

关于对浙江莎普爱思药业股份有限公司  
向关联方收购资产事项的问询函  
(上证公函【2020】2570号)  
有关评估事项的答复

天津中联资产评估有限责任公司  
二零二零年十月十五日

上海证券交易所上市公司监管一部：

我公司收到由浙江莎普爱思药业股份有限公司转来的《关于对浙江莎普爱思药业股份有限公司向关联方收购资产事项的问询函》（上证公函【2020】2570号，以下简称问询函），现就涉及到评估方面的问题答复如下：

**问询函第2条：**根据公告，本次交易作价以被评估单位股东全部权益价值的收益法评估值为基础，交易定价5.02亿元，相较合并报表归母所有者权益账面值1.32亿元的增值率为279%，与资产基础法评估值9,800.33万元的差异率为412%。评估报告显示，资产基础法下，无形资产减值率为36%。

（1）补充披露收益法的具体测算过程，以及主要预测参数的选取及依据，包括但不限于就诊人数、就诊费用、服务成本及费用、折现率等，并说明与历史数据的差异情况及原因。

答复：

#### 收益法评估具体测算过程及主要预测参数的选取及依据

被评估单位泰州医院及其子公司妇产医院的业务具有协调性，可以看成是一个业务整体，因此本次收益法采用合并收益口径进行测算。预测为基于医院现有规模，未考虑二期工程扩建。

#### （一）营业收入的确定

历史期营业收入

下表是被评估单位2018年至2020年1-7月的营业收入情况：

单位：万元

年度/项目	2018年	2019年	2020年1-7月
营业收入合计	16,744.72	17,229.09	8,401.04
主营业务收入	16,713.77	17,161.85	8,340.50
门诊收入	10,321.63	11,062.18	5,293.14
产科	2,632.31	2,864.15	1,529.94
儿科	1,114.84	1,318.06	509.25
妇科	3,023.94	3,191.31	1,610.42
不孕科	1,658.13	1,607.16	765.26
外科	485.79	566.38	247.33
体检中心	1,140.63	1,426.15	604.87
其他	265.99	88.97	26.07

年度/项目	2018年	2019年	2020年1-7月
住院收入	6,392.14	6,099.67	3,047.36
产科	2,540.31	2,766.96	1,528.43
儿科	982.79	884.85	318.66
妇科	1,145.97	771.74	429.82
不孕科	1,280.67	1,049.89	531.40
外科	441.16	624.16	235.88
其他	1.24	2.07	3.17
其他业务收入	30.95	67.24	60.54

## 营业收入预测

### 1、主营业务收入

公司主营业务收入主要分为门诊收入和住院收入。门诊科室主要涉及产科、儿科、妇科、不孕科、外科以及体检中心。住院科室主要涉及产科、儿科、妇科、不孕科及外科。

#### (1) 人次的预测

本次评估通过被评估单位历史上归集到各科室的各项收入的就诊人次统计，结合医院未来的各科室发展方向，预测未来的各项收入对应的就诊人次。

历史年度门诊和住院人次统计如下：

单位：人次

年度/项目	2018年	2019年	2020年1-7月
门诊人次	295,351	319,830	144,194
产科	78,866	90,453	51,727
增长率		14.69%	-1.97%
儿科	42,523	53,754	20,383
增长率		26.41%	-35.00%
妇科	47,449	43,286	18,151
增长率		-8.77%	-28.12%
不孕科	29,273	24,636	10,972
增长率		-15.84%	-23.65%
外科	8,472	10,329	3,684
增长率		21.92%	-38.86%
体检中心	88,768	97,372	39,277
增长率		9.69%	-30.85%
住院人次	10,081	9,674	4,208
产科	3,683	3,510	1,700

年度/项目	2018年	2019年	2020年1-7月
增长率		-4.70%	-16.97%
儿科	2,645	2,663	745
增长率		0.68%	-52.04%
妇科	1,942	1,758	915
增长率		-9.47%	-10.78%
不孕科	1,117	963	495
增长率		-13.79%	-11.88%
外科	694	780	353
增长率		12.39%	-22.42%

注：2020年1-7月增长率为年化增长率。

### 各科室床位统计

项目/年度	2018年	2019年	2020年1-7月
<b>使用床位数</b>			
产科	81	81	81
儿科	47	47	47
妇科	40	40	40
不孕科	60	60	60
外科	22	22	22
小计	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>
<b>最大占用床位数</b>	使用床位数×365		
产科	29,565	29,565	17,246
儿科	17,155	17,155	10,007
妇科	14,600	14,600	8,517
不孕科	21,900	21,900	12,775
外科	8,030	8,030	4,684
小计	<b>91,250</b>	<b>91,250</b>	<b>53,229</b>
<b>实际占用床位次数</b>			
产科	21,883	21,557	10,060
儿科	16,359	15,795	4,663
妇科	10,541	9,185	5,064
不孕科	15,452	12,966	6,621
外科	4,402	4,791	2,285
小计	<b>68,637</b>	<b>64,294</b>	<b>28,693</b>
<b>床位使用率</b>	实际占用床位次数/最大占用床位数		
产科	74.02%	72.91%	58.33%
儿科	95.36%	92.07%	46.60%
妇科	72.20%	62.91%	59.46%

项目/年度	2018 年	2019 年	2020 年 1-7 月
不孕科	70.56%	59.21%	51.83%
外科	54.82%	59.66%	48.78%
床位平均使用率	75.22%	70.46%	53.90%

### 1) 门诊人次历史变动情况及未来预测

#### ① 产科

2018 年产科门诊人次 78,866 人，2019 年产科门诊人次 90,453 人，2019 年门诊人次增加较多主要由于产后康复项目人数增加导致，2020 年 1-7 月在新冠肺炎疫情的影响下小幅下降，预计 2020 年全年产科门诊 9 万人次，与 2019 年持平，2021 年及以后各年门诊人次增长率分别为 6%、5%、5%、4%、3%。

#### ② 儿科

2018 年儿科门诊人次 42,523 人，2019 年儿科门诊人次 53,754 人，2019 年门诊人次增加约 26%，主要由于儿保门诊人次增加。2020 年门诊人次下降主要为受疫情影响，疫情防控期间的居家隔离措施有效阻断了传染途径和防止了交叉感染，呼吸道疾病等发病数明显减少，且不能收治发热患儿，因此门诊量下降。随着疫情的有效防控，2020 年下半年逐步恢复，预计 2020 年全年儿科门诊 3.5 万人次，2021 年及以后各年门诊人次增长率分别为 10%、8%、6%、5%、4%。

#### ③ 妇科

2018 年妇科门诊人次 47,449 人，2019 年妇科门诊人次 43,286 人，2019 年人次减少约 9%，系正常经营波动，2020 年 1-7 月门诊人次下降 28% 主要受新冠肺炎疫情疫情影响。随着疫情的有效防控，2020 年下半年逐步恢复，预计 2020 年全年妇科门诊 3.2 万人次；未来加强人文关怀服务，提高收治率及客户满意度，同时开展中医妇科门诊，拓展市场空间，预计 2021 年及以后各年门诊人次增长率分别为 10%、8%、6%、5%、4%。

