗎啡50倍 | <1% | 無 | <1% | 無 |
| 地佐辛注射液 | 為嗎啡1/7至1/10 | 3%-9% | 3%-9% | 1%-3% | 3%-9% |

此外，根據美國食品藥品監督管理局公佈的資料，地佐辛注射液雖曾在美國上市，但未獲美國市場認可，現已退市。在中國，地佐辛注射液已被列入國家重點監控目錄，使用受到嚴格管控，正快速退出市場。因此，丁丙諾啡注射液預期將替代地佐辛注射液之市場份額，而地佐辛注射液既未列入世界衛生組織示範基本藥物目錄，亦未列入國家基本藥物目錄。

- (iii) 丁丙諾啡注射液已獲歐美多項權威行業指南及文獻列為一線用藥或推薦用藥，包括美國藥物濫用和精神衛生服務管理局於二零二一年發佈的《丁丙諾啡用於治療阿片類藥物使用障礙臨床指南》、加拿大成癮與精神衛生協會於二零二三年發佈的《加拿大阿片類藥物使用障礙臨床實踐指南》及歐洲藥品管理局於二零二二年發佈的《丁丙諾啡用於阿片類藥物依賴指南》，亦是美國、歐洲等海外地區最廣泛使用的阿片類藥物之一。丁丙諾啡自二零零五年起已被列入世界衛生組織示範基本藥物目錄。
- (iv) 然而，丁丙諾啡注射液目前尚未納入國家基本藥物目錄。根據中國國家衛生健康委員會於二零二五年九月就全國人大代表建議作出的回覆，《國家基本藥物目錄管理辦法(修訂草案)》(「該辦法」)已基本完成，市場普遍預期二零二六年將進行更新。該辦法規定，基本藥物遴選將以臨床首選為原則，並參考(其中包括)國際經驗等因素。鑑於丁丙諾啡已列入世界衛生組織示範基本藥物目錄，且丁丙諾啡注射液已獲美國、歐洲、英國等國家及地區權威機構高度推薦為臨床首選藥物，丁丙諾啡注射液極有可能納入國家基本藥物目錄，與該辦法列明的遴選標準高度契合。中國醫藥發展整體方向與國際發達國家一致。

- (v) 根據相關規定，由政府資助的基層醫療衛生機構（主要包括縣級醫院、縣級中醫醫院、鄉村衛生室及社區衛生服務中心）須配備和使用國家基本藥物目錄內藥品。列入國家基本藥物目錄的藥品實行集中招標採購，並受中國國家發展和改革委員會價格監管。其後，丁丙諾啡注射液可能獲納入醫保目錄，原因是列入國家基本藥物目錄的治療用藥（若丁丙諾啡注射液獲納入）極大可能納入醫保目錄，且藥品採購價可全額報銷。因此，國家基本藥物目錄是藥品進入醫保範圍的優先通道，有利於醫院准入並提供政策驅動的銷售動力。對企業而言，來自基本藥物目錄與醫保的雙重政策支持，將成為藥品銷售的強勁驅動力。
- (vi) 丁丙諾啡注射液屬第一類精神藥品。根據國家規定，丁丙諾啡注射液等第一類精神藥品之定點生產企業數目法定上限為五家。目前中國僅有兩家定點生產企業（包括項目公司），有關資格由國家藥監局（省級）審批，每五年續期一次。於國家藥監局系統查詢顯示，截至二零二六年一月十日，並無其他丁丙諾啡注射液生產企業之申請待審。鑑於該產品高度依賴生產企業具備穩定供應丁丙諾啡原料之能力，而國內僅極少數企業具備該能力，預期行業准入門檻將維持高位。根據國家藥監局藥品審評中心公開資料，項目公司為中國唯一嗎啡類產品生產及銷售企業，該等產品與丁丙諾啡同屬精神藥品，且為國內醫院廣泛使用之基本藥物。相比競爭對手，項目集團於銷售渠道方面具顯著優勢。

(vii) 項目集團自二零二零年起開始將該產品商業化。管理層估計，項目集團二零二五年該產品銷售額約為人民幣9.4百萬元（基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測），較二零二四年約人民幣4.8百萬元的銷售額增長約96%。商業化初期銷售規模有限，主要受制於丁丙諾啡注射液尚未納入國家基本藥物目錄及醫保目錄，導致早期市場推廣未能有效轉化，向醫院供貨量較少，即使醫生有意使用，絕大部分亦無法獲取該藥品。二零二五年，項目集團僅向11家公立醫院銷售該產品。然而，一旦丁丙諾啡注射液納入國家基本藥物目錄及醫保目錄，使用該藥品之醫院數目將呈指數級增長，從而帶動銷售額指數級增長。

(d) 項目集團把握市場增長以實現自身收入增長之競爭力

i. 項目集團正拓闊包括該產品在內之產品銷售及營銷渠道，計劃於二零二六年前將專業銷售及營銷團隊擴充100人（「擴充後市場團隊」），並以全國醫院為推廣目標。

ii. 如下文第(10)(d)(ii)段所述，項目集團生產之鹽酸罌粟鹼片已於二零二五年納入22省聯盟集中採購體系（廣東省牽頭），政府透過政策推動採購藥品進入公立醫院。該集中採購體系涵蓋約20,000家公立醫院。根據《國家醫保局國家衛生健康委員會關於完善醫藥集中帶量採購和執行工作機制的通知》政策解讀，在進院使用方面，要求地方在各批次集採執行第3個月開始排查梳理，督促醫療機構盡快完成進院工作。據此，集中採購體系內對相關產品有採購需求

之全部20,000家公立醫院均須按政策要求採購及下單。然而，項目集團並不單純依賴有關政策支持，為與醫院建立長期合作關係，項目集團將透過擴充後市場團隊與醫院積極互動，推廣其產品，不僅包括二零二五年已納入22省聯盟集中採購體系之鹽酸罌粟鹼片，亦包括項目集團其他產品，如丁丙諾啡注射液及氫嗎啡酮注射液。按行業標準保守估計，項目集團預期二零二六年至二零三零年每年將有10%之公立醫院（約1,700至2,200家公立醫院）進院使用其推廣產品。

- iii. 鑑於該產品之臨床及商業價值已於歐美發達國家獲驗證，且市場高度預期該產品即將納入國家基本藥物目錄及醫保目錄，預期項目集團可透過丁丙諾啡注射液銷售實現可觀收入。
- iv. 如上文第(8)(b)段所示，管理層估計項目集團二零二五年銷售增長約96%。隨著二零二六年擴充後市場團隊到位，預期短期內銷售將進一步快速增長。
- v. 此外，如上文第(8)(c)(vi)段所述，目前中國僅有兩家丁丙諾啡注射液定點生產企業（包括項目公司）。由於能夠穩定生產丁丙諾啡原料之企業數目有限，預期行業准入門檻將維持高位。即使現有另一競爭對手嘗試提升市場份額，預期該產品之競爭格局仍將相對有限，對項目集團有利。

- vi. 如上文第(8)(d)(ii)段所述，預期二零二六年至二零三零年五年間將有1,700至2,200家新增醫院進院使用項目集團推廣產品。基於(1)丁丙諾啡注射液相較其他鎮痛產品具多項重大產品優勢(見上文第(8)(c)(ii)段)；(2)該產品極大可能納入國家基本藥物目錄及醫保目錄(見上文第(8)(c)(iv)段)；及(3)項目集團透過擴充後市場團隊開展推廣工作，估計該等1,700至2,200家醫院中約20%可成為項目集團該產品之客戶。

- vii. 如上文第(8)(b)段所述，管理層估計項目集團二零二五年該產品銷售額約為人民幣9.4百萬元(基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測)。有關銷售額來自現有11家公立醫院，每家醫院年銷售額約人民幣900,000元。按保守估計新增醫院20%轉化率及下限1,700家醫院計算，約340家新增醫院可成為項目集團客戶，按每家醫院年銷售額人民幣900,000元計算，預期該340家新增醫院可帶動年銷售額約人民幣306百萬元。然而，管理層秉持審慎原則為項目集團設定二零二六年至二零三零年逐步增長之銷售目標，分別約為人民幣17百萬元、人民幣58百萬元、人民幣113百萬元、人民幣200百萬元及最終人民幣300百萬元，對應二零二六年至二零三零年轉化醫院數目分別約為20家、65家、125家、220家及340家，按下限1,700家醫院計算，轉化率分別為1%、4%、7%、13%及20%。有關逐步轉化率符合審慎原則，且屬合理可實現。

(9) 核心產品 – 氫嗎啡酮注射液

- (a) 氫嗎啡酮注射液為主要用作鎮痛治療之產品，按麻醉藥品規管。

- (b) 氫嗎啡酮注射液為市場現有產品(於二零一三年首次推出市場)，並已納入醫保目錄。

(c) 市場數據、競爭格局及市場／產品需求之增長驅動因素

(i) 根據米內網數據，中國公立醫療機構氫嗎啡酮注射液銷售額於二零一九年約為人民幣140百萬元，二零二四年銷售額已超過人民幣700百萬元，過去五年年複合增長率約為40%。按此計算，預期整體市場規模於二零三零年將達人民幣13億元。

(ii) 中國公立醫療機構氫嗎啡酮注射液銷售額增長原因有四：

(A) 鎮痛效果強：鎮痛強度為嗎啡之5-7倍，適用於中至重度疼痛。

(B) 起效及代謝：起效相對迅速，主要代謝產物不具藥理活性，對腎功能影響極微。

(C) 副作用：根據臨床反饋，瘙癢及噁心發生率可能低於嗎啡。

(D) 劑量滴定效率：近期研究顯示，於癌痛治療中，使用氫嗎啡酮之患者自控鎮痛(PCA)較口服奧施康定緩釋片可更快完成劑量滴定，縮短達至有效鎮痛之時間。

(d) 項目集團把握市場增長以實現自身收入增長之競爭力

(i) 根據中國規定(《國家藥監局關於發佈麻醉藥品和精神藥品實驗研究管理規定的公告(2025年第51號)》，附件2《麻醉藥品和精神藥品生產企業數量規定》)，氫嗎啡酮注射液等麻醉藥品之定點生產企業數目上限為三家，產品供應受到限制。目前市場上僅有兩家定點生產企業。

- (ii) 項目集團於該產品研發進展順利。項目集團已於二零二五年十一月向國家藥監局藥品審評中心(CDE)遞交新藥研發補充申請。項目集團已就審核機構提出之問題完成所需補充研究、數據分析及文件準備，並已正式提交回覆，現正等待審核機構批准。此外，本階段毋須進行進一步臨床試驗。管理層預期項目集團將於二零二六年年中取得該產品註冊批准，並預期於二零二六年開展該產品商業化。
- (iii) 誠如上文所述，氫嗎啡酮注射液等麻醉藥品之定點生產企業法定上限為三家。項目公司已處於取得資格成為第三家定點生產企業之最終階段。一經取得該產品註冊批准，項目公司將獲核准為第三家生產企業。本階段項目公司毋須就有關申請遞交進一步文件。據管理層所知，並無其他公司申請成為第三家定點生產企業。因此，鑑於管理層預期項目公司將於二零二六年年中取得產品註冊批准，且據管理層所知並無其他公司申請成為第三家定點生產企業，預期項目公司極大可能成為第三家定點生產企業。有關資格由國家藥監局(省級)審批，每五年續期一次。
- (iv) 一旦項目公司獲指定為第三家生產企業，並在取得上文第(9)(d)(ii)段所述註冊批准後，項目集團即可開始生產，並可利用其現有其他麻醉藥品銷售渠道(覆蓋中國約3,500家公立醫院)向市場銷售該產品。管理層認為，儘管項目公司以第三家生產企業身份進入市場，惟憑藉其於中國製藥市場已建立之穩固地位、成熟分銷渠道及於其他藥品之豐富銷售經驗(有關經驗同樣適用於氫嗎啡酮注射液銷售)，項目公司於生產成本及分銷渠道方面與競爭對手相比並不處於劣勢，並將可與競爭對手共同佔有市場份額。

- (v) 如上文第(8)(d)(ii)段所述，管理層預期二零二六年至二零三零年五年間將有1,700至2,200家新增醫院進院使用項目集團推廣產品。基於(1)氫嗎啡酮注射液具多項重大產品優勢（見上文第(9)(c)(ii)段）；及(2)項目集團透過擴充後市場團隊開展推廣工作，估計該等1,700至2,200家醫院中約20%可成為項目集團該產品之客戶。
- (vi) 根據管理層可獲資料，現有競爭對手之氫嗎啡酮注射液於每家醫院之年均銷售額約為人民幣700,000元。按保守估計新增醫院20%轉化率及下限1,700家醫院計算，約340家新增醫院可成為項目集團客戶。按每家醫院年銷售額人民幣700,000元計算，預期可實現年銷售額約人民幣200百萬元。然而，管理層秉持審慎原則為項目集團設定二零二六年至二零三零年逐步增長之銷售目標，分別約為人民幣6.4百萬元、人民幣15百萬元、人民幣55百萬元、人民幣119百萬元及最終人民幣200百萬元，對應二零二六年至二零三零年轉化醫院數目分別約為9家、22家、80家、170家及340家，按下限1,700家醫院計算，轉化率分別為1%、1%、5%、10%及20%。有關逐步轉化率符合審慎原則，且屬合理可實現。

(10) 核心產品 – 鹽酸罌粟鹼片

- (a) 鹽酸罌粟鹼片主要用於治療心血管痙攣或外周血管痙攣所致缺血，以及膽囊、腎臟、胃腸道等內臟痙攣。
- (b) 鹽酸罌粟鹼片為市場現有產品，並已納入醫保目錄。項目集團早於二零一零年已開始該產品之商業化。惟直至近年市場環境轉趨有利（詳情載於下文(c)段），項目集團方加大資源投入，將鹽酸罌粟鹼片作為核心產品推廣銷售。隨著投放更多資源銷售鹽酸罌粟鹼片作為核心產品，管理層估計，項目集團二零二五年該產品銷售額約為人民幣70.5百萬元（基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測），較二零二四年約人民幣41.2百萬元的銷售額增長約71%。

(c) 市場數據、競爭格局及市場／產品需求之增長驅動因素

- (i) 根據IQVIA於二零二三年九月發布的《二零二三年上半年及第二季度醫院與零售藥店銷售額百強藥品》，中國公立醫院鹽酸罌粟鹼注射液市場規模於二零二三年已達年銷售額人民幣30億元，足以證明該產品的臨床認可度。根據同一報告，罌粟鹼類產品年增長率約為20%。按此計算，預期罌粟鹼類產品市場規模於二零三零年將達人民幣80億元。
- (ii) 近年來，受副作用及集中採購降價等因素影響，鹽酸罌粟鹼注射液的市場份額及銷售額持續下滑。鹽酸罌粟鹼注射液的副作用包括皮膚及皮下組織反應(如皮疹、瘙癢)、全身性反應(如畏寒、發熱、疼痛)、神經系統反應(如頭暈、頭痛)、心血管系統反應(如胸痛、血壓偏低或偏高)，以及肝膽系統、免疫系統及呼吸系統的其他不良反應。鹽酸罌粟鹼片作為安全性更高、副作用更少的選擇，在替代注射液方面取得重大進展。於二零二四年五月，國家藥監局基於上市後臨床反饋，更新了鹽酸罌粟鹼片及鹽酸罌粟鹼注射液的說明書。其中，鹽酸罌粟鹼注射液新增多項副作用，而鹽酸罌粟鹼片並無新增。出於安全考量，在配備鹽酸罌粟鹼片的醫院，臨床醫生已將部分患者用藥由鹽酸罌粟鹼注射液轉為鹽酸罌粟鹼片。根據藥智數據，二零二五年上半年中國鹽酸罌粟鹼注射液銷量減少5.28百萬支，較二零二四年同期下降12%；與此同時，作為中國唯一取得鹽酸罌粟鹼片生產資格的企業，項目公司二零二五年上半年鹽酸罌粟鹼片銷量增加0.59百萬瓶，較二零二四年同期大增102%。

- (iii) 項目集團生產的鹽酸罌粟鹼片已於二零二五年十月納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)，執行期為二零二六年至二零二八年三年。作為中國該產品的獨家生產企業，預期項目集團生產的鹽酸罌粟鹼片於日後招標中極大可能繼續中選。22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)是政府藥品集中帶量採購(VBP)的擴大與聯合機制，由多個省份聯合大規模採購藥品及醫療耗材，利用聯合採購力量促使供應商大幅降價，旨在降低醫療成本、打擊腐敗並推動高效優質藥品供應。透過將該產品納入該採購體系，預期每年將有1,700至2,200家新增醫院進院使用該產品，實現市場准入及銷量的重大突破。
- (d) 項目集團把握市場增長以實現自身收入增長的競爭力
- (i) 截至該協議日期，項目公司為中國唯一取得鹽酸罌粟鹼片生產所需資格的生產企業。於國家藥監局系統查詢顯示，截至二零二六年一月十日，並無其他鹽酸罌粟鹼片生產企業的申請處於待審狀態。鹽酸罌粟鹼片的准入門檻依賴參比製劑，而目前市場上並無國家認可的參比製劑。鑑於上述情況，其他企業因缺乏參比製劑無法開發該產品，故無法進入該市場。
- (ii) 隨著產品納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)，預期市場准入及銷量將實現重大突破。誠如上文第(10)(b)段所示，作為中國該產品的獨家生產企業，項目公司二零二五年銷售增長約71%(基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測)。憑藉將該產品納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)，基於以下各點，預期短期內銷售將進一步快速增長：

- (A) 在中國，公立醫院為政府舉辦的直屬管理機構，其用藥必須符合政府政策。醫院決策體制具官僚特性，且傾向遵循政府主管部門之政策；
- (B) 項目公司生產的鹽酸罌粟鹼片已於二零二五年納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)，政府透過政策推動採購藥品進入公立醫院。該集中採購體系涵蓋約20,000家公立醫院。根據《國家醫保局國家衛生健康委員會關於完善醫藥集中帶量採購和執行工作機制的通知》政策解讀，在進院使用方面，要求地方在各批次集採執行第3個月開始排查梳理，督促醫療機構盡快完成進院工作。據此，集中採購體系內對該產品有採購需求的全部20,000家公立醫院均須按政策要求採購及下單。
- (C) 鹽酸罌粟鹼片主要用於治療血管或內臟平滑肌痙攣引致的疾病，於公立醫院具明確臨床用途及需求。基於產品自身臨床價值，並結合上述政策支持及項目集團透過擴充後市場團隊開展的積極推廣，管理層按行業標準保守估計，二零二六年至二零三零年每年將有10%的公立醫院(約1,700至2,200家公立醫院)採購鹽酸罌粟鹼片。

- (iii) 管理層估計，項目集團二零二五年自200家三級甲等醫院實現鹽酸罌粟鹼片銷售額約人民幣70.5百萬元，每家醫院年銷售額約人民幣350,000元（基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測）。假設按下限1,700家醫院使用該產品計算，項目集團每年可實現銷售額超過人民幣500百萬元。
- (iv) 基於上述各點，管理層秉持審慎原則為項目集團設定二零二六年至二零三零年逐步增長的銷售目標，分別約為人民幣94百萬元、人民幣125百萬元、人民幣186百萬元、人民幣271百萬元及最終人民幣500百萬元，對應二零二六年至二零三零年進院醫院數目分別約為260家、350家、530家、770家及1,700家。有關醫院銷量逐步增長符合審慎原則，且屬合理可實現。

(11) 核心產品 – 鹽酸納洛酮注射液

- (a) 鹽酸納洛酮注射液屬於重要藥物，用於快速逆轉因類阿片麻醉劑或自發性過量使用類阿片所導致、危及生命之作用，主要為呼吸抑制。
- (b) 該產品為市場現有產品（於一九九零年首次推出市場），並已列入國家基本藥物目錄及醫保目錄。項目公司已於二零二五年取得該產品之品質一致性評價證書，有關證書屬品質認證。項目集團已開始生產該產品，並預期於二零二六年開展該產品之商業化。
- (c) 市場數據、競爭格局及市場／產品需求之增長驅動因素
 - (i) 根據米內網數據，二零二一年至二零二三年期間，該產品全國市場規模分別約為人民幣264百萬元、人民幣413百萬元及人民幣535百萬元，三年年複合增長率約為43%。
 - (ii) 保守估計，該產品市場預期將以每年10%之增速增長，於二零三零年市場規模將超過人民幣10億元。市場增長及需求上升之原因有二：

- (A) 隨著中國人口老齡化，住院及手術量將持續上升，二零二四年已達82百萬人次，增長率約7%（資料來源：《衛生健康事業發展統計公報（二零二二年 – 二零二四年）》），並預期長期保持快速增長。相應地，手術期間阿片類鎮痛藥使用量將持續增加，出現嚴重阿片類藥物不良反應之患者人數亦會上升。作為治療嚴重阿片類藥物不良反應之「黃金標準」藥物，鹽酸納洛酮注射液使用量亦將持續增加；
- (B) 心腦血管疾病已成為中國首要死因，約佔全部死亡人數之47%。年齡為此類疾病之高危因素，隨著人口老齡化，患者人數將持續上升。作為心臟驟停及昏迷後復蘇常用藥物，鹽酸納洛酮注射液用量將隨患者人數增長而持續上升。
- (d) 項目集團把握市場增長以實現自身收入增長之競爭力
- (i) 項目公司已於二零二五年獲得一致性評價證書，為品質認證，使其成為國內少數具備資格參與國家集中採購（由政府主導醫療機構集體採購藥品之批量採購機制）之企業。目前國內僅有19家鹽酸納洛酮注射液生產企業（包括項目公司）通過一致性評價。根據集中採購規則，僅持有一致性評價證書之企業方可參與集中採購。由於項目公司已取得鹽酸納洛酮注射液一致性評價證書，其生產之產品與其他持有一致性評價證書企業生產之同類產品無差異，於國家集中採購中同樣獲政府主導醫療機構認可。

- (ii) 二零二四年，於持有一致性評價證書之鹽酸納洛酮注射液生產企業中，僅7家企業實現有效成本控制，能夠以低於政府設定價格生產並參與國家集中採購。項目集團於鹽酸納洛酮注射液生產方面具成本優勢，主要考慮到項目集團具備規模化生產能力，使其生產成本低於二零二四年國家集中採購中鹽酸納洛酮注射液最低中標價。二零二四年，參與國家集中採購之最小規模生產企業(即上述7家實現有效成本控制之企業)佔有8%-9%市場份額(資料來源：國家醫保局發佈之《第十批國家組織藥品集中帶量採購》)。保守估計，管理層預期項目集團可於二零三零年取得5%市場份額，年銷售額約人民幣50百萬元(人民幣10億元×5%)。惟基於更保守估計，管理層已設定項目集團於二零二六年至二零三零年期間該產品每年銷售收入為人民幣20百萬元。管理層認為，儘管項目集團進入市場時間較其他企業為晚，仍可透過國家集中採購取得市場份額，原因是國家集中採購範圍內之政府主導醫療機構對該產品需求穩定。只要項目集團憑藉其生產能力持續符合參與國家集中採購之標準，即可於國家集中採購中獲得銷售合同。

