

宁波三星医疗电气股份有限公司
关于对上海证券交易所问询函回复的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

2023年3月30日，宁波三星医疗电气股份有限公司（以下简称“公司”）收到上海证券交易所下发的《关于对宁波三星医疗电气股份有限公司收购关联方资产事项的问询函》（上证公函【2023】0249号）（以下简称“《问询函》”），公司及全体董事、监事、高级管理人员高度重视，并积极组织相关人员就《问询函》涉及的问题进行逐项核实。本次回复中涉及的未来预测数据为评估机构基于自身专业及标的医院过往经营情况进行的判断，标的医院未来实际经营情况、业绩能否达预期尚存在不确定性，敬请广大投资者注意投资风险，理性投资。现对相关问题回复如下：

问题一：

公告显示，有3家标的公司2022年仍处于亏损状态，其中嘉兴明州护理院有限公司（以下简称嘉兴明州）亏损229.50万元、余姚明州康复医院有限公司（以下简称余姚明州）亏损220.85万元、泉州明州康复医院有限公司（以下简称泉州明州）亏损418.43万元。请公司补充披露：（1）标的公司经营及盈利模式、近三年关键经营数据情况，包括但不限于医保资质情况、科室设置、门诊人数、床位数、入院人数、床位周转率、人均门诊或住院费用等；（2）标的公司近三年主要财务数据，并结合上述情况分析相关标的业绩变动及亏损原因，评估标的公司经营能否改善及依据，在此基础上说明相关交易的必要性。

回复如下：

一、标的公司经营及盈利模式、近三年关键经营数据情况，包括但不限于医保资质情况、科室设置、门诊人数、床位数、入院人数、床位周转率、人均门诊或住院费用

(一) 标的公司基本情况及经营模式如下：

	嘉兴明州	余姚明州	泉州明州
设立时间	2014年5月30日	2020年6月20日	2016年3月4日
开业时间	2021年8月15日	2021年8月31日	2020年12月21日
医保开通时间	2022年2月18日	2022年1月31日	2021年1月29日
医院等级	护理院	二级康复专科医院	二级康复专科医院
开展的诊疗服务业务	内科/康复医学科/临终关怀科/医学检验科；临床体液、血液专业；临床化学检验专业；临床免疫、血清学专业/医学影像科；X线诊断专业（协议）；超声诊断专业；心电诊断专业/中医科/中西医结合科；	颅脑损伤、脑卒中、脊髓损伤及各类外伤术后患者的亚急性期治疗，高压氧与康复训练，老年病及肿瘤晚期康复治疗	内科、外科、康复医学科（神经康复科、老年康复科、疼痛康复科）、重症监护室、急诊室、中医科、中西医结合科、医学检验科（临床体液血液专业、临床微生物专业、临床化学检验专业、临床细胞分子遗传学专业、其他）、医学影像科（超声诊断专业、心电图专业、X线诊断专业、CT诊断专业）
经营模式	以普通患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅	以重症患者住院康复为主，门诊为辅

(二) 标的公司近三年关键经营数据如下：

1、嘉兴明州

项目		2020年度	2021年度	2022年度
所设主要科室		-	护理科	护理科/HDU科
床位数量 (张)	总床	-	180	180
	开放	-	48	99
	日均占床	-	5	46
就诊人次	门诊	-	68	608
	入院	-	31	294
	出院	-	11	237

均次费用	门诊（元）	-	15	66
	出院（万）	-	0.2	2.2
床位周转率（次）		-	2.2	5.15

备注：①床位周转率（次）=出院人次/日均占床

②日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数

③嘉兴明州于 2021 年 8 月 15 日开业，因此 2020 年度无经营数据，2021 年度实际经营 4.5 个月

2、余姚明州

项目		2020 年度	2021 年度	2022 年度
所设主要科室		-	康复医学科/重症医学科/中医科/医技科室（主要包括高压氧、影像、检验、B 超、心电图等）	同 2021 年
床位数量（张）	总床	-	330	330
	开放	-	68	149
	日均占床	-	2	82
就诊人次	门诊	-	70	836
	入院	-	39	503
	出院	-	20	380
均次费用	门诊（元）	-	95	151
	出院（万）	-	0.6	4.3
床位周转率（次）		-	10	4.63

备注：①床位周转率（次）=出院人次/日均占床

②日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数

③余姚明州于 2021 年 8 月 31 日开业，因此 2020 年度无经营数据，2021 年度实际经营 4 个月

3、泉州明州

项目	2020 年度	2021 年度	2022 年度
所设主要科室	康复一科/医技科室（主要包括康复治疗科、高压氧、影像、检验、B 超、心	儿童康复科/康复一科/医技科室（主要包括康复治疗科、高压氧、影像、检验、B	儿童康复科/康复一科/康复二科/中医门诊/医技科室（主要包括康复治疗科、高压氧、影像、检验、B

		电图等)	超、心电图等)	超、心电图等)
床位数量 (张)	总床	210	210	210
	开放	70	138	182
	日均占床	0	22	95
就诊人次	门诊	0	1,554	2,312
	入院	0	253	947
	出院	0	240	888
均次费用	门诊(元)	-	446	348
	出院(万)	-	2.77	3.07
床位周转率(次)		-	10.78	9.35

备注：①床位周转率(次)=出院人次/日均占床

②日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数

③泉州明州于2020年12月21日开业，2020年度未收治病人

二、标的公司近三年主要财务数据，并结合上述情况分析相关标的业绩变动及亏损原因，评估标的公司经营能否改善及依据，在此基础上说明相关交易的必要性

(一) 标的公司近三年的主要财务数据

公司本次收购的三家标的医院，嘉兴明州、余姚明州、泉州明州近三年主要财务数据如下：

单位：万元

医院	科目	2020年/2020年末	2021年/2021年末	2022年/2022年末
嘉兴明州	营业收入	-	29.79	679.83
	毛利率	-	-303.05%	34.10%
	净利润	-255.42	-362.17	-229.50
	经营性现金流	-410.52	-346.08	-307.95
	净资产	58.12	348.02	338.52
余姚明州	营业收入	-	31.30	2,122.22
	毛利率	-	-779.86%	30.63%
	净利润	-57.53	-1,082.92	-220.85
	经营性现金流	-244.3	-377.67	-12.75
	净资产	342.47	2,490.90	3,117.05

医院	科目	2020年/2020年末	2021年/2021年末	2022年/2022年末
泉州 明州	营业收入	-	561.80	2,861.11
	毛利率	-	-29.85%	31.91%
	净利润	102.86	-1,212.27	-418.43
	经营性现金流	-	-2,652.35	7.81
	净资产	-1,262.70	1,540.46	2,122.03

（二）相关标的业绩变动及亏损原因

相关标的在报告期内收入呈快速上涨趋势，但仍处于亏损状态，主要原因如下：

根据医疗服务行业单店业务发展规律及公司多年来在医院经营的经验，单体医院发展阶段一般会经历新设、培育、盈亏平衡、快速增长以及保持稳定状态等若干阶段。本次收购的相关标的尚处于培育阶段，客流快速爬坡，入院人次自然增长较快。

新开业的医院往往需要一定周期的培育，在此阶段医院通常收入小于成本费用，故一般处于亏损状态；截至2022年12月31日，嘉兴明州开业16.5个月，泉州明州开业24个月，余姚明州开业16个月，三家医院经营时间未达或刚达盈亏平衡时间点，其业绩亏损情况符合行业惯例。因此，3家标的医院2022年度仍处于亏损状态。

（三）评估标的公司经营能否改善及依据

整体而言，标的公司处于培育阶段，目前月度经营情况已实现盈亏平衡，标的公司预计将进入快速增长阶段，未来经营改善较为确定。具体情况如下：

1、嘉兴明州

嘉兴明州于2021年8月开业，当年经营时间为4.5个月，开放床位48张，日均占床5张，床位使用率10.42%，床位周转率2.2；2022年度末已开放床位99张，日均占床46张，床位使用率46.46%，床位周转率5.15，床位周转率及使用率均大幅上升，发展态势良好。且2022年11至12月床位使用率均超过70%，月营业收入超过100万元，已跨过盈亏平衡点，经营进入快速增长阶段。

2023年1-2月嘉兴明州护理病区日均占床超过33张，重症康复病区日均占

床超过 42 张，嘉兴明州营业收入已超过 220 万元，净利润为 8 万元。

基于康复专科医院发展规律，结合标的医院 2022 年全年以及 2023 年 1-2 月经营数据，判断标的医院快速增长势头能够延续。

2、余姚明州

余姚明州于 2021 年 8 月开业，当年经营时间 4 个月，开放床位 68 张，日均占床 2 张，床位使用率 2.94%，床位周转率 10；2022 年度末已开放床位 149 张，日均占床 82 张，床位使用率 54.75%，床位周转率 4.63，床位使用率大幅上升，发展态势良好。且 2022 年 10 至 12 月床位使用率均已超过 70%，月营业收入超过 200 万元，已跨过盈亏平衡点，经营进入快速增长阶段。

2023 年 1-2 月余姚明州普康病区日均占床超过 68 张，HDU 病区日均占床超过 54 张，ICU 病区日均占床超过 2 张（ICU 病区为余姚明州 2023 年重点推进科室）。2023 年 1 至 2 月，余姚明州营业收入已超过 750 万元，净利润为 69 万元。