#### ④ 不孕科

2018 年不孕科门诊人次 29,273 人，2019 年不孕科门诊人次 24,636 人，2019 年门诊人次下降主要原因为科室主诊专家外出培训，2020 年 1-7 月门诊人次下降主要受新冠肺炎疫情疫情影响。随着疫情的有效防控，2020 年下半年逐步恢复，预计 2020 年全年不孕科门诊 2.1 万人次，2021 年及以后各年门诊人次增长率分别为 10%、8%、6%、5%、4%。

### ⑤ 外科

2018 年外科门诊人次 8,472 人，2019 年外科门诊人次 10,329 人，2019 年人数增长主要原因为甲状腺微创技术的开展。2020 年 1-7 月主要受新冠肺炎疫情影响，非重症急诊患者减少医院就医频次导致。随着疫情的有效防控，2020 年下半年逐步恢复，预计 2020 年全年外科门诊 6800 人次，2021 年及以后各年门诊人次增长率分别为 10%、8%、6%、5%、4%。

### ⑥ 体检中心

2018 年体检中心人次 88,768 人，2019 年体检中心人次 97,372 人，主要为当地企业提供员工体检以及两癌筛查，2020 年人数减少主要系疫情期间按照新冠肺炎疫情防控要求体检中心暂停营业所致。随着疫情的有效防控，2020 年下半年逐步恢复，预计 2020 年全年体检中心体检 7 万人次，2021 年及以后各年体检人次增长率分别为 15%、10%、8%、5%、4%。

## 2) 住院人次历史变动情况分析

### ① 产科

2018 年产科住院人次为 3,683 人，2019 年产科住院人次为 3,510 人，2019 年产科人次小幅下降，属正常经营波动，2020 年主要受新冠肺炎疫情影响，疫情时期多人病房仅住一人，导致部分病床无法使用，住院人次减少。预测年度，根据泰州当地人口规模，预计每年收治 3,300 名产妇。

### ② 儿科

2018 年儿科住院人次为 2,645 人，2019 年儿科住院人次为 2,663 人，2020 年 1-7 月住院人次为 745 人，住院人次下降主要由于疫情原因，疫情防控期间的居家隔离措施有效阻断了传染途径和防止了交叉感染，呼吸道疾病等发病数明显减少，且不能收治发热患儿，因此住院量下降。随着疫情的有效防控，2020 年下半年逐步恢复，预计 2020 年全年儿科收治住院患者 1500 人次，随着社会的发展、居民生活水平的提高等各方面的影响，儿童的内分泌矮小症、性早熟等病种成为社会关注问题，儿科将开展内分泌诊疗等项目，亦需要住院治疗；同时鉴于被评估单位儿科领域在泰州当地有一定影响力，特别是新生儿 NICU 方面更具竞争优势，预计未来年度逐步恢复至住院诊疗人次历史水平，2021 年及以后各年住院患者人次增长率分别为 30%、20%、10%、6%、4%。

### ③ 妇科

2018年妇科住院人次为1,942人，2019年妇科住院人次为1,758人，2019年住院人次下降约9%，2020年1-7月疫情对妇科住院人次略有影响，住院人次下降10%，预计2020年全年妇科收治住院患者1600人次。未来年度拟引进新项目新技术、开展各类妇科盆底疾病手术，同时完善宫颈专科的建设、增加宫颈疾病手术量。预计2021年起逐渐恢复历史住院人次，2021年及以后各年住院患者人次增长率分别为20%、15%、10%、6%、4%。

### ④ 不孕科

2018年不孕科住院人次为1,117人，2019年不孕科住院人次为963人，2019年住院人次下降约14%，2020年受疫情影响，住院人次较2019年继续下降约12%。随着疫情的有效防控，2020年下半年逐步恢复，预计2020年全年不孕不育科收治住院患者900人次，2021年及以后各年住院患者人次增长率分别为10%、8%、6%、5%、4%。

### ⑤ 外科

2018年外科住院人次为694人，2019年外科住院人次为780人，2019年住院人次较2018年上升约12%，住院人次增长主要因为医院开设新的外科科室及甲状腺微创手术的开展。2020年受疫情影响，部分手术暂停，非重症患者减少住院，导致住院人次较2019年继续下降约22%。随着疫情的有效防控，2020年下半年逐步恢复，预计2020年全年外科收治住院患者600人次。随着“两癌”筛查的深入开展，同时加大与“泰州市杏林妇女儿童医学发展基金会”合作，开展甲状腺筛查，乳腺疾病及甲状腺疾病患者将有所增加，预计2021年及以后各年住院患者人次增长率分别为30%、20%、10%、6%、4%。

综合上述分析，未来年度门诊及住院就诊人次预测如下：

单位：人次

年度/项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
门诊人次							
产科	38,273	95,400	100,170	105,179	109,386	112,668	112,668
儿科	14,617	38,500	41,580	44,075	46,279	48,130	48,130
妇科	13,849	35,200	38,016	40,297	42,312	44,004	44,004
不孕科	10,028	23,100	24,948	26,445	27,767	28,878	28,878

年度/项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
外科	3,116	7,480	8,078	8,563	8,991	9,351	9,351
体检中心	30,723	80,500	88,550	95,634	100,416	104,433	104,433
住院人次							
产科	950	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300	3,300
儿科	755	1,950	2,340	2,574	2,728	2,837	2,837
妇科	685	1,920	2,208	2,429	2,575	2,678	2,678
不孕科	405	990	1,069	1,133	1,190	1,238	1,238
外科	247	780	936	1,030	1,092	1,136	1,136

根据上述预测情况，床位使用情况统计如下：

项目/年度	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
<b>使用床位数</b>							
产科	81	81	81	81	81	81	81
儿科	47	47	47	47	47	47	47
妇科	40	40	40	40	40	40	40
不孕科	60	60	60	60	60	60	60
外科	22	22	22	22	22	22	22
小计	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>	<b>250</b>
<b>最大占用床位数</b>	<b>使用床位数×365</b>						
产科	12,319	29,565	29,565	29,565	29,565	29,565	29,565
儿科	7,148	17,155	17,155	17,155	17,155	17,155	17,155
妇科	6,083	14,600	14,600	14,600	14,600	14,600	14,600
不孕科	9,125	21,900	21,900	21,900	21,900	21,900	21,900
外科	3,346	8,030	8,030	8,030	8,030	8,030	8,030
小计	<b>38,021</b>	<b>91,250</b>	<b>91,250</b>	<b>91,250</b>	<b>91,250</b>	<b>91,250</b>	<b>91,250</b>
<b>实际占用床位次数</b>							
产科	5,840	19,800	19,800	19,800	19,800	19,800	19,800
儿科	4,530	11,700	14,040	15,444	16,368	17,022	17,022
妇科	2,936	9,600	11,040	12,145	12,875	13,390	13,390
不孕科	5,265	12,870	13,897	14,729	15,470	16,094	16,094
外科	1,482	4,680	5,616	6,180	6,552	6,816	6,816
小计	<b>20,053</b>	<b>58,651</b>	<b>64,394</b>	<b>68,298</b>	<b>71,065</b>	<b>73,122</b>	<b>73,122</b>
<b>床位使用率</b>	<b>实际占用床位次数/最大占用床位数</b>						
产科	47.41%	66.97%	66.97%	66.97%	66.97%	66.97%	66.97%
儿科	63.37%	68.20%	81.84%	90.03%	95.41%	99.22%	99.22%
妇科	48.27%	65.75%	75.62%	83.18%	88.18%	91.71%	91.71%
不孕科	57.70%	58.77%	63.46%	67.26%	70.64%	73.49%	73.49%