(12) 其他產品

| | 酒石酸雙氫可待因片 | 那可丁片 | 烯丙嗎啡注射液 | 其他常規品種 |
|---------|---|--|--|---|
| 項目描述及現狀 | <p>酒石酸雙氫可待因片屬於醫保目錄乙類藥品，主要用於緩解中重度疼痛。</p> <p>酒石酸雙氫可待因片為已上市產品，項目公司已實現商業化生產，且現為國內該產品唯一生產企業。</p> | <p>那可丁片為非處方藥(OTC)，鎮咳效果優異，與可待因(強效鎮咳藥)作用相近，被用藥指南推薦為咳嗽一線治療藥物，品牌認知度與療效獲得醫患廣泛認可。</p> <p>那可丁片為已上市產品，項目公司已實現商業化生產，且現為國內該產品唯一生產企業。</p> | <p>烯丙嗎啡注射液屬於醫保目錄甲類藥品，用於治療阿片類藥物中毒所致的呼吸抑制、血流動力學波動及昏迷，主要用於手術患者及ICU科室，具備重要臨床價值與商業價值。</p> <p>烯丙嗎啡注射液為已上市產品，項目公司已實現商業化生產，且現為國內該產品唯一生產企業。</p> | <p>產品主要為項目公司生產的鎮痛類、鎮咳類藥物。原料藥主要包括那可丁、磷酸嗎啡、硫酸嗎啡、阿片粉等；製劑主要包括複方甘草片、可待因桔梗片等。</p> |

| 市場數據、競爭格局及市場/產品需求之增長驅動因素 | 酒石酸雙氫可待因片 | 那可丁片 | 烯丙嗎啡注射液 | 其他常規品種 |
|--------------------------|---|--|--|-----------------------------|
| | <p>誠如上文所述，根據智研瞻統計數據顯示，中國鎮痛藥行業(包含各類鎮痛產品)預期於二零二四年至二零三零年按年增長6%-8%，二零三零年市場規模將達人民幣2,100億元。</p> | <p>根據米內網數據，該產品二零二三年市場規模為人民幣450百萬元。預期其競爭產品右美沙芬將退出市場，並由那可丁片取代。</p> | <p>烯丙嗎啡注射液及納美芬注射液為目前市場上兩種用於治療阿片類藥物中毒的商用產品。</p> <p>納美芬注射液目前使用更為廣泛，二零二四年銷售額達人民幣837百萬元，增長率為10%，預期二零三零年市場規模將達約人民幣15億元(資料來源：智研瞻)。</p> | <p>綜合考慮人口老齡化因素，將保持適度增長。</p> |
| | <p>雙氫可待因片為二階鎮痛(用於中度疼痛管理)之黃金標準，並被世界衛生組織(WHO)推薦為二階鎮痛體系中的一線用藥，亦是其他國家主流的弱阿片類鎮痛藥。該產品治療中度疼痛的價值已獲國際認可。</p> | | <p>烯丙嗎啡注射液相比納美芬注射液，具有起效更快、安全性更高的優勢，預期將逐步取代納美芬注射液，成為治療阿片類藥物中毒的用藥選擇。</p> | |

| | 酒石酸雙氫可待因片 | 那可丁片 | 烯丙嗎啡注射液 | 其他常規品種 |
|-------------------------|---|--|------------------------|-------------------------------------|
| 項目公司把握市場增長以實現自身收入增長之競爭力 | 項目公司計劃加強對已納入醫保目錄之該產品的推廣銷售，並預期於二零二六年與合作方訂立分銷協議，以覆蓋預測期內的收入增長。 | 於二零二五年，項目公司專設的電商銷售團隊已在京東平台開設旗艦店，帶動線上銷售渠道自二零二六年起實現快速增長。 | 項目公司將繼續透過現有醫院網絡推廣產品銷售。 | 項目公司將繼續透過現有醫院網絡及擴充後的銷售團隊，向市場推廣產品銷售。 |

儘管其他產品預期將繼續帶動二零二六年至二零三零年期間的收入增長，但考慮到產品屬性及臨床價值、商業化年限、替代品數量、市場格局及監管要求等因素，其他產品的整體增長率(二零二六年為18%，二零三零年為1%)低於核心產品(二零二六年至二零三零年每年超過50%)。除兩款產品外，項目公司其餘所有其他產品均已實現商業化，平均商業化年限達五年，預期自二零三零年起進入穩定期。憑藉項目公司現有銷售網絡，並在擴充後銷售團隊的協助下，項目公司估計二零二六年至二零三零年期間的銷售目標年增長率分別為18%、18%、14%、11%及1%。

目標集團之財務擔保及主要負債

截至二零二五年十一月三十日，目標集團(包括項目集團)的主要負債及或然負債如下：

(a) 目標控股公司：

- (i) **民生銀行貸款**：佳兆業醫療投資(作為借款人)對民生銀行(作為債權人)負有的貸款(「民生銀行貸款」)，初始本金金額為人民幣421百萬元，於二零二五年十一月三十日的未償還本金金額為人民幣351百萬元，根據與民生銀行訂立的清償協議，到期日為二零二八年十二月二十日，年利率為4.45%至6.6%(自二零二五年十一月三十日至到期日的應計利息總額估計約為人民幣48百萬元)；
- (ii) **民生銀行擔保**：佳兆業醫療投資就佳兆業集團附屬公司深圳市景佳城市更新有限公司(作為借款人)對民生銀行(作為債權人)負有的貸款向民生銀行提供的擔保(「民生銀行擔保」)，總金額為人民幣600百萬元，其中人民幣500百萬元將於二零二八年十二月到期，人民幣100百萬元將於二零三一年六月到期。該等貸款年利率為15.4%，佳兆業醫療投資在民生銀行擔保項下的責任上限為人民幣600百萬元；
- (iii) **睿鴻擔保**：佳兆業醫療投資就於二零二五年十一月三十日佳兆業深圳(佳兆業集團全資附屬公司)(作為借款人)對睿鴻置業(作為貸款人)負有的約人民幣136百萬元債務向睿鴻置業提供的擔保(「睿鴻擔保」)。如該協議所述，收購事項完成的先決條件之一是佳兆業醫療投資須承擔的責任不超過人民幣100百萬元。各方目前正就還款時間進行磋商，睿源擔保相關未償還金額目前預期於二零二六年償還。鑑於責任上限為人民幣100百萬元，預期將有足夠流動資金應要求償還；
- (iv) 目標公司應付佳兆業集團同系附屬公司的金額約為人民幣179百萬元，還款時間可協商；

(v) 目標公司的遞延所得稅約人民幣29百萬元；

上述負債統稱為「目標控股公司財務責任」，而各目標控股公司財務責任均與項目公司的業務營運無關；

(b) 項目集團：

(i) 項目公司的長期專項應付款約人民幣121百萬元（新廠房建設及搬遷補助）；

(ii) 項目公司的長期應付賬款約人民幣25百萬元；

(iii) 項目公司的長期其他應付款約人民幣31百萬元；及

(iv) 項目公司的預收客戶款約人民幣37百萬元。

估值師在得出估值時已計及上文(a)及(b)段的上述負債。

在訂立該協議前，佳兆業醫療投資已訂立民生銀行擔保。根據賣方及目標集團提供的資料，民生銀行與佳兆業醫療投資約定，佳兆業醫療投資提供民生銀行擔保，作為民生銀行貸款到期日延期至二零二八年十二月二十日的條件之一；且民生銀行擔保在完成後將繼續有效。完成後，根據上市規則第14A章，佳兆業醫療投資向佳兆業集團提供的民生銀行擔保將構成本公司向佳兆業集團提供的財務資助。為免生疑問，民生銀行擔保在該協議日期前已存在，不論該協議是否完成均將持續存在。

本集團已就目標集團的負債實施盡職調查措施，包括但不限於(i)公開查詢，包括訴訟查詢及信用查詢；(ii)與項目集團管理層及主要僱員進行面談；及(iii)聘請估值師及核數師等專業人士對目標集團進行盡職調查。賣方亦已在該協議中向買方提供有關目標集團負債的聲明及保證，以及有關未披露負債的彌償保證。完成的另一項先決條件為賣方須向本公司發出書面確認(格式及內容令本公司滿意)，確認目標集團除該協議或本公告所披露者外並無其他債務。董事會認為，本集團已實施充分的盡職調查措施，以確保目標集團並無未披露負債，並認為於該協議日期，目標集團並無未披露負債。

與目標集團負債相關之風險及本集團之評估

本集團存在於完成後可能無法償還目標集團到期負債的風險。

倘佳兆業醫療投資未能償還民生銀行貸款及履行民生銀行擔保，民生銀行可強制執行佳兆業醫療投資向民生銀行提供有關佳兆業醫療投資所持有項目公司54.84%股權的股份質押，屆時該54.84%股權可能被強制出售以清償債務，其後本集團將不再持有項目公司權益。

倘佳兆業醫療投資(作為擔保人)未能履行睿鴻擔保的還款責任，睿鴻置業可對佳兆業醫療投資或其資產(即佳兆業醫療投資所持有項目公司的54.84%股權)強制執行睿鴻判決。

儘管存在上述風險，本公司已進行現金流評估，並基於以下假設認為，於完成後本集團將有流動資金按時償還目標集團的負債，並擁有足夠資金經營現有業務及項目業務：

- 一 項目集團將獲得估值中所列的預測現金流，並可向目標控股公司分派溢利；

- 本集團將就其在一隻投資基金(「**相關基金**」)的投資獲得總金額為人民幣144百萬元之分派。相關基金於二零一八年成立，投資期限為10年，將於二零二八年屆滿。相關基金旨在投資於消費升級及產業升級領域具投資價值及發展潛力的企業。於二零二五年十一月三十日，本集團於相關基金所持權益餘額約為人民幣144百萬元。相關基金持續向投資者進行分派，而截至二零二五年底，本集團已從相關基金獲得人民幣60,690,000元。預期於二零二六年及二零二七年各年分派人民幣20百萬元，並於二零二八年相關基金投資期限屆滿時向本集團分派人民幣104百萬元。
- 本集團將繼續獲得現有業務產生的現金流(考慮到收購事項帶來的協同效應，預期將有所改善)。截至二零二四年十二月三十一日止三個年度，本集團分別獲得人民幣6百萬元、人民幣5百萬元及人民幣11百萬元的現有業務產生的現金流，並預計本集團將於二零二六年及二零二七年各年獲得約人民幣20百萬元，並於二零二八年至二零三四年各年獲得約人民幣31百萬元的現有業務產生的現金流；
- 本集團將於二零二八年前透過債務及／或股權融資獲得約人民幣500百萬元。多家金融機構一直有意投資項目公司。本集團正與普遍有意持有本公司股權的多名潛在投資者進行磋商。鑒於潛在投資者現時表示興趣的程度，本公司認為，於收購事項完成後，本公司將能透過其上市平台於資本市場籌集資金，以償還目標控股公司的現有債務。
- 本公司每年人民幣12百萬元的公司開支乃基於估計的行政及其他費用(如專業人士費用)釐定。

特定授權

代價股份將根據將於股東特別大會上向獨立股東尋求的特定授權予以配發及發行。代價股份在配發及發行後，將與配發及發行代價股份當日已發行的流通股份在各方面享有同等地位。

本公司將向聯交所申請批准代價股份上市及買賣。

本公司股權架構

於本公告日期，本公司已發行證券包括(i)5,042,139,374股股份；及(ii)本公司的92,000,000份未行使購股權。

以下股權架構表顯示本公司(i)於本公告日期；(ii)緊接股份合併生效後；(iii)緊接配發及發行代價股份後，並計及股份合併的影響的股權架構，在各情況下，均假設自本公告日期至代價股份配發及發行日期(視情況而定)期間，本公司不會配發及發行任何其他股份：

| 股東名稱 | 於本公告日期 | | 緊接股份合併生效後 | | 緊接配發及發行代價股份後， 並計及股份合併的影響 | |
|----------------------------------|----------------------|------------------------|--------------------|------------------------|-----------------------------|------------------------|
| | 股份數目 | 佔本公司 已發行股本 概約百分比 | 股份數目 | 佔本公司 已發行股本 概約百分比 | 股份數目 | 佔本公司 已發行股本 概約百分比 |
| 賣方(附註1) | - | - | - | - | 2,789,967 | 2.69 |
| 佳兆業集團(附註1) | 2,167,600,491 | 42.99 | 43,352,009 | 42.99 | 43,352,009 | 41.83 |
| 賣方及佳兆業集團小計 | 2,167,600,491 | 42.99 | 43,352,009 | 42.99 | 46,141,976 | 44.52 |
| Ying Hua Holdings(附註2) | 308,000,000 | 6.11 | 6,160,000 | 6.11 | 6,160,000 | 5.94 |
| 陳女士(附註3) | 2,020,000 | 0.04 | 40,400 | 0.04 | 40,400 | 0.04 |
| 賣方、佳兆業集團及彼等之 一致行動人士小計 | 2,477,620,491 | 49.14 | 49,552,409 | 49.14 | 52,342,376 | 50.51 |
| 公眾股東 | 2,564,518,883 | 50.86 | 51,290,378 | 50.90 | 51,290,378 | 49.49 |
| 總計 | 5,042,139,374 | 100 | 100,842,787 | 100 | 103,632,754 | 100 |

以下股權架構表顯示本公司(i)於本公告日期；(ii)緊接配發及發行代價股份後(不計及股份合併的影響)的股權架構，在各情況下，均假設自本公告日期至代價股份配發及發行日期(視情況而定)期間，本公司不會配發及發行任何其他股份：

| 股東名稱 | 於本公告日期 | | 緊接配發及發行代價股份後 (不計及股份合併的影響) | |
|----------------------------------|----------------------|------------------------|------------------------------|------------------------|
| | 股份數目 | 估本公司 已發行股本 概約百分比 | 股份數目 | 估本公司 已發行股本 概約百分比 |
| 賣方(附註1) | - | - | 139,498,364 | 2.69 |
| 佳兆業集團(附註1) | 2,167,600,491 | 42.99 | 2,167,600,491 | 41.83 |
| 賣方及佳兆業集團小計 | 2,167,600,491 | 42.99 | 2,307,098,855 | 44.52 |
| Ying Hua Holdings(附註2) | 308,000,000 | 6.11 | 308,000,000 | 5.94 |
| 陳女士(附註3) | 2,020,000 | 0.04 | 2,020,000 | 0.04 |
| 賣方、佳兆業集團及彼等之 一致行動人士小計 | 2,477,620,491 | 49.14 | 2,617,118,855 | 50.51 |
| 公眾股東 | 2,564,518,883 | 50.86 | 2,564,518,883 | 49.49 |
| 總計 | 5,042,139,374 | 100 | 5,181,637,738 | 100 |

附註：

1. 賣方為佳兆業集團的間接全資附屬公司。
2. Ying Hua Holdings Limited為於英屬處女群島註冊成立之公司，並由KS Holdings 2 Limited全資擁有。KS Holdings 2 Limited為一項全權信託項下308,000,000股股份之信託人，而郭先生為該全權信託之創辦人。
3. 陳女士為郭先生的配偶。
4. 除本公告所披露的郭先生權益外，於本公告日期，概無董事持有任何股份。
5. 百分比數字僅供參考，由於四捨五入原因，總計可能未必為100%。

於本公告日期，本公司並無持有任何庫存股份（包括任何於中央結算系統持有或存放的庫存股份）及／或待註銷的回購股份。

關於賣方及佳兆業集團之資料

賣方為一家在英屬維爾京群島註冊成立的有限責任公司，主要從事投資控股業務。於本公告日期，賣方為Paramount Access Investments Limited的全資附屬公司，而後者為佳兆業集團的全資附屬公司。

佳兆業集團為一家在開曼群島註冊成立的獲豁免有限責任公司，其股份在聯交所主板上市（股份代號：1638）。佳兆業集團為一家投資控股公司。佳兆業集團及其附屬公司主要在中國從事物業發展、物業投資、物業管理、酒店及餐飲業務、文化中心業務及健康業務等。於本公告日期，佳兆業集團的單一最大股東為郭先生，其合共持有佳兆業集團已發行股本約18.62%。

於本公告日期，佳兆業集團合共持有2,167,600,491股股份，佔已發行股份總數約42.99%。自二零一七年十一月起，本公司已被列為佳兆業集團的附屬公司。

佳兆業集團及賣方均為本公司的關連人士。

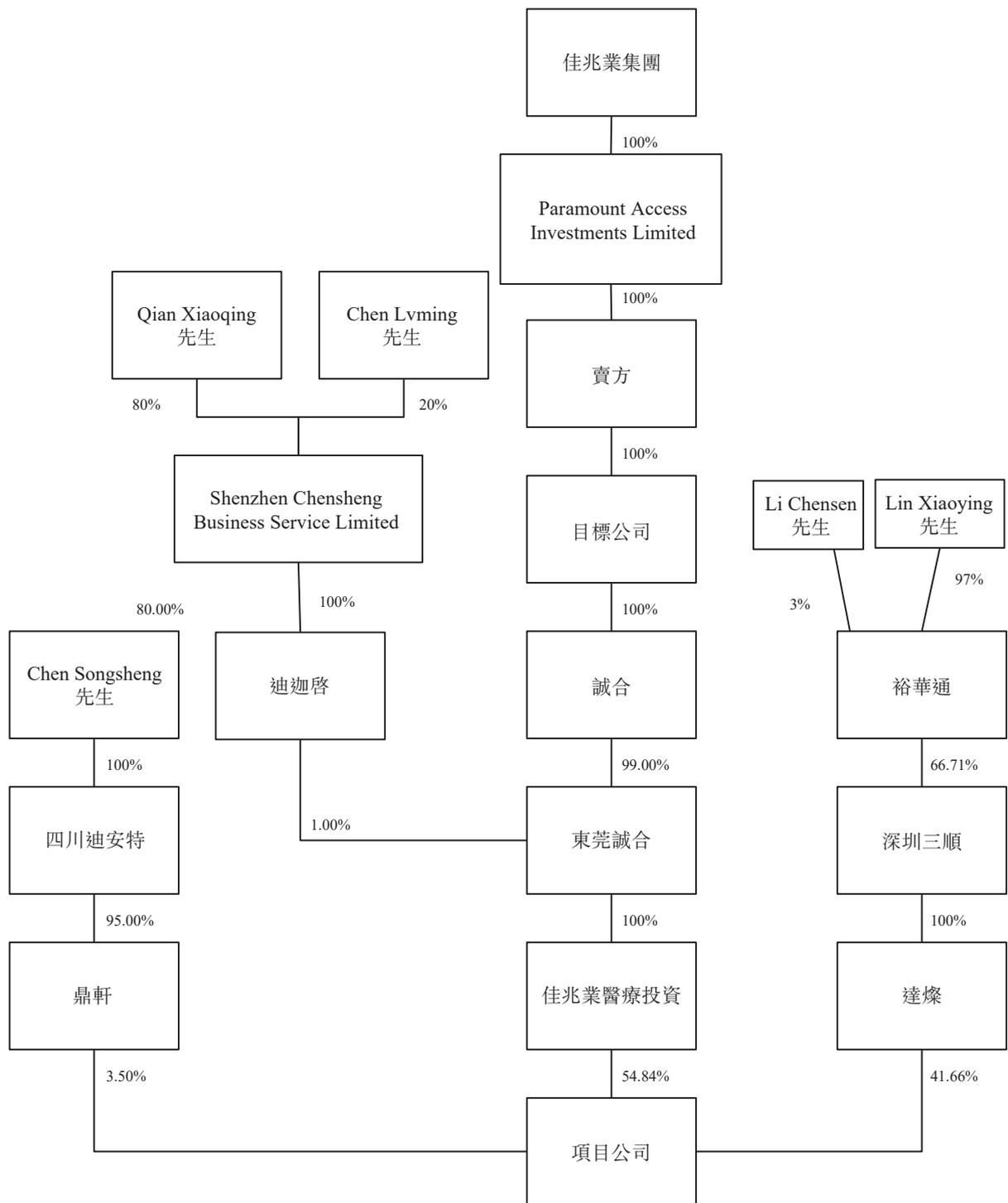
佳兆業醫療投資（佳兆業集團的附屬公司）於二零一九年三月以初始收購代價人民幣581百萬元收購項目公司的54.84%股權。自二零一九年三月起直至該協議日期，佳兆業醫療投資一直持有項目公司該54.84%股權。

關於目標集團之資料

截至該協議日期，目標公司持有誠合的全部已發行股本，誠合持有東莞誠合的99%股權，東莞誠合直接持有佳兆業醫療投資的全部已發行股本，而佳兆業醫療投資則直接持有項目公司的54.84%股權。項目公司被列為目標公司的間接附屬公司。各目標控股公司均為投資控股公司，無實質性業務；目標集團持有的主要資產為項目集團，目標集團的主要業務為項目業務。

項目公司的其餘45.16%股權(i)由海南達燦投資有限公司(「**達燦**」)持有41.66%，該公司為深圳三順製藥有限公司(「**深圳三順**」)的全資附屬公司，深圳三順最終由裕華通控股集團有限公司(「**裕華通**」)持有66.7%，而裕華通則由Lin Xiaoying先生及Li Chensen先生分別持有97%及3%；及(ii)由海南鼎軒投資有限公司(「**鼎軒**」)持有3.5%，該公司最終由四川迪安特醫藥科技有限公司(「**四川迪安特**」)持有95%，四川迪安特的最終實益擁有人為Chen Songsheng先生。東莞誠合的其餘1%股權由深圳市迪迦啓商務服務有限公司(「**迪迦啓**」)持有，該公司由Shenzhen Chensheng Business Service Limited全資擁有，而Shenzhen Chensheng Business Service Limited則由Qian Xiaoqing先生及Chen Lvming先生分別持有80%及20%。達燦、深圳三順、裕華通、鼎軒、四川迪安特、迪迦啓及彼等各自的最終實益擁有人均獨立於本公司及本公司關連人士。

截至該協議日期，目標集團的架構圖如下：



項目集團

項目公司於二零零零年五月三十一日在中國成立為有限責任公司。項目集團從事項目業務(詳情見下一段)。項目公司的業務歷史可追溯至青海製藥廠,該廠於一九五八年五月在中國青海省成立,為國有企業,在項目公司成立前經營項目業務。二零零零年五月,項目公司作為法人實體成立,以民營有限責任公司形式承接並延續項目業務。項目公司(包括其前身)擁有超過60年的業務歷史。於本公告日期,項目公司的註冊資本為人民幣100,000,000元。

項目業務

項目集團在中國從事藥品(包括麻醉藥品)的研發、生產及銷售業務。項目集團的主要產品包括麻醉鎮咳類原料藥及製劑,其產品(如用於鎮痛或抗感染的藥物)亦在齒科領域有廣泛應用。項目公司持有青海省藥品監督管理局頒發的藥品生產許可證,現行有效期至二零二零年十一月十二日。項目公司在中國青海省西寧市擁有自有研發及生產設施,總佔地面積約76,000平方米,總建築面積約43,890平方米。

項目公司預期於二零二六年十月前將其研發及生產設施遷至中國青海省西寧市的新地點,目前新設施處於建設階段。新設施規模更大,總建築面積約89,935平方米,並將擴充現有及新藥品的生產線,以迎合項目集團的業務發展需求。換言之,遷址及新設施建設預期將對項目公司的生產能力產生積極影響,進一步支持實現估值中所列的預測收入。

此外,項目公司已在上海設立上海研究院,專注於原料藥及製劑的研發工作。該等研發投入預期將促進進一步商業化,並助力其在未來數年實現跨越式發展。

項目公司是中國境內為數不多的、經國家藥監局指定生產麻醉藥品和精神藥品原料藥的藥品生產企業之一。

於本公告日期，項目公司在中國擁有30項已註冊專利，並為中國國家高新技術企業。與此同時，項目公司的丁丙諾啡注射液產品榮獲國家醫管局科技進步二等獎及國家科委科技進步三等獎。此外，項目公司亦榮獲全國醫藥企業文化建設示範單位、中國消費名品及西寧老字號等榮譽稱號。