基于康复专科医院发展规律，结合标的医院 2022 年全年以及 2023 年 1-2 月经营数据，判断标的医院快速增长势头能够延续。

3、泉州明州

泉州明州于 2020 年 12 月开业，2021 年度已开放床位 138 张，实际日均占床 22 张，床位使用率 15.94%，床位周转率 10.78；2022 年度末已开放床位 182 张，日均占床 95 张，床位使用率 52.20%，床位周转率 9.35，床位使用率大幅上升。且 2022 年 11 至 12 月床位使用率均已超过 50%，月营业收入超过 300 万元，已跨过盈亏平衡点，经营进入快速增长阶段。

2023 年 1-2 月泉州明州普康病区日均占床超过 110 张，HDU 病区日均占床超过 48 张。2023 年 1 至 2 月，泉州明州营业收入已超过 680 万元，净利润为 35 万元。

基于康复专科医院发展规律，结合标的医院 2022 年全年以及 2023 年 1-2 月经营数据，判断标的医院快速增长势头能够延续。

（四）相关交易的必要性

一方面，连锁医疗服务业务是公司长期以来的战略布局。公司自 2015 年开始在医疗服务领域进行产业布局，经过多年发展，形成良好的连锁化医院管理运营体系，并逐步在重症康复领域积累口碑和竞争优势。目前公司拥有 19 家医院，

医院运营情况良好，整体发展符合预期。2021年度，公司医疗服务收入达13.86亿元，占上市公司总体收入19.73%。本次收购相关医院符合公司一贯业务发展战略。

另一方面，本次交易标的业务与公司现有医疗业务具有协同性，有利于进一步扩大连锁医疗规模，提升公司医疗板块的经营规模和盈利水平，进一步增强公司在康复领域的整体实力和市场竞争优势，更好发挥规模效应。

加之本次收购的3家亏损医院预计在2023年度实现盈利，通过本次收购，有望进一步增厚上市公司业绩，更好地为股东创造回报。

问题二

公告显示，公司拟分别以3700万元、8400万元、11200万元、12900万元、22400万元收购嘉兴明州、衢州明州医院有限公司（以下简称衢州明州）、余姚明州、泉州明州、湖州浙北明州医院有限公司100%股权（以下简称湖州明州），交易价格采用收益法作为评估结果，作价分别是标的公司2022年经审计净资产的10.93倍、5.68倍、3.59倍、6.08倍和2.16倍，溢价率较高。除湖州明州外，其他标的公司股权架构中都存在控股股东的直接关联方何锡万（系公司实际控制人郑坚江配偶的兄弟）。请公司补充披露：（1）相关收益法预测的主要参数，包括但不限于主要预测期间各主营业务板块的营业收入、净利润假设、折现率选取等；（2）结合相关业务板块实际经营情况，包括但不限于门诊及住院人数、床位数、床位周转情况、人均门诊及住院费用、医保结算情况及与同行业的对比情况等，具体说明相关预测参数的依据及合理性，与历史数据存在差异的原因；（3）结合近年可比交易定价情况，评估方法及评估参数选取情况，进一步说明本次交易估值的合理性及公允性，尤其是部分标的公司收入规模较小、净利润亏损仍估值较高的原因及合理性；（4）标的公司自成立以来的历次股权出资、转让行为、对应的出资、转让方及交易作价情况，并结合标的公司历史财务数据和经营数据情况，说明相关作价与本次交易定价存在差异（如有）的原因及合理性，是否存在向关联方和潜在利益相关方输送利益的情形。请评估师对上述问题发表意见。

回复如下：

一、相关收益法预测的主要参数，包括但不限于主要预测期间各主营业务板块的营业收入、净利润假设、折现率选取等

(一) 余姚明州的收益法具体测算过程

1、营业收入预测

余姚明州收入来源于主营业务收入(门诊收入、住院收入)和其他业务收入，其中主要收入来源于住院收入。

住院收入预测如下表：

收入金额：万元 床位数：张 床日费：元/床/日

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
日均占床	82	146	185	205	252	286	286
开放床位	149	217	298	330	330	330	330
增加床数	-	68	81	32	0	0	-
病床使用率	54.75%	67.28%	62.08%	62.12%	76.36%	86.67%	86.67%
床日费	917.59	1,030.42	1,044.40	1,075.58	1,079.76	1,072.02	1,072.02
增长率	-	12.30%	1.36%	2.99%	0.39%	-0.72%	0.00%
住院收入	2,290.72	5,491.13	7,052.30	8,048.00	9,931.65	11,190.80	11,190.80
增长率	-	139.71%	28.43%	14.12%	23.41%	12.68%	0.00%

备注：

①日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数，其中 2022 年度各病区开放非全年度，床位实际开放天数 304 天，其余年度是 365 天

②住院收入=日均占床×床日费×床位实际开放天数

③病床使用率=日均占床/开放床位

④如数据与表格计算数据存在差异，系四舍五入造成。

日均占床较历史数据有所增加原因为：2022 年日均占床为 82 张，全年逐月递增，1 月日均占床 22 张，到 12 月日均占床已达 140 张；2023 年预测数为 146 张，其中 2023 年 1 月、2 月日均占床已达 127 张、120 张。后续年度逐年提升的主要原因系开放床位增加，同时医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，入院病人将逐步增加。

床日费与历史数据相比增加的原因：2022 年 12 月床日费已达 988.48 元，2023 年 1 月、2 月实际床日费分别为 1139.98 元、1051.98 元，2023 年预测床日费为 1030.42 元，与近期基本持平。2023 年度主要考虑到 ICU 投入运营，预计后续年度占床病人构成较 2022 年度有所变化，未来床日费更高的 HDU 及 ICU 占床将

进一步提升。

预测年度床位数增加，主要系该医院大楼部分区域尚未投入使用。根据后续经营安排，将于 2023 年及以后年度在医院大楼新增床位至 330 张。

营业收入构成如下：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
门诊收入	12.66	30.00	40.50	49.50	49.50	49.50	49.50
住院收入	2,290.72	5,491.13	7,052.30	8,048.00	9,931.65	11,190.80	11,190.80
医保扣款	-218.10	-522.76	-671.38	-766.17	-945.49	-1,065.36	-1,065.36
其他业务收入	36.94	-	-	-	-	-	-
营业收入合计	2,122.22	4,998.37	6,421.42	7,331.33	9,035.66	10,174.94	10,174.94

余姚明州2022年10至12月病床使用率均已超过70%，月营业收入超过200万元，已跨过盈亏平衡点，经营进入快速增长阶段。

2023 年 1-2 月余姚明州普康病区日均占床超过 68 张，HDU 病区日均占床超过 54 张，ICU 病区日均占床超过 2 张（ICU 病区为余姚明州 2023 年重点推进科室）。2023 年 1 至 2 月，余姚明州营业收入已超过 750 万元，净利润为 69 万元。

此外，该等收入预测均充分考虑医保扣款的影响。

基于康复专科医院发展规律，以及标的医院 2022 年以及 2023 年 1-2 月经营数据，预计标的医院 2023 年经营数据能够延续快速增长趋势。

2、营业成本预测

营业成本包括主营业务成本及其他业务成本，其中主营业务成本预测根据成本分类分别按变动费用和固定费用进行预测，预测如下表：

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
变动成本	2,407.00	3,451.17	3,909.19	4,624.38	5,072.15	5,072.15
固定成本	612.05	663.13	791.13	1,051.13	1,163.52	1,163.52
合计	3,019.06	4,114.30	4,700.32	5,675.50	6,235.68	6,235.68

其中：变动成本中的门诊成本、住院成本、检验费、咨询费、其他费用（可变）分别按门诊收入加住院收入占比预测；人工成本按医护人员人数及年均薪酬预测；固定成本中折旧费与装修费按需要的设备折旧及装修摊销预测，租赁费按

合同预测，其他费用（固定）等固定成本按金额控制。

预测期毛利率与 2022 年度毛利率比较如下表：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
营业收入	2,122.22	4,998.37	6,421.42	7,331.33	9,035.66	10,174.94	10,174.94
营业成本	1,472.23	3,019.06	4,114.30	4,700.32	5,675.50	6,235.68	6,235.68
毛利率	30.63%	39.60%	35.93%	35.89%	37.19%	38.72%	38.72%

2023 年以后年度毛利增加是由于预测收入规模快速增长，规模效应有所体现，相对固定成本增加幅度较小，导致毛利率增长。

3、费用预测

销售费用、管理费用的预测分别按固定费用和变动费用分别预测，预测后占收入比如下表：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
营业收入	2,122.22	4,998.37	6,421.42	7,331.33	9,035.66	10,174.94	10,174.94
销售费用	271.10	381.25	456.50	514.12	599.81	666.07	666.07
销售费用占收入比	12.77%	7.63%	7.11%	7.01%	6.64%	6.55%	6.55%
管理费用	809.07	644.77	696.35	824.95	954.44	1,119.08	1,119.08
管理费用占收入比	38.12%	12.90%	10.84%	11.25%	10.56%	11.00%	11.00%

因 2023 年营业收入增长较快，销售费用中人员薪酬、业务招待费、广告宣传费相对固定，增长幅度远低于营收增长幅度，规模效应导致 2023 年销售费用率大幅下降。后续年度收入增速放缓，销售费用率相对保持稳定。从实际经营情况来看，2023 年 1 月、2 月销售费用率分别为 9.43%、9.54%，2023 年预测值符合实际变动趋势。