项目/年度	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
外科	44.29%	58.28%	69.94%	76.96%	81.59%	84.88%	84.88%
床位平均使用率	52.74%	64.28%	70.57%	74.85%	77.88%	80.13%	80.13%

人次的预测基于新冠疫情风险降低、行业发展、人民生活水平和健康意识的增强、医院科研水平和服务水平的提升等，假如未来上述条件发生重大不利变化，则存在人次增长无法符合预期的风险，从而影响标的公司的收入和利润。

## (2) 人均费用的预测

本次评估通过被评估单位历史上归集到各科室的各项收入的人均费用统计，结合医院未来的各科室发展方向，预测未来的各科室医疗收入对应的人均费用。

被评估单位近年的人均费用如下：

单位：元/人次

年度/项目	2018年	2019年	2020年1-7月
<b>门诊人均费用</b>			
产科	333.77	316.65	295.77
增长率		-5.13%	-6.59%
儿科	262.17	245.20	249.84
增长率		-6.47%	1.89%
妇科	637.30	737.26	887.23
增长率		15.68%	20.34%
不孕科	566.44	652.36	697.47
增长率		15.17%	6.91%
外科	573.41	548.34	671.36
增长率		-4.37%	22.43%
体检中心	128.50	146.46	154.00
增长率		13.98%	5.15%
<b>住院人均费用</b>			
产科	6,897.39	7,883.08	8,990.76
增长率		14.29%	14.05%
儿科	3,715.65	3,322.76	4,277.32
增长率		-10.57%	28.73%
妇科	5,900.98	4,389.87	4,697.49
增长率		-25.61%	7.01%
不孕科	11,465.26	10,902.28	10,735.35
增长率		-4.91%	-1.53%
外科	6,356.77	8,002.05	6,682.15
增长率		25.88%	-16.49%

### 1) 门诊人均费用历史变动情况及预测人均费用说明

### ① 产科

历史年度产科人均费用约 300 元/人次,人均费用逐年下降主要受泰州市产业政策因素影响,开展妇幼分级服务,乡镇卫生院提供部分免费检查项目,分流了一部分前期检查项目。

随着南通大学附属泰州妇产医院挂牌成立,产科国际部已投入使用,VIP 服务收费将带动产科收入增长。同时被评估单位引进的“医学实验室磁悬浮流水线”实现医学检验走向全程自动化,宫颈专科学科建设并承办 2019 年红房子国家级阴道镜规范化培训学术会的效益逐步释放,产后康复的团队专业化与环境的升级等提升品牌、学术、技术、设备、专业化、服务等举措的实施,预计 2020 年 8-12 月人均费用为 293.96 元/人次,2021 年起每年增长 2%。

### ② 儿科

历史年度儿科人均费用约 250 元/人次,人均费用波动较小,主要为检查项目差异,属正常经营波动。

医院拟增加新服务项目,提升患者满意度:1) 儿科增加儿童保健的药浴、推拿、中西医结合止咳治喘、0-3 岁眼部保健、儿牙与育儿托管等服务项目;2) 儿童康复及低视力儿童、近视防控政策性服务业务的等拓展项目。预计 2020 年 8-12 月儿科人均费用为 250.22 元/人次,2021 年起人均费用每年增长 2%。

### ③ 妇科

历史年度妇科人均费用呈逐年增长的态势,2019 年人均费用较 2018 年增长 15.68%,2020 年 1-7 月较 2019 年增长 20.34%,主要系由于:1) 开设门诊小月子中心,增加人文关怀和全流程服务;2) 宫颈专科学科建设,专病专治,收治率提升;3) 开设门诊盆底诊疗项目;4) 临床检验检查项目诊疗需要的增加;5) 亚专科专家门诊的增量。依托两癌筛查项目与宫颈疫苗资质项目的推动,逐步提高预防保健服务的需求,人均费用将会有较大的提升空间,预计 2020 年 8-12 月妇科人均费用为 893.62 元/人次,2021 年起人均费用每年增长 3%。

### ④ 不孕科

历史年度不孕科人均费用呈逐年增长的态势,2019 年人均费用较 2018 年增长约 15%,2020 年 1-7 月较 2019 年增长约 7%。随着:1) 不孕临床新技术的开展,提升孕育率;2) 中西医结合技术的应用,提高疗效;3) 临床新检验技术的应用,

提高精确度。预计 2020 年 8-12 月不孕科人均费用为 702.77 元/人次，2021 年起人均费用每年增长 2%。

#### ⑤ 外科

历史年度外科人均费用略有波动，整体呈增长态势，2018 年及 2019 年人均费用变化较小，2020 年 1-7 月人均费用较 2019 年增长约 22%，主要系由于新增甲状腺微创手术结合门诊保守控制诊疗的开展。

预测年度公司将采取以下措施提升人均费用：1) 引进大普外胃肠、甲乳疝专家人才与技术，提升医院品牌知名度；2) 增加医院服务项目，开展大隐静脉曲张微创治疗术、肛肠手术等；3) 建设大甲乳专科，开展甲状腺消融术和乳腺麦默通微创旋切术。预计 2020 年 8-12 月外科人均费用为 668.39 元/人次，2021 年起人均费用每年增长 3%。

#### ⑥ 体检中心

历史年度体检中心人均费用基数较低，小幅增长。目前医院体检中心主要为合作企业员工体检以及政府主导的两癌筛查项目。入职体检及常规体检项目较为简单，收费较低。政府主导的两癌筛查项目带动一部分个人体检项目。医院拟开设私人订制体检服务，逐步提升体检费用预计 2020 年 8-12 月体检中心人均费用为 156.28 元/人次，2021 年起人均费用每年增长 3%。

### 2) 住院人均费用历史变动情况及预测人均费用说明

#### ① 产科

历史年度人均费用提升较快，主要原因：1) 普通病房无痛分娩、亲情陪产等增值项目的提升；2) 产科国际部的投入使用，分娩单体提高，VIP 服务单价较高；3) 公司引进“医学实验室磁悬浮流水线实现医学检验”走向全程自动化，提升了检验效率。

预测年度公司计划引进优秀的专家团队，先进的麻醉技术，同时提供孕妇分娩套餐的产康等增值服务，提高入住率，以此提升人均费用，预计 2020 年 8-12 月产科人均费用为 9,016.53 元/人次，2021 年起人均费用每年增长 2%。

#### ② 儿科

儿科住院人均费用 2018 年为 3,715 元/人次，2019 年为 3,322 元/人次，2019 年较 2018 年儿科人均费用下降约 10%，主要系开展产前筛查五色管理，减少了

重症新生儿的收治率。2020年1-7月人均费用较2019年增长约28%，达4,277元/人次，主要系疫情防控，部分感冒等上呼吸道疾病及病情症状轻的小儿住院患者下降，住院均为病情严重的小儿患者。随着疫情的有效防控，2020年下半年逐步恢复，儿科人均费用有所回落，预计2020年8-12月人均费用为3,726.36元/人次，未来年度发挥NICU优势，提高院内新生儿NICU的转化收治率，院外新生儿转诊量，同时推进儿童内分泌发育问题的项目开展，注重客户口碑建设增加自然流量，提高儿童疾病的收治率，在学科建设方面持续引进新型治疗技术及项目提升效益。预计2021年起人均费用每年保持2%的增长。