目標集團之財務資料

目標集團(包括項目集團)

以下為目標集團截至二零二四年十二月三十一日止兩個年度及截至二零二五年十一月三十日止十一個月的若干未經審核綜合財務資料：

| | 截至 二零二三年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (未經審核) | 截至 二零二四年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (未經審核) | 截至 二零二五年 十一月三十日 止十一個月 人民幣千元 (未經審核) |
|--------------|--|--|---|
| 除稅前溢利／(虧損)淨額 | (156) | (11,739) | (575,139) |
| 除稅後溢利／(虧損)淨額 | (647) | (11,269) | (579,537) |

截至二零二五年十一月三十日，目標集團的未經審核綜合負債淨額約為人民幣432,550,000元。

項目集團

以下為項目集團截至二零二四年十二月三十一日止兩個年度及截至二零二五年十一月三十日止十一個月的若干未經審核綜合財務資料：

| | 截至 二零二三年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (未經審核) | 截至 二零二四年 十二月三十一日 止年度 人民幣千元 (未經審核) | 截至 二零二五年 十一月三十日 止十一個月 人民幣千元 (未經審核) |
|--------------|--|--|---|
| 除稅前溢利／(虧損)淨額 | 76,837 | 68,227 | 81,938 |
| 除稅後溢利／(虧損)淨額 | 67,641 | 60,863 | 70,758 |

截至二零二五年十一月三十日，項目集團的未經審核綜合資產淨值約為人民幣383,302,000元。

進行收購事項之理由及裨益

本公司及其附屬公司主要從事齒科業務（「**齒科業務**」），包括銷售、生產及研發義齒，買賣種齒工具以及健康業務，包括提供公共健康及醫療服務（「**健康業務**」，與齒科業務合稱為「**現有業務**」）。

項目業務與現有業務屬同一業務領域，兩者均與健康領域相關。其中，項目業務與齒科業務均涉及醫療產品的研發及生產，並通過第三方分銷商向下游服務提供商及患者終端用戶銷售及分銷。本集團將業務多元化拓展至項目業務，可在銷售及營銷活動方面實現更佳的規模經濟，並通過彼等各自在中國公共及私營健康體系內（尤其是齒科領域）的分銷網絡，實現銷售機會的交叉推介。項目業務相對成熟且根基深厚，本集團將業務多元化拓展至該領域亦可拓闊收入來源，在藥品市場站穩腳跟，從而提升本公司作為健康企業的企業品牌形象。此外，本公司相信，收購事項將為現有業務創造協同效應，該等協同效應可體現在以下方面：

- (a) *推動本集團在健康領域的戰略佈局及業務多元化*：項目業務的主要產品包括麻醉鎮咳類原料藥及製劑，其產品（如用於鎮痛或抗感染的藥物）亦在齒科領域有廣泛應用。例如，鹽酸普魯卡因注射液及去痛片可用於口腔醫療的局部麻醉及抗炎；以及在手術後康復階段，氨酚待因片可用於鎮痛。因此，項目業務是齒科業務的上游業務，收購事項可推動本集團在齒科健康領域的垂直業務整合與發展；

- (b) *銷售渠道資源整合的相互合作潛力*：齒科業務的目標客戶主要包括口腔連鎖門診、運動康復門診及醫學美容機構，本集團齒科業務的主要地理市場包括中國內地（覆蓋100多個城市）以及覆蓋北美、東南亞及歐洲的海外市場。就項目業務而言，原料藥通過國家藥監局的採購安排銷售給下游藥品生產企業，而醫藥製劑的主要目標客戶則包括大型醫院及其他醫療機構。兩項業務在很大程度上均與第三方分銷商合作分銷其產品，雙方各自的銷售渠道存在巨大的資源整合及相互推介機會。隨著經營規模及產品組合的擴大，本集團或可更好地利用規模經濟，建立自有藥品分銷平台／公司，進一步發展及提升其銷售及營銷能力，整合本集團與項目集團的銷售渠道資源，節省分銷成本；
- (c) *齒科業務與項目業務各自品牌在患者終端用戶中的協同效應*：項目業務與齒科業務均屬健康領域，通過業務合作，兩項業務可在拓展市場覆蓋範圍及豐富品牌內涵方面實現協同，從而提升在患者終端用戶中的品牌影響力。例如，在齒科門診中，齒科醫生可向需要接受拔牙手術的患者推廣項目集團的麻醉及抗炎產品；而在其後的種牙手術中，患者或更傾向於使用本集團的種植牙產品及／或其他齒科產品。在此情況下，鑑於患者基於其對同一集團其他產品的既往體驗，或更傾向於使用同一集團的產品，因此可實現品牌協同效應；及
- (d) *本集團業務的可持續增長*：如上所述，本集團齒科業務的地理市場之一為北美。近年來，受中美貿易戰及新冠疫情的不利影響，齒科業務的年銷售收入面臨瓶頸，難以突破200百萬港元水平。此外，受經濟下行及齒科業務進入門檻低的影響，市場競爭日趨激烈，經營環境更具挑戰性。若收購事項得以完成，本集團可通過收購目標公司所持項目公司的權益，完善業務佈局及銷售渠道，並得以進入覆蓋藥品、醫療器械及健康服務的大健康領域，從而提升抗風險能力，推動本集團實現更可持續的業務增長，並使本公司能夠為股東帶來更理想回報。

收購目標公司已發行股本而非項目公司54.84%權益之理由

本公司決定收購目標公司（一家無實質性業務的投資控股公司），而非經營項目業務的項目公司，原因如下：

- (a) 目標控股公司作為項目公司的控股公司，負有目標控股公司財務責任（包括民生銀行貸款、民生銀行擔保及睿鴻擔保）；若本公司直接收購項目公司，則須按照目標控股公司債權人的要求，以現金支付代價；
- (b) 儘管目標控股公司負有目標控股公司財務責任，但已與相關貸款人就該等責任的清償作出安排，無需即時支付款項，且該等負債降低了收購事項所需支付的代價金額（鑑於收購事項應付代價所依據的估值已計及該等負債，而計及該等負債後估值將會降低），從而舒緩本公司的財務壓力；
- (c) 目標公司為一家在英屬維爾京群島註冊成立的公司，本公司可通過配發及發行代價股份而非現金支付代價，這將減輕本集團即時的重大現金流出壓力；
- (d) 根據中華人民共和國商務部頒佈的《外國投資者併購境內企業的規定》（俗稱「**10號文**」）及其他相關法規，若就直接收購在中國境內成立的公司向賣方發行境外上市公司的新股份作為代價股份，該交易將被視為跨境股權置換，須獲得商務部、證券監管機構、外匯管理機構等多個監管部門的批准。該等批准程序繁瑣、標準嚴格且辦理週期長。此外，實踐中缺乏明確的成功案例，導致該交易架構的法律可行性存在重大不確定性，無法保證交易可順利完成；及

- (e) 就睿鴻擔保及民生銀行貸款而言，項目公司的股權分別於二零二三年十月及二零二四年四月根據相關法院裁定被凍結，在糾紛解決前，項目公司層面的股權無法直接轉讓，導致在項目公司層面完成收購事項在技術上不可行或存在重大不確定性。與此相反，本次交易架構受法律訴訟干擾或執行風險的影響較小，交易順利完成的可能性更高。

若不採用本次交易架構，本公司無法通過配發及發行代價股份支付收購事項的代價，亦無法因該等負債而降低收購事項的前期代價。本次交易架構減少了本公司的前期現金支付義務。與此同時，鑑於已與目標控股公司的融資方作出相關安排，此舉相當於向本公司提供收購融資。

此外，佳兆業醫療投資就睿鴻擔保、民生銀行貸款及民生銀行擔保所負的債務，嚴格限定於作為相關融資文件一方的相關目標控股公司，本集團任何成員均未就睿鴻擔保、民生銀行貸款或民生銀行擔保提供或將提供任何額外擔保或抵押。基於上述情況，本公司作為收購方因收購事項可能承擔的最大損失，應限於向賣方配發及發行的代價股份價值，以及項目公司未來可能遭受的任何損失，而本集團（作為買方）就目標集團負債所承擔的風險載於本公告第40至41頁「目標集團之財務擔保及主要負債－與目標集團負債相關之風險及本集團之評估」一節。

就上文第(e)段所述的項目公司股權凍結事宜，詳情如下：

- (i) 項目公司股權分別於二零二三年十月及二零二四年四月，應睿鴻置業及民生銀行的申請根據相關法院命令被凍結，該等申請均發生於二零二四年三月訂立睿鴻擔保及二零二四年六月民生銀行貸款到期之前。於本公告日期，因睿鴻擔保及民生銀行貸款相關糾紛，項目公司股權仍處於凍結狀態，其中：
 - (a) 就睿鴻擔保而言，深圳市中級人民法院已作出判決，其中包括佳兆業醫療投資作為擔保人，須就相關貸款於二零二五年十一月三十日的未償還金額（包括本金及應計利息）約人民幣136百萬元承擔連帶責任。該協議條款（作為完成的先決條件）規定，佳兆業醫療投資須承擔的債務不得超過人民幣100百萬元（即責任上限）。鑑於責任上限為人民幣100百萬元，預期將有足夠流動資金於收到要求時作出償還（進一步詳情載於本公告第38至41頁「目標集團之財務擔保及主要負債」一節），因此預期不會出現對佳兆業醫療投資或其資產（包括佳兆業醫療投資所持有項目公司的54.84%股權）強制執行睿鴻判決導致該股權被轉讓予相關債權人或其指定人士的情況；
 - (b) 就民生銀行貸款而言，各方已訂立清償協議並已向法院提交，民生銀行已同意將最終到期日延期至二零二八年十二月二十日。因此，預期不會出現項目公司股權被強制執行並轉讓予相關債權人或其指定人士的情況；

- (ii) 從債權人角度而言，申請凍結令的主要目的（或債權人在凍結令下的權利）為財產保全，旨在「鎖定」資產，防止資產持有人惡意轉讓，從而確保債權人在日後資產司法拍賣中享有優先受償權。凍結令的目的並非干預或擾亂股權被凍結公司的正常經營，亦未賦予債權人此項權利。該等公司的日常經營仍正常開展，不受股東層面糾紛的影響。凍結令本身並不意味著相關股權已被強制執行或日後將被強制執行。一般而言，項目公司股權被凍結僅意味著股東處置該等股權的權利受到限制。根據中國法律意見，按照《中華人民共和國民事訴訟法》、《最高人民法院關於人民法院強制執行股權若干問題的規定》等中國適用法規及中國判例法，與睿鴻擔保及民生銀行貸款相關的凍結令，不會對股息分配權、投票權、知情權等其他股東權利造成任何影響，且項目公司宣派股息的權利亦不受影響。項目公司作為獨立法人實體，其資產完整性及經營自主權不受影響，正常業務經營亦不會受到影響；
- (iii) 該等凍結令與民生銀行擔保無關；
- (iv) 就睿鴻置業申請的凍結令而言，預期該凍結令將持續有效，直至睿鴻擔保相關的所有未償還金額全部償清。睿鴻擔保相關未償還金額目前預期於二零二六年償清，屆時睿鴻置業申請的凍結令預期將予以解除。就民生銀行申請的凍結令而言，根據與民生銀行訂立的清償協議，該凍結令將予以解除。根據中國司法程序，此項解除須在民生銀行貸款相關訴訟正式中止後方可進行。目前預期該等訴訟將於二零二六年第一季度正式中止，民生銀行申請的凍結令亦將隨之解除，具體取決於法院及／或經辦法官的時間安排。

董事會已對與凍結令相關的風險進行評估並認為相關風險可控，具體如下：

1. 如上所述，相關凍結令的目的及法律效力是作為財產保全措施限制股東的股份處置權，並未賦予債權人干預或擾亂公司自身資產及經營的任何權利。
2. 就引發凍結令的相關債務而言，佳兆業醫療投資已與民生銀行訂立清償協議，且就睿鴻擔保已制定明確的還款計劃。根據與民生銀行的清償協議，最終到期日已延期至二零二八年；而就睿鴻擔保的還款計劃而言，考慮到本集團的現金資源，本集團將有足夠流動資金償還與睿鴻擔保相關的責任上限，從而避免強制執行情況的發生。就此而言，本集團已制定相關計劃及安排，確保有足夠現金資源用於償還該等債務，且償還後仍有足夠現金資源繼續本集團的經營。該等計劃及措施包括整合多種現金流入來源，包括齒科業務（考慮到上述與項目業務的協同效應，預期將有所改善）及項目業務產生的現金流入，以及本集團現有投資回報等其他來源的現金流入。鑑於已實施該等措施，項目公司股權被強制執行並轉讓予相關債權人或其指定人士的可能性極低。

基於上述情況，董事會認為，為避免該等極低可能性的強制執行事件而制定的安排屬公平合理。

考慮到上述進行收購事項之理由及裨益（包括收購事項帶來的協同效應），以及因目標控股公司財務責任而降低的收購事項應付代價，加上本集團於完成後承擔目標控股公司財務責任、其清償條款及相關風險，董事會認為，收購事項的代價及條款屬公平合理。

於本公告日期，本公司無意處置或縮減現有業務，亦未就該等事宜訂立任何正式或非正式、明示或暗示的協議、安排、諒解或承諾，亦無相關意向的談判（無論是否達成）。

於本公告日期，本公司無意因收購事項而改變董事會的組成。

於本公告日期，執行董事郭先生、劉立好先生、羅婷婷女士均為佳兆業集團的執行董事。因此，上述董事被視為在收購事項中擁有權益，故已就批准收購事項的董事會決議案放棄投票。除上述情況外，就董事於作出一切合理查詢後所知、所悉及所信，概無其他董事在收購事項中擁有重大權益。董事（不包括上述董事及將在考慮獨立財務顧問意見後發表意見的獨立董事委員會成員）認為，該協議的條款（包括代價、發行價）屬公平合理，且收購事項符合本公司及股東之整體利益。

上市規則之涵義

於該協議日期，賣方為本公司控股股東佳兆業集團的間接全資附屬公司。根據上市規則第14A章賣方為本公司的關連人士。因此，根據上市規則第14A章收購事項構成本公司的關連交易。

由於收購事項的一項或多項適用百分比率（定義見上市規則）超過100%，收購事項構成本公司的非常重大收購及關連交易，須遵守上市規則第14章及第14A章的申報、公告、通函及獨立股東批准規定。

獨立董事委員會及獨立財務顧問

本公司已成立獨立董事委員會，以就收購事項向獨立股東提供意見。

軟庫中華已獲委任為獨立財務顧問，以就收購事項的公平性及合理性以及獨立股東的投票事宜向獨立董事委員會及獨立股東提供建議。委任軟庫中華作為獨立財務顧問已獲獨立董事委員會批准。

建議股份合併

董事會建議實施股份合併，基準為每五十(50)股每股面值0.00125港元的現有股份合併為一(1)股每股面值0.0625港元的合併股份。

股份合併的條件

股份合併須待下列條件達成後方可作實：

- (i) 股東在股東特別大會上通過普通決議案批准股份合併；
- (ii) 上市委員會批准合併股份在股份合併生效後上市及買賣；及
- (iii) 就股份合併取得所有必要的監管機構批准或其他所需批准(如有)。

在所有上述條件均獲達成的前提下，預期股份合併將在股東特別大會召開日期後的第一個完整營業日生效。

就第(iii)段所述條件而言，於本公告日期，除第(i)段及第(ii)段所列條件外，本公司並不知悉股份合併須取得任何其他監管機構批准或其他所需批准。

股份合併的影響

於本公告日期，本公司的法定股本為200,000,000港元，分為160,000,000,000股每股面值0.00125港元的股份，其中5,042,139,374股現有股份已配發及發行，並已全數繳足或入賬列為繳足。

股份合併生效後，假設本公司在股份合併生效前不會配發、發行或回購任何現有股份，本公司的法定股本將為200,000,000港元，分為3,200,000,000股每股面值0.0625港元的股份，其中100,842,787股合併股份將為已發行。

於本公告日期，除本公司的92,000,000份未行使購股權外，本公司並無已發行的可換股證券、購股權或認股權證，賦予認購、轉換或交換為現有股份的任何權利。

除產生相關費用外，實施股份合併不會對本集團的綜合資產總值造成影響，亦不會改變本集團的相關資產、業務、經營、管理或財務狀況或股東的整體權益，但股東原本有權獲得的任何零碎合併股份(如有)除外。董事會相信，股份合併不會對本公司的財務狀況造成任何重大不利影響。

合併股份的地位

股份合併生效後，合併股份在各方面均享有同等地位，且股份合併不會改變股東的相對權利。

上市申請

本公司將向聯交所申請批准合併股份上市及買賣。

待合併股份於股份合併生效後獲准於聯交所上市及買賣且符合香港結算的股份收納規定後，合併股份將自合併股份於聯交所開始買賣日期或香港結算釐定的其他日期起獲香港結算接納為合資格證券，可於中央結算系統寄存、結算及交收。聯交所參與者之間於任何交易日所進行的交易須於其後第二個結算日於中央結算系統交收。中央結算系統的所有活動均須按照不時生效的中央結算系統一般規則及中央結算系統運作程序進行。

概無現有股份於聯交所以外的任何其他證券交易所上市或買賣，而於股份合併生效時，已發行合併股份將不會於聯交所以外的任何證券交易所上市或買賣，亦並無尋求或擬尋求批准有關上市或買賣。

其他安排

合併股份的零碎配額

零碎合併股份(如有)將不予處理及不會向股東發行，但所有該等零碎合併股份將合併及(如可能)出售，收益撥歸本公司所有。零碎合併股份將僅就一名現有股份持有人的全部股權產生，而不論該持有人持有的股票數目。

股東如擔心失去任何零碎配額，應諮詢其持牌證券交易商、銀行經理、律師、專業會計師或其他專業顧問，且不妨考慮買入或賣出數目足以湊成收取完整數目合併股份配額的現有股份數目。

碎股買賣安排

為方便買賣合併股份碎股(如有)，本公司將委任一家證券公司按盡力基準為有意購買合併股份碎股以湊成一手完整買賣單位，或有意將其所持合併股份碎股出售的股東提供對盤服務。碎股安排的詳情將載於向股東寄發的通函內。

務請合併股份碎股的持有人注意，並不保證合併股份碎股的買賣定能對盤成功。任何股東如對碎股安排有任何疑問，應諮詢本身的專業顧問。

換領股票

待股份合併生效後，股東可於二零二六年五月二十二日至二零二六年七月二日(包括首尾兩日)期間將現有股份的股票(粉色)送交本公司的香港股份過戶登記分處香港中央證券登記有限公司，地址為香港灣仔皇后大道東183號合和中心17樓1712-16號舖，以換領合併股份之新股票(基準為每五十(50)股現有股份換一(1)股合併股份，新股票將為黃色)，費用由本公司承擔。此後，股東須就註銷每張現有股份之股票或發出每張合併股份之新股票(以較高者為準)支付2.50港元(或聯交所可能不時指定的其他金額)的費用後，方可換領現有股份之股票。

然而，自二零二六年六月二十九日下午四時十分起，現有股份之股票將繼續為所有權的有效憑證，可隨時換領合併股份的新股票，惟將不獲接納作買賣、結算及登記用途。

建議變更每手買賣單位

於本公告日期，現有股份目前在聯交所的每手買賣單位為10,000股現有股份。董事會建議待股份合併生效後，將在聯交所的每手買賣單位由10,000股現有股份變更為2,000股合併股份。

根據本公告日期聯交所所報收市價每股現有股份0.195港元，(i)每手10,000股現有股份的市值為1,950港元；及(ii)假設股份合併及變更每手買賣單位生效，每手2,000股合併股份的理論市值將為19,500港元。

變更每手買賣單位不會改變股東的相對權利。

進行建議股份合併及變更每手買賣單位之理由

本公司為一家在百慕達註冊成立的投資控股有限責任公司。本集團主要從事齒科業務(包括義齒之銷售及生產以及買賣種齒工具)及健康業務(包括提供公共健康及醫療服務)。

值得注意的是，過去18個月以來，現有股份的股價主要在0.1港元以下買賣。根據香港交易及結算所有限公司於二零零八年十一月二十八日頒佈並於二零一九年八月三十日更新的《有關若干類別公司行動的交易安排之指引》，考慮到證券交易的最低交易成本，預期每手市值應高於2,000港元。於本公告日期，現有股份的收市價為0.195港元，每手市值為1,950港元。為降低交易成本，董事會建議實施股份合併及變更每手買賣單位。

股份合併及變更每手買賣單位將減少新的每手買賣單位數量，並提高每手買賣單位的價值。股份合併及變更每手買賣單位生效後，根據本公告日期現有股份的收市價，新每手買賣單位的理論市值將為19,500港元。一般而言，交易費用按每手買賣單位或交易金額收取。就按每手買賣單位收取的交易費用而言，買賣較少每手買賣單位的交易費用低於買賣較多每手買賣單位的費用。就按交易金額收取的交易費用而言，尤其是受限於最低交易金額收取的費用，提高每手買賣單位的價值將為投資者節省成本。預期股份合併將提交合併股份在聯交所的交易價格，降低股份買賣的整體交易成本。此外，董事會認為，變更每手買賣單位亦將降低每手合併股份買賣的整體交易及處理成本，從而改善合併股份的流通性。

本公司認為，儘管增加每手買賣單位規模能產生與股份合併類似的效果，但不會提高股價。由於目前現有股份的交易價格仍處於低位，潛在投資者容易對本公司產生市值規模仍較小的印象，導致投資現有股份的吸引力不足。本公司有信心，在股份合併及變更每手買賣單位實施後，本公司的市場形象將更為正面，並由此吸引更多投資者的關注，股份交易也將更為活躍。因此，隨著合併股份交易價格提高，以及交易成本佔每手買賣單位市值的比例降低，本公司相信，股份合併及變更每手買賣單位將提升本公司的企業形象，提高合併股份投資對更廣泛機構投資者、專業投資者及其他投資大眾的吸引力。

基於上述因素，即使將潛在成本和零碎股份對股東的負面影響考慮在內，本公司仍認為建議股份合併及建議變更每手買賣單位是合理的。相應地，董事認為股份合併及變更每手買賣單位符合本公司及股東的整體利益。

於本公告日期，本公司無意於未來十二個月進行可能對股份合併的擬定目的構成削弱或負面影響的其他企業行動，且本公司並無於未來十二個月進行任何集資活動的任何具體計劃。然而，董事會不能排除本公司於適當集資機會出現時進行債務及／或股權集資以支持本集團的未來發展。本公司將適時根據上市規則就此作出進一步公告。

預期時間表

實施股份合併及變更每手買賣單位的預期時間表如下：

| 事項 | 時間及日期 |
|---|---|
| 寄發通函連同股東特別大會通告及 代表委任表格之預期日期 | 二零二六年五月五日 (星期二) 或之前 |
| 提交過戶文件以符合資格出席股東特別大會 並於會上投票之最後日期及時間 | 二零二六年五月十四日 (星期四) 下午四時三十分 |
| 暫停辦理股份過戶登記手續以釐定出席 股東特別大會並於會上投票之資格 | 二零二六年五月十五日 (星期五) 至 二零二六年五月二十日 (星期三) (包括首尾兩日) |
| 提交股東特別大會之代表委任表格 之最後日期及時間 | 二零二六年五月十八日 (星期一) 上午十時正 |
| 確定股東出席股東特別大會並於會上投票之 資格之記錄日期 | 二零二六年五月二十日 (星期三) |
| 股東特別大會之日期及時間 | 二零二六年五月二十日 (星期三) 上午十時正 |
| 公佈股東特別大會投票表決結果 | 二零二六年五月二十日 (星期三) |