2023 年管理费用比 2022 年总额减少原因，为原未开病区的装修摊销、折旧费等固定费用在 2022 年度归属于管理费用，2023 年新开病区后，该费用从管理费用归属到医疗成本，导致 2023 年管理费用率大幅下降。后续年度收入增速放缓，管理费用中薪酬等略有增加，管理费用率相对保持稳定。从实际经营情况看，2023 年 1 月、2 月管理费用率分别为 16.12%、20.86%，2023 年度管理费用占比维持整体下降趋势不变。

4、净利润预测

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
一、营业收入	4,998.37	6,421.42	7,331.33	9,035.66	10,174.94	10,174.94
其中：营业成本	3,019.06	4,114.30	4,700.32	5,675.50	6,235.68	6,235.68
税金及附加	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
销售费用	381.25	456.50	514.12	599.81	666.07	666.07
管理费用	644.77	696.35	824.95	954.44	1,119.08	1,119.08
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
二、营业利润	950.79	1,151.76	1,289.43	1,803.41	2,151.61	2,151.61
三、利润总额	950.79	1,151.76	1,289.43	1,803.41	2,151.61	2,151.61
减：所得税费用	247.70	300.44	337.36	468.85	559.10	559.10
四、净利润	703.09	851.32	952.07	1,334.56	1,592.51	1,592.51

5、余姚明州未来股权自由现金流预测

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
四、净利润	703.09	851.32	952.07	1,334.56	1,592.51	1,592.51
加：折旧和摊销	428.31	443.83	497.66	497.66	497.66	497.66
减：资本性支出	470.86	663.99	473.74	480.83	509.16	497.66
减：营运资金追加	605.42	195.44	168.14	338.98	252.81	0.00
五、股权自由现金流	55.12	435.72	807.86	1,012.41	1,328.20	1,592.51

6、折现率的确定

①无风险报酬率 Rf

10年期中债国债收益率作为无风险收益率

②市场风险溢价 ERP 的确定

银信资产评估有限公司2022年度基准日评估项目的ERP统一选定为6.16%。

③确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (UnleveredBeta)

首先按证监会卫生行业选取可比公司，选取标准为：近2年盈利，上市2年以上，只发行A股，所从事的行业或其主营业务为医疗服务，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于2年。

选取对比公司后通过同花顺获取可比公司的 β ，再对其进行修正如下表：

样本上市公司	评估基准日 2022-12-31，可比公司取 2022-9-30 值， 股本数据取数 2022-12-31				D/	E/	有息负 债 D/	剔除财务 杠杆的 β
	有息负债 D/	股本	市价	市值 E	(D+E)	(D+E)	所有者	

			(万股)	(元/股)				权益 E		
600763.SH	通策医疗	7,490.18	32,064.00	152.99	4,905,471.36	0.15%	99.85%		1.1098	
300015.SZ	爱尔眼科	59,448.61	717,652.53	31.07	22,297,464.22	0.27%	99.73%		1.0846	
300143.SZ	盈康生命	-	64,216.70	10.17	653,083.85	0.00%	100.00%		1.0218	
002044.SZ	美年健康	166,601.62	391,425.39	6.13	2,399,437.65	6.49%	93.51%		1.0268	
平均值							1.73%	98.27%	1.76%	1.0608

④估算公司特有风险收益率 R_s

综合考虑被评估单位的个别风险一般，本次取特殊风险 2.00%。

⑤确定股权收益率 R_e

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$\begin{aligned}
 R_e &= R_f + \beta \times ERP + R_s \\
 &= 2.84\% + 1.0608 \times 6.16\% + 2.00\% \\
 &= 11.37\%
 \end{aligned}$$

7、评估值的确定

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
五、股权自由现金流	55.12	435.72	807.86	1,012.41	1,328.20	1,592.51
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现率	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%
折现系数	0.9476	0.8508	0.7640	0.6860	0.6159	5.4173
折现值	52.23	370.73	617.18	694.49	818.10	8,627.09
六、股权经营现金流 现值合计						11,179.82
加：溢余资金						174.09
加：非经营性资产						451.48
减：非经营性负债						610.19
七、股东全部权益价值						11,200.00

根据上述预测，余姚明州收入在 2023 年至 2027 年稳步增长，2023 年收入及毛利率较 2022 年度有快速的增长。2022 年度仍处于开业初期，收入规模及平均病床使用率较低。但以 2022 年末病床使用率来看，病床使用率已达一定水平，同时考虑到余姚市系宁波大市范围内经济发展水平较强区域，预计 2023 年及以后年度预测床位数、病床使用率将逐步增长。收入增长主要是由于床位数增加、病床使用率稳定提高，预测较为合理。

(二) 衢州明州的收益法具体测算过程

1、营业收入预测

衢州明州收入来源于主营业务收入(门诊收入、住院收入)和其他业务收入，其中主要收入来源于住院收入。

住院收入预测如下表：

收入金额：万元 床位数：张 床日费：元/床/日

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
日均占床	174	189	205	213	232	237	237
开放床位	233	271	271	271	271	271	271
增加床数	-	38	0	0	0	0	-
病床使用率	74.68%	69.74%	75.65%	78.60%	85.61%	87.45%	87.45%
床日费	690.48	778.41	859.32	874.37	928.28	938.40	938.40
增长率	-	12.73%	10.39%	1.75%	6.17%	1.09%	0.00%
住院收入 (扣款前)	4,385.27	5,369.88	6,429.84	6,797.76	7,860.64	8,117.60	8,117.60
增长率	54.70%	22.45%	19.74%	5.72%	15.64%	3.27%	0.00%
医保扣款	-664.37	-813.54	-974.12	-1,029.86	-1,190.89	-1,229.82	-1,229.82

备注：

- ①日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数
- ②住院收入=日均占床×床日费×床位实际开放天数
- ③病床使用率=日均占床/开放床位
- ④如数据与表格计算数据存在差异，系四舍五入造成。

日均占床较历史数据有所增加原因为：2022年日均占床为174张，全年呈递增趋势，1月日均占床151张，到12月日均占床已达199张；2023年预测数为189张，在上年末实际占床数基础上基本持平。后续年度逐年提升的主要原因系开放床位增加，同时医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，入院病人将逐步增加。

床日费与历史数据相比增加的原因：2023年预测床日费为778.41元，相较于2022年12月床日费714.86元，略有增加。主要为2023年度重症病人收入逐年增加，病人结构调整导致床日费用提升。

预测年度床位数增加，主要系2023年将利用现有可用空间预计新增38张床位。

营业收入构成如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
门诊收入	6.37	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60	6.60
住院收入	4,385.27	5,369.88	6,429.84	6,797.76	7,860.64	8,117.60	8,117.60
医保扣款	-664.37	-813.54	-974.12	-1,029.86	-1,190.89	-1,229.82	-1,229.82
其他业务收入	395.17	390.00	390.00	390.00	390.00	390.00	390.00
营业收入合计	4,122.44	4,952.94	5,852.32	6,164.50	7,066.35	7,284.38	7,284.38

衢州明州经过前期的培育，2022年已实现盈利，日均占床数保持稳定并逐步增长，发展态势良好，经营进入稳定阶段。

2023年1-2月衢州明州康复病区日均占床超过153张，平均床日费超过520元/床/日；重症康复病区日均占床超过38张，平均床日费超过2000元/床/日。2023年1至2月，衢州明州营业收入已超过850万元，净利润138万元。

此外，该等收入预测均充分考虑医保扣款的影响。

基于康复专科医院发展规律，以及标的医院2023年1-2月日均占床数据、病床使用率，认为标的医院2023年经营数据能够延续2022年的快速增长趋势。

2、营业成本预测

营业成本包括主营业务成本及其他业务成本，其中主营业务成本预测根据成本分类分别按变动费用和固定费用进行预测，预测如下表：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
变动成本	2,614.62	3,061.18	3,216.19	3,663.98	3,772.23	3,772.23
固定成本	606.37	778.17	784.91	791.78	791.78	791.78
合计	3,220.99	3,839.35	4,001.09	4,455.75	4,564.01	4,564.01

其中：变动成本中的门诊成本、住院成本、检验费、咨询费、其他费用（可变）、其他业务成本分别按门诊收入加住院收入、其他业务收入占比预测；人工成本按门诊收入加住院收入预测；固定成本中折旧费与装修费按需要的设备折旧及装修摊销预测，租赁费按合同预测，其他费用（固定）等固定成本按金额控制。

预测期毛利率与2022年度毛利率比较如下表：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	4,122.44	4,952.94	5,852.32	6,164.50	7,066.35	7,284.38	7,284.38
营业成本	2,717.56	3,220.99	3,839.35	4,001.09	4,455.75	4,564.01	4,564.01

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
毛利率	34.08%	34.97%	34.40%	35.09%	36.94%	37.35%	37.35%

2023年及以后年度毛利率增加是由于收入规模增长后，相对固定成本增加幅度较小，使得毛利率增长。与其他已收购康复专科医院毛利率对比，预测年度毛利率处于合理水平。

3、费用预测

销售费用、管理费用的预测分别按固定费用和变动费用分别预测，预测后占收入比如下表：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	4,122.44	4,952.94	5,852.32	6,164.50	7,066.35	7,284.38	7,284.38
销售费用	127.01	156.90	170.62	178.01	192.14	198.90	198.90
销售费用占收入比	3.08%	3.17%	2.92%	2.89%	2.72%	2.73%	2.73%
管理费用	639.85	769.66	894.67	920.29	947.75	974.25	974.25
管理费用占收入比	15.52%	15.54%	15.29%	14.93%	13.41%	13.37%	13.37%