### ③ 妇科

历史年度妇科人均费用总体有所下降，主要因为国家医保政策影响，对医院住院收入有部分影响。

预测年度公司计划建设宫颈专科学科建设、盆底诊疗技术项目，提高收治率，预计2020年8-12月妇科人均费用为4,469.78元/人次，2021年起人均费用每年增长2%。

### ④ 不孕科

历史年度不孕科人均费用波动较小。2021年起将逐步开展新项目和新技术，如宫颈环扎术、宫腹腔镜手术、临床检验检查项目、中西医结合治疗等，预计2020年8-12月不孕科人均费用为10,879.00元/人次，2021年起人均费用每年增长1%。

### ⑤ 外科

历史年度外科人均费用波动较大，2019年人均费用增加主要系由于甲状腺消融手术和儿外科手术地开展。2020年1-7月人均费用较2019年下降主要系由于新冠肺炎疫情防控期间，根据疫情防控要求暂停手术。随着疫情的有效防控，2020年下半年逐步恢复，外科人均费用有所回升，预计2020年8-12月外科人均费用为6,968.42元/人次，2021年起每年保持2%的增长。

根据上述分析，2020年8-12月人均费用结合医院实际经营情况进行预测，考虑到居民健康意识增强带来的系统检查及早期治疗增多，同时医院继续优化结构调整，在增强各科室技术水平与软、硬件配置的基础上，不断提升服务能力和水平，继续扩大医院影响，吸引患者就诊。2021年及以后年度门诊及住院人均费

用考虑一定比例的增长预测确定，具体情况如下：

单位：万元

年度/项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
门诊人均费用							
产科	293.96	299.84	305.84	311.96	318.2	324.56	324.56
增长率		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
儿科	250.22	255.22	260.32	265.53	270.84	276.26	276.26
增长率		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
妇科	893.62	920.43	948.04	976.48	1,005.77	1,035.94	1,035.94
增长率		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
不孕科	702.77	716.83	731.17	745.79	760.71	775.92	775.92
增长率		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
外科	668.49	688.54	709.2	730.48	752.39	774.96	774.96
增长率		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
体检中心	156.28	160.97	165.8	170.77	175.89	181.17	181.17
增长率		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	
住院人均							
产科	9,016.53	9,196.86	9,380.80	9,568.42	9,759.79	9,954.99	9,954.99
增长率		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
儿科	3,726.36	3,800.00	3,876.00	3,953.52	4,032.59	4,113.24	4,113.24
增长率		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
妇科	4,469.78	4,559.18	4,650.36	4,743.37	4,838.24	4,935.00	4,935.00
增长率		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	
不孕科	10,879.01	10,987.80	11,097.68	11,208.66	11,320.75	11,433.96	11,433.96
增长率		1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	
外科	6,968.42	7,107.79	7,249.95	7,394.95	7,542.85	7,693.71	7,693.71
增长率		2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	

人均费用的预测基于新冠疫情风险降低、行业发展、人民生活水平和健康意识的增强、医院科研水平和服务水平的提升等，假如未来上述条件发生重大不利变化，则存在人均费用增长无法符合预期的风险，从而影响标的公司的收入和利润。

### (3) 主营业务收入的预测：

主营业务收入=人次×人均费用

门诊收入-其他主要系耳鼻咽喉科、皮肤科、内科等，随着疫情的有效防控逐步恢复至2019年水平，并保持3%的增长；住院收入-其他主要系皮肤科等，金额占比较小，不做预测。

单位：万元

年度/项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
门诊收入	4,145.46	10,629.62	11,715.16	12,720.19	13,650.63	14,511.47	14,511.47
产科	1,125.06	2,860.47	3,063.60	3,281.16	3,480.66	3,656.75	3,656.75
儿科	365.75	982.60	1,082.41	1,170.32	1,253.42	1,329.64	1,329.64
妇科	1,237.58	3,239.91	3,604.07	3,934.92	4,255.61	4,558.55	4,558.55
不孕科	704.74	1,655.88	1,824.12	1,972.24	2,112.26	2,240.70	2,240.70
外科	208.27	514.95	572.80	625.41	676.37	724.55	724.55
体检中心	480.13	1,295.81	1,468.16	1,633.14	1,766.22	1,892.01	1,892.01
其他	23.93	80.00	100.00	103.00	106.09	109.27	109.27
住院收入	2,056.81	6,293.52	6,894.38	7,359.00	7,737.52	8,063.20	8,063.20
产科	856.57	3,034.96	3,095.66	3,157.58	3,220.73	3,285.15	3,285.15
儿科	281.34	741.00	906.98	1,017.64	1,100.09	1,166.93	1,166.93
妇科	306.18	875.36	1,026.80	1,152.16	1,245.85	1,321.59	1,321.59
不孕科	440.60	1,087.79	1,186.34	1,269.94	1,347.17	1,415.52	1,415.52
外科	172.12	554.41	678.60	761.68	823.68	874.01	874.01
其他	-	-	-	-	-	-	-

## 2、其他业务收入

其他业务收入主要为餐费收入，具体如下：

单位：万元

年度/项目	2018年	2019年	2020年1-7月
其他业务收入	30.95	67.24	60.54

预测年度，其他业务收入按每年增长3%进行预测。具体如下：

单位：万元

年度/项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
其他业务收入	39.46	103.00	106.09	109.27	112.55	115.93	115.93
增长率		3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	

## 3、营业收入

综上所述，公司的营业收入预测如下：

单位：万元

年度/项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
营业收入合计	6,241.73	17,026.14	18,715.63	20,188.46	21,500.70	22,690.60	22,690.60
主营业务收入	6,202.27	16,923.14	18,609.54	20,079.19	21,388.15	22,574.67	22,574.67
其他业务收入	39.46	103.00	106.09	109.27	112.55	115.93	115.93

## (二) 主营业务成本

公司 2018 年至评估基准日营业成本情况如下：

单位：万元

年度/项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-7 月
营业成本合计	9,258.45	9,280.63	4,408.57
工资性支出	4,588.22	4,518.46	1,852.83
耗材成本	1,356.71	1,432.71	899.01
药品成本	1,825.04	1,925.45	851.53
外送检验费	187.75	247.23	112.40
折旧费及摊销	775.50	680.96	393.86
房租费	318.35	258.37	145.63
其他	206.88	217.45	153.31

根据管理层预测及 2018 年-2020 年 1-7 月年营业成本实际发生情况。主营业务成本按 2020 年 1-7 月发生额占主营业务收入比例进行预测。预测年度根据被评估单位未来资本性支出投资计划以及折旧摊销方法计算折旧摊销。人员工资性支出详见“人员薪酬的确定”。房租费根据房屋租赁合同及当地房地产租赁市场情况进行预测。具体如下：