以下事項須待上文「股份合併的條件」一段所載的股份合併的條件獲達成後，方可作實：

| 事項 | 時間及日期 |
|---|----------------------------|
| 股份合併生效日期 | 二零二六年五月二十二日 (星期五) |
| 免費以現有股票換領合併股份新股票之首日 | 二零二六年五月二十二日 (星期五) |
| 合併股份開始買賣 | 二零二六年五月二十二日 (星期五) 上午九時正 |
| 以10,000股現有股份為買賣單位 (以現有股票之形式) 買賣現有股份之 原有櫃檯臨時關閉 | 二零二六年五月二十二日 (星期五) 上午九時正 |
| 以200股合併股份為買賣單位 (以現有股票之形式) 買賣合併股份之 臨時櫃檯開放 | 二零二六年五月二十二日 (星期五) 上午九時正 |
| 以2,000股合併股份為買賣單位 (以新股票形式) 買賣合併股份之 原有櫃檯重新開放 | 二零二六年六月八日 (星期一) 上午九時正 |
| 並行買賣合併股份(以新股票及 現有股票形式) 開始 | 二零二六年六月八日 (星期一) 上午九時正 |
| 指定經紀開始在市場提供合併股份之 零碎股份對盤服務 | 二零二六年六月八日 (星期一) 上午九時正 |
| 指定經紀終止在市場提供合併股份之 零碎股份對盤服務 | 二零二六年六月二十九日 (星期一) 下午四時正 |

事項

時間及日期

| | |
|--|-----------------------------|
| 以200股合併股份為買賣單位 (以現有股票之形式) 買賣合併股份之 臨時櫃檯關閉 | 二零二六年六月二十九日 (星期一) 下午四時十分 |
| 並行買賣合併股份 (以新股票及 現有股票之形式) 結束 | 二零二六年六月二十九日 (星期一) 下午四時十分 |
| 免費以現有股票換領合併股份 新股票之最後日期及時間 | 二零二六年七月二日 (星期四) 下午四時三十分 |

本公告所述所有時間及日期指香港本地時間及日期。上述預期時間表僅供參考並可能發生變化。本公司將於適當時候另行作出公告。

股份合併須待(其中包括)(i)股東於股東特別大會上通過一項普通決議案，以批准股份合併；及(ii)上市委員會批准合併股份於股份合併生效後上市及買賣，方可作實。倘相關批准未獲上市委員會授出或未獲股東批准，則股份合併將告失效及不會進行。

寄發通函

由於需要額外時間編製目標集團財務資料及目標公司估值報告以供納入通函，載有(其中包括)(i)收購事項的進一步詳情；(ii)獨立董事委員會就收購事項發出的建議函件；(iii)獨立財務顧問就收購事項向獨立董事委員會及獨立股東發出的意見函；(iv)目標集團的經審核財務資料；(v)完成後經擴大集團的未經審核備考財務資料；(vi)目標公司的估值報告；(vii)股份合併及變更每手買賣單位的進一步詳情；(viii)召開股東特別大會的通告；及(ix)上市規則所規定其他資料之通函，預期將於二零二六年五月五日或之前向股東寄發。

由於股份合併及收購事項須待若干先決條件達成或獲豁免(如適用)後方告完成，故股份合併及收購事項未必會進行。

股東及潛在投資者於買賣股份時務請審慎行事。如有任何疑問，應當諮詢其專業顧問意見。

釋義

於本公告內，除文義另有所指，否則下列詞彙具有以下涵義：

| | | |
|----------------------|---|--|
| 「22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)」 | 指 | 由廣東省及其他21個省級行政區共同發起的省級聯盟藥品採購，屬臨床用量大、採購金額高的藥品集中帶量採購模式。藥品經銷企業通過談判或競價方式參與競爭，在政府引導下實現藥品降價。聯盟區域內所有公立醫療機構按政策要求，須將不低於70%-80%的市場份額分配予中標企業； |
| 「收購事項」 | 指 | 本公司向賣方收購目標公司全部已發行股本，以及與此相關的其他交易，包括根據該協議的條款及條件配發及發行代價股份； |

| | | |
|-------------------|---|---|
| 「該協議」 | 指 | 本公司(作為買方)與賣方(作為賣方)於二零二六年三月十八日就收購事項訂立的有條件買賣協議； |
| 「聯繫人」 | 指 | 具有上市規則所賦予的涵義； |
| 「BGES Consulting」 | 指 | BGES Consulting，一家市場研究機構，核心業務為發佈涵蓋多個領域的行業研究報告，研究範圍極為廣泛，包括醫療領域的行業研究與分析； |
| 「董事會」 | 指 | 本公司董事會； |
| 「營業日」 | 指 | 持牌銀行通常在香港開門營業的日子(星期六、星期日、香港公眾假期，以及上午九時正至下午五時正任何時間懸掛八號或以上熱帶氣旋警告信號或黑色暴雨警告信號的任何工作日除外)； |
| 「中央結算系統」 | 指 | 由香港結算設立及營運的中央結算及交收系統； |
| 「中央結算系統運作程序」 | 指 | 香港結算就中央結算系統不時制定的運作程序，當中載有與中央結算系統運作及職能相關的慣例、程序及行政要求； |
| 「變更每手買賣單位」 | 指 | 股份於聯交所買賣的每手買賣單位由10,000股現有股份改為2,000股合併股份； |
| 「本公司」 | 指 | 佳兆業健康集團控股有限公司，於百慕達註冊成立之有限公司，其股份於聯交所主板上市(股份代號：876)； |
| 「完成」 | 指 | 收購事項完成； |

| | | |
|--------|---|--|
| 「完成日期」 | 指 | 先決條件(本公告「先決條件」一節所載(g)至(j)段先決條件除外)獲達成或(如適用)獲豁免後第三個營業日,或本公司根據該協議指定的其他日期,或本公司書面通知賣方的其他日期; |
| 「先決條件」 | 指 | 完成收購事項的先決條件; |
| 「關連人士」 | 指 | 具有上市規則所賦予的涵義; |
| 「代價」 | 指 | 本公司就收購事項應付的總代價人民幣21,603,729元(相等於約24,412,214港元); |
| 「代價股份」 | 指 | 本公司於完成時向賣方配發及發行的2,789,967股新合併股份(假設股份合併生效)或139,498,364股新現有股份(假設股份合併未生效),用以償付代價; |
| 「控股股東」 | 指 | 具有上市規則所賦予的涵義; |
| 「合併股份」 | 指 | 緊接股份合併生效後,本公司每股面值0.0625港元的普通股; |
| 「齒科業務」 | 指 | 具有本公告「進行收購事項之理由及裨益」一節所賦予的涵義; |
| 「董事」 | 指 | 本公司董事; |
| 「東方」 | 指 | 東方醫藥,隸屬中國醫藥營銷聯盟的專業醫藥營銷網站,主要為醫藥行業提供產品推廣、資訊交流等電商服務; |

| | | |
|------------------------|---|---|
| 「東莞誠合」 | 指 | 誠合實業發展(東莞)有限公司，一家於中國成立的有限公司，持有佳兆業醫療投資100%股權； |
| 「經擴大集團」 | 指 | 經目標集團擴大後的本集團； |
| 「現有業務」 | 指 | 具有本公告「 進行收購事項之理由及裨益 」一節所賦予的涵義 |
| 「現有股份」 | 指 | 股份合併生效前，本公司每股面值0.00125港元的普通股； |
| 「財務顧問」或「 滋博資本 」 | 指 | 滋博資本有限公司，一家根據證券及期貨條例獲發牌可進行第1類(證券交易)及第6類(就企業融資提供意見)受規管活動的法團，為本公司的財務顧問； |
| 「中央結算系統一般規則」 | 指 | 規管中央結算系統使用的條款及條件(經不時修訂或修改)，在文義許可的情況下包括中央結算系統運作程序； |
| 「本集團」 | 指 | 完成前的本公司及其附屬公司； |
| 「健康業務」 | 指 | 具有本公告「 進行收購事項之理由及裨益 」一節所賦予的涵義； |
| 「香港財務報告準則」 | 指 | 香港財務報告準則； |
| 「香港結算」 | 指 | 香港證券結算有限公司； |
| 「港元」 | 指 | 香港法定貨幣港元； |
| 「香港」 | 指 | 中國香港特別行政區； |

| | | |
|-----------------|---|---|
| 「獨立董事委員會」 | 指 | 由董事會設立、由全體三名獨立非執行董事組成的獨立董事委員會，以就收購事項向獨立股東提供意見； |
| 「獨立財務顧問」或「軟庫中華」 | 指 | 軟庫中華香港證券有限公司，一家根據證券及期貨條例獲發牌可進行第6類(就企業融資提供意見)受規管活動的法團，為獨立董事委員會及獨立股東就有關收購事項的獨立財務顧問； |
| 「獨立股東」 | 指 | 於股東特別大會上將提呈的決議案擁有重大權益，根據上市規則須就有關決議案放棄投票的股東以外的股東； |
| 「IQVIA」 | 指 | IQVIA HOLDINGS INC.，一家於特拉華州註冊成立、股份於紐約證券交易所上市的公司(NYSE: IQV)，為生命科學行業提供全球先進分析、技術解決方案及臨床研究服務； |
| 「發行價」 | 指 | 假設股份合併生效，每股代價股份8.75港元，及假設股份合併未生效，每股代價股份0.175港元； |
| 「佳兆業集團」 | 指 | 佳兆業集團控股有限公司，一家於開曼群島註冊成立的獲豁免有限公司，其股份於聯交所主板上市(股份代號：1638)； |
| 「佳兆業醫療投資」 | 指 | 佳兆業醫療投資(深圳)有限公司，一家於中國成立的有限公司，直接持有項目公司54.84%股權； |
| 「佳兆業深圳」 | 指 | 佳兆業集團(深圳)有限公司，一家於中國成立的有限公司； |

| | | |
|----------|---|---|
| 「上市委員會」 | 指 | 聯交所上市委員會； |
| 「上市規則」 | 指 | 聯交所證券上市規則； |
| 「最後截止日期」 | 指 | 二零二六年十二月三十一日，或賣方與本公司書面協定的較後日期； |
| 「管理層」 | 指 | 目標集團管理層； |
| 「醫保目錄」 | 指 | 由國家醫保局及人力資源和社會保障部頒佈、於二零二四年十一月二十七日生效並於二零二五年一月六日修訂的《國家基本醫療保險、工傷保險和生育保險藥品目錄》，列明可納入全國報銷的藥品類別、價格、報銷比例及報銷範圍，每年調整一次； |
| 「米內網」 | 指 | 米內網，國內領先的醫藥健康資訊平台，為醫藥行業專業人士提供全面醫藥健康資訊，包括醫藥資訊、招聘、研發、展會及數據等； |
| 「民生銀行」 | 指 | 中國民生銀行股份有限公司深圳分行； |
| 「民生銀行擔保」 | 指 | 具有本公告「目標集團之財務擔保及主要負債」一節所賦予的涵義； |
| 「民生銀行貸款」 | 指 | 具有本公告「目標集團之財務擔保及主要負債」一節所賦予的涵義； |
| 「郭先生」 | 指 | 郭英成先生，執行董事及佳兆業集團執行董事； |
| 「陳女士」 | 指 | 陳娥女士，郭先生的配偶； |

| | | |
|------------|---|---|
| 「國家基本藥物目錄」 | 指 | 由國家衛生健康委員會及國家中醫藥管理局頒佈的《國家基本藥物目錄》，主要為滿足基本醫療需求、劑型適宜、價格合理、保障供應的基本藥物清單。國家衛生健康委員會對各級公立醫院的配備要求（即醫院使用的基本藥物數量佔醫院用藥總數的比例）為：基層醫療機構不低於90%，二級醫院不低於80%，三級醫院不低於60%； |
| 「國家重點監控目錄」 | 指 | 由國家衛生健康委員會發佈的國家重點監控目錄，作為「限制使用」的監管工具； |
| 「國家醫保局」 | 指 | 國家醫療保障局； |
| 「國家藥監局」 | 指 | 國家藥品監督管理局； |
| 「中國」 | 指 | 中華人民共和國； |
| 「項目業務」 | 指 | 項目集團開展的業務，詳情載於本公告「關於目標集團之資料－項目業務」一節； |
| 「項目公司」 | 指 | 青海製藥有限公司，一家於中國成立的有限公司； |
| 「項目集團」 | 指 | 項目公司及其附屬公司； |
| 「申報會計師」 | 指 | 中審眾環（香港）富信會計師事務所有限公司（前稱為永拓富信會計師事務所有限公司）； |
| 「人民幣」 | 指 | 中國法定貨幣人民幣； |

| | | |
|-----------|---|---|
| 「睿鴻擔保」 | 指 | 具有本公告「目標集團之財務擔保及主要負債」一節所賦予的涵義； |
| 「睿鴻判決」 | 指 | 深圳市中級人民法院作出的判決，判令(其中包括)佳兆業醫療投資須根據睿鴻擔保作為擔保人承擔連帶責任； |
| 「睿鴻置業」 | 指 | 深圳市睿鴻置業發展有限公司，一家於中國成立的有限公司，為賣方及／或其附屬公司的債權人； |
| 「銷售股份」 | 指 | 目標公司全部已發行股本； |
| 「證券及期貨條例」 | 指 | 香港法例第571章《證券及期貨條例》； |
| 「股東特別大會」 | 指 | 本公司將根據上市規則召開的股東特別大會，以審議及批准(其中包括)收購事項、建議授予特定授權、配發及發行代價股份及股份合併； |
| 「股份」 | 指 | 現有股份或合併股份(視情況而定)； |
| 「股份合併」 | 指 | 建議將每五十(50)股現有股份合併為一(1)股合併股份； |
| 「股東」 | 指 | 股份持有人； |
| 「誠合有限公司」 | 指 | 誠合有限公司，一家於香港註冊成立的有限公司，於該協議日期由目標公司全資擁有； |
| 「特定授權」 | 指 | 董事會將於股東特別大會上向獨立股東尋求的特定授權，以配發及發行代價股份； |
| 「平方米」 | 指 | 平方米； |

| | | |
|---------------------|---|--|
| 「聯交所」 | 指 | 香港聯合交易所有限公司； |
| 「目標公司」 | 指 | 崇興有限公司，一家於英屬維爾京群島註冊成立的有限公司，於本公告日期由賣方全資擁有； |
| 「目標集團」 | 指 | 目標公司及其附屬公司，包括項目集團及目標控股公司； |
| 「目標控股公司」 | 指 | 目標公司、誠合、東莞誠合及佳兆業醫療投資的統稱； |
| 「目標控股公司財務責任」 | 指 | 具有本公告「目標集團之財務擔保及主要負債」一節所賦予的涵義； |
| 「估值」 | 指 | 目標公司100%已發行股本的公平值估值； |
| 「估值日期」 | 指 | 具有本公告「收購事項」一節所賦予的涵義； |
| 「估值師」 | 指 | 香港評值國際有限公司，獨立專業估值師； |
| 「賣方」 | 指 | 益旺發展有限公司，一家於英屬維爾京群島註冊成立的有限公司，於本公告日期為佳兆業集團的全資附屬公司； |
| 「世界衛生組織」 | 指 | 世界衛生組織； |
| 「藥智」 | 指 | 藥智，中國醫藥健康產業大數據服務平台，整合全球醫藥情報，擁有逾200個專業數據庫，覆蓋研發、生產、營銷全產業鏈； |
| 「Ying Hua Holdings」 | 指 | Ying Hua Holdings Limited，一家於英屬維爾京群島註冊成立的有限公司，由KS Holdings 2 Limited全資擁有，而KS Holdings 2 Limited為一項全權信託之信託人，而郭先生為該全權信託之創辦人； |

「智研瞻」 指 智研瞻產業研究院，一家專注於中國市場研究及行業分析的諮詢機構；及

「%」 指 百分比。

就本公告而言，人民幣1.00元兌換1.13港元之匯率僅供說明（若適用），不構成任何聲明表示任何金額已按、可按或將按該匯率或任何其他匯率兌換。

* 中文名稱之英文譯文僅供參考，不應視為有關名稱之正式英文譯法。

承董事會命
佳兆業健康集團控股有限公司
主席
郭英成

香港，二零二六年三月十八日

於本公告刊登日期，董事會成員包括郭英成先生（主席）、羅軍先生、劉立好先生、羅婷婷女士、謝斌鴻先生及葉豪達先生六位執行董事，及劉彥文博士、呂愛平博士及李祉瑩女士三位獨立非執行董事。

附錄一 – 申報會計師報告

以下為本公司申報會計師中審眾環(香港)富信會計師事務所有限公司(前稱永拓富信會計師事務所有限公司)根據上市規則第14.60A(2)條的規定就估值出具的報告全文，以供納入本公告。

有關估值中與貼現未來估計現金流量相關的會計政策及計算的獨立鑑證報告

致佳兆業健康集團控股有限公司董事會

我們已檢查香港評值國際有限公司於二零二六年一月二十六日出具的Embrace Blossom Limited及其附屬公司(「目標集團」)於二零二五年十一月三十日的100%股權的市值估值(「估值」)中與貼現未來估計現金流量相關的會計政策及計算。基於貼現未來估計現金流量所作出的估值根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則(「上市規則」)第14.61條被視為盈利預測，並載入佳兆業健康集團控股有限公司(「貴公司」)於二零二六年三月十八日刊發的關於收購目標集團100%股權之非常重大收購及關連交易的公告(「該公告」)中。

董事就折現未來估計現金流量須承擔的責任

貴公司董事負責根據相關基準及假設(包括目標集團財務預測的歷史、現狀、未來前景及其性質(「假設」))編製折現未來估計現金流量。本公告「附錄三—估值報告」所列估值的編製基準在所有重大方面與貴公司所採用的會計政策一致。該項責任包括根據目標集團截至二零二三年及二零二四年十二月三十一日止年度及截至二零二五年十一月三十日止十一個月的管理賬目，為估值執行與編製折現未來估計現金流量相關的適當程序，應用貴公司截至二零二四年十二月三十一日止年度經審核財務報表附註所採用的適當編製基準及會計政策，以及作出在有關情況下合理的估計。

我們的獨立性及質量管理

我們已遵守香港會計師公會（「香港會計師公會」）頒佈的「專業會計師職業道德守則」的獨立性及其他職業道德規範，而該守則以誠信、客觀、專業能力及應有謹慎、保密及專業操守作為基本原則而制定。

本會計師行應用香港會計師公會頒佈的香港質量控制準則第1號「會計師事務所對執行財務報表審計或審閱、或其他鑑證或相關服務業務實施的質量管理」，該準則要求會計師行設計、實施及運行質量管理系統，包括有關遵從職業道德規範、專業準則及適用法律法規規定的成文政策及程序。

申報會計師的責任

我們的責任為根據上市規則第14.60A(2)段規定，就所採用的會計政策，以及基於目標集團截至二零二三年及二零二四年十二月三十一日止年度及截至二零二五年十一月三十日止十一個月的管理賬目所計算的折現未來估計現金流量發表意見，並僅向閣下（作為整體）報告，除此之外我們的報告別無其他目的。我們並不就本報告的內容對任何其他人士負責或承擔任何責任。

我們按照香港會計師公會頒佈的香港鑑證業務準則第3000號（經修訂）「審核或審閱歷史財務數據以外的鑑證業務」執行工作。該準則要求我們計劃及執行我們的工作以出具意見。

此鑒證業務涉及實施程序，以獲取有關折現未來估計現金流量是否，就有關會計政策及計算而言，在所有重大方面已根據假設及貴公司截至二零二四年十二月三十一日止年度經審核財務報表附註所採用的會計政策適當編製的充分適當的證據。在我們的工作範圍內，我們的工作已包括根據此等基準和假設覆核折現未來估計現金流量的數學計算和編製。

折現未來估計現金流量乃根據一系列假設編製，有關假設包括對未來事件及管理層行動的假設性判斷，有關假設不可能以與過往結果相同的方法予以確定和核實，且並非均可必然發生。即使上述帶有假設性質的預料事項發生，實際結果亦很大機會因其他預料事項經常不如預期地發生及其變化可能重大而與折現未來估計現金流量存有差異。我們不是對編製折現未來估計現金流量所基於的假設的適當性和有效性作出報告，以及我們的工作亦不構成任何估值。

我們相信，我們獲取的證據是充分、適當的，為發表意見提供了基礎。

意見

我們認為，基於以上所述，就有關會計政策及計算而言，根據目標集團截至二零二三年及二零二四年十二月三十一日止年度及截至二零二五年十一月三十日止十一個月的管理賬目編製的折現未來估計現金流量，已在所有重大方面根據假設適當編製，且其編製基準在所有重大方面與 貴公司截至二零二四年十二月三十一日止年度經審核財務報表附註所採用的會計政策一致。

中審眾環(香港)富信會計師事務所有限公司
(前稱為永拓富信會計師事務所有限公司)
執業會計師

香港灣仔
皇后大道東213號
胡忠大廈27樓2室

李恩輝
執業證書編號：P06078
香港，二零二六年三月十八日

附錄二 – 財務顧問函件

以下為財務顧問根據上市規則第 14.60A(3)條的規定就估值出具的函件全文，以供納入本公告。



敬啟者：

茲提述(i)佳兆業健康集團控股有限公司(「貴公司」)於同日發佈的公告(「該公告」)；及(ii)由估值師就目標公司100%股權於二零二五年十一月三十日之市值編製的估值報告(「估值報告」)，有關報告全文載於該公告附錄三。除文義另有所指外，本函件所用詞彙與該公告所界定者具有相同涵義。

根據上市規則第14.61條，基於折現未來估計現金流量編製的估值被視為盈利預測(「盈利預測」)，因此上市規則第14.60A條之規定適用於本公告。

本函件乃根據上市規則第14.60A(3)條之規定發出。

為發出本函件，吾等以 貴公司財務顧問之身份已進行以下盡職審查工作：

- (i) 審閱估值及盈利預測(即估值報告附錄一所載之折現未來估計現金流量)；
- (ii) 與 貴公司管理層及估值師進行審閱及討論，並取得與估值方法、估值及盈利預測所依據的基準及假設相關的證明文件；

- (iii) 考慮中審眾環(香港)富信會計師事務所有限公司(前稱為永拓富信會計師事務所有限公司)於同日向閣下發出有關盈利預測所採用之會計政策及計算的函件，該函件指出，就相關會計政策及計算而言，盈利預測已根據閣下所作出的假設妥為編製；及
- (iv) 與估值師進行審閱及討論，並取得估值師資格及經驗的證明文件。吾等注意到：(a)估值師為香港領先的估值及諮詢服務供應商，由一組經驗豐富的專業人員營運，在編製符合聯交所要求之公開文件優質報告方面具備可靠往績記錄；(b)估值師具備進行類似估值的相關往績記錄；及(c)負責估值的估值師人員包括自二零零五年起進行各類目的之業務估值，並在交易服務方面擁有豐富經驗的黃瑋博士，以及具備逾10年估值經驗的馮力衡先生。

如估值報告「資料來源」一節所述，估值師依賴管理層提供的項目公司財務預測(「財務預測」)。財務預測已由貴公司董事審慎周詳審閱及確認。估值師已運用實體自由現金流量公式將財務預測調整為現金流量預測，有關詳情載於估值報告附錄一。有關財務預測之基準及假設，請參閱估值報告「收益法—收入預測／毛利率／淨利率」章節。吾等已審閱有關基準及假設。