衢州明州销售费用预测年度占比小幅降低，管理费用占比小幅波动，系营业收入逐年递增所致。

4、净利润预测

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
一、营业收入	4,952.94	5,852.32	6,164.50	7,066.35	7,284.38	7,284.38
其中：营业成本	3,220.99	3,839.35	4,001.09	4,455.75	4,564.01	4,564.01
税金及附加	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31
销售费用	156.90	170.62	178.01	192.14	198.90	198.90
管理费用	769.66	894.67	920.29	947.75	974.25	974.25
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
二、营业利润	799.08	941.37	1,058.80	1,464.40	1,540.92	1,540.92
三、利润总额	799.08	941.37	1,058.80	1,464.40	1,540.92	1,540.92
减：所得税费用	202.27	238.14	267.70	369.30	388.53	388.53
四、净利润	596.81	703.23	791.10	1,095.10	1,152.39	1,152.39

5、未来股权自由现金流预测

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
四、净利润	596.81	703.23	791.10	1,095.10	1,152.39	1,152.39
加：折旧和摊销	200.93	234.93	234.93	234.93	234.93	234.93
减：资本性支出	465.66	246.33	260.50	260.50	208.28	234.93
减：营运资金追加	42.01	234.25	88.00	253.84	62.65	0.00
五、股权自由现金流	290.07	457.58	677.53	815.69	1,116.39	1,152.39

6、折现率的确定

①无风险报酬率 Rf

10 年期中债国债收益率作为无风险收益率

②市场风险溢价 ERP 的确定

银信资产评估有限公司 2022 年度基准日评估项目的 ERP 统一选定为 6.16%。

③确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (UnleveredBeta)

首先按证监会卫生行业选取可比公司，选取标准为：近 2 年盈利，上市 2 年以上，只发行 A 股，所从事的行业或其主营业务为医疗服务，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于 2 年。

选取对比公司后通过同花顺获取可比公司的 β ，再对其进行修正如下表：

样本上市公司		评估基准日 2022-12-31，可比公司取 2022-9-30 值，股本数据取数 2022-12-31				D/	E/	有息负债 D/	剔除财务杠杆的 β
		有息负债 D/	股本(万股)	市价 (元/股)	市值 E	(D+E)	(D+E)	所有者权益 E	
600763.SH	通策医疗	7,490.18	32,064.00	152.99	4,905,471.36	0.15%	99.85%		1.1098
300015.SZ	爱尔眼科	59,448.61	717,652.53	31.07	22,297,464.22	0.27%	99.73%		1.0846
300143.SZ	盈康生命	-	64,216.70	10.17	653,083.85	0.00%	100.00%		1.0218
002044.SZ	美年健康	166,601.62	391,425.39	6.13	2,399,437.65	6.49%	93.51%		1.0268
平均值						1.73%	98.27%	1.76%	1.0608

④估算公司特有风险收益率 Rs

综合考虑被评估单位的个别风险一般，本次取特殊风险 2.00%。

⑤确定股权收益率 Re

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$\begin{aligned}
 Re &= Rf + \beta \times ERP + Rs \\
 &= 2.84\% + 1.0608 \times 6.16\% + 2.00\% \\
 &= 11.37\%
 \end{aligned}$$

7、评估值的确定

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
五、股权自由现金流	290.07	457.58	677.53	815.69	1,116.39	1,152.39
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现率	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%
折现系数	0.9476	0.8508	0.7640	0.6860	0.6159	5.4173
折现值	274.86	389.32	517.62	559.55	687.64	6,242.84
六、股权经营现金流现值合计						8,671.83
加：溢余资金						-68.81
加：非经营性资产						388.35
减：非经营性负债						595.63
七、股东全部权益价值						8,400.00

衢州明州在 2022 年现有床位数基础上，利用新增床位数，同时日均占床逐年提升，床日费逐年略有提升。考虑到衢州明州未来新增床位数、病床使用率进一步提高，得出了本次收益法估值。

考虑到已收购的同类康复专科医院在收购后日均占床、床日费均保持在较高的水平，衢州明州收益法估值具有一定的合理性。

（三）嘉兴明州的收益法具体测算过程

1、营业收入预测

嘉兴明州收入来源于主营业务收入（门诊收入、住院收入）和其他业务收入，其中主要收入来源于住院收入。

预测住院收入如下表：

收入金额：万元 床位数：张 床日费：元/床/日

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
日均占床	46	107	127	138	152	161	161
开放床位	99	155	180	180	180	180	180
增加床数		56	25	-	-	-	-
病床使用率	46.46%	68.96%	70.56%	76.67%	84.44%	89.44%	89.44%
床日费	412.61	538.17	545.84	546.26	549.84	551.35	551.35
增长率		70.39%	1.43%	0.08%	0.66%	0.27%	0.00%
住院收入	688.63	2,099.67	2,530.25	2,751.52	3,050.52	3,240.03	3,240.03
增长率		204.91%	20.51%	8.74%	10.87%	6.21%	0.00%

备注：

①日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数

②住院收入=日均占床×床日费×床位实际开放天数

③病床使用率=日均占床/开放床位

④如数据与表格计算数据存在差异，系四舍五入造成。

日均占床较历史数据有所增加原因为：2022年日均占床为46张，全年呈递增趋势，日均占床从1月22张到12月已达74张；2023年1月、2月日均占床分别为73张、76张，2023年预测数为107张，在近期实际占床数基础上有所增长，主要原因系开放床位增加，同时医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，入院病人将逐步增加。

床日费与历史数据相比增加的原因：2022年12月床日费已达488元，2023年1月、2月床日费分别为512.70元、495.25元，2023年预测床日费为538.17元，相较近期床日费略有增加，主要为病人结构调整所致。后续年度床日费略有增长，系重症占比进一步提升所致。

预测年度床位数增加，主要系2023年及以后年度医院大楼部分科室将投入运营，床位数将逐步增加至180张。

营业收入构成如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
门诊收入	4.01	4.29	4.62	4.95	5.28	5.61	5.61
住院收入	688.63	2,099.67	2,530.25	2,751.52	3,050.52	3,240.03	3,240.03
医保扣款	-45.60	-139.00	-167.50	-182.15	-201.94	-214.49	-214.49
其他业务收入	32.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入合计	679.83	1,964.96	2,367.37	2,574.32	2,853.86	3,031.15	3,031.15

嘉兴明州2023年1-2月护理病区日均占床超过33张，重症康复病区日均占床超过42张，嘉兴明州营业收入已超过220万元，净利润为8万元。

此外，该等收入预测均充分考虑医保扣款的影响。

基于康复专科医院发展规律，以及标的医院2023年1-2月日均占床数据、病床使用率，评估机构认为标的医院2023年经营数据能够延续2022年11至12月的快速增长趋势。

2、营业成本预测：

营业成本包括主营业务成本及其他业务成本，其中主营业务成本预测根据成本分类分别按变动费用和固定费用进行预测，预测如下表：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年度
变动成本	917.82	1,186.79	1,279.07	1,390.04	1,466.98	1,466.98
固定成本	153.35	170.52	190.52	195.52	198.04	198.04
合计	1,071.17	1,357.31	1,469.58	1,585.56	1,665.02	1,665.02

其中：变动成本中的门诊成本、住院成本、检验费、咨询费分别按门诊收入、住院收入占比预测；人工成本按医护人员数量及平均薪酬预测；固定成本中折旧费与装修费按需要的设备折旧及装修摊销预测，租赁费按合同预测，其他费用（固定）等固定成本按金额控制。

预测期毛利率与2022年度毛利率比较如下表：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	679.83	1,964.96	2,367.37	2,574.32	2,853.86	3,031.15	3,031.15
营业成本	448.00	1,071.17	1,357.31	1,469.58	1,585.56	1,665.02	1,665.02
毛利率	34.10%	45.49%	42.67%	42.91%	44.44%	45.07%	45.07%

2023年及以后年度毛利率增加是由于收入规模增长后，相对固定成本增加幅度较小，使得毛利率增长。

3、费用预测：

销售费用、管理费用的预测分别按固定费用和变动费用分别预测，预测后占收入比如下表：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	679.83	1,964.96	2,367.37	2,574.32	2,853.86	3,031.15	3,031.15
销售费用	97.87	159.65	179.71	191.43	206.43	217.15	217.15
销售费用占收入比	14.40%	8.12%	7.59%	7.44%	7.23%	7.16%	7.16%
管理费用	384.94	382.26	416.14	437.89	460.28	494.11	494.11
管理费用占收入比	56.62%	19.45%	17.58%	17.01%	16.13%	16.30%	16.30%

嘉兴明州销售费用与管理费用占比2023年增加，主要是2023年预测收入大幅增长，固定费用基本维持稳定，占比逐步降低，随之销售费用及管理费用占比有所降低。

因2023年营业收入增长较快，销售费用中的人员薪酬、业务招待费、广告宣传费相对固定，增长幅度远低于营收增长幅度，规模效应导致2023年销售费

用率大幅下降。后续年度收入增速放缓，销售费用率相对保持稳定。

2023 年管理费用比 2022 年总额基本持平，管理费用占收入比下降较明显，系营业收入大幅上升所致。后续年度收入增速放缓，管理费用中薪酬等略有增加，管理费用率相对保持稳定。