单位：万元

年度/项目	2020 年 8-12 月	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	永续期
营业成本合计	3,288.43	9,001.21	10,009.83	10,839.81	11,594.53	12,255.78	12,255.78
工资性支出	1,423.17	3,942.00	4,521.96	4,975.30	5,402.45	5,767.50	5,767.50
耗材成本	627.98	1,776.93	1,954.00	2,108.31	2,245.76	2,370.34	2,370.34
药品成本	675.46	1,776.93	1,954.00	2,108.31	2,245.76	2,370.34	2,370.34
外送检验费	62.11	203.08	223.31	240.95	256.66	270.90	270.90
折旧费及摊销	323.51	776.42	796.42	809.75	818.08	818.08	818.08
房租费	111.37	272.00	281.00	296.00	305.00	320.00	320.00
其他	64.83	253.85	279.14	301.19	320.82	338.62	338.62

公司 2018 年至基准日营业成本及毛利率如下表：

单位：万元

年度/项目		2018 年	2019 年	2020 年 1-7 月
合计	营业收入	16,744.72	17,229.09	8,401.04
	营业成本	9,258.45	9,280.63	4,408.57
	总体毛利率	44.71%	46.13%	47.52%
主营业务小计	收入	16,713.77	17,161.85	8,340.50
	成本	9,258.45	9,280.63	4,408.57
	毛利率	44.61%	45.92%	47.14%
其他业务小计	收入	30.95	67.24	60.54

年度/项目		2018年	2019年	2020年1-7月
	成本	-	-	-
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%

同行业上市公司的毛利率情况如下：

同行业企业名称	2020年1-6月	2019年	2018年
爱尔眼科	43.74%	49.30%	47.00%
泰格医药	48.46%	46.48%	43.11%
通策医疗	40.31%	46.08%	43.29%
金域医学	44.77%	39.48%	38.83%
平均值	44.32%	45.33%	43.06%

从总体上看，同行业可比公司综合毛利率平均在45%左右，被评估单位综合毛利率略高于同行业上市公司主要原因是：①公司为妇产专科医院，业务均为诊疗收入；②同行业上市公司毛利率受其他业务影响；③公司之间产品结构存在一定差异。被评估单位未来年度毛利率水平较为合理，具体如下：

单位：万元

年度/项目		2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
合计	营业收入	6,241.73	17,026.14	18,715.63	20,188.46	21,500.70	22,690.60	22,690.60
	营业成本	3,288.43	9,001.21	10,009.83	10,839.81	11,594.53	12,255.78	12,255.78
	毛利率	47.32%	47.13%	46.52%	46.31%	46.07%	45.99%	45.99%
主营业务	收入	6,202.27	16,923.14	18,609.54	20,079.19	21,388.15	22,574.67	22,574.67
	成本	3,288.43	9,001.21	10,009.83	10,839.81	11,594.53	12,255.78	12,255.78
	毛利率	46.98%	46.81%	46.21%	46.01%	45.79%	45.71%	45.71%
其他业务	收入	39.46	103.00	106.09	109.27	112.55	115.93	115.93
	成本	-	-	-	-	-	-	-
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

### （三）销售费用

被评估单位2018年至基准日销售费用明细如下：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年1-7月
工资性支出	302.13	435.39	132.21
广告费	747.71	464.60	142.28
业务招待费	58.29	16.85	5.76
会议费	0.08	51.92	49.50
其他	337.37	81.69	6.06
合计	1,445.58	1,050.45	335.81
销售费用率	8.63%	6.10%	4.00%



销售费用主要包括工资性支出、广告费等。

工资性支出 2020 年 1-7 月占主营业务收入比重较 2019 年下降，主要系公司积极响应国家和当地政府有关疫情防控相关规定，减少线下的社区公益活动推广，同时结合新冠疫情对人们社会生活习惯的改变，及时调整营销策略，并通过线上宣传逐步替代原有线下社区公益活动推广，以及借助南通大学合作拓宽新的营销渠道，为实现成本管控提升竞争力从而对销售人员进行了精简优化所致。

广告宣传费 2020 年 1-7 月占主营业务收入比重较 2019 年下降，主要系公司受疫情影响，线下社区公益活动推广费用减少，同时公司及时调整营销策略，以成本较低的线上宣传逐步取代原有传统的广告投放方式所致。

综上所述，由于营销策略的调整，公司逐步通过线上宣传替代线下社区公益活动推广及公司采取长期优化管理战略，对销售人员精简使销售人员工资薪酬支出及广告费用支出减少，预测 2020 年度销售费用下降具有合理性。公司目前营销策略和销售人员配置调整已见成效。本次以 2020 年 1-7 月占主营业务收入的比例预测未来年度的广告费、业务招待费、会议费等，工资性支出的预测详见“人员薪酬预测”。销售费用具体预测见下表：

单位：万元

项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
工资性支出	107.79	284.93	323.60	365.88	399.95	423.95	423.95
广告费	104.95	287.69	316.36	341.35	363.60	383.77	383.77
业务招待费	8.78	16.92	18.61	20.08	21.39	22.57	22.57
会议费	23.21	84.62	93.05	100.40	106.94	112.87	112.87
其他	8.48	16.92	18.61	20.08	21.39	22.57	22.57
合计	253.21	691.08	770.23	847.79	913.27	965.73	965.73
销售费用率	4.06%	4.06%	4.12%	4.20%	4.25%	4.26%	4.26%

预测期销售费用率相较于 2019 年的下降是基于 2020 年 1-7 月营销策略的调整已见成效，并且未来能持续，假如公司无法继续维持当前的营销策略，则存在销售费用无法保持较低水平的风险，从而影响标的公司的利润。

#### （四）管理费用

公司 2018 年至基准日管理费用明细如下：

单位：万元

项目	2018年	2019年	2020年1-7月
----	-------	-------	-----------

项目	2018年	2019年	2020年1-7月
工资性支出	1,075.18	915.57	413.57
业务招待费	244.08	100.65	33.63
办公费	136.66	285.91	71.17
维修费	588.37	431.53	188.10
折旧摊销费	257.53	152.24	129.89
水电费	251.01	255.22	122.97
交通差旅费	152.42	131.55	37.55
办公房租	-	69.50	42.00
物业保洁费	144.45	291.96	93.11
其他	427.41	272.62	25.49
<b>合计</b>	<b>3,277.11</b>	<b>2,906.75</b>	<b>1,157.48</b>
<b>管理费用率</b>	<b>19.57%</b>	<b>16.87%</b>	<b>13.78%</b>

管理费用主要包括工资性支出、办公费、维修费、折旧及摊销、水电费及物业保洁费等。

2020年1-7月管理人员工资性支出有所下降主要系公司2019年下半年对管理人员进行了精简另疫情影响下管理人员整体薪酬水平下降所致,现有规模管理人员下公司运营稳定,未来年度工资水平预测缓慢上升。

物业保洁费2020年1-7月占主营业务收入比重较2019年下降主要系2019年各种线下活动推广较多,保安、保洁费支出较多。

业务招待费、办公费以及其他等费用2020年1-7月占主营业务收入比重较2019年下降,主要系企业长期优化管理的战略,精简开支。

折旧摊销下降较多主要系部分设备装修于2019年已摊销完,预测年度根据被评估单位未来资本性支出投资计划以及折旧摊销方法计算折旧摊销。

综上所述,由于公司长期优化管理战略的实施,人员岗位设置更加趋于合理,各项费用支出本着合理节约、精简开支原则进行管控已见成效。公司在不扩建医院规模的情况下,水电费保持稳定,未来年度按照固定值进行预测;业务招待费、办公费、维修费、交通差旅费等其他费用按照2020年1-7月占主营业务收入比例进行预测;工资性支出的预测,详见“人员薪酬的确定”;折旧费及摊销预测根据被评估单位未来资本性支出投资计划以及折旧摊销方法计算折旧摊销;房租费根据房屋租赁合同及当地房地产租赁市场情况进行预测。管理费用预测具体如下:

单位:万元

项目	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
工资性支出	303.79	785.33	845.67	910.41	965.04	1,022.94	1,022.94
业务招待费	24.54	67.69	74.44	80.32	85.55	90.30	90.30
办公费	45.17	135.39	148.88	160.63	171.11	180.60	180.60
维修费	131.84	372.31	409.41	441.74	470.54	496.64	496.64
折旧摊销费	96.78	232.27	236.27	236.27	236.27	236.27	236.27
水电费	127.03	250.00	250.00	250.00	250.00	250.00	250.00
交通差旅费	27.89	76.15	83.74	90.36	96.25	101.59	101.59
办公房租	30.00	78.00	78.00	84.00	84.00	90.00	90.00
物业保洁费	52.32	169.23	186.10	200.79	213.88	225.75	225.75
其他	47.22	84.62	93.05	100.40	106.94	112.87	112.87
<b>合计</b>	<b>886.58</b>	<b>2,250.99</b>	<b>2,405.56</b>	<b>2,554.92</b>	<b>2,679.58</b>	<b>2,806.96</b>	<b>2,806.96</b>
<b>管理费用率</b>	<b>14.20%</b>	<b>13.22%</b>	<b>12.85%</b>	<b>12.66%</b>	<b>12.46%</b>	<b>12.37%</b>	<b>12.37%</b>

预测期管理费用率相较于 2019 年的下降是基于 2020 年 1-7 月管理战略的优化已见成效，并且未来能持续，假如公司无法继续维持当前已优化的管理策略，则存在管理费用无法保持较低水平的风险，从而影响标的公司的利润。

#### （五）人员薪酬的确定

被评估单位历史年度对人员配置进行了优化精简，截至评估基准日，医护人员较 2019 年末精简了 27 人、销售人员较 2019 年末精简了 24 人、管理人员较 2019 年末精简了 3 人。

根据被评估单位历史年度人员薪酬变化趋势，结合企业未来发展规划，本次评估预测未来年度被评估单位人员薪酬如下：

单位：万元

项目		医护人员	销售人员	管理人员	合计
基准日 薪资标准	月人均工资（元/人·月）	7,606.03	7,869.64	9,685.48	
	月数	12	12	12	
	年人均工资（元/人·年）	91,272.36	94,435.68	116,225.76	
2020年	人数	350	25	61	436
	月平均工资（元）	7,800.00	8,000.00	9,800.00	
	年人工费用合计	3,276.00	240	717.36	4,233.36
2021年	人数	365	28	63	456
	月平均工资（元）	9,000.00	8,480.06	10,387.96	
	年人工费用合计	3,942.00	284.93	785.33	5,012.26
2022年	人数	395	30	64	489
	月平均工资（元）	9,540.00	8,988.89	11,011.33	
	年人工费用合计	4,521.96	323.6	845.67	5,691.23

2023年	人数	410	32	65	507
	月平均工资(元)	10,112.40	9,528.13	11,671.92	
	年人工费用合计	4,975.30	365.88	910.41	6,251.59
2024年	人数	420	33	65	518
	月平均工资(元)	10,719.15	10,099.75	12,372.31	
	年人工费用合计	5,402.45	399.95	965.04	6,767.44
2025年	人数	423	33	65	521
	月平均工资(元)	11,362.29	10,705.81	13,114.62	
	年人工费用合计	5,767.50	423.95	1,022.94	7,214.39
永续期	人数	423	33	65	521
	月平均工资(元)	11,362.29	10,705.81	13,114.62	
	年人工费用合计	5,767.50	423.95	1,022.94	7,214.39

#### (六) 折现率的确定

折现率, 又称期望投资回报率, 是将资产的未来预期收益折算成现值的比率, 是基于贴现现金流法确定评估价值的重要参数。本次评估选取与被评估单位类似的上市公司, 按照加权平均资本成本(WACC)计算确定折现率。

加权平均资本成本指的是将企业股东预期回报率和付息债权人的预期回报率按照企业资本结构中的所有者权益和付息负债所占的比例加权平均计算的预期回报率, 计算公式为:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{E+D} + K_d \times (1-T) \times \frac{D}{E+D}$$

式中: WACC--加权平均资本成本

$K_e$ --权益资本成本

$K_d$ --债务资本成本

$T$ --所得税税率

$D/E$ --资本结构

债务资本成本采用现时的平均利率水平, 权数采用企业同行业上市公司平均债务构成计算取得。

权益资本成本按国际通常使用的CAPM模型求取, 计算公式如下:

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_s = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s$$

其中:  $K_e$ --权益资本成本

$R_f$ --无风险报酬率

$R_m$ --市场收益率

$\beta$ ——系统风险系数

$ERP$ ——市场风险溢价

$R_s$ ——公司特有风险超额收益率

#### 1、选取可比公司

从 Wind 系统中查询与被评估单位同行业上市公司作为可比公司，具体如下：

可比公司一：300015.SZ 爱尔眼科

经营范围：眼科医院的投资和医院经营管理服务（不得从事吸收存款、集资收款、受托贷款、发行票据、发放贷款等国家金融监管及财政信用业务）；眼科医疗技术的研究，远程医疗软件的研发、生产、销售；眼科、内科、麻醉科、检验科、影视像科、验光配镜；三类医疗器械销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

主营业务：手术与注射器械、医用耗材、医院。

主营产品：爱尔眼科白内障手术、爱尔眼科检查治疗、爱尔眼科连锁医院、爱尔眼科眼病诊疗、爱尔眼科眼后段手术、爱尔眼科眼前段手术、爱尔眼科医学验光配镜、爱尔眼科准分子手术

可比公司二：300347.SZ 泰格医药

经营范围：服务：医药相关产业产品及健康相关产业产品的技术开发、技术咨询、成果转让，临床试验数据的管理与统计分析，翻译；以承接服务外包方式从事数据处理等信息技术和业务流程外包服务；成年人的非证书劳动职业技能培训，成年人的非文化教育培训；人力资源管理和猎头服务(国家禁止和限制的项目除外，涉及许可证的凭证经营)。前款所指公司经营范围以公司登记机关核准的项目为准。

主营业务：专业咨询服务。

主营产品：临床试验技术服务、临床试验统计分析服务

可比公司三：600763.SH 通策医疗

经营范围：医疗器械、日用品、消毒用品的销售，投资管理，经营进出口业务，技术开发、技术咨询及技术服务，培训服务（不含办班培训）。

主营业务：杭州口腔医院、宁波口腔医院。

主营产品：医院

可比公司四：603882.SH 金城医学

经营范围：投资咨询服务；商品信息咨询服务；生物技术开发服务；生物技术咨询、交流服务；软件开发；信息技术咨询服务；信息系统集成服务；计算机房维护服务；水质检测服务；环境保护监测；水污染监测；化工产品检测服务；医学研究和试验发展；生物技术转让服务；企业总部管理；房屋租赁；场地租赁（不含仓储）；物业管理；电话信息服务；食品检测服务；租赁业务（外商投资企业需持批文、批准证书经营）。