基於上述情況，吾等信納，盈利預測及估值（閣下作為 貴公司董事須對此負全責）乃 閣下審慎周詳編製，估值報告所載有關折現未來估計現金流量的基準及假設乃審慎及客觀地按合理基準作出。吾等亦信納，估值師具備適當的資格及經驗，擁有勝任估值所需的充足本地現行知識、專業技能及理解能力，可合理依賴估值師的工作。

吾等就發表上述意見而進行的工作僅為根據上市規則第14.60A(3)條向 閣下作出報告，除此之外並無其他目的。本函件（不論是全部或其中部分）不得被任何一方使用、披露、提述或傳遞以用作任何其他用途，惟獲得吾等事先書面批准則作別論。吾等不會向任何其他人士承擔吾等的工作所涉及、產生或相關的任何責任。

此致

香港中環
皇后大道中99號
中環中心30樓
佳兆業健康集團控股有限公司
董事會 台照

代表
宏博資本有限公司

董事總經理
蔡丹義
謹啟

二零二六年三月十八日

附錄三 – 估值報告

以下為估值師香港評值國際有限公司就目標公司100%股權出具的估值報告全文，以供納入本公告。

我方參考號：B05225

敬啟者：

茲應佳兆業健康集團控股有限公司（「貴集團」或「客戶」）之要求及授權，吾等獲聘對Embrace Blossom Limited（「目標公司」，連同其附屬公司統稱「目標集團」）的100%股權於二零二五年十一月三十日（「估值日期」）之市值進行評估。吾等知悉 貴集團計劃收購目標公司之股權（「收購事項」），而吾等之估值結果可能被用作釐定收購事項代價之參考。本報告擬用作客戶刊發公告及通函之披露依據。

儘管客戶擬收購目標公司的全部權益，但客戶透過收購事項實際上是收購項目公司（定義見下文）的54.84%權益。本估值報告列明標的資產、闡述估值基準及假設、解釋所採用之估值方法，並載列吾等之價值結論。

就本估值而言，以下詞彙定義如下：

*市值*之定義為預期財產將由自願買家及自願賣家在並無強迫性，並各自對所有有關事實具有合理認知之情況下進行交易之估計金額。

*業務企業*之定義為一項持續業務之所有有形資產（樓宇、機器及設備）、長期投資、營運資金淨額及無形資產之總和。另外，業務企業相當於業務之已投資資本，即股東權益及長期債務之價值總和。*股權價值*指業務對其全體股東之價值。

本報告之擬定使用者為客戶，以及香港評值國際有限公司明確認可之其他人士及實體（如有）。

吾等已根據國際估值標準委員會頒佈之國際估值標準（「**IVS**」）對目標公司之市值進行估值。

緒言

佳兆業健康集團控股有限公司

佳兆業健康集團控股有限公司（「**貴集團**」或「**客戶**」）為香港聯合交易所有限公司上市公司（股份代號：876）。

目標公司

目標公司為 Embrace Blossom Limited，一家於英屬維爾京群島註冊成立的私人控股公司。目標公司持有誠合有限公司（「**誠合**」）全部已發行股本，誠合持有誠合實業發展（東莞）有限公司（「**東莞誠合**」）99%股權，東莞誠合直接持有佳兆業醫療投資（深圳）有限公司（「**佳兆業醫療投資**」）100%股權，而佳兆業醫療投資則直接持有青海製藥有限公司（「**項目公司**」，連同其附屬公司統稱「**項目集團**」）54.84%股權。目標公司、誠合、東莞誠合及佳兆業醫療投資（統稱「**目標控股公司**」）均為投資控股公司，並無實質經營業務；目標集團持有之主要資產為項目集團，而目標集團之主要業務為項目集團所經營之業務，目標控股公司持有項目集團54.84%股權。項目公司為一家位於中國的藥品生產商，主要從事麻醉藥品及藥品的研發、生產及銷售，亦為兩大主要原料藥（「**原料藥**」）供應商之一。項目集團於中國青海省設有生產中心，包括六間加工原材料及合成藥品的車間、一間專注新藥研發及測試的主要研發設施，以及辦公室及倉儲設施等其他配套設施，總佔地面積30,200平方米。

資料來源

吾等於進行本估值時依賴以下內部及外部資料：

- 來自彭博之可資比較公司財務數據；
- 由目標集團管理層（「**管理層**」）提供之目標公司及其附屬公司財務報表；

- 由管理層提供之財務預測；
- 與管理層之討論。

吾等亦自公開來源取得宏觀經濟及行業資料，包括中國國家統計局、彭博、國務院新聞辦公室、Trading Economics及Statista。

工作範圍

本次估值之主要目的為估算目標公司之市值。吾等已執行下列程序：

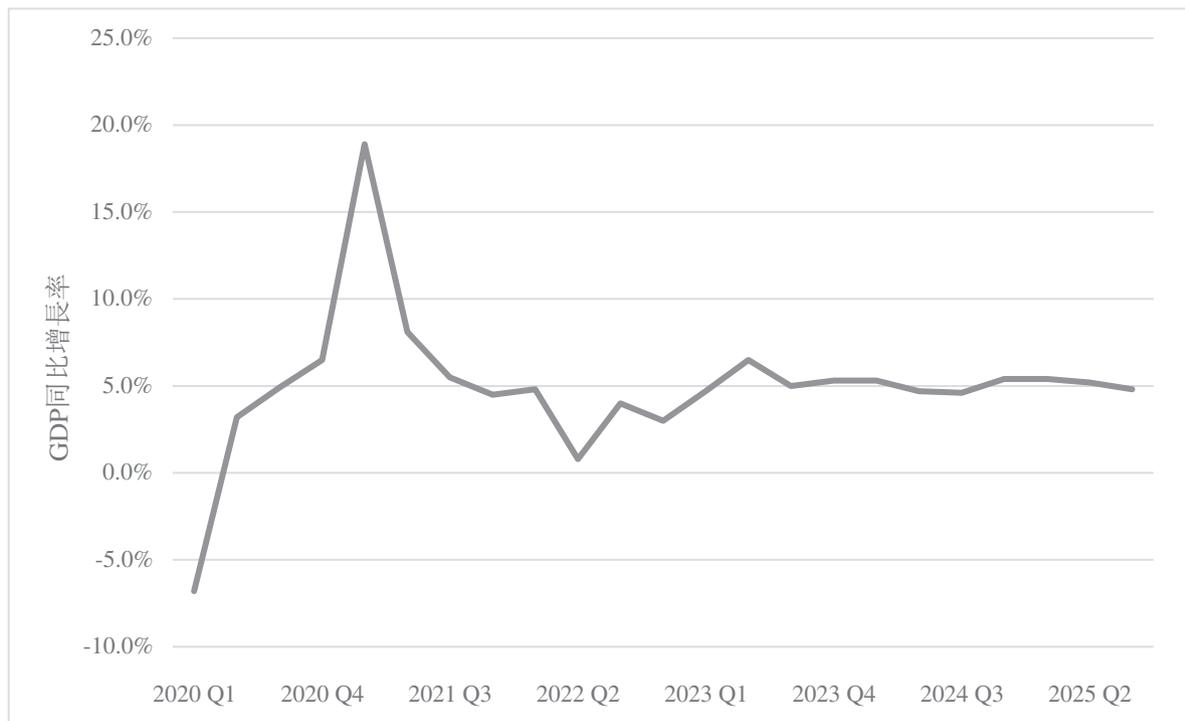
- 與管理層進行討論，以瞭解項目集團之業務經營狀況；
- 檢視其歷史表現，並評估管理層所提供之目標公司與項目公司財務預測之合理性；
- 採用收益法對項目公司進行估值分析；
- 彙整說明吾等的調查結果(包括估值假設)與估值結果；
- 完成目標公司之估值報告。

經濟概覽

中國宏觀經濟狀況

國內生產總值(GDP)用以衡量一個國家於特定期間內所有最終產品及服務之總價值。中國二零二五年第三季度名義國內生產總值(「GDP」)按年增長4.8%，略高於二零二四年第三季度之增長率。增長型行業於二零二五年表現良好，尤以製造業為甚。整體而言，自二零二三年起GDP增長率相對穩定。

圖1：中國各個年度的GDP同比增長率(二零二零年第一季度至二零二五年第三季度)



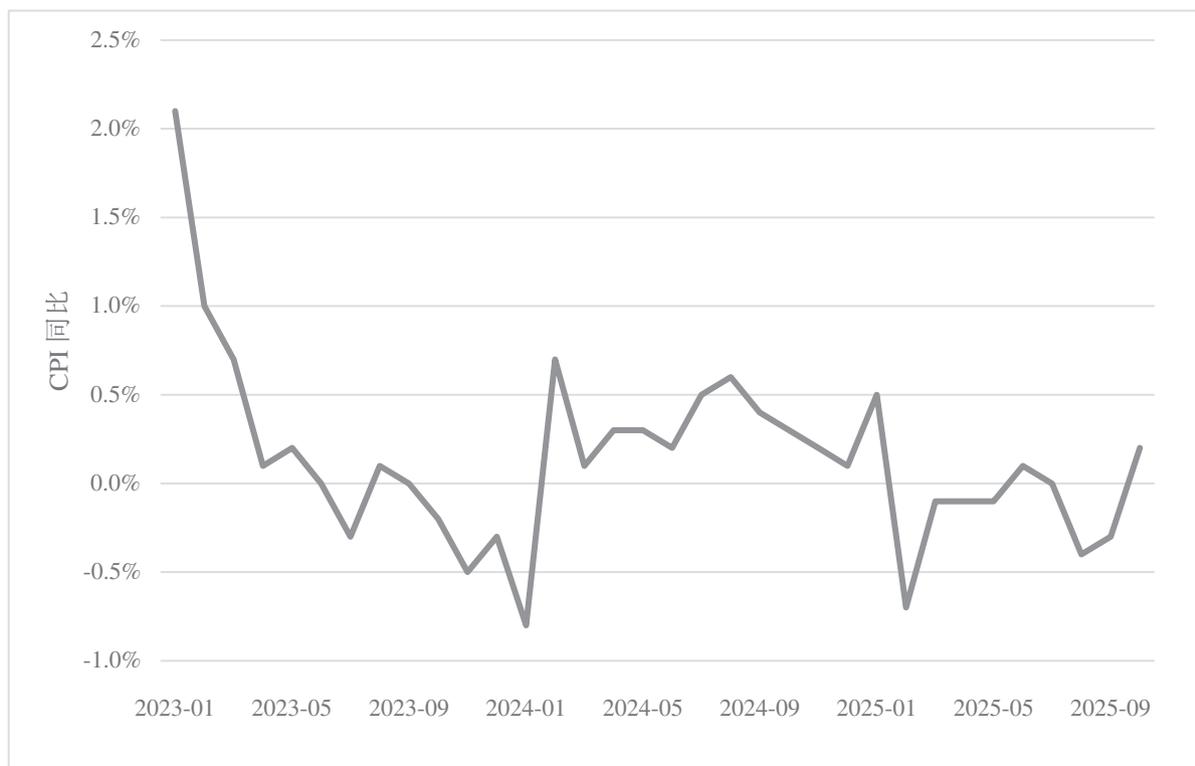
資料來源：Trading Economics

中國政府已將二零二五年GDP增長目標定為約5%，與上一年度目標一致。儘管經濟已從新冠疫情中復甦，但鑒於潛在的國際衝突及貿易摩擦，實現該GDP增長目標仍具挑戰。

政府正實施多項措施刺激經濟，包括刺激消費政策、放寬樓市限購及實施寬鬆貨幣政策。然而，挑戰仍然存在，尤其是房地產行業持續拖累經濟表現。

消費物價指數(「CPI」)亦稱通脹，用以衡量基於一籃子代表性商品及服務的消費價格水平於一段時間的整體變動情況。

圖2：中國二零二三年一月至二零二五年十月通脹率



資料來源：Trading Economics

根據最新數據，中國居民消費物價指數(CPI)由二零二三年年初超過2%的通脹率，回落至二零二五年六月的0.2%。這顯示消費市場整體平穩，物價保持穩定。在消費品補貼支持下，非食品價格有所回升，居住、衣着、醫療保健及教育價格進一步上漲。同時，交通成本跌幅放緩。食品方面，價格跌幅擴大，為五個月以來最大跌幅。¹值得注意的是，中國上半年曾連續數月出現CPI負增長。未來可能需要進一步放寬貨幣政策，以應對潛在的通縮風險。

在失業率方面，中國調查失業率由二零二二年十二月的5.5%降至二零二五年六月的5%，為六個月以來最低水平。於最新報告期，全國31個主要城市的城鎮調查失業率為5.2%，較六月上升0.2個百分點，但較二零二四年七月輕微回落0.1個百分點。全國企業員工平均每周工作時間保持在48.5小時的穩定水平。一月至七月，全國城鎮調查失業率平均維持在5.2%，顯示勞動力市場整體穩定。²有關數據反映中國勞動力市場及各地區就業狀況保持平穩。

¹ 國家統計局

² Trading Economic

歷史財務資料披露

目標公司財務報表

為進行本估值，管理層已提供與業務經營及資產相關的歷史財務報表、前瞻性財務預測及其他記錄與文件。吾等已獲取目標公司及項目公司截至二零二三年及二零二四年十二月三十一日止兩個年度及截至二零二五年十一月三十日止十一個月的管理賬目，以及二零二五年十二月至二零三四年的財務預測。目標公司及項目公司截至二零二三年及二零二四年十二月三十一日止兩個年度及截至二零二五年十一月三十日止十一個月的管理賬目，乃根據《公司收購及合併守則》（「收購守則」）第10條予以呈報。二零二五年十二月至二零三四年的財務預測乃由申報會計師及財務顧問根據收購守則第10條予以呈報。

下表概述目標公司之財務報表(綜合)：

綜合收益表(人民幣)

| | 未經審核 管理賬目 截至 二零二三年 十二月三十一日 止年度 | 未經審核 管理賬目 截至 二零二四年 十二月三十一日 止年度 | 未經審核 管理賬目 截至 二零二五年 十一月三十日 止十一個月 |
|--------------|---|---|--|
| 收入 | 455,135,000 | 495,957,000 | 494,737,000 |
| 減：收入成本(COGS) | <u>(225,049,000)</u> | <u>(300,810,000)</u> | <u>(287,814,000)</u> |
| 毛利(GP) | 230,086,000 | 195,147,000 | 206,923,000 |
| 減：經營開支 | | | |
| 減值虧損 | 5,669,000 | (1,103,000) | (3,000,000) |
| 銷售開支 | (106,876,000) | (71,161,000) | (65,356,000) |
| 管理開支 | <u>(65,426,000)</u> | <u>(63,718,000)</u> | <u>(59,921,000)</u> |
| 經營收入 | 63,453,000 | 59,165,000 | 78,646,000 |
| 減：其他開支 | (13,545,000) | (9,415,000) | (597,579,000) |
| 非經營開支 | <u>(25,542,000)</u> | <u>(26,580,000)</u> | <u>(25,032,000)</u> |
| 息稅前利潤(EBIT) | 25,366,000 | 23,170,000 | (543,965,000) |
| 加：利息收入／(開支) | <u>(25,522,000)</u> | <u>(34,909,000)</u> | <u>(31,174,000)</u> |
| 稅前利潤(EBT) | (156,000) | (11,739,000) | (575,139,000) |
| 減：所得稅開支 | <u>(491,000)</u> | <u>470,000</u> | <u>(4,398,000)</u> |
| 淨利潤(NP) | <u><u>(647,000)</u></u> | <u><u>(11,269,000)</u></u> | <u><u>(579,537,000)</u></u> |

綜合資產負債表(人民幣)

| | 未經審核 管理賬目 於二零二三年 十二月三十一日 | 未經審核 管理賬目 於二零二四年 十二月三十一日 | 未經審核 管理賬目 於二零二五年 十一月三十日 |
|----------------|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| 非流動資產 | | | |
| 物業、廠房及設備 | 234,258,000 | 240,032,000 | 245,022,000 |
| 使用權資產 | 12,301,000 | 12,022,000 | 11,801,000 |
| 投資物業 | 1,179,000 | 1,113,000 | 1,053,000 |
| 無形資產 | 155,358,000 | 124,814,000 | 98,377,000 |
| 商譽 | 473,857,000 | 473,857,000 | 473,857,000 |
| 遞延稅項資產 | 3,375,000 | 3,985,000 | 3,317,000 |
| | <u>880,328,000</u> | <u>855,823,000</u> | <u>833,427,000</u> |
| 流動資產 | | | |
| 存貨 | 205,632,000 | 215,892,000 | 172,241,000 |
| 貿易及其他應收款項 | 71,690,000 | 56,503,000 | 164,655,000 |
| 應收同系附屬公司款項 | 42,218,000 | 266,000 | 266,000 |
| 銀行結餘及現金 | 70,244,000 | 157,774,000 | 30,425,000 |
| | <u>389,784,000</u> | <u>430,435,000</u> | <u>367,587,000</u> |
| 總資產 | <u><u>1,270,112,000</u></u> | <u><u>1,286,258,000</u></u> | <u><u>1,201,014,000</u></u> |
| 非流動負債 | | | |
| 長期借款 | 196,000,000 | – | 326,300,000 |
| 遞延收入 | 44,032,000 | 36,199,000 | 29,417,000 |
| | <u>240,032,000</u> | <u>36,199,000</u> | <u>355,717,000</u> |
| 流動負債 | | | |
| 短期借款 | 229,300,000 | 421,300,000 | 45,000,000 |
| 貿易及其他應付款項 | 235,042,000 | 318,873,000 | 307,712,000 |
| 應付同系附屬公司款項 | 224,197,000 | 179,465,000 | 179,468,000 |
| 估計負債 | 1,338,000 | 139,492,000 | 136,441,000 |
| 財務擔保 | 125,632,000 | – | 600,000,000 |
| 應付稅項 | 1,398,000 | 1,122,000 | 9,226,000 |
| | <u>816,907,000</u> | <u>1,060,252,000</u> | <u>1,277,847,000</u> |
| 股東權益 | | | |
| 貴公司擁有人應佔權益 | (5,654,000) | (34,008,000) | (642,366,000) |
| 非控股權益 | 218,827,000 | 223,815,000 | 209,816,000 |
| | <u>213,173,000</u> | <u>189,807,000</u> | <u>(432,550,000)</u> |
| 負債及股東權益 | <u><u>1,270,112,000</u></u> | <u><u>1,286,258,000</u></u> | <u><u>1,201,014,000</u></u> |

下表概述項目公司之財務報表：

收益表(人民幣)

| | 未經審核 管理賬目 截至 二零二三年 十二月三十一日 止年度 | 未經審核 管理賬目 截至 二零二四年 十二月三十一日 止年度 | 未經審核 管理賬目 截至 二零二五年 十一月三十日 止十一個月 |
|--------------|---|---|--|
| 收入 | 455,134,640 | 495,956,707 | 494,737,175 |
| 減：收入成本(COGS) | <u>(225,049,305)</u> | <u>(300,809,812)</u> | <u>(287,813,721)</u> |
| 毛利(GP) | 230,085,336 51% | 195,146,895 39% | 206,923,454 42% |
| 減：經營開支 | | | |
| 銷售開支 | (106,875,219) | (71,161,228) | (65,355,687) |
| 管理開支 | <u>(46,685,556)</u> | <u>(60,090,071)</u> | <u>(60,821,245)</u> |
| 經營收入 | 76,524,561 | 63,895,596 | 80,746,522 |
| 加：其他收入 | | | |
| 非經營收入 | 1,851,710 | 5,968,755 | 4,823,552 |
| 減：其他開支 | | | |
| 非經營開支 | <u>(3,353,759)</u> | <u>(2,915,537)</u> | <u>(4,948,722)</u> |
| 息稅前利潤(EBIT) | 75,022,512 16% | 66,948,814 13% | 80,621,352 16% |
| 加：利息收入／(開支) | <u>1,814,420</u> | <u>1,278,675</u> | <u>1,316,265</u> |
| 稅前利潤(EBT) | 76,836,932 | 68,227,489 | 81,937,616 |
| 減：所得稅開支 | <u>(9,195,593)</u> | <u>(7,363,837)</u> | <u>(11,179,548)</u> |
| 淨利潤(NP) | <u><u>67,641,339</u></u> | <u><u>60,863,653</u></u> | <u><u>70,758,068</u></u> |

資產負債表(人民幣)

| | 未經審核 管理賬目 於二零二三年 十二月三十一日 | 未經審核 管理賬目 於二零二四年 十二月三十一日 | 未經審核 管理賬目 於二零二五年 十一月三十日 |
|----------------|-----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|
| 非流動資產 | | | |
| 投資房地產 | 1,178,513 | 1,112,935 | 1,052,821 |
| 物業、廠房及設備 | 42,549,424 | 41,729,549 | 44,836,453 |
| 在建工程 | 174,224,175 | 181,535,699 | 184,076,048 |
| 無形資產 | 9,011,956 | 8,807,139 | 8,619,390 |
| 遞延稅項資產 | 3,375,200 | 3,985,397 | 3,317,061 |
| | <u>230,339,267</u> | <u>237,170,717</u> | <u>241,901,774</u> |
| 流動資產 | | | |
| 現金及現金等價物 | 70,231,906 | 157,768,936 | 30,202,808 |
| 應收票據及應收賬款 | 67,254,471 | 33,191,437 | 116,696,098 |
| 預付款項 | 3,344,644 | 19,997,122 | 42,323,473 |
| 其他應收款項 | 1,081,246 | 2,002,785 | 4,324,545 |
| 存貨 | 205,632,306 | 215,891,741 | 172,241,223 |
| 應收同系附屬公司款項 | 6,540,000 | – | 39,520 |
| | <u>354,084,573</u> | <u>428,852,021</u> | <u>365,827,668</u> |
| 總資產 | <u><u>584,423,840</u></u> | <u><u>666,022,738</u></u> | <u><u>607,729,442</u></u> |
| 非流動負債 | | | |
| 專項應付賬款 | <u>121,484,651</u> | <u>121,484,651</u> | <u>121,484,651</u> |
| | 121,484,651 | 121,484,651 | 121,484,651 |
| 流動負債 | | | |
| 應付票據及應付賬款 | 32,776,303 | 42,923,775 | 24,922,189 |
| 預付收入 | 5,149,463 | 43,454,350 | 37,311,319 |
| 應繳/(應退)稅項 | 1,398,101 | 1,122,075 | 9,226,369 |
| 其他應付款項 | 38,272,937 | 25,726,732 | 21,128,904 |
| 應付薪金 | 9,577,899 | 9,943,752 | 2,072,414 |
| 應計費用 | 6,509,497 | 14,979,324 | 8,282,000 |
| | <u>93,684,199</u> | <u>138,150,010</u> | <u>102,943,194</u> |
| 股東權益 | | | |
| 股本 | 100,000,000 | 100,000,000 | 100,000,000 |
| 公積金 | <u>269,254,990</u> | <u>306,388,077</u> | <u>283,301,596</u> |
| | 369,254,990 | 406,388,077 | 383,301,596 |
| 負債及股東權益 | <u><u>584,423,840</u></u> | <u><u>666,022,738</u></u> | <u><u>607,729,442</u></u> |