4、净利润预测

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
一、营业收入	1,964.96	2,367.37	2,574.32	2,853.86	3,031.15	3,031.15
其中：营业成本	1,071.17	1,357.31	1,469.58	1,585.56	1,665.02	1,665.02
税金及附加	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
销售费用	159.65	179.71	191.43	206.43	217.15	217.15
管理费用	382.26	416.14	437.89	460.28	494.11	494.11
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
二、营业利润	350.69	413.01	474.22	600.38	653.67	653.67
三、利润总额	350.69	413.01	474.22	600.38	653.67	653.67
减：所得税费用	90.22	105.80	121.10	152.65	165.97	165.97
四、净利润	260.47	307.21	353.11	447.74	487.70	487.70

5、未来股权自由现金流预测

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
五、净利润	260.47	307.21	353.11	447.74	487.70	487.70
加：折旧和摊销	97.12	103.45	103.45	103.45	103.45	103.45
减：资本性支出	130.46	106.65	106.65	104.22	96.93	103.45
减：营运资金追加	255.51	92.72	56.26	80.98	52.16	0.00
六、股权自由现金流	-28.39	211.29	293.66	365.99	442.07	487.70

6、折现率的确定

①无风险报酬率 Rf

10 年期中债国债收益率作为无风险收益率

②市场风险溢价 ERP 的确定

银信资产评估有限公司 2022 年度基准日评估项目的 ERP 统一选定为 6.16%。

③确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (UnleveredBeta)

首先按证监会卫生行业选取可比公司，选取标准为：近 2 年盈利，上市 2 年以上，只发行 A 股，所从事的行业或其主营业务为医疗服务，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于 2 年。

选取对比公司后通过同花顺获取可比公司的 β ，再对其进行修正如下表：

样本上市公司		评估基准日 2022-12-31，可比公司取 2022-9-30 值， 股本数据取数 2022-12-31				D/	E/	有息负 债 D/	剔除财 务杠杆 的 β
		有息负债 D/	股本 (万股)	市价 (元/股)	市值 E	(D+E)	(D+E)	所有者权 益 E	
600763.SH	通策医疗	7,490.18	32,064.00	152.99	4,905,471.36	0.15%	99.85%		1.1098
300015.SZ	爱尔眼科	59,448.61	717,652.53	31.07	22,297,464.22	0.27%	99.73%		1.0846
300143.SZ	盈康生命	-	64,216.70	10.17	653,083.85	0.00%	100.00%		1.0218
002044.SZ	美年健康	166,601.62	391,425.39	6.13	2,399,437.65	6.49%	93.51%		1.0268
平均值						1.73%	98.27%	1.76%	1.0608

④估算公司特有风险收益率 R_s

综合考虑被评估单位的个别风险一般，本次取特殊风险 2.00%。

⑤确定股权收益率 R_e

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$\begin{aligned}
 R_e &= R_f + \beta \times ERP + R_s \\
 &= 2.84\% + 1.0608 \times 6.16\% + 2.00\% \\
 &= 11.37\%
 \end{aligned}$$

7、评估值的确定

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
六、股权自由现金流	-28.39	211.29	293.66	365.99	442.07	487.70
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现率	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%
折现系数	0.9476	0.8508	0.7640	0.6860	0.6159	5.4173
折现值	-26.90	179.78	224.35	251.06	272.29	2,642.02
七、股权经营现金流现 值合计						3,542.60
加：溢余资金						33.08
加：非经营性资产						391.44
减：非经营性负债						259.97
八、股东全部权益价值						3,710.00

嘉兴明州在 2022 年现有床位数基础上，利用新增床位数，同时日均占床分年度逐步提高至约 89%的水平；床日费保持在最新床日费水平不变。考虑到嘉兴

明州未来新增床位数、病床使用率进一步提高，得出了本次收益法估值。

(四) 湖州明州的收益法具体测算过程

1、营业收入预测

湖州明州收入来源于主营业务收入（门诊收入、住院收入、体检收入）和其他业务收入，其中主要收入来源于住院收入。

住院收入预测如下表：

收入金额：万元 床位数：张 床日费：元/床/日

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
日均占床	297	314	317	318	319	319	319
开放床位	335	344	344	344	344	344	344
增加床数		9	0	0	0	0	0
床日费	1,302.87	1,240.00	1,302.00	1,367.10	1,435.46	1,507.23	1,507.23
增长率	-	-4.83%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	0.00%
床位使用率	88.76%	91.28%	92.15%	92.44%	92.73%	92.73%	92.73%
增加数	-	2.52%	0.87%	0.29%	0.29%	0.00%	0.00%
住院收入	14,139.98	14,211.64	15,064.79	15,867.93	16,713.72	17,549.41	17,549.41
增长率	-	0.51%	6.00%	5.33%	5.33%	5.00%	0.00%

备注：

- ①日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数
- ②住院收入=日均占床×床日费×床位实际开放天数
- ③病床使用率=日均占床/开放床位
- ④如数据与表格计算数据存在差异，系四舍五入造成。

该院原病床数为 326 张，2022 年经过床位改造，床位数增加至 335 张，2023 年床位进一步增加至 344 张。2022 年病床使用率为 88.76%，相对较高，主要原因因为 2022 年四季度呼吸内科就诊病人大幅度增加，预计 2023 年后会逐步放缓至平稳状态。

营业收入构成如下：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
门诊收入	5,384.89	5,411.50	5,573.84	5,740.87	5,913.23	6,090.48	6,090.48
住院收入	14,139.98	14,211.64	15,064.79	15,867.93	16,713.72	17,549.41	17,549.41
体检收入	95.37	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
医保扣款	-67.29	-	-	-	-	-	-

其他业务收入	128.97	177.44	186.58	195.31	204.47	213.58	213.58
营业收入合计	19,681.91	19,900.58	20,925.21	21,904.11	22,931.42	23,953.46	23,953.46

2、营业成本预测

营业成本包括主营业务成本及其他业务成本，其中主营业务成本预测根据成本分类分别按变动费用和固定费用进行预测，预测如下表：

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
变动成本	12,656.53	13,064.77	13,693.19	14,353.31	15,006.62	15,006.62
固定成本	2,135.61	2,377.70	2,418.53	2,461.15	2,505.65	2,505.65
合计	14,792.14	15,442.47	16,111.72	16,814.46	17,512.27	17,512.27

其中：变动成本中的门诊成本、住院成本分别按占门诊收入、住院收入占比预测，人工成本按住院收入加门诊收入占比预测，劳务费、检验费等按照营业收入增长比例进行预测；固定成本中折旧费与摊销费用按需要的设备折旧及装修摊销预测，租赁费按合同预测。

预测期毛利率与2022年度毛利率比较如下表：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	19,681.91	19,900.58	20,925.21	21,904.11	22,931.42	23,953.46	23,953.46
营业成本	15,165.50	14,792.14	15,442.47	16,111.72	16,814.46	17,512.27	17,512.27
毛利率	22.95%	25.67%	26.20%	26.44%	26.68%	26.89%	26.89%

3、费用预测

销售费用、管理费用的预测分别按固定费用和变动费用分别预测，预测后占收入比如下表：

单位：万元

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	19,681.91	19,900.58	20,925.21	21,904.11	22,931.42	23,953.46	23,953.46
销售费用	76.73	78.09	79.47	80.89	82.33	83.80	83.80
销售费用占比	0.39%	0.39%	0.38%	0.37%	0.36%	0.35%	0.35%
管理费用	2,939.89	3,154.61	3,273.52	3,382.33	3,492.12	3,605.79	3,605.79
管理费用占比	14.94%	15.85%	15.64%	15.44%	15.23%	15.05%	15.05%

湖州明州销售费用、管理费用占比预测较平稳，未来年度占比逐年减少系由于预测收入增长幅度略高于费用增长幅度所致。

4、净利润预测

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	19,900.58	20,925.21	21,904.11	22,931.42	23,953.46	23,953.46
营业成本	14,792.14	15,442.47	16,111.72	16,814.46	17,512.27	17,512.27
税金及附加	3.67	3.86	4.04	4.23	4.42	4.42
销售费用	78.09	79.47	80.89	82.33	83.80	83.80
管理费用	3,154.61	3,273.52	3,382.33	3,492.12	3,605.79	3,605.79
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	-
营业利润	1,872.07	2,125.89	2,325.14	2,538.29	2,747.18	2,747.18
营业外收支净额	-	-	-	-	-	-
利润总额	1,872.07	2,125.89	2,325.14	2,538.29	2,747.18	2,747.18
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
所得税额	468.02	531.47	581.28	634.57	686.80	686.80
净利润	1,404.05	1,594.42	1,743.85	1,903.72	2,060.39	2,060.39