主营业务：高端检测、检验信息服务、健康体检、临床试验研究、食品卫生检测、试剂生产、试剂销售、司法鉴定、项目转化、医疗冷链物流、医学检验及病理诊断。

主营产品：其他物流、生物诊断试剂、医院、专业咨询服务

## 2、股权资本成本的确定

### （1）无风险报酬率 $R_f$ 的确定

取证券交易所上市交易的长期国债（截至评估基准日剩余期限超过 10 年）到期收益率平均值确定无风险报酬率。

本次评估无风险报酬率  $R_f$  取 4.02%。

### （2）ERP 的确定

市场风险超额回报率是投资者投资股票市场所期望的超过无风险收益率的部分，参照国内外相关部门估算市场风险超额回报率的思路，利用 Wind 资讯查询系统估算 2020 年度中国股权市场风险超额回报率。

- 1) 收集沪深 300 成份股 2010-2019 年每年年末平均收益；
- 2) 计算 2010-2019 年每年年末无风险收益率；
- 3) 计算 2010-2019 年每年 ERP；
- 4) 计算 2010-2019 年每年 ERP 的平均值。

根据前十年市场统计数据进行分析，市场风险溢价率为 6.33%，相关数据见下表：

年份	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 $R_f$ (距到期剩余年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术平均值- $R_f$	ERP=Rm 几何平均值- $R_f$
2010	41.43%	15.10%	4.25%	37.18%	10.85%
2011	25.44%	0.12%	3.98%	21.46%	-3.86%
2012	25.40%	1.60%	4.15%	21.25%	-2.55%

年份	Rm 算术平均值	Rm 几何平均值	无风险收益率 Rf(距到期剩余年限超过 10 年)	ERP=Rm 算术平均值-Rf	ERP=Rm 几何平均值-Rf
2013	24.69%	4.26%	4.32%	20.37%	-0.06%
2014	41.88%	20.69%	4.31%	37.57%	16.37%
2015	31.27%	15.55%	4.12%	27.15%	11.43%
2016	17.57%	6.48%	3.91%	13.66%	2.57%
2017	25.68%	18.81%	4.23%	21.45%	14.58%
2018	13.42%	7.31%	4.01%	9.41%	3.30%
2019	21.74%	14.65%	4.10%	17.63%	10.55%
平均值	26.85%	10.46%	4.14%	22.71%	6.32%
最大值	41.88%	20.69%	4.32%	37.57%	16.37%
最小值	13.42%	0.12%	3.91%	9.41%	-3.86%
剔除最大、最小值后的平均值	<b>26.65%</b>	<b>10.47%</b>	<b>4.14%</b>	<b>22.52%</b>	<b>6.33%</b>

由于几何平均值可以更好表述收益率的增长情况，因此我们认为采用几何平均值计算的 Cn 计算得到 ERP 更切合实际，由于本次评估被评估标的资产的持续经营期超过 10 年，因此我们认为选择 ERP=6.33%作为目前国内股权超额收益率 ERP 未来期望值比较合理。

### (3) 系统风险系数 $\beta$

该系数是衡量被评估单位相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于被评估单位目前为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与被评估单位处于相似行业的上市公司作为样本，于 Wind 查询获取其评估基准日近 3 年，以周为计算周期，剔除财务杠杆调整后的 Beta，选取 Beta 的平均值，再按选取的可比上市平均公司资本结构，重新安装杠杆 Beta，具体计算见下表：

剔除财务杠杆因素后的  $\beta$  系数表

股票代码	股票名称	资本结构 (D/E)	所得税率	Beta(不剔除财务杠杆)	Beta(剔除财务杠杆)
平均值		2.10%		0.8899	0.5632
300015.SZ	爱尔眼科	2.79%	15.00%	0.9176	0.4889
300347.SZ	泰格医药	2.47%	15.00%	0.8767	0.6284
600763.SH	通策医疗	0.57%	25.00%	0.8937	0.6942
603882.SH	金城医学	2.55%	25.00%	0.8714	0.4411

通过公式  $\beta_l = \beta_u \times [1 + (1-t)D/E]$ ，计算被评估单位带财务杠杆系数的  $\beta$  系数。

其中： $\beta_u$ ：剔除财务杠杆的  $\beta$  系数

$\beta_l$ ：具有财务杠杆的  $\beta$  系数

$t$ ：所得税率

D/E：财务杠杆系数，D 为付息债务市值，E 为股权市值

本次评估 D/E 采用可比公司评估基准日的付息债务市值和股权市值之比的平均值，则 D/E=9.76%。

$$\begin{aligned}\beta &= 0.5632 \times (1 + (1 - 25\%) \times 2.10\%) \\ &= 0.5721\end{aligned}$$

#### (4) 公司规模调整系数 $R_s$

采用资本定价模型一般被认为是估算一个投资组合 (Portfolio) 的组合收益，一般认为对于单个公司的投资风险要高于一个投资组合的风险，因此，在考虑单个公司或股票的投资收益时应该考虑该公司的特有风险所产生的超额收益。公司的特有风险目前国际上比较多的是考虑公司的规模对投资风险大小的影响，公司资产规模小、投资风险就会相对增加，反之，公司资产规模大，投资风险就会相对减小，企业资产规模与投资风险这种关系已被投资者广泛接受。

本次评估超额收益率的估算公式如下：

$$R_s = 3.139\% - 0.2485\% \times NB$$

其中：

$R_s$ ：被评估单位规模超额收益率；

NB：为被评估单位净资产账面值 (NA ≤ 10 亿，当超过 10 亿时按 10 亿计算)。

按照评估基准日被评估单位的净资产规模估算  $R_c$  如下：

$$\begin{aligned}R_s &= 3.139\% - 0.2485\% \times NB \\ &= 3.139\% - 0.2485\% \times 1.3250 \\ &= 2.81\%\end{aligned}$$

#### (5) $K_e$ 的确定

$$\begin{aligned}K_e &= R_f + \beta \times ERP + R_s \\ &= R_f + \beta \times (R_m - R_f) + R_s \\ &= 4.02\% + 0.5721 \times 6.33\% + 2.81\% \\ &= 10.46\%\end{aligned}$$