估值基準及假設

吾等按市值之前提對項目公司進行估值。市值之定義為預期財產將由自願買家及自願賣家在並無強迫性，並各自對所有有關事實具有合理認知之情況下進行交易之估計金額。

吾等之調查包括與管理層就項目公司的歷史、現況、未來展望及業務性質進行討論、審閱管理層提供的項目公司財務預測（「財務預測」）、審閱目標公司及項目公司的歷史綜合財務報表，以及管理層提供的其他相關文件。在得出價值意見時，吾等依賴有關預測、記錄及文件，以及來自彭博等公開來源的財務及業務資料。吾等已與管理層討論編製財務預測所依據的基準與假設，以及與目標公司及項目公司相關的其他資料。吾等假設向吾等提供的有關資料及陳述均屬真實準確。吾等採用之估值程序符合公認估值程序及慣例。在得出價值意見前，吾等已考慮以下主要因素：

- 項目公司及其附屬公司之基本情況，項目公司為中國境內之藥品生產企業，主要從事麻醉藥品與藥品之研發、生產及銷售；
- 項目公司及其附屬公司所經營業務的性質及前景；
- 項目公司及其附屬公司的財務狀況及盈利能力；
- 整體經濟展望，以及影響項目公司及其附屬公司業務、所處行業及市場的特定經濟與競爭因素；
- 項目公司及其附屬公司的資產、負債及過往經營業績；
- 項目公司及其附屬公司於中國所處行業的性質、監管框架及前景；
- 目標市場的發展潛力，本項目中主要為中國市場；

- 管理層提供的綜合財務報表及其他資料；
- 項目公司及其附屬公司的業務風險及經營上的固有不確定因素；及
- 管理層提供的財務預測。

由於項目公司經營環境持續變動，吾等須訂立多項假設，以充分支持價值結論。本估值採用有關項目公司未來營運之假設如下：

- 項目公司及其附屬公司經營所在之中國現有政治、法律、財政及經濟狀況將不會出現重大變動；
- 中國現行稅法將不會出現重大變動，應繳稅率維持不變，且將遵守所有適用法律法規；
- 匯率及利率將與現行水平無重大差異；
- 中國勞動市場狀況將與現行水平無重大差異；
- 項目公司及其附屬公司將保留勝任之管理層、核心人員及技術人員，以執行其營運計劃；
- 根據管理層資料，項目公司過往並無出現融資問題。本估值中，預期未來可按項目公司及其附屬公司之預測營運增長獲得融資；
- 吾等注意到項目公司之藥品生產許可證須定期於監管機構審核通過後續期。現行藥品生產許可證由政府於二零二五年十一月十三日簽發，有效期至二零三零年十一月十二日。本估值中，吾等假設項目公司將按持續經營基準運作，且未來許可證將成功續期。管理層已確認有關續期具高度確定性，而項目公司歷來均能順利及無延誤地完成許可證續期。吾等注意到，於極少數情況下若藥品生產許可證未能續期，項目公司將無法有效經營業務。

就本估值而言，吾等已獲提供相關財務資料以及其他記錄及文件。吾等注意到，與目標集團相關之財務資料未經審核。於本報告日期，本報告所披露財務資料之經審核報告尚未取得，有關審核仍在審閱及簽署階段，正式審核報告將於稍後納入通函。讀者應注意，未經審核之財務資料可能須作日後審核調整，而吾等於本估值中已依賴有關未經審核財務資料。就此而言，財務顧問及申報會計師已就本報告所載未經審核財務資料發表意見。吾等並不就管理層所預測之結果能否實現提供保證，原因是事件及環境經常與預期有所出入，實際結果與預期結果可能出現重大差異，而預測結果能否實現取決於管理層之行動、計劃及假設。

估值方法

估值方法

吾等於釐定估值日期項目公司之*市值*時，已考慮三種公認估值方法，即*收益法*、*市場法*及*成本法*。由於各目標控股公司均為控股公司，目標公司之*市值*乃按項目公司之*市值*，就目標控股公司與項目公司無關之資產及未償還負債作出調整後計算。

*市場法*透過將資產與具價格資料之相同或可資比較資產進行比較，從而提供價值指標。*市場法*參考類似資產之近期成交價，並對指示市場價格進行調整，以反映估值資產相對於市場可資比較資產之狀況及效用。存在成熟二手市場之資產可採用此法估值。

*收益法*透過將未來現金流量折算為單一現值以提供價值指標。收益法下，資產價值參考其產生之收益、現金流量或成本節省額釐定，其基於知情買方不會支付高於同等風險下未來預期收益(收入)現值之原則。

*成本法*基於經濟原則，即買方不會支付高於購置或興建同等效用資產之成本(除非涉及額外時間、不便、風險或其他因素)。此法透過計算資產之現時重置成本或復制成本，並扣除實體折舊及各項相關貶值後提供價值指標。

估值方法之選擇

項目公司為製藥企業。製藥企業一般屬輕資產企業，其重大價值通常未能於資產負債表中反映。因此，採用成本法並非對項目公司相關業務進行估值之合適方法。故此，項目公司100%股權之市值乃透過應用隸屬收益法之貼現現金流量法（「**DCF**法」）釐定。

成本法適用於控股公司及擬進行清盤之公司。該方法並不重點考慮資產未來產生之收益，亦無法有效評估一項業務未能識別之無形資產價值。因此，業務涉及之無形資產越多，成本法之相關性越低，而其他方法之相關性則越高。於本案例中，成本法被視為不合適，因其並未直接納入該企業所產生經濟效益之相關資料。

市場法參考類似資產之近期成交價，並在必要及適用之情況下，按相對狀況及效用對市場價格作出調整。存在成熟二手市場之資產可採用該方法進行估值。

即使經過調整，市場法所使用之倍數仍將複雜資料過度簡化為單一或一系列數值，實際上忽視了影響公司內在價值之其他因素（例如增長或衰退）。因此，倍數未必為可靠之價值指標，有關比較亦不具足夠結論性。根據歷史數據，項目公司截至二零二四年十二月三十一日止年度較截至二零二三年十二月三十一日止年度的過去十二個月收入增長率為9%；截至二零二五年十二月三十一日止年度（基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及項目集團二零二五年十二月財務預測）較截至二零二四年十二月三十一日止年度的增長率為16%，有關增長率遠高於根據經濟合作與發展組織(OECD)資料顯示的中國預期CPI約2%的增幅。吾等亦將項目公司之增長率與其可資比較公司（可資比較公司之選擇載於本報告隨後章節）進行比較。可資比較公司截至二零二四年十二月三十一日之過去十二個月平均收入增長率為6.7%，截至二零二五年十一月三十日（可獲公開最新歷史數據日期）之平均收入增長率為1.3%，而項目公司於同期之收入增長率顯著高於可資比較公司。鑒於上述情況，吾等認為項目公司仍處於高速增長階段，而市場法未必能全面反映項目公司目前之實際狀況，因市場法並未充分考慮項目公司未來之經濟效益。因此，本估值採用收益法。

收益法將擁有權之預期定期收益轉化為價值指標。收益法下之常用方法及其主要參數如下：

- 傳統貼現現金流量分析(現金流量預測、WACC、最優資本結構、終值)(「**DCF法**」)；
- 調整現值法(全權益融資基準情景、稅盾、財務困境成本)(「**APV法**」)；及
- 盈利／現金流量資本化法(調整後盈利／現金流量、要求回報率、穩定增長率)。

於**DCF**法下，將預測現金流量貼現至估值日期，從而得出資產之現值。**DCF**法之主要步驟為：

- 就標的資產性質及估值任務選擇最合適之現金流量類別(即稅前或稅後、總現金流量或權益現金流量、實質或名義等)；
- 釐定預測現金流量之最合適明確期間(如有)；
- 編製該期間之現金流量預測；
- 釐定於明確預測期間(如有)結束時對項目公司計算終值是否合適，並就資產性質釐定合適之終值；
- 釐定合適之貼現率；及
- 將貼現率應用於預測未來現金流量(包括終值(如有))。

收益法

收益法－貼現現金流量法

吾等已根據管理層提供之財務預測及相關說明，採用收益法項下之貼現現金流量法（「**DCF**法」）。吾等透過貼現企業自由現金流量（「**FCFF**」，即扣除資本開支及營運資金需求後之剩餘現金流量），以估算項目公司之企業價值。

FCFF－企業自由現金流量

吾等透過貼現企業自由現金流量（「**FCFF**」）估算項目公司之企業價值，**FCFF**指扣除資本開支及營運資金需求後之剩餘現金流量。**FCFF**之計算公式為：淨利潤＋折舊＋稅後利息開支－資本開支－營運資金變動。**FCFF**與終值之和的現值即為*市值*之衡量指標。

基於**DCF**法之**FCFF**以加權平均資本成本（「**WACC**」）將歸屬於企業所有資金提供者之累計現金流量進行貼現。**DCF**模型之理論基礎為現值法則——任何資產之價值相等於其預期未來現金流量之現值，並按反映該等現金流量無法實現之風險的適當貼現率進行貼現。應用**DCF**法時有三項關鍵參數：i)可支持之現金流量預測；ii)預測期結束時之終值估計；及iii)用於將現金流量折算為現值之適當貼現率。

現金流量預測

吾等已透過應用**FCFF**公式，將財務預測調整為現金流量預測。**DCF**模型詳情參見附錄一。

收入預測

管理層預期，項目集團產品於二零二六年至二零三零年處於高增長階段，二零三一年至二零三四年處於成熟階段，並自二零三五年起處於穩定階段。根據管理層預期，項目公司二零二五年預計收入為人民幣573.20百萬元，二零二六年至二零三零年年度收入增長率為26%–28%（二零二五年為16%，二零二四年為9%），明細如下：

| 產品 | 二零二五年 (人民幣) | 二零二六年 (人民幣) | 增幅% | 二零二七年 (人民幣) | 增幅% | 二零二八年 (人民幣) | 增幅% | 二零二九年 (人民幣) | 增幅% | 二零三零年 (人民幣) | 增幅% |
|---------------------------------------|-----------------------|-----------------------|------------|-----------------------|------------|-------------------------|------------|-------------------------|------------|-------------------------|------------|
| 丁丙諾啡注射液 | 9,355,802.91 | 17,588,909.46 | 88% | 58,431,372.55 | 232% | 112,984,597.07 | 93% | 200,000,000.00 | 77% | 300,000,000.00 | 50% |
| 氫嗎啡酮注射液 | - | 6,371,681.42 | - | 15,355,752.22 | 141% | 55,444,338.88 | 261% | 119,444,145.28 | 115% | 200,000,000.00 | 67% |
| 鹽酸罌粟鹼片 | 70,479,717.70 | 94,485,476.00 | 34% | 125,156,600.77 | 32% | 185,726,938.60 | 48% | 271,030,244.91 | 46% | 500,000,000.00 | 84% |
| 鹽酸納洛酮注射液 | - | 20,000,000.00 | - | 20,000,000.00 | 0% | 20,000,000.00 | 0% | 20,000,000.00 | 0% | 20,000,000.00 | 0% |
| 核心產品小計 | 79,835,520.60 | 138,446,066.88 | 73% | 218,943,725.54 | 58% | 374,155,874.55 | 71% | 610,474,390.19 | 63% | 1,020,000,000.00 | 67% |
| 其他產品(例如酒石酸雙氫可待因片、那可丁片、烯丙嗎啡注射液及其他常規品種) | 493,365,606.66 | 583,861,743.86 | 18% | 691,164,115.99 | 18% | 790,782,162.62 | 14% | 880,646,297.39 | 11% | 888,634,480.10 | 1% |
| 總計 | 573,201,127.26 | 722,307,810.74 | 26% | 910,107,841.54 | 26% | 1,164,938,037.17 | 28% | 1,491,120,687.58 | 28% | 1,908,634,480.10 | 28% |

二零三一年至二零三四年之收入增長數據為推算得出，顯示項目公司正由高增長階段(二零二六年至二零三零年)過渡至成熟階段(二零三一年至二零三四年)，並最終自二零三五年起進入穩定階段，其收入增長大致與中國消費物價指數(「CPI」)增長保持一致。

如上文所述，項目集團旗下產品中共有四項核心產品，分別為丁丙諾啡注射液、氫嗎啡酮注射液、鹽酸罌粟鹼片及鹽酸納洛酮注射液。該等核心產品預期於二零二六年至二零三零年期間，合計帶來每年超過50%之大幅收入增長。其他產品亦預期於二零二六年至二零三零年期間持續帶來溫和收入增長(二零二六年為18%，至二零三零年放緩至1%)。

預期支撐二零二六年至二零三零年增長之產品詳情如下：

(1) 丁丙諾啡注射液 –

產品說明：

丁丙諾啡注射液透過作用於類阿片受體發揮鎮痛功效，臨床適用於治療各種急性及慢性疼痛，包括手術後疼痛、癌痛、燒傷疼痛及心絞痛。其呼吸抑制風險較低，成癮性亦低於傳統類阿片產品，令其臨床應用更安全可控。

現況：

該產品為市場現有產品，項目集團於二零二零年開始商業化。管理層估計，項目集團於二零二五年錄得該產品銷售額約人民幣9.4百萬元（基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月之未經審核管理賬目及二零二五年十二月之財務預測），較二零二四年銷售額約人民幣4.8百萬元增長約96%。

收入增長驅動因素：

(a) 預期納入關鍵目錄：

丁丙諾啡注射液已獲歐美多項權威行業指南及文獻列為一線用藥或推薦用藥，包括美國藥物濫用和精神衛生服務管理局於二零二一年發佈的《丁丙諾啡用於治療阿片類藥物使用障礙臨床指南》、加拿大成癮與精神衛生協會於二零二三年發佈的《加拿大阿片類藥物使用障礙臨床實踐指南》及歐洲藥品管理局於二零二二年發佈的《丁丙諾啡用於阿片類藥物依賴指南》，亦是美國、歐洲等海外地區最廣泛使用的阿片類藥物之一。丁丙諾啡自二零零五年起已被列入世界衛生組織示範基本藥物目錄。

然而，丁丙諾啡注射液目前尚未納入國家基本藥物目錄。根據中國國家衛生健康委員會於二零二五年九月就全國人大代表建議作出的回覆，《國家基本藥物目錄管理辦法(修訂草案)》(「該辦法」)已基本完成。該辦法規定，基本藥物遴選將以臨床首選為原則，並參考(其中包括)國際經驗等因素。鑑於丁丙諾啡已列入世界衛生組織示範基本藥物目錄，且丁丙諾啡注射液已獲美國、歐洲、英國等國家及地區權威機構高度推薦為臨床首選藥物，丁丙諾啡注射液極有可能納入國家基本藥物目錄，與該辦法列明的遴選標準高度契合。中國醫藥發展整體方向與國際發達國家一致。

根據相關規定，由政府資助的基層醫療衛生機構(主要包括縣級醫院、縣級中醫醫院、鄉村衛生室及社區衛生服務中心)須配備和使用國家基本藥物目錄內藥品。列入國家基本藥物目錄的藥品實行集中招標採購，並受中國國家發展和改革委員會價格監管。其後，丁丙諾啡注射液可能獲納入醫保目錄(定義見下文)，原因是列入國家基本藥物目錄的治療用藥(若丁丙諾啡注射液獲納入)極大可能納入醫保目錄，且藥品採購價可全額報銷。因此，國家基本藥物目錄是藥品進入醫保範圍的優先通道，有利於醫院准入並提供政策驅動的銷售動力。對企業而言，來自基本藥物目錄與醫保的雙重政策支持，將成為藥品銷售的強勁驅動力。

項目集團自二零二零年起開始將該產品商業化。管理層估計，項目集團二零二五年該產品銷售額約為人民幣9.4百萬元（基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測），較二零二四年約人民幣4.8百萬元的銷售額增長約96%。商業化初期銷售規模有限，主要受制於丁丙諾啡注射液尚未納入國家基本藥物目錄及醫保目錄，導致早期市場推廣未能有效轉化，向醫院供貨量較少，即使醫生有意使用，絕大部分亦無法獲取該藥品。二零二五年，項目集團僅向11家公立醫院銷售該產品。然而，一旦丁丙諾啡注射液納入國家基本藥物目錄及醫保目錄，使用該藥品之醫院數目將呈指數級增長，從而帶動銷售額指數級增長。

附註：

「**國家基本藥物目錄**」指由國家衛生健康委員會及國家中醫藥管理局頒佈的《國家基本藥物目錄》，主要為滿足基本醫療需求、劑型適宜、價格合理、保障供應的基本藥物清單。國家衛生健康委員會對各級公立醫院的配備要求（即醫院使用的基本藥物數量佔醫院用藥總數的比例）為：基層醫療機構不低於90%，二級醫院不低於80%，三級醫院不低於60%。

「**醫保目錄**」指由國家醫療保障局及人力資源和社會保障部頒佈、於二零二四年十一月二十七日生效並於二零二五年一月六日修訂的《國家基本醫療保險、工傷保險和生育保險藥品目錄》，列明可納入全國報銷的藥品類別、價格、報銷比例及報銷範圍，每年調整一次。

(b) 丁丙諾啡注射液相較其他鎮痛產品之優勢

相較其他鎮痛產品，丁丙諾啡注射液具多項重大產品優勢。其適用於多類疼痛管理場景，包括手術鎮痛、癌痛及神經病理性疼痛。丁丙諾啡注射液為目前唯一四靶點藥物，即可作用於四類受體（ μ 受體、 κ 受體、 δ 受體、ORL1受體）之鎮痛藥。其在提供強效鎮痛效果（藥效約為嗎啡70倍）的同時，亦(1)不引致呼吸抑制，有效解決臨床痛點；(2)不經腎臟代謝，使用期間無需調整劑量；及(3)不引致免疫抑制，有效解決臨床問題。根據IQVIA HOLDINGS INC.（「IQVIA」，一家於特拉華州註冊成立、股份於紐約證券交易所上市的公司(NYSE: IQV)，為生命科學行業提供全球先進分析、技術解決方案及臨床研究服務之全球供應商），適應症與丁丙諾啡注射液幾乎相同但臨床價值遠低於其的地佐辛注射液，於二零二四年市場規模約為人民幣12億元。丁丙諾啡注射液之優勢具備替代地佐辛注射液市場份額之潛力。如下表比較所示，丁丙諾啡注射液之鎮痛效果遠強於地佐辛注射液，而副作用則遠少於地佐辛注射液（資料來源：東方）：

| | 鎮痛強度 (效果) | 噁心嘔吐 發生率 | 過度鎮靜 發生率 (如昏迷) | 頭暈/眩暈 發生率 | 注射部位 反應率 |
|---------|-----------------|-------------|----------------------|--------------|-------------|
| 丁丙諾啡注射液 | 為嗎啡50倍 | <1% | 無 | <1% | 無 |
| 地佐辛注射液 | 為嗎啡1/7至 1/10 | 3%-9% | 3%-9% | 1%-3% | 3%-9% |

此外，根據美國食品藥品監督管理局公開信息，地佐辛注射液雖曾在美國上市，但未獲美國市場認可並已退市。在中國，地佐辛注射液已納入國家重點監控目錄，使用受到嚴格管控，產品正快速退出市場。因此，丁丙諾啡注射液預期將替代既未列入WHO基本藥物標準清單、亦未列入國家基本藥物目錄之地佐辛注射液市場份額。

(c) 龐大的中國市場規模：

根據智研瞻產業研究院（一家專注於中國市場研究及行業分析的諮詢機構）統計，中國鎮痛藥行業（包括各類鎮痛產品，含強效類阿片鎮痛藥）預期於二零二四年至二零三零年按年增長6%–8%，二零三零年市場規模將達人民幣2,100億元。目前，中國丁丙諾啡注射液及其他丁丙諾啡類產品等強效阿片類鎮痛藥市場規模超過人民幣150億元（資料來源：IQVIA）。此外，根據BGES Consulting（一家市場研究機構，核心業務為發佈涵蓋多個領域的行業研究報告，研究範圍極為廣泛，包括醫療領域的行業研究與分析）發佈的《二零二五年中國丁丙諾啡市場研究及發展前景預測報告》，中國丁丙諾啡市場規模（包括丁丙諾啡注射液及其他丁丙諾啡類產品）預期於二零二五年達約人民幣124億元，於二零三零年達人民幣182億元。如下文所述，目前中國僅有兩家丁丙諾啡注射液定點生產企業（包括項目公司）。

(d) 高行業准入壁壘：

丁丙諾啡注射液屬第一類精神藥品。根據國家規定，丁丙諾啡注射液等第一類精神藥品之定點生產企業數目法定上限為五家。目前中國僅有兩家定點生產企業(包括項目公司)，有關資格由國家藥品監督管理局(省級)審批，每五年續期一次。於國家藥品監督管理局系統查詢顯示，截至二零二六年一月十日，並無其他丁丙諾啡注射液生產企業之申請待審。鑑於該產品高度依賴生產企業具備穩定供應丁丙諾啡原料之能力，而國內僅極少數企業具備該能力，預期行業准入門檻將維持高位。根據國家藥品監督管理局藥品審評中心公開資料，項目公司為中國唯一嗎啡類產品生產及銷售企業，該等產品與丁丙諾啡同屬精神藥品，且為國內醫院廣泛使用之基本藥物。相比競爭對手，項目集團於銷售渠道方面具顯著優勢。

(e) 項目集團之銷售推廣力度：

項目集團正拓闊包括該產品在內之產品銷售及營銷渠道，計劃於二零二六年前將專業銷售及營銷團隊擴充100人(「擴充後市場團隊」)，並以全國醫院為推廣目標。

如下文所述，項目集團生產之鹽酸罌粟鹼片已於二零二五年納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)，政府透過政策推動採購藥品進入公立醫院。該集中採購體系涵蓋約20,000家公立醫院。根據《國家醫保局國家衛生健康委員會關於完善醫藥集中帶量採購和執行工作機制的通知》政策解讀，在進院使用方面，要求地方在各批次集採執行第3個月開始排查梳理，督促醫療機構盡快完成進院工作。據此，集中採購體系內對相關產品有採購需求之全部20,000家公立醫院均須按政策要求採購及下單。然而，項目集團並不單純依

賴有關政策支持，為與醫院建立長期合作關係，項目集團將透過擴充後市場團隊與醫院積極互動，推廣其產品，不僅包括二零二五年已納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)之鹽酸罌粟鹼片，亦包括項目集團其他產品，如丁丙諾啡注射液及氫嗎啡酮注射液。按行業標準保守估計，項目集團預期二零二六年至二零三零年每年將有10%之公立醫院(約1,700至2,200家公立醫院)進院使用其推廣產品。

鑑於該產品之臨床及商業價值已於歐美發達國家獲驗證，且市場高度預期該產品即將納入國家基本藥物目錄及醫保目錄，預期項目集團可透過丁丙諾啡注射液銷售實現可觀收入。

如上文所述，預期二零二六年至二零三零年五年間將有1,700至2,200家新增醫院進院使用項目集團推廣產品。基於(1)丁丙諾啡注射液相較其他鎮痛產品具多項重大產品優勢(如上文所述)；(2)該產品極大可能納入國家基本藥物目錄及醫保目錄；及(3)項目集團透過擴充後市場團隊開展推廣工作，估計該等1,700至2,200家醫院中約20%可成為項目集團該產品之客戶。

如上文所述，管理層估計項目集團二零二五年該產品銷售額約為人民幣9.4百萬元(基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測)。有關銷售額來自現有11家公立醫院，每家醫院年銷售額約人民幣900,000元。按保守估計新增醫院20%轉化率及下限1,700家醫院計算，約340家新增醫院可成為項目集團客戶，按每家醫院年銷售額人民幣900,000元計算，預期該340家新增醫院可帶動年銷售額約人民幣306百萬元。