5、未来股权自由现金流预测

单位：万元

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
营业收入	19,900.58	20,925.21	21,904.11	22,931.42	23,953.46	23,953.46
营业成本	14,792.14	15,442.47	16,111.72	16,814.46	17,512.27	17,512.27
税金及附加	3.67	3.86	4.04	4.23	4.42	4.42
销售费用	78.09	79.47	80.89	82.33	83.80	83.80
管理费用	3,154.61	3,273.52	3,382.33	3,492.12	3,605.79	3,605.79
研发费用	-	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	-	-	-	-
营业利润	1,872.07	2,125.89	2,325.14	2,538.29	2,747.18	2,747.18
营业外收支净额	-	-	-	-	-	-
利润总额	1,872.07	2,125.89	2,325.14	2,538.29	2,747.18	2,747.18
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%	25%
所得税额	468.02	531.47	581.28	634.57	686.80	686.80
净利润	1,404.05	1,594.42	1,743.85	1,903.72	2,060.39	2,060.39
加：折旧及摊销	1,306.57	1,322.38	1,322.25	1,317.90	1,317.73	2,216.46
加：税后财务费用	-	-	-	-	-	-
减：资本性支出	1,513.19	1,193.87	1,193.73	1,189.38	1,189.21	2,216.46
减：营运资金追加额	-315.10	198.70	191.52	200.80	199.95	-
净现金流量	1,512.53	1,524.24	1,680.85	1,831.44	1,988.95	2,060.39

6、折现率的确定

①无风险报酬率 Rf

10 年期中债国债收益率作为无风险收益率

②市场风险溢价 ERP 的确定

银信资产评估有限公司 2022 年度基准日评估项目的 ERP 统一选定为 6.16%。

③确定对比公司相对于股票市场风险系数 β（UnleveredBeta）

首先按新证监会卫生行业选取可比公司，选取标准为：近 2 年盈利，上市 2 年以上，只发行 A 股，所从事的行业或其主营业务为医疗服务，或者受相同经济因素的影响，并且主营该行业历史不少于 2 年。

选取对比公司后通过同花顺获取可比公司的 β，再对其进行修正如下表：

股票代码	可比公司	可比公司剔除财务杠杆后的 β
600763.SH	通策医疗	1.1098
300015.SZ	爱尔眼科	1.0846
300143.SZ	盈康生命	1.0218
002044.SZ	美年健康	1.0268
平均值		1.0608

④估算公司特有风险收益率 Rs

综合考虑被评估单位为综合医院，其个别风险低于康复医院，本次取特殊风险 1.00%。

⑤确定股权收益率 Re

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$\begin{aligned}
 Re &= Rf + \beta \times ERP + R_s \\
 &= 2.84\% + 1.0608 \times 6.16\% + 1.00\% \\
 &= 10.37\%
 \end{aligned}$$

7、评估值的确定

年度	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年及以后
净现金流量	1,512.53	1,524.24	1,680.85	1,831.44	1,988.95	2,060.39
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现率	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%	10.37%
折现系数	0.9519	0.8624	0.7814	0.7080	0.6415	6.1857
折现值	1,439.72	1,314.55	1,313.41	1,296.62	1,275.83	12,745.02
折现值合计	19,400.00					
溢余资产价值	3,157.32					
非经营性资产	2,678.26					
非经营性负债	2,804.01					
股东权益价值	22,400.00					

根据上述分析，湖州明州在收入成本费用上无重大变化，收入增长较小，预测较为谨慎合理。

（五）泉州明州的收益法具体测算过程

1、营业收入的预测

泉州明州的收入来源于主营业务收入（门诊收入、住院收入）和其他业务收入，其中主要收入来源于住院收入。

住院收入预测如下表：

收入金额：万元 床位数：张 床日费：元/床/日

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
日均占床	95	172	202	231	247	259	259
开放床位	182	258	258	298	298	298	298
增加床数	-	76	-	40	-	-	-
病床使用率	52.20%	66.67%	78.29%	77.52%	82.89%	86.91%	86.91%
床日费	786.43	1,075.76	1,065.23	1,058.87	1,057.50	1,059.02	1,059.02
增长率		36.79%	-0.98%	-0.60%	-0.13%	0.14%	0.00%
住院收入	2,728.62	6,753.62	7,853.92	8,927.84	9,533.91	10,011.48	10,011.48
增长率		147.51%	16.29%	13.67%	6.79%	5.01%	0.00%
医保扣款	-1.3	-202.61	-235.62	-267.84	-286.02	-300.34	-300.34

备注：

- ①日均占床=累计住院天数/床位实际开放天数
- ②住院收入=日均占床×床日费×床位实际开放天数
- ③病床使用率=日均占床/开放床位
- ④如数据与表格计算数据存在差异，系四舍五入造成。

日均占床较历史数据有所增加原因为：2022年日均占床为95张，全年逐月递增，1月日均占床50张，到12月日均占床已达109张；2023年预测数为172张，2023年1月、2月日均占床已达107张、118张，在近期实际占床数基础上有所增加。主要原因系开放床位增加，同时医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，入院病人将逐步增加。

床日费与历史数据相比增加的原因：2022年12月床日费已达932.44元，2023年1月、2月床日费分别为1035.04元、981.93元，2023年预测平均床日费为1,075.76元，相较近期实际床日费略有增加。根据2023年最新床日费预测2023年各科室床日费，2024年及以后年度床日费变动主要是各病区床位日均费及占

床结构不同导致。根据 2023 年最新床日费预测 2023 年各科室床日费，2024 年及以后年度床日费变动主要是各病区床位日均费及占床结构不同导致。

2022 年 12 月泉州明州的病床使用率为 58%，医院大楼部分区域尚未投入使用或仅开放少量床位。根据后续经营安排，将在 2023 年及以后年度新增床位至 298 张。

营业收入构成如下：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
门诊收入	80.51	224.55	323.32	339.66	354.81	367.25	367.25
住院收入	2,728.62	6,753.62	7,853.92	8,927.84	9,533.91	10,011.48	10,011.48
医保扣款	-1.30	-202.61	-235.62	-267.84	-286.02	-300.34	-300.34
其他业务收入	53.28	85.32	100.71	113.67	119.07	123.66	123.66
营业收入合计	2,861.11	6,860.87	8,042.33	9,113.33	9,721.77	10,202.05	10,202.05

由上表可知，泉州明州在 2022 年日均占床数快速增长，发展态势良好，至 2022 年 11 至 12 月病床使用率均已超过 50%，月营业收入已超过 300 万元，经营进入快速增长阶段。泉州明州经内部测算，当其月收入超过 300 万元时，即可跨过盈亏平衡点。

2023 年 1-2 月泉州明州康复科病区日均占床超过 110 张，其中 HDU 病区日均占床超过 50 张。2023 年 1 至 2 月，泉州明州营业收入已超过 680 万元，净利润为 35 万元。

基于康复专科医院发展规律，以及标的医院 2023 年 1-2 月日均占床数据、病床使用率，认为标的医院 2023 年经营数据能够延续 2022 年的快速增长趋势。

2、营业成本的预测

营业成本包括主营业务成本及其他业务成本，其中主营业务成本预测根据成本分类分别按变动费用和固定费用进行预测，预测如下表：

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
变动成本	3,116.77	3,803.42	4,366.31	4,628.66	4,890.71	4,890.73
固定成本	634.37	706.97	780.8	787.4	802.3	802.3
合计	3,751.14	4,510.39	5,147.11	5,416.06	5,693.01	5,693.03

其中：变动成本中的门诊成本、住院成本、水电费、维修费、低耗品费、劳

务费、废物处置费、检验费、其他费用分别按门诊收入加住院收入占比预测，人工成本按医护人员人数及年均薪酬预测；固定成本中折旧费、软件系统费、装修费按需要的设备折旧、软件使用权及装修摊销预测，租赁费、咨询费按合同预测。

预测期毛利率与 2022 年度毛利率比较如下表：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
营业收入	2,861.11	6,860.87	8,042.33	9,113.33	9,721.77	10,202.05	10,202.05
营业成本	1,948.18	3,751.14	4,510.39	5,147.11	5,416.06	5,693.03	5,693.03
毛利率	31.91%	45.33%	43.92%	43.52%	44.29%	44.20%	44.20%

2023 年及以后年度毛利率增加主要原因为：（1）随着占床数增加，医院收入规模进一步提升，规模效应逐步显现，固定成本增幅较小，促使毛利率提升；

（2）业务构成优化，未来将新增 ICU 科。该等业务毛利率相对更高。

3、费用的预测

销售费用、管理费用的预测分别按固定费用和变动费用分别预测，预测后占收入比如下表：

单位：万元

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
营业收入	2,861.11	6,860.87	8,042.33	9,113.33	9,721.77	10,202.05	10,202.05
销售费用	222.35	642.09	770.24	867.40	931.51	973.71	973.71
销售费用占收入比	7.77%	9.36%	9.58%	9.52%	9.58%	9.54%	9.54%
管理费用	903.68	1,247.34	1,317.62	1,434.16	1,458.96	1,496.24	1,496.24
管理费用占收入比	31.58%	18.18%	16.38%	15.74%	15.01%	14.67%	14.67%

销售费用 2023 年较 2022 年增加较多，主要原因为泉州是公司在福建省首家医院，为快速占领市场、提高医院在当地市场知名度，预计销售费用投入增加较多。2023 年将加大对儿童康复、胃肠镜等新业务的拓展，也会导致销售费用的增加。从实际经营情况来看，2023 年 1 月、2 月销售费用率分别为 9.16%、9.52%，2023 年预测值符合实际变动趋势。

管理费用 2023 年较 2022 年增加较多，主要原因为 2023 年预测考虑泉州明州经营规模扩大，新增租赁大楼 8-10 层（6198 平方米）。该部分未开病区的装修摊销、折旧费等固定费用在 2023 年度归属于管理费用，故导致 2023 年管理费用增加 184.63 万元。同时随着营业收入增加，管理费用中薪酬和业务招待费等