### (6) 债务资本成本的确定

债务资本报酬率采用现时的平均利率水平作为债务的资本报酬率，即一年期短期贷款利率 6.80%，以税后利率作为债务资本成本。

### (7) 加权平均资本成本 WACC 的确定

项目	资本成本率	权重	WACC
权益	10.46%	97.94%	<b>10.35%</b>
付息债务	5.10%	2.06%	

### (七) 评估值测算过程及结果

1、根据上述测算，企业自由现金流的评估值计算如下：

单位：万元

项目/年度	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
一、营业收入	6,241.73	17,026.14	18,715.63	20,188.46	21,500.70	22,690.60	22,690.60
减：营业成本	3,288.43	9,001.21	10,009.83	10,839.81	11,594.53	12,255.78	12,255.78
减：税金及附加	26.24	33.79	33.79	33.79	33.79	33.79	33.79
减：销售费用	253.21	691.08	770.23	847.79	913.27	965.73	965.73
减：管理费用	886.58	2,250.99	2,405.56	2,554.92	2,679.58	2,806.96	2,806.96
减：财务费用	8.98	-	-	-	-	-	-
减：信用减值损失	-	-	-	-	-	-	-
加：公允价值变动损益	-	-	-	-	-	-	-
加：投资收益	-	-	-	-	-	-	-
加：资产处置收益	-	-	-	-	-	-	-
加：其他收益	-	-	-	-	-	-	-
二、营业利润	1,778.29	5,049.07	5,496.22	5,912.15	6,279.53	6,628.34	6,628.34
加：营业外收入	-	-	-	-	-	-	-
减：营业外支出	-	-	-	-	-	-	-
三、利润总额	1,778.29	5,049.07	5,496.22	5,912.15	6,279.53	6,628.34	6,628.34
减：所得税	443.95	1,270.73	1,383.36	1,488.08	1,580.58	1,668.37	1,668.37
四、净利润	1,334.34	3,778.34	4,112.86	4,424.07	4,698.95	4,959.97	4,959.97
加：折旧与摊销	420.29	1,008.69	1,032.69	1,046.02	1,054.35	1,054.35	1,054.35
减：资本性支出—更新	328.27	787.84	811.84	825.17	833.50	833.50	833.50
减：资本性支出—新增	-	140.00	80.00	50.00	-	-	-
减：营运资金增加额	-	-	-	-	-	-	-
加：税后付息债务利息	6.74	-	-	-	-	-	-
企业自由现金流量	1,433.10	3,859.19	4,253.71	4,594.92	4,919.80	5,180.82	5,180.82
折现率	10.35%	10.35%	10.35%	10.35%	10.35%	10.35%	10.35%
折现期（年）	0.21	0.92	1.92	2.92	3.92	4.92	5.92
折现系数	0.9795	0.9134	0.8277	0.7501	0.6797	0.6160	5.9517

项目/年度	2020年 8-12月	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	永续期
折现额	1,403.72	3,524.98	3,520.80	3,446.65	3,343.99	3,191.39	30,834.69
自由现金流评估值							49,266.22

## 2、非经营性资产（负债）、溢余资产的确定

非经营性资产（负债）是指对主营业务没有直接“贡献”或暂时不能为主营“贡献”的资产（负债）。经分析，公司预付账款中的预付设备款确认为非经营性资产；其他应收款为保证金、生育津贴、患者借款等，确认为非经营性资产；在建工程确认为非经营性资产；无形资产-土地使用权中 17,464.17 平方米尚未开发，暂无新建医疗用房的明确规划及政府相关批文，故确认为非经营性资产；其他非流动资产为设备预付款，确认为非经营性资产；应付账款-应付设备款确认为非经营性资产；其他应付款主要为押金、往来款等，确认为非经营性负债。

非经营性资产具体如下：

单位：万元

项目	内容	评估值
其他应收款	借款、保证金及押金等	73.98
在建工程	设计费	25.00
无形资产--土地使用权	未开发用地	4,339.85
其他非流动资产	预付设备款	51.68
合计		4,490.51

非经营性负债具体如下：

单位：万元

项目	内容	评估值
应付账款	设备款、工程款	52.37
其他应付款	关联方往来款、押金等	1,512.29
合计		1,564.66

综上，非经营性资产（负债）净额为 2,925.85 万元。

溢余资产是指生产经营中不需要的资产，如多余现金、与预测企业收益现金流不相关的其他资产等。经对公司货币现金占营业收入的比例和行业的平均比例分析和现金保有量测算，评估基准日公司账面不存在溢余资产。

## 3、企业整体价值

企业整体价值 = 企业自由现金流评估值 + 非经营性资产价值 + 溢余资产价值

$$=49,266.22+2,925.85$$

$$=52,192.07 \text{ 万元}$$

#### 4、付息债务价值

截至评估基准日，被评估单位存在付息债务，为短期借款和应付利息共 1,995.33 万元，具体如下：

单位：万元

项目	评估值
短期借款	1,995.33
合计	1,995.33

#### 5、股东全部权益价值

股东全部权益价值=企业整体价值-付息债务价值

$$=52,192.07-1,995.33$$

$$=50,200.00 \text{ 万元（取整）}$$

#### （八）收益法评估结论

经上述评估，在评估基准日 2020 年 7 月 31 日，泰州市妇女儿童医院有限公司股东全部权益价值评估结果为 50,200.00 万元。

经核查，评估师认为：本次评估选取的主要预测参数及其选取依据充分合理。

#### （2）分析说明资产基础法下无形资产减值的主要原因及合理性。

纳入本次评估范围无形资产—土地使用权是泰州市妇女儿童医院有限公司所使用的为一宗医疗卫生用地（医卫慈善用地）用地，位于泰州市海陵区东风南路 568 号，土地使用权面积 28,927.00 平方米，于 2015 年 10 月通过挂牌出让取得，原始入账价值 146,324,349.50 元，账面价值 128,948,332.99 元。

本次采用基准地价系数修正法对委估土地进行评估，土地使用权评估值为人民币 71,883,600.00 元。

评估减值主要原因具体分析如下：

经走访泰州市自然资源和规划局及与被评估单位调查了解，纳入评估范围的无形资产土地使用权用地性质为医疗卫生用地（医卫慈善用地），2015 年同类型同期无市场参考案例。且当时基准地价成果仅细分为商服、住宅、工业三种类型，

医疗卫生用地（医卫慈善用地）无明确类别划分。经了解委估土地出让时参照周边商业地价定价，委估土地出让总价格 16,600 万元（含房屋建筑物 2,481 万元），土地使用权折合单价约 4,881 元/平方米。

根据《资产评估执业准则——不动产》及《城镇土地估价规程》，通行的评估方法有成本法、市场法、收益法、假设开发法、基准地价系数修正法等。经方法适用性判断分析，本次采用基准地价系数修正法进行评估。

根据最新泰州市基准地价更新成果（2020 年 7 月 10 日公布实施，该基准地价成果的评估基准日为 2020 年 1 月 1 日）地价内涵说明“第 6 条：根据土地管理需求和当前各类公共管理与公共服务用地的特点，我们将此十类用地分为三个亚类，其中办公类公共服务用途包含机关团体用地、新闻出版用地、科研用地；营业类公共服务用途包含教育用地、医疗卫生用地、体育用地、文化设施用地；基础设施类公共服务用途包含社会福利用地、公用设施用地、公园与绿地”，本次参考最新基准地价-办公类营业类公共服务用地进行评估，经查询泰州市基准地价内涵结合《泰州市区公共管理与公共服务（办公类和营业类）用地土地级别基准地价图》委估宗地属于 GGFW04 区片，经过基准地价修正得到评估单价为 2,485 元/平方米。

经核查，评估师认为：本次对于泰州市海陵区东风南路 568 号宗地使用权评估，参考最新基准地价-办公类营业类公共服务用地进行评估，评估基准日医疗卫生用地（医卫慈善用地）市场现行价格低于账面成本，导致评估减值，评估结论合理。

（本页无正文，为《关于对浙江莎普爱思药业股份有限公司向关联方收购资产事项的问询函》（上证公函【2020】2570号）盖章页）

天津中联资产评估有限责任公司



2020年10月15日