然而，管理層秉持審慎原則為項目集團設定二零二六年至二零三零年逐步增長之銷售目標，分別約為人民幣17百萬元、人民幣58百萬元、人民幣113百萬元、人民幣200百萬元及人民幣300百萬元，對應二零二六年至二零三零年轉化醫院數目分別約為20家、65家、125家、220家及340家，按下限1,700家醫院計算，轉化率分別為1%、4%、7%、13%及20%。有關逐步轉化率符合審慎原則，且屬合理可實現。

(2) 氫嗎啡酮注射液 –

產品說明：

氫嗎啡酮注射液為主要用作鎮痛治療之產品，按麻醉藥品規管。

現狀：

為市場現有產品（於二零一三年首次推出市場），並已納入醫保目錄。項目公司正有序推進該產品線之研發工作，預期於二零二六年年中取得註冊批准。詳情請參閱下文。

收入增長驅動因素：

(a) 市場概況及產品特點：

根據米內網（「米內網」，國內領先的醫藥健康資訊平台，為醫藥行業專業人士提供全面醫藥健康資訊，包括醫藥資訊、招聘、研發、展會及數據等）數據，中國公立醫療機構氫嗎啡酮注射液銷售額於二零一九年約為人民幣140百萬元，二零二四年銷售額已超過人民幣700百萬元，過去五年年複合增長率約為40%。按此計算，預期整體市場規模於二零三零年將達人民幣13億元。

氫嗎啡酮注射液於中國公立醫療機構銷售增長之原因，在於該產品具備獨特優勢，包括鎮痛效果強、起效較快、副作用較低及滴定效率較高。

(b) 即將上市：

項目集團已於二零二五年十一月向國家藥品監督管理局藥品審評中心(CDE)遞交新藥研發補充申請。項目集團已就審核機構提出之問題完成所需補充研究、數據分析及文件準備，並已正式提交回覆，現正等待審核機構批准。此外，本階段毋須進行進一步臨床試驗。管理層預期項目集團將於二零二六年年中取得該產品註冊批准，並預期於二零二六年開展該產品商業化。

(c) 高行業准入壁壘：

根據中國規定(《國家藥監局關於發佈麻醉藥品和精神藥品實驗研究管理規定的公告(2025年第51號)》，附件2《麻醉藥品和精神藥品生產企業數量規定》)，氫嗎啡酮注射液等麻醉藥品之定點生產企業數目上限為三家，產品供應受到限制。目前市場上僅有兩家定點生產企業，而項目公司已處於取得資格成為第三家定點生產企業之最終階段。一經取得該產品註冊批准，項目公司將獲核准為第三家生產企業。本階段項目公司毋須就有關申請遞交進一步文件。據管理層所知，並無其他公司申請成為第三家定點生產企業。因此，鑑於管理層預期項目公司將於二零二六年年中取得產品註冊批准，且據管理層所知並無其他公司申請成為第三家定點生產企業，預期項目公司極大可能成為第三家定點生產企業。有關資格由國家藥品監督管理局(省級)審批，每五年續期一次。

一旦項目公司獲指定為第三家生產企業，並在取得上文所述註冊批准後，項目集團即可開始生產，並可利用其現有其他麻醉藥品銷售渠道(覆蓋中國約3,500家公立醫院)向市場銷售該產品。管理層認為，儘管項目公司以第三家生產企業身份進入市場，惟憑藉其於中國製藥市場已建立之穩固地位、成熟分銷渠道及於其他藥品之豐富銷售經驗(有關經驗同樣適用於氫嗎啡酮注射液銷售)，項目公司於生產成本及分銷渠道方面與競爭對手相比並不處於劣勢，並將可與競爭對手共同佔有市場份額。

如上文所述，管理層預期二零二六年至二零三零年五年間將有1,700至2,200家新增醫院進院使用項目集團推廣產品。基於(1)氫嗎啡酮注射液具多項重大產品優勢(如上文所述)；及(2)項目集團透過擴充後市場團隊開展推廣工作，估計該等1,700至2,200家醫院中約20%可成為項目集團該產品之客戶。

根據管理層可獲資料，現有競爭對手之氫嗎啡酮注射液於每家醫院之年均銷售額約為人民幣700,000元。按保守估計新增醫院20%轉化率及下限1,700家醫院計算，約340家新增醫院可成為項目集團客戶。按每家醫院年銷售額人民幣700,000元計算，預期可實現年銷售額約人民幣200百萬元。

然而，管理層秉持審慎原則為項目集團設定二零二六年至二零三零年逐步增長之銷售目標，分別約為人民幣6.4百萬元、人民幣15百萬元、人民幣55百萬元、人民幣119百萬元及最終人民幣200百萬元，對應二零二六年至二零三零年轉化醫院數目分別約為9家、22家、80家、170家及340家，按下限1,700家醫院計算，轉化率分別為1%、1%、5%、10%及20%。有關逐步轉化率符合審慎原則，且屬合理可實現。

(3) 鹽酸罌粟鹼片 –

產品說明：

主要用於治療心血管痙攣或外周血管痙攣所致缺血，以及膽囊、腎臟、胃腸道等內臟痙攣。

現狀：

鹽酸罌粟鹼片為市場現有產品，並已納入醫保目錄。項目集團早於二零一零年已開始該產品之商業化。惟直至近年市場環境轉趨有利(詳情載於下文(c)段)，項目集團方加大資源投入，將鹽酸罌粟鹼片作為核心產品推廣銷售。隨著投放更多資源銷售鹽酸罌粟鹼片作為核心產品，管理層估計，項目集團二零二五年該產品銷售額約為人民幣70.5百萬元(基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測)，較二零二四年約人民幣41.2百萬元的銷售額增長約71%。

收入增長驅動因素：

(a) 龐大之中國市場規模及鹽酸罌粟鹼片對鹽酸罌粟鹼注射液之逐步替代：

根據IQVIA於二零二三年九月發布的《二零二三年上半年及第二季度醫院與零售藥店銷售額百強藥品》，中國公立醫院鹽酸罌粟鹼注射液市場規模於二零二三年已達年銷售額人民幣30億元，足以證明該產品的臨床認可度。根據同一報告，罌粟鹼類產品年增長率約為20%。按此計算，預期罌粟鹼類產品市場規模於二零三零年將達人民幣80億元。

近年來，受副作用及集中採購降價等因素影響，鹽酸罌粟鹼注射液的市場份額及銷售額持續下滑。鹽酸罌粟鹼注射液的副作用包括皮膚及皮下組織反應（如皮疹、瘙癢）、全身性反應（如畏寒、發熱、疼痛）、神經系統反應（如頭暈、頭痛）、心血管系統反應（如胸痛、血壓偏低或偏高），以及肝膽系統、免疫系統及呼吸系統的其他不良反應。鹽酸罌粟鹼片作為安全性更高、副作用更少的選擇，在替代注射液方面取得重大進展。於二零二四年五月，國家藥監局基於上市後臨床反饋，更新了鹽酸罌粟鹼片及鹽酸罌粟鹼注射液的說明書。其中，鹽酸罌粟鹼注射液新增多項副作用，而鹽酸罌粟鹼片並無新增。出於安全考量，在配備鹽酸罌粟鹼片的醫院，臨床醫生已將部分患者用藥由鹽酸罌粟鹼注射液轉為鹽酸罌粟鹼片。根據藥智數據，二零二五年上半年中國鹽酸罌粟鹼注射液銷量減少5.28百萬支，較二零二四年同期下降12%；與此同時，作為中國唯一取得鹽酸罌粟鹼片生產資格的企業，項目公司二零二五年上半年鹽酸罌粟鹼片銷量增加0.59百萬瓶，較二零二四年同期大增102%。

(b) 項目公司為中國的獨家生產企業：

目前，項目公司為中國唯一取得鹽酸罌粟鹼片生產所需資格的生產企業。於國家藥品監督管理局系統查詢顯示，截至二零二六年一月十日，並無其他鹽酸罌粟鹼片生產企業的申請處於待審狀態。鹽酸罌粟鹼片的准入門檻依賴參比製劑，而目前市場上並無國家認可的參比製劑。鑑於上述情況，其他企業因缺乏參比製劑無法開發該產品，故無法進入該市場。

(c) 通過22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)進行分銷：

項目集團生產的鹽酸罌粟鹼片已於二零二五年十月納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)，執行期為二零二六年至二零二八年三年。22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)為由廣東省及其他21個省級行政區共同發起的省級聯盟藥品採購，屬臨床用量大、採購金額高的藥品集中帶量採購模式。藥品經銷企業通過談判或競價方式參與競爭，在政府引導下實現藥品降價。聯盟區域內所有公立醫療機構按政策要求，須將不低於70%-80%的市場份額分配予中標企業。作為中國該產品的獨家生產企業，預期項目集團生產的鹽酸罌粟鹼片於日後招標中極大可能繼續中選。22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)是政府藥品集中帶量採購(VBP)的擴大與聯合機制，由多個省份聯合大規模採購藥品及醫療耗材，利用聯合採購力量促使供應商大幅降價，旨在降低醫療成本、打擊腐敗並推動高效優質藥品供應。透過將該產品納入該採購體系，基於以下各點，預期每年將有1,700至2,200家新增醫院進院使用該產品，實現市場准入及銷量的重大突破：

(A) 在中國，公立醫院為政府舉辦的直屬管理機構，其用藥必須符合政府政策。醫院決策體制具官僚特性，且傾向遵循政府主管部門之政策；

- (B) 項目公司生產的鹽酸罌粟鹼片已於二零二五年納入22省聯盟集中採購體系(廣東省牽頭)，政府透過政策推動採購藥品進入公立醫院。該集中採購體系涵蓋約20,000家公立醫院。根據《國家醫保局國家衛生健康委員會關於完善醫藥集中帶量採購和執行工作機制的通知》政策解讀，在進院使用方面，要求地方在各批次集採執行第3個月開始排查梳理，督促醫療機構盡快完成進院工作。據此，集中採購體系內對該產品有採購需求的全部20,000家公立醫院均須按政策要求採購及下單。
- (C) 鹽酸罌粟鹼片主要用於治療血管或內臟平滑肌痙攣引致的疾病，於公立醫院具明確臨床用途及需求。基於產品自身臨床價值，並結合上述政策支持及項目集團透過擴充後市場團隊開展的積極推廣，管理層按行業標準保守估計，二零二六年至二零三零年每年將有10%的公立醫院(約1,700至2,200家公立醫院)採購鹽酸罌粟鹼片。

管理層估計，項目集團二零二五年自200家三級甲等醫院實現鹽酸罌粟鹼片銷售額約人民幣70.5百萬元，每家醫院年銷售額約人民幣350,000元(基於項目集團截至二零二五年十一月三十日止十一個月未經審核管理賬目及二零二五年十二月財務預測)。假設按下限1,700家醫院使用該產品計算，項目集團每年可實現銷售額超過人民幣500百萬元。

基於上述各點，管理層秉持審慎原則為項目集團設定二零二六年至二零三零年逐步增長的銷售目標，分別約為人民幣94百萬元、人民幣125百萬元、人民幣186百萬元、人民幣271百萬元及最終人民幣500百萬元，對應二零二六年至二零三零年進院醫院數目分別約為260家、350家、530家、770家及1,700家。有關醫院銷量逐步增長符合審慎原則，且屬合理可實現。

(4) 鹽酸納洛酮注射液 –

產品說明：

鹽酸納洛酮注射液屬於重要藥物，用於快速逆轉因類阿片麻醉劑或自發性過量使用類阿片所導致、危及生命之作用，主要為呼吸抑制。

現狀：

該產品為市場現有產品（於一九九零年首次推出市場），並已列入國家基本藥物目錄及醫保目錄。項目公司已於二零二五年取得該產品之品質一致性評價證書，有關證書屬品質認證。項目公司已開始生產該產品，並預期於二零二六年開展該產品之商業化。

收入增長驅動因素：

(a) 市場持續增長：

根據米內網數據，二零二一年至二零二三年期間，該產品全國市場規模分別約為人民幣264百萬元、人民幣413百萬元及人民幣535百萬元，三年年複合增長率約為43%。保守估計，該產品市場預期將以每年10%之增速增長，於二零三零年市場規模將超過人民幣10億元。市場增長及需求上升之原因有二：

- 隨著中國人口老齡化，住院及手術量將持續上升，二零二四年已達82百萬人次，增長率約7%（資料來源：《衛生健康事業發展統計公報（二零二二年 – 二零二四年）》），並預期長期保持快速增長。相應地，手術期間阿片類鎮痛藥使用量將持續增加，出現嚴重阿片類藥物不良反應之患者人數亦會上升。作為治療嚴重阿片類藥物不良反應之「黃金標準」藥物，鹽酸納洛酮注射液使用量亦將持續增加。
- 心腦血管疾病已成為中國首要死因，約佔全部死亡人數之47%。年齡為此類疾病之高危因素，隨著人口老齡化，患者人數將持續上升。作為心臟驟停及昏迷後復蘇常用藥物，鹽酸納洛酮注射液用量將隨患者人數增長而持續上升。

(b) 取得市場份額之優勢：

項目公司已於二零二五年獲得一致性評價證書，為品質認證，使其成為國內少數具備資格參與國家集中採購（由政府主導醫療機構集體採購藥品之批量採購機制）之企業。目前國內僅有19家鹽酸納洛酮注射液生產企業（包括項目公司）通過一致性評價。根據集中採購規則，僅持有一致性評價證書之企業方可參與集中採購。由於項目公司已取得鹽酸納洛酮注射液一致性評價證書，其生產之產品與其他持有一致性評價證書企業生產之同類產品無差異，於國家集中採購中同樣獲政府主導醫療機構認可。

二零二四年，於持有一致性評價證書之鹽酸納洛酮注射液生產企業中，僅7家企業實現有效成本控制，能夠以低於政府設定價格生產並參與國家集中採購。項目集團於鹽酸納洛酮注射液生產方面具成本優勢，主要考慮到項目集團具備規模化生產能力，使其生產成本低於二零二四年國家集中採購中鹽酸納洛酮注射液最低中標價。二零二四年，參與國家集中採購之最小規模生產企業（即上述7家實現有效成本控制之企業）佔有8%-9%市場份額（資料來源：國家醫療保障局發佈之《第十批國家組織藥品集中帶量採購》）。保守估計，管理層預期項目集團可於二零三零年取得5%市場份額，年銷售額約人民幣50百萬元（人民幣10億元×5%）。惟基於更保守估計，管理層已設定項目集團於二零二六年至二零三零年期間該產品每年銷售收入為人民幣20百萬元。管理層認為，儘管項目集團進入市場時間較其他企業為晚，仍可透過國家集中採購取得市場份額，原因是國家集中採購範圍內之政府主導醫療機構對該產品需求穩定。只要項目集團憑藉其生產能力持續符合參與國家集中採購之標準，即可於國家集中採購中獲得銷售合同。

(5) 其他產品

其他產品方面，歷史數據顯示二零二四年收入較二零二三年按年增長12.5%，並預計二零二五年按年增長11%。儘管其他產品預期將繼續帶動二零二六年至二零三零年期間的收入增長，但考慮到產品屬性、臨床價值、商業化年限、替代品數量、市場格局及監管要求等因素，其他產品的整體增長率（二零二六年為18%，二零三零年為1%）低於核心產品（二零二六年至二零三零年每年超過50%）。除兩款產品外，項目公司其餘所有其他產品均已實現商業化，平均商業化年限達五年，預期自二零三零年起進入穩定期。憑藉項目公司現有銷售網絡，並在擴充後銷售團隊的協助下，項目公司估計二零二六年至二零三零年期間的銷售目標年增長率分別為18%、18%、14%、11%及1%。下表載列其他產品及其狀況詳情：

- 酒石酸雙氫可待因片：酒石酸雙氫可待因片屬於醫保目錄乙類藥品，主要用於緩解中重度疼痛。該產品為已上市產品，項目公司已實現商業化生產，且現為國內該產品唯一生產企業。
- 那可丁片：那可丁片為非處方藥(OTC)，鎮咳效果優異，與可待因(強效鎮咳藥)作用相近，被用藥指南推薦為咳嗽一線治療藥物，品牌認知度與療效獲得醫患廣泛認可。該產品為已上市產品，項目公司已實現商業化生產，且現為國內該產品唯一生產企業。
- 烯丙嗎啡注射液：烯丙嗎啡注射液屬於醫保目錄甲類藥品，用於治療阿片類藥物中毒所致的呼吸抑制、血流動力學波動及昏迷，主要用於手術患者及ICU科室，具備重要臨床價值與商業價值。該產品為已上市產品，項目公司已實現商業化生產，且現為國內該產品唯一生產企業。
- 其他常規品種：產品主要為項目公司生產的鎮痛類、鎮咳類藥物。原料藥主要包括那可丁、磷酸嗎啡、硫酸嗎啡、阿片粉等；製劑主要包括複方甘草片、可待因桔梗片等。

基於項目集團產品帶動之上述增長因素，管理層預期於二零二六年至二零三零年之高增長期間，年收入增長率為26%–28%。儘管管理層認為該增長率可實現，吾等認為該等預測存在不能實現之若干風險或可能性。透過於貼現現金流量所採用之貼現率中加入額外公司特定風險，有關風險已反映於財務預測內。本報告下文將更詳細討論該等公司特定風險。

毛利率

項目公司預期實現約43%之毛利率，有關數據以歷史表現(二零二四年為39%，二零二三年為51%)為參考，顯示毛利率於過去至少兩年保持穩定。隨著規模擴大及新產品預期於二零二五年後上市，毛利率預期將進一步上升，但為審慎起見，吾等選擇採取更保守之估計。毛利率按預期毛利除以預期收入計算。

淨利率

項目公司預期實現約15%之淨利率，有關數據以歷史表現(二零二四年為12%，二零二三年為15%)為參考，顯示淨利率於過去至少兩年保持穩定。隨著規模擴大及新產品預期於二零二五年後上市，淨利率預期將進一步上升，但為審慎起見，吾等選擇採取更保守之估計。淨利率按預期淨利潤除以預期收入計算。

資本開支

資本開支與現有固定資產之維護有關，預期將保持穩定。開支之預期增長已於營運開支項下列示，有關開支主要包括銷售及分銷成本與其他研發成本，如財務預測所顯示，預期由二零二五年至二零三四年將增加339%。

終值

為估計項目公司於二零三五年及其後之終值，吾等採用戈登增長模型。該模型用於評估處於穩定增長率企業之終值，並將價值與其下期預期現金流量、要求回報率及預期增長率掛鉤。

$$\text{終值} = CF_{n+1} / (r - g)$$

其中：

CF_{n+1} = 自第n年起一年的預期現金流量

r = 要求回報率(即折現率)

g = 永續增長率

自二零三五年起，項目公司預期進入穩定增長階段。吾等假設項目公司盈利將按2.0%之穩定增長率增長，該增長率乃根據中國國家統計局之歷史CPI數據得出，為中國過去十五年之平均CPI增幅。

貼現率釐定

估值採用加權平均資本成本（「WACC」）作為折現率，其為項目公司資本投資之要求回報率。不同資本來源及證券類別之資本成本各有不同。WACC乃各類別資本成本之加權平均值，而權重則為各來源資金佔項目公司資本之比例。經按以下公式計算，WACC為12.98%：

$$WACC = R_e (E/V) + R_d (D/V) (1 - T_c)$$

其中：

WACC = 加權平均資本成本

R_e = 權益成本

R_d = 債務成本

E = 企業權益價值

D = 企業債務價值

V = 企業權益與債務價值之和

E/V = 權益權重

D/V = 債務權重

T_c = 企業稅率

I. 權益成本

權益成本6.13%乃透過資本資產定價模型（「CAPM」）釐定，該模型闡述特定資產之風險、其市場價格與投資者預期回報之間的關係，即投資者會就額外承擔之風險要求額外回報補償。計算公式如下：

$$R_e = R_f + \beta * MRP + SCRIP + CSP$$

其中：

R_e = 權益成本

R_f = 無風險利率

β = 貝塔係數

MRP = 市場風險溢價

SCRIP = 小型資本風險溢價

CSP = 公司特定溢價

A. R_f

按人民幣計價投資之市場慣例，吾等採用中國十年期政府債券收益率1.83%作為無風險利率(R_f)。

B. β

貝塔風險係數(β)用於衡量資產相對於整體市場之風險，反映資產價值對影響所有風險資產價值之經濟變量或風險(包括經濟增長率、利率、匯率及通脹率)的敏感度。項目公司之貝塔係數乃按下文「可資比較公司之選取」一節所載五家公司(即可資比較公司)之貝塔係數平均值，並就企業所得稅率及槓桿結構差異作出調整後估算。

可資比較公司之貝塔係數乃按市場公認公式調整，有關計算乃假設證券貝塔值會隨時間趨向市場平均值。吾等計算無槓桿貝塔值，以反映可資比較公司之間企業所得稅率及資本架構之差異。無槓桿貝塔值剔除了槓桿對公司資本結構之影響，剔除債務因素後可讓投資者比較不同公司之間之基礎風險水平。

可資比較公司之平均無槓桿貝塔值為0.78，吾等再參考下文所列可資比較公司之平均負債權益比率(權益94.32%、債務5.68%)，將其重新加槓桿至0.82。

下表載列可資比較公司之負債權益比率及貝塔資料，數據來源為彭博：

| 可資比較公司 | 股份代號 | 報告貨幣 | 市值 (百萬元) | 優先股市值 (百萬元) | 未償還計息債務 (百萬元) | 總債務佔投資 資本市值之 百分比 | 市場權益佔投資 資本市值之 百分比 | 負債權益 比率 | 實際 稅率 | 經調整貝塔值 | 無槓桿貝塔值 |
|---------------|------------------|------|-----------------|----------------|------------------|------------------------|-------------------------|------------|----------|--------|--------|
| 江蘇恩華藥業股份有限公司 | 002262 CH Equity | 人民幣 | 25,328,055,619 | 0 | 46,723,245 | 0.18% | 99.82% | 0.18% | 25.00% | 0.7267 | 0.7257 |
| 江蘇恒瑞醫藥股份有限公司 | 600276 CH Equity | 人民幣 | 416,534,149,413 | 0 | 82,438,787 | 0.02% | 99.98% | 0.02% | 25.00% | 0.9538 | 0.9537 |
| 湖北濟川藥業股份有限公司 | 600566 CH Equity | 人民幣 | 24,179,333,254 | 0 | 726,036,765 | 2.92% | 97.08% | 3.00% | 25.00% | 0.8968 | 0.8770 |
| 海思科醫藥集團股份有限公司 | 002653 CH Equity | 人民幣 | 60,336,629,708 | 0 | 2,320,806,365 | 3.70% | 96.30% | 3.85% | 25.00% | 0.6884 | 0.6691 |
| 人福醫藥集團股份有限公司 | 600079 CH Equity | 人民幣 | 32,252,785,068 | 0 | 8,881,142,871 | 21.59% | 78.41% | 27.54% | 25.00% | 0.8107 | 0.6719 |
| | | | | | 平均值 | 5.68% | 94.32% | | | | 0.7795 |

C. MRP

市場風險溢價(「MRP」)衡量項目公司經營所在之中國市場投資預期回報與無風險利率之間的差額。吾等參考紐約大學斯特恩商學院金融學教授Aswath Damodaran之市場風險溢價研究，採用5.25%之市場風險溢價。Aswath Damodaran教授為全球公認之估值、企業融資及投資管理權威，著有多部廣泛使用之學術與實務著作，並提供全面之估值數據資料。

可資比較公司之選取

吾等於彭博系統內搜尋並選定可資比較公司。選取可資比較公司時，業務性質為最關鍵決定因素，其中一項核心考慮為有關公司之收入來源與項目公司從事之業務相類似。吾等將與項目公司業務相關或從事同類業務之公司納入為可資比較公司。