有所增加,也会导致 2023 年管理费用较 2022 年增加。从实际经营情况来看,2023 年 1 月、2 月管理费用率分别为 12.06%、18.15%,2023 年预测值符合实际变动趋势。

4、净利润预测

单位:万元

项目	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年度	2027 年度	永续年
营业收入	6,860.87	8,042.33	9,113.33	9,721.77	10,202.05	10,202.05
营业成本	3,751.14	4,510.39	5,147.11	5,416.06	5,693.03	5,693.03
税金及附加	8.18	9.49	10.73	11.36	11.89	11.89
销售费用	642.09	770.24	867.40	931.51	973.71	973.71
管理费用	1,247.34	1,317.62	1,434.16	1,458.96	1,496.24	1,496.24
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,212.12	1,434.59	1,653.94	1,903.87	2,027.18	2,027.18
营业外收支净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,212.12	1,434.59	1,653.94	1,903.87	2,027.18	2,027.18
所得税额	294.45	348.59	402.09	463.82	494.04	494.04
净利润	917.67	1,086.00	1,251.84	1,440.06	1,533.14	1,533.14

5、未来股权自由现金流预测

单位:万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
净利润	917.67	1,086.00	1,251.84	1,440.06	1,533.14	1,533.14
加: 折旧和摊销	233.21	274.63	311.65	311.65	311.65	311.65
减: 资本性支出	582.99	270.43	587.75	287.75	287.75	311.65
减: 营运资金追加	549.54	180.30	165.66	85.60	72.04	0.00
股权自由现金流	18.35	909.89	810.08	1,378.35	1,484.99	1,533.14

6、折现率的确定

①无风险报酬率 Rf

10 年期中债国债收益率作为无风险收益率

②市场风险溢价 ERP 的确定

银信资产评估有限公司 2022 年度基准日评估项目的 ERP 统一选定为 6.16%。

③确定对比公司相对于股票市场风险系数 β (UnleveredBeta)

首先按证监会卫生行业选取可比公司,选取标准为:近 2 年盈利,上市 2 年以上,只发行 A 股,所从事的行业或其主营业务为医疗服务,或者受相同经济因素的影响,并且主营该行业历史不少于 2 年。

选取对比公司后通过同花顺获取可比公司的 β ，再对其进行修正如下表：

样本上市公司		评估基准日 2022-12-31，可比公司取 2022-9-30 值， 股本数据取数 2022-12-31				D/	E/	有息负 债 D/	剔除财 务杠杆 的 β
		有息负债 D/	股本 (万股)	市价 (元/股)	市值 E	(D+E)	(D+E)	所有者 权益 E	
600763.SH	通策医疗	7,490.18	32,064.00	152.99	4,905,471.36	0.15%	99.85%		1.1098
300015.SZ	爱尔眼科	59,448.61	717,652.53	31.07	22,297,464.22	0.27%	99.73%		1.0846
300143.SZ	盈康生命	-	64,216.70	10.17	653,083.85	0.00%	100.00%		1.0218
002044.SZ	美年健康	166,601.62	391,425.39	6.13	2,399,437.65	6.49%	93.51%		1.0268
平均值						1.73%	98.27%	1.76%	1.0608

④估算公司特有风险收益率 R_s

综合考虑被评估单位的个别风险一般，本次取特殊风险 2.00%。

⑤确定股权收益率 R_e

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$\begin{aligned} R_e &= R_f + \beta \times ERP + R_s \\ &= 2.84\% + 1.0608 \times 6.16\% + 2.00\% \\ &= 11.37\% \end{aligned}$$

7、评估值的确定

单位：万元

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	永续年
股权自由现金流	18.35	909.89	810.08	1,378.35	1,484.99	1,533.14
折现期	0.50	1.50	2.50	3.50	4.50	
折现率	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%	11.37%
折现系数	0.9476	0.8508	0.7640	0.6860	0.6159	5.4173
折现值	17	774	619	946	915	8,305
股权经营现金流现值 合计	11,576					
加：溢余资金	0.00					
加：非经营性资产	1,790.85					
减：非经营性负债	454.95					
股东全部权益价值	12,900.00					

根据上述分析，泉州明州收入在 2023 年至 2027 年稳步增长，2023 年收入及毛利率较 2022 年度有所提升。主要系历史年度该医院处于开业初期，收入规模及平均病床使用率较低。但以 2022 年 12 月经营数据看，病床使用率已达一定水平，同时考虑到泉州市经济发展水平较强，预计 2023 年及以后年度预测病床使用率将逐步增长。收入增长主要是由于病床使用率稳定提高，预测较为合理。

二、结合相关业务板块实际经营情况，包括但不限于门诊及住院人数、床位数、床位周转情况、人均门诊及住院费用、医保结算情况及与同行业的对比情况等，具体说明相关预测参数的依据及合理性，与历史数据存在差异的原因；

(一) 结合相关业务板块实际经营情况，包括但不限于门诊及住院人数、床位数、床位周转情况、人均门诊及住院费用、医保结算情况

1、余姚明州

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年
门诊人次(人)	836	2,000	2,700	3,300	3,300	3,300
增长率		139.23%	35.00%	22.22%	0.00%	0.00%
人均门诊费用(元/人)	151	150.00	150.00	150.00	150.00	150.00
开放床位	149	217	298	330	330	330
增加床数	-	68	81	32	0	0
日均占床	82	146	185	205	252	286
增加占床数		64	39	20	47	34
病床使用率	54.75%	67.28%	62.08%	62.12%	76.36%	86.67%
增加数		12.53%	-5.20%	0.04%	14.24%	10.31%
平均床日费	917.59	1,030.42	1,044.40	1,075.58	1,079.76	1,072.02
增长率	-	12.3%	1.36%	2.99%	0.39%	-0.72%
住院收入(扣款前)	2,290.72	5,491.13	7,052.30	8,048.00	9,931.65	11,190.80
增长率	-	139.71%	28.43%	14.12%	23.41%	12.68%
医保扣款	-218.10	-522.76	-671.38	-766.17	-945.49	-1,065.36
医保扣款比例	9.52%	9.52%	9.52%	9.52%	9.52%	9.52%

备注：病床使用率=占床数量/开放床位，如病床使用率数据与表格计算数据存在差异，系四舍五入造成。

(1) 门诊人次与历史数据存在差异的原因：2022年全年门诊人次为836人次，全年呈递增趋势，1月门诊人次21人次，到12月门诊人次已达230人次；2023年1月、2月门诊人次分别为143人次、99人次，2023年全年预测数为2000人次，月均门诊人次与近期实际门诊人次基本一致。后续年度逐年提升的主要原因系医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，门诊病人将逐步增加。

(2) 人均门诊费用预计保持平稳，与历史数据不存在重大差异。

(3) 床位数与历史数据相比有所增加原因为：医院大楼有部分区域尚未投入运营，后续投入运营将增加至330张床位。

(4) 日均占床较历史数据有所增加原因为：2022 年日均占床为 82 张，全年逐月递增，1 月日均占床 22 张，到 12 月日均占床已达 140 张；2023 年预测数为 146 张，其中 2023 年 1 月、2 月日均占床已达 127 张、120 张。后续年度逐年提升的主要原因系开放床位增加，同时医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，入院病人将逐步增加。

(5) 病床使用率与历史数据相比增加的原因主要为：预测年度医院将恢复常态化经营，且当地康复医疗需求缺口较大，故预计未来病床使用率将有所提升。

(6) 平均床日费与历史数据相比增加的原因：2022 年 12 月床日费已达 988.48 元，2023 年 1 月、2 月实际床日费分别为 1139.98 元、1051.98 元，2023 年预测床日费为 1030.42 元，与近期基本持平。2023 年度主要考虑到 ICU 投入运营，预计后续年度占床病人构成较 2022 年度有所变化，未来床日费更高的 HDU 及 ICU 占床将进一步提升。

(7) 住院收入与历史数据相比增加的原因：床位数增加，叠加病床使用率增加及平均床日费增加使得住院收入增加。

(8) 医保扣款比例与历史数据保持稳定，主要考虑医保政策连续性和稳定性。

2、衢州明州

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
门诊人次(人)	285	300	300	300	300	300
增长率		5%				
人均门诊费用(元/人)	223.51	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00
开放床位	233	271	271	271	271	271
增加床数	-	38				
日均占床	174	189	205	213	232	237
增加占床数		15	16	8	19	5
病床使用率	74.68%	69.74%	75.65%	78.60%	85.61%	87.45%
增加数		-4.94%	5.91%	2.95%	7.01%	1.84%
平均床日费	690.48	778.41	859.32	874.37	928.28	938.40
增长率	-	12.73%	10.39%	1.75%	6.17%	1.09%
住院收入(扣款前)	4,385.27	5,369.88	6,429.84	6,797.76	7,860.64	8,117.60
增长率		22.45%	19.74%	5.72%	15.64%	3.27%
医保扣款	-664.37	-813.54	-974.12	-1,029.86	-1,190.89	-1,229.82
医保扣款比例	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%	15.15%