可資比較公司之選取標準

1. 於上一財政年度，可資比較公司70%以上收入來自製藥及醫藥生產業務；
2. 可資比較公司之業務及財務資料可獲取且已公開披露；
3. 可從彭博及公開來源取得足夠數據(包括財務數據、市值等)；及
4. 鑒於項目公司為於中國境內擁有實質經營業務之中國企業，可資比較公司亦須為於中國市場經營或存在業務的中國企業，且僅納入中國境內上市公司(因中國非上市公司之資料(例如銷量)並無強制披露要求，無法公開取得)。

於估值操作中，僅選取與目標公司完全相同業務模式之公司釐定為可資比較公司並不實際(更何況需具備公開數據)。吾等一般按專業判斷選取最為接近之少數公司。眾所周知，中國境內上市之製藥企業數量眾多。於本次估值中，吾等選取主要產品包含麻醉類藥品之少數公司。於本案例中不考慮其產品是否透過外購專利或自主研發生產並非於本案例之考慮範圍內。經全面搜尋後，吾等於彭博識別出合共5家可資比較公司(已窮盡可選範圍)用於計算無槓桿貝塔值，詳情如下：

入圍指引上市公司

(1) 江蘇恩華藥業股份有限公司(彭博代號：002262 CH Equity)

江蘇恩華藥業股份有限公司為集科、工、貿於一體之集團企業，主要從事中樞神經系統藥品及原料藥製劑生產。公司於中國境內上市。

(2) 江蘇恆瑞醫藥股份有限公司(彭博代號：600276 CH Equity)

江蘇恆瑞醫藥股份有限公司從事藥品及藥品包裝材料之研發、生產與銷售，主要產品包括抗腫瘤藥、鎮痛藥、抗感染藥、鋁箔及其他相關產品，產品銷售遍及國內外市場。公司於中國境內上市。

(3) 湖北濟川藥業股份有限公司(彭博代號：600566 CH Equity)

湖北濟川藥業股份有限公司從事藥品生產，主要產品包括戒毒藥、消化系統藥、神經系統藥、抗感染藥、鎮痛麻醉藥、止血藥、婦科藥及其他產品，亦生產金屬材料、化工原料及其他產品。公司於中國境內上市。

(4) 海思科醫藥集團股份有限公司(彭博代號：002653 CH Equity)

海思科醫藥集團股份有限公司從事藥品製劑及原料藥之開發、生產與銷售，主要產品包括肝膽疾病用藥、抗感染藥、營養類藥品及其他相關產品，產品銷售遍及全中國。公司於中國境內上市。

(5) 人福醫藥集團股份有限公司(彭博代號：600079 CH Equity)

人福醫藥集團股份有限公司從事藥品研發與銷售，主要生產及銷售麻醉藥、鎮痛藥、中樞神經系統藥物及其他產品，產品銷售遍及全球。公司於中國境內上市。

D. 小規模風險溢價

小規模風險溢價，指投資者投資於小型資本企業時，因承擔高於整體股票市場之額外風險而要求取得之超額回報。

多項美國進行的研究顯示，小型公司的風險溢價，超出僅由資本資產定價模型所計算之項目公司系統性風險所能合理解釋之水平。吾等於瞭解項目公司之歷史財務表現及狀況後，初步評估其規模，並根據Business Valuation Resources (「BVR」) 發佈之Cost of Capital Professional研究結果，採用3.38%之小規模風險溢價。該研究為估值專業人士廣泛引用，並獲業界及核數師普遍認可。BVR為業界常用之付費數據來源。根據BVR，規模介乎2,015,000美元至2,365,076,000美元之企業，適用之規模溢價為3.38% (該區間對應單一數值)。項目公司規模約為人民幣26億元，屬於該區間範圍，因此採用3.38%之小規模風險溢價。

E. 公司特定風險溢價

項目公司之公司特定風險主要與其業務發展相關，尤其涉及商業計劃能否成功落實與執行。考慮到項目公司之業務性質及現時經濟環境對其未來表現帶來之不確定性，估值師運用專業判斷，認為於計算項目公司之貼現率時，應加計4%之公司特定風險溢價。專業判斷為會計及金融行業之重要環節。根據CPA相關定義：專業判斷指會計師在相關專業準則及道德原則框架下，運用其累積之知識、經驗與專業能力，於複雜或不明朗情況下作出具依據及客觀之決定。儘管公司特定風險溢價無統一標準，吾等採用一般基準，業務穩定之成熟企業 (收入增長與CPI增長相若或略高) 採用較低百分比 (0%–2%)，仍處於增長階段之企業 (收入增長顯著高於CPI) 採用較高百分比 (3%–5%)。為便於理解，將公司特定風險溢價進一步拆解如下：營運風險溢價1% (屬正常水平，因項目公司剛完成營業執照續期)，預測風險溢價3% (屬高於正常水平，因項目公司有多項產品尚待商業化，且無類似歷史項目可作參考)。但該較高預測風險溢價仍屬合理，原因如下：

- 項目公司現有多項現有產品已對收入增長帶來可觀貢獻；
- 四項核心產品已處於商業化階段或接近商業化階段，有關產品無法通過臨床試驗之可能性極低，且無法獲監管機構批准之風險並不重大。

II. 債務成本

管理層參考項目公司經營所在地之中國人民銀行5年期以上貸款利率，假設稅前債務成本為4.90%，並採用實際債務利率（而非有效利率）作為該參數。由於項目公司近期並無任何銀行貸款，故無法提供實際借貸利率資料。鑒於項目公司之債務利息為可扣稅開支，其實際債務成本將低於債權人要求之回報率。稅後債務成本可合理計算為4.17%，即稅前債務成本 $\times (1 - \text{企業所得稅率}15\%)$ 。

III. 資本結構

為評估項目公司之市值，吾等採用5.68%債務及94.32%權益之特定資本結構，該比例為可資比較公司之平均負債權益比率。項目公司自身之負債比例約為20%。按慣常行業做法，釐定WACC時一般採用可資比較公司平均水平，而非目標公司實際比率。儘管有觀點認為使用實際負債權益比率更為恰當，但估值師通常採用行業平均負債權益比率，並假設有關於比率儘管目前偏離行業水平（甚至有時為異常值），長遠將趨同於行業標準。於本估值中，若採用項目公司實際比率，將導致WACC更低，從而得出更高之估值結果。

缺乏市場流通性折讓(DLOM)

市場流通性概念涉及擁有權權益之流動性，即擁有人如選擇出售，該等權益可多迅速、便捷地轉換為現金。與上市公司類似權益相比，非上市公司之擁有權權益通常不具即時流通性。因此，私人公司股份之價值通常低於可資比較上市公司股份。儘管缺乏流通性折讓一般基於少數股權進行觀察與研究，但其對控股權益估值之影響亦可能相當重大。於本案例中，吾等參考《Stout限制性股票研究：附屬指南（二零二四年版）》採用20.4%之缺乏流通性折讓，該數據為一九八零年至二零二四年所有觀察交易之平均折讓率。

項目公司之市值

基於上述假設，項目公司100%股權之市值估計為人民幣2,555,714,818元。詳細計算請參閱本報告附錄一。

結論

人民幣

| | |
|---------------------------------|-----------------|
| 項目公司100%股權於計入缺乏市場流通性折讓前之市值(附註1) | 2,555,714,818 |
| 減：少數股東權益(45.71%) | (1,168,176,352) |
| 目標公司持有項目公司股權於計入缺乏市場流通性折讓前之市值 | 1,387,538,466 |
| 減：目標控股公司之負債淨額(附註2) | (1,360,398,104) |
| 目標公司100%股權於計入缺乏市場流通性折讓前之市值 | 27,140,363 |
| 減：缺乏市場流通性折讓 | 20.4% |
| 目標公司100%股權於計入缺乏市場流通性折讓後之市值 | 21,603,729 |

附註：

1. 詳細計算請參閱附錄一。
2. 目標控股公司之負債淨額一如緒言所述，各目標控股公司(即目標公司、誠合、東莞誠合及佳兆業醫療投資)均為投資控股公司，並無實質經營業務。目標控股公司之資產及負債與項目公司並無關聯。有關詳情(資料來源：管理層)載列如下：

| | |
|------------|---------------------|
| 固定資產 | 人民幣1,549元 |
| 其他應收款項 | 人民幣1,307,000元 |
| 應收同系附屬公司款項 | 人民幣201,323,441元 |
| 現金 | 人民幣221,908元 |
| 應計利息 | (人民幣74,958,618元) |
| 應付同系附屬公司款項 | (人民幣380,515,747元) |
| 估計負債 | (人民幣136,441,000元) |
| 銀行貸款 | (人民幣45,000,000元) |
| 財務擔保 | (人民幣600,000,000元) |
| 銀行借款 | (人民幣326,300,000元) |
| 負債淨額總計 | (人民幣1,360,398,104元) |

目標控股公司持有之負債淨額為人民幣1,360,398,104元，該金額已自目標公司持有項目公司之市值(計入缺乏流通性折讓前)中扣除，從而得出目標公司之市值。上文所列數據為合併前數字。為披露目的，相關合併前數字及其後之負債淨額總計載於本報告附錄二。

敏感性測試

基於公司特定風險上下加減1%之敏感性測試如下：

| 公司特定風險 | 項目公司100%市值 | 目標公司100%市值 |
|--------|---------------|--------------|
| 5% | 2,307,003,736 | (85,879,535) |
| 4% | 2,555,714,818 | 21,603,729 |
| 3% | 2,850,693,250 | 149,081,943 |

結論

基於上文所述之調查分析及所採用之估值方法，吾等認為，於二零二五年十一月三十日，Embrace Blossom Limited及其附屬公司100%股權之市值為人民幣**21,603,729元**。

本報告所達成之估值結論乃基於本報告之前章節所載之假設而達致。吾等謹此保證，吾等現時並無，且預期將來亦不會，於客戶、目標公司、其控股公司及其附屬公司(如有)以及申報之估值中擁有任何利益。

此致

香港
中環
皇后大道中99號
中環中心30樓
佳兆業健康集團控股有限公司

代表
香港評值國際有限公司

董事總經理
黃瑋

Ph.D., ASA, MRICS, FCPA(Aust.)

聯席董事
馮力衡

CFA, CPA(Aust.)

二零二六年一月二十六日

附註：黃瑋博士為美國評估師協會之資深評估師(業務估值)、英國皇家特許測量師學會特許會員及香港大學房地產經濟學博士。彼自二零零五年起進行各類目的之業務估值，並在交易服務方面擁有豐富經驗。

分析及報告人：

黃瑋博士，*ASA, MRICS, FCPA(Aust.)*
馮力衡，*CFA, CPA(Aust.)*
Ryan Ng, *MSc*

聲明

本人謹此聲明，就本人所知及所信：

- 本報告所載事實陳述均屬真實正確。
- 本報告所載分析、意見及結論僅受報告所載假設及限制條件所規限，且為本人獨立、公正、無偏私之專業分析、意見及結論。
- 本人現時並無，且預期將來亦不會於作為本報告標的之目標公司擁有任何利益；本人與相關各方亦無任何個人利益關係。
- 本人對作為本報告標的之目標公司，或與本項目相關之各方均無任何偏見。
- 本人參與本項目，並非以設定或發佈預先設定之結果為條件。
- 本人就完成本項目收取之報酬，並非以設定或發佈有利於委託方之預先設定價值或價值走向、估值金額、達成特定結果，或發生與本估值預期用途直接相關之後續事件為條件。
- 本人之分析、意見及結論之形成以及本報告之編製均符合國際估值準則。
- 對簽署本聲明人士提供重大協助者之姓名已於報告中列明。

黃璋

Ph.D., ASA, MRICS, FCPA(Aust.)

聲明

本人謹此聲明，就本人所知及所信：

- 本報告所載事實陳述均屬真實正確。
- 本報告所載分析、意見及結論僅受報告所載假設及限制條件所規限，且為本人獨立、公正、無偏私之專業分析、意見及結論。
- 本人現時並無，且預期將來亦不會於作為本報告標的之目標公司擁有任何利益；本人與相關各方亦無任何個人利益關係。
- 本人對作為本報告標的之目標公司，或與本項目相關之各方均無任何偏見。
- 本人參與本項目，並非以設定或發佈預先設定之結果為條件。
- 本人就完成本項目收取之報酬，並非以設定或發佈有利於委託方之預先設定價值或價值走向、估值金額、達成特定結果，或發生與本估值預期用途直接相關之後續事件為條件。
- 本人之分析、意見及結論之形成以及本報告之編製均符合國際估值準則。
- 對簽署本聲明人士提供重大協助者之姓名已於報告中列明。

馮力衡，*CFA, CPA(Aust.)*

聲明

本人謹此聲明，就本人所知及所信：

- 本報告所載事實陳述均屬真實正確。
- 本報告所載分析、意見及結論僅受報告所載假設及限制條件所規限，且為本人獨立、公正、無偏私之專業分析、意見及結論。
- 本人現時並無，且預期將來亦不會於作為本報告標的之目標公司擁有任何利益；本人與相關各方亦無任何個人利益關係。
- 本人對作為本報告標的之目標公司，或與本項目相關之各方均無任何偏見。
- 本人參與本項目，並非以設定或發佈預先設定之結果為條件。
- 本人就完成本項目收取之報酬，並非以設定或發佈有利於委託方之預先設定價值或價值走向、估值金額、達成特定結果，或發生與本估值預期用途直接相關之後續事件為條件。
- 本人之分析、意見及結論之形成以及本報告之編製均符合國際估值準則。
- 對簽署本聲明人士提供重大協助者之姓名已於報告中列明。

Ryan Ng, MSc

一般服務條款

香港評值國際有限公司所提供之服務將按照專業標準執行。吾等假設提供予吾等之所有數據均屬準確，並不會進行獨立核驗。本報告僅用於本報告所載明之特定用途，任何其他用途均屬無效。任何人士不應依賴本報告替代其自身之盡職調查。未經吾等書面同意，閣下不得於任何編製或向第三方分發之文件中引用吾等之名稱或本報告之全部或部分內容。於本項目期間由吾等編製之所有檔案、工作底稿或文件均為吾等之財產。吾等將保存有關資料至少五年。

對於吾等因本項目而可能產生之一切損失、索償、訴訟、損害賠償、開支或責任（包括合理之律師費），閣下同意對吾等作出彌償並使吾等不受損害。閣下無須就吾等之過失承擔責任。若吾等因本項目承擔任何責任，有關責任將以吾等就本項目收取之服務費金額為限。

吾等保留將閣下公司名稱列入客戶名單之權利，但會對所有磋商內容、提供予吾等之文件及本報告內容予以保密，惟法律或行政程序或訴訟程序另有規定者不在此限。

附錄一

貼現現金流量計算(人民幣)

除非另有指明，所有金額均以人民幣計值

| 財政年度 | 實際 | 實際 | 實際 | 預測 | 預測 | 預測 | 預測 | 預測 | 預測 | 預測 | 推算 | |
|--------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----|----|----|----|----|----|----|------|
| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 2023 |
| 財政年度 | 2023 | 2024 | 2025 | 2025 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 | 2031 | 2032 | 2033 | 2034 | | | | | | | | |
| 期間開始日 | 2023-1-1 | 2024-1-1 | 2025-1-30 | 2025-12-1 | 2026-1-1 | 2027-1-1 | 2028-1-1 | 2029-1-1 | 2029-1-1 | 2030-1-1 | 2031-1-1 | 2032-1-1 | 2033-1-1 | 2034-1-1 | | | | | | | | |
| 期間結束日 | 2023-12-31 | 2024-12-31 | 2025-12-31 | 2025-12-31 | 2026-12-31 | 2027-12-31 | 2028-12-31 | 2029-12-31 | 2029-12-31 | 2030-12-31 | 2031-12-31 | 2032-12-31 | 2033-12-31 | 2034-12-31 | | | | | | | | 最終年度 |
| 日期 | 365 | 366 | 334 | 31 | 365 | 365 | 366 | 365 | 365 | 365 | 365 | 366 | 365 | 365 | | | | | | | | 365 |
| 年次 | | | 第0年 | 第1年 | 第1年 | 第2年 | 第3年 | 第4年 | 第5年 | 第5年 | 第6年 | 第7年 | 第8年 | 第9年 | | | | | | | | 第10年 |
| 部分年度係數 | | | 0.91 | | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | | | | | | | | 1.00 |

貼現現金流量計算

| | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---|---|---|---|---|-------|
| 鹽酸鈉溶液 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 丁丙諾啡注射液 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 氫嗎啡酮注射液 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 鹽酸鹽基藥片 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 其他(包括現有原料藥等) | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 455,134,640 | 495,956,707 | 494,737,175 | 78,463,952 | 72,807,811 | 910,107,842 | 1,164,938,037 | 1,491,120,688 | 1,908,634,480 | 2,252,872,293 | 2,514,602,123 | 2,702,777,716 | 2,833,059,292 | 2,889,720,477 | | | | | | | | |
| 收入增長率 | | 9% | 16% | | 26% | 26% | 28% | 28% | 28% | 28% | 18% | 12% | 7% | 5% | | | | | | | | 2% |
| 減：收入成本(COGS) | (225,049,305) | (300,809,812) | (287,813,721) | | | (41,713,908) | (412,592,214) | (519,866,190) | (665,428,723) | (851,748,765) | (1,090,238,420) | (1,286,872,221) | (1,436,375,521) | (1,543,864,022) | (1,618,282,661) | (1,650,648,314) | | | | | | |
| 減：增值稅及額外開支 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 毛利(GP) | 230,085,336 | 195,146,895 | 206,923,454 | 36,750,044 | 309,715,597 | 390,241,652 | 499,500,314 | 639,371,922 | 818,396,660 | 966,000,773 | 1,078,226,603 | 1,158,913,693 | 1,214,776,631 | 1,239,072,163 | | | | | | | | |
| 行政開支 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 銷售及分銷開支 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 研發開支 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 減：經營開支 | (153,560,775) | (131,251,239) | (126,176,932) | (32,382,611) | (177,687,533) | (224,657,560) | (288,345,109) | (369,890,722) | (474,209,220) | (559,807,720) | (624,845,782) | (671,602,809) | (708,975,976) | (718,055,495) | | | | | | | | |
| 減：折舊及攤銷差額 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 經營開支 | 76,524,561 | 63,895,596 | 80,746,522 | 4,367,434 | 132,028,044 | 161,142,582 | 206,761,644 | 265,372,543 | 339,772,196 | 401,553,743 | 448,637,175 | 483,719,719 | 507,507,370 | 517,657,517 | | | | | | | | |
| 佔收入百分比 | 17% | 13% | 16% | 6% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | | | | | | | | 18% |
| 加：非經營收入/(開支) | (1,502,049) | 3,053,218 | (125,170) | 4,872,413 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | 2,072,000 | | | | | | | | |
| 佔收入百分比 | -0.33% | 0.62% | -0.03% | 6.21% | 0.29% | 0.23% | 0.18% | 0.14% | 0.11% | 0.09% | 0.08% | 0.08% | 0.08% | 0.07% | | | | | | | | 0.07% |
| 息稅前利潤(EBIT) | 75,022,512 | 66,948,814 | 80,621,352 | 9,239,846 | 134,100,044 | 163,314,582 | 208,833,644 | 267,444,543 | 341,844,196 | 403,625,743 | 450,709,175 | 485,791,719 | 509,579,370 | 519,729,517 | | | | | | | | |
| 息稅前利潤率 | 16% | 13% | 14% | 17% | 19% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | | | | | | | | 18% |
| 加：利息收入/(開支) | 1,814,420 | 1,278,675 | 1,316,265 | 1,543,555 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | 449,348 | | | | | | | | |
| 稅前利潤(EBIT) | 76,836,932 | 68,227,489 | 81,937,616 | 10,783,401 | 134,549,392 | 163,663,930 | 209,282,992 | 267,893,891 | 342,293,544 | 404,075,091 | 451,158,523 | 486,241,067 | 510,028,718 | 520,178,865 | | | | | | | | |
| 稅前利潤率 | 17% | 14% | 17% | 14% | 19% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | 18% | | | | | | | | 18% |
| 減：所得稅開支 | (9,195,593) | (7,363,837) | (11,179,548) | (998,342) | (20,182,409) | (24,549,590) | (31,399,449) | (40,184,084) | (51,344,032) | (60,611,264) | (67,673,778) | (72,936,160) | (76,504,308) | (78,026,830) | | | | | | | | |
| 實際稅率 | 12% | 11% | 14% | 9% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | | | | | | | | 15% |
| 每名管理層 | 15.00% | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 淨利潤(NP) | 67,641,339 | 60,863,653 | 70,758,068 | 9,785,059 | 114,366,983 | 139,114,341 | 177,890,544 | 227,709,808 | 290,949,512 | 343,463,827 | 383,484,745 | 413,304,907 | 433,241,410 | 442,152,035 | | | | | | | | |
| 淨利潤率 | 15% | 12% | 14% | 12% | 16% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | | | | | | | | 15% |

附錄二：於估值日期之合併前數據

崇興有限公司

於二零二五年十一月三十日

| 資產負債表 | 崇興有限公司 | 誠合有限公司 | 誠合實業發展 (東莞)有限公司 | 佳兆業醫療 (深圳)有限公司 | 總計 |
|---------------|---------------|-------------|-------------------------|-------------------------|---------------------------|
| 資產 | 人民幣元 | 人民幣元 | 人民幣元 | 人民幣元 | 人民幣元 |
| 非流動資產 | | | | | |
| 固定資產 | - | - | - | 1,549 | 1,549 |
| 長期投資 | 1 | - | 290,000,000 | 581,657,680 | 871,657,681 |
| | <u>1</u> | <u>-</u> | <u>290,000,000</u> | <u>581,659,229</u> | <u>871,659,230</u> |
| 流動資產 | | | | | |
| 其他應收款項 | - | - | - | 1,307,000 | 1,307,000 |
| 預付款項 | - | - | - | 4,932 | 4,932 |
| 應收集團公司款項 | - | 1 | 90,168,147 | - | 90,168,148 |
| 應收同系附屬公司款項 | - | - | - | 201,323,441 | 201,323,441 |
| 現金及銀行結餘 | - | - | 1,302 | 220,606 | 221,908 |
| | <u>-</u> | <u>1</u> | <u>90,169,449</u> | <u>202,855,980</u> | <u>293,025,430</u> |
| 流動負債 | | | | | |
| 應付賬款 | - | - | - | - | - |
| 應計利息 | - | - | - | (74,958,618) | (74,958,618) |
| 應付集團公司款項 | (1) | - | - | (90,207,667) | (90,207,668) |
| 應付同系附屬公司款項 | - | - | (380,299,447) | (216,300) | (380,515,747) |
| 估計負債 | - | - | - | (136,441,499) | (136,441,499) |
| 銀行貸款 | - | - | - | (45,000,000) | (45,000,000) |
| 財務擔保 | - | - | - | (600,000,000) | (600,000,000) |
| | <u>(1.00)</u> | <u>-</u> | <u>(380,299,447.28)</u> | <u>(946,824,085.12)</u> | <u>(1,327,123,533.40)</u> |
| 流動資產淨額 | <u>(1.00)</u> | <u>1.00</u> | <u>(290,129,998.14)</u> | <u>(743,968,105.53)</u> | <u>(1,034,098,103.67)</u> |
| 非流動負債 | | | | | |
| 銀行借款 | - | - | - | (326,300,000) | |
| | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>-</u> | <u>(326,300,000)</u> | |
| | | | | | 負債淨額 |
| | | | | | (1,360,398,104) |