(1) 门诊人次与历史数据存在差异的原因：2022 年门诊多数时间处于关闭状态。2023 年之后预计门诊人次将增加至 300 人次。2024 年及以后年度不变。

(2) 人均门诊费用与历史数据基本一致。

(3) 开放床位与历史数据相比增加的原因：利用可用区域，在 2023 年新增增加 38 张床位。

(4) 日均占床与历史数据相比增加的原因：随着床位数增加及病床使用率的提高，日均占床数逐年提高。

(5) 病床使用率与历史数据相比增加的原因：衢州市人口老龄化程度不断加深，对于康复、护理的需求持续增长，未来随着衢州明州运营逐步成熟，预计未来床位使用率较现阶段小幅增长且未来能够保持稳定。

(6) 平均床日费与历史数据相比增加的原因：根据 2023 年最新床日费预测 2023 年各科室的床日费，2024 年及以后年度床日费变动主要为各病区床位日均占床结构不同导致。

(7) 住院收入与历史数据相比增加的原因：床位数增加，叠加病床使用率增加及平均床日费增加使得住院收入增加。

(8) 医保扣款比例相比历史数据不变。

3、嘉兴明州

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
门诊人次(人)	608	650	700	750	800	850
增长率	-	7%	8%	7%	7%	6%
人均门诊费用(元/人)	65.95	66.00	66.00	66.00	66.00	66.00
开放床位	99	155	180	180	180	180
增加床数	-	56	25	-	-	-
日均占床	46	107	127	138	152	161
增加占床数	-	61	20	11	14	9
病床使用率	46.46%	68.96%	70.56%	76.67%	84.44%	89.44%
增加数	-	22.50%	1.60%	6.11%	7.77%	5.00%
平均床日费	315.84	538.17	545.84	546.26	549.84	551.35
增长率	-	70.39%	1.43%	0.08%	0.66%	0.27%
住院收入(扣款前)	688.63	2,099.67	2,530.25	2,751.52	3,050.52	3,240.03
增长率	-	204.91%	20.51%	8.74%	10.87%	6.21%
医保扣款	-45.60	-139.00	-167.50	-182.15	-201.94	-214.49
医保扣款比例	6.62%	6.62%	6.62%	6.62%	6.62%	6.62%

注：本次收入预测未考虑住院人次、床位周转率指标。

(1) 门诊人次与历史数据存在差异的原因：2022 年门诊多数时间处于关闭状态。2023 年之后预计门诊人次将增加至 850 人次。

(2) 人均门诊费用与历史数据基本一致。

(3) 开放床位与历史数据相比增加的原因：利用可用区域，在 2023 年及以后年度新增 81 张床位。

(4) 日均占床与历史数据相比增加的原因：2022 年日均占床为 46 张，全年呈递增趋势，日均占床从 1 月 22 张到 12 月已达 74 张；2023 年 1 月、2 月日均占床分别为 73 张、76 张，2023 年预测数为 107 张，在近期实际占床数基础上有所增长，主要原因系开放床位增加，同时医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，入院病人将逐步增加。

(5) 病床使用率与历史数据相比增加的原因：参照浙江省医院病床使用率平均数据，预期未来将逐步增加。嘉兴市老龄化趋势日渐凸显，对于康复、护理的需求持续增长，未来随着嘉兴明州运营逐步成熟，预计未来床位使用率较现阶段大幅增长且未来能够保持稳定。

(6) 平均床日费与历史数据相比增加的原因：2022 年 12 月床日费已达 488 元，2023 年 1 月、2 月床日费分别为 512.70 元、495.25 元，2023 年预测床日费为 538.17 元，相较近期床日费略有增加，主要为病人结构调整所致。后续年度床日费略有增长，系重症占比进一步提升所致。

(7) 住院收入与历史数据相比增加的原因：床位数增加，叠加病床使用率增加及平均床日费增加导致使得收入增加。

(8) 医保扣款比例相比历史数据不变。

4、湖州明州

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
门诊人次(人)	87,364	90,700	93,421	96,223	99,110	102,083
增长率	0.82%	3.82%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
门诊人均费用 (元/人)	616.37	596.64	596.64	596.62	596.63	596.62
开放床位	335	344	344	344	344	344
增加床数	-	9	0	0	0	0
日均占床	297.34	314.00	317.00	318.00	319.00	319.00
增加占床数	31.36	16.66	3.00	1.00	1.00	-

病床使用率	88.76%	91.28%	92.15%	92.44%	92.73%	92.73%
增加数	-	2.52%	0.87%	0.29%	0.29%	0.00%
平均床日费	1,302.87	1,240.00	1,302.00	1,367.10	1,435.46	1,507.23
增长率	16.82%	-4.83%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
住院收入（扣款前）	14,139.98	14,211.64	15,064.79	15,867.93	16,713.72	17,549.41
增长率	30.59%	0.51%	6.00%	5.33%	5.33%	5.00%
医保扣款	-	-	-	-	-	-
医保扣款比例	-	-	-	-	-	-

（1）门诊人次与历史数据存在差异的原因：门诊人次稳定增长，较 2022 年增加的原因是湖州明州经过五年来不断加强学科建设，医疗水平不断增强，医院知名度及患者信任度提升，因此门诊人数逐年增加。

（2）人均门诊费用与历史数据无差异。

（3）开放床位与历史数据相比增加的原因：2023 年开放床位较 2022 年增加 9 张，是利用可改造区域增加 9 张床位，未来年度开放床位未增加。

（4）日均占床与历史数据相比增加的原因：随着床位数增加及病床使用率的提高，日均占床数逐年提高。

（5）病床使用率与历史数据相比小幅增加：主要考虑到医院在当地口碑进一步提升，客流有所增加。

（6）平均床日费与历史数据相比增加的原因：2022 年湖州浙北明州医院引进心脏内科、神经内科相关专业人才，增强了湖州浙北明州医院在相关学科的建设，吸引了较多患者，且湖州浙北明州医院未来重点发展肿瘤科也使得平均床日费增加。

（7）住院收入与历史数据相比增加的原因：病床使用率增加及平均床日费用增加住院收入增加。

（8）医保扣款历史年度发生额较小且发生不稳定，未来年度不预测医保扣款。

5、泉州明州

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
门诊人次(人)	2,312.00	4,082.00	5,396.00	5,669.00	5,914.00	6,099.00
增长率	-	77%	32%	5%	4%	3%
人均门诊费用(元/人)	348.23	550.09	599.18	599.15	599.94	602.14
增长率	-22%	58%	9%	-	-	-

开放床位	182	258	258	298	298	298
增加床数	-	76	-	40	-	-
日均占床	95	172	202	231	247	259
增加占床数	-	77	30	29	16	12
病床使用率	52.20%	66.67%	78.29%	77.52%	82.89%	86.91%
增加数	-	14.47%	11.62%	-0.77%	5.37%	4.02%
平均床日费	786.43	1,075.76	1,065.23	1,058.87	1,057.50	1,059.02
增长率	-	36.79%	-0.98%	-0.60%	-0.13%	0.14%
住院收入（扣款前）	2,728.62	6,753.62	7,853.92	8,927.84	9,533.91	10,011.48
增长率	-	147.51%	16.29%	13.67%	6.79%	5.01%
医保扣款	-1.3	-202.61	-235.62	-267.84	-286.02	-300.34
医保扣款比例	0.05%	3%	3%	3%	3%	3%

（1）门诊人次相较历史数据增加的原因：2022 年门诊人次为 2312 人次，全年呈递增趋势，1 月门诊人次 229 人次，2 月春节期间门诊人次 74 人次，到 12 月门诊人次已达 407 人次；2023 年预测数为 4082 人次，其中 2023 年 1 月春节期间 162 人次、2 月 243 人次。且 2023 年医院将增加胃肠镜等门诊项目，新增项目开展后将吸引新的患者。2023 年预测门诊人次与近期实际门诊人次增长趋势基本符合。后续年度逐年提升的主要原因系医院处于培育阶段，业务快速发展，客流处于快速爬坡期。

（2）人均门诊费用与历史数据存在差异的原因：2023 年泉州明州预计新增胃肠镜门诊项目，新增项目预计人均门诊费用更高。

（3）开放床位与历史数据相比增加的原因：①2023 年新开设 ICU；②医院对已使用楼层进行病房床位布局优化；③医院大楼部分区域尚未投入运营，根据经营进度目标，需在 2023 年及以后年度新增加 116 张床位。

（4）日均占床与历史数据相比增加的原因：2022 年日均占床为 95 张，全年逐月递增，1 月日均占床 50 张，到 12 月日均占床已达 109 张；2023 年预测数为 172 张，2023 年 1 月、2 月日均占床已达 107 张、118 张，在近期实际占床数基础上有所增加。主要原因系开放床位增加，同时医院经营日趋成熟，在当地知名度和影响力提升，入院病人将逐步增加。

（5）病床使用率与历史数据相比增加的原因：2023 年参照福建省卫健委发布的专科医院病床使用率，预期未来将逐步增加。

（6）平均床日费与历史数据相比增加的原因：2022 年 12 月床日费已达 932.44 元，2023 年 1 月、2 月床日费分别为 1035.04 元、981.93 元，2023 年预测

平均床日费为 1,075.76 元，相较近期实际床日费略有增加。根据 2023 年最新床日费预测 2023 年各科室床日费，2024 年及以后年度床日费变动主要是各病区床位日均费及占床结构不同导致。根据 2023 年最新床日费预测 2023 年各科室床日费，2024 年及以后年度床日费变动主要是各病区床位日均费及占床结构不同导致。

(7) 医保扣款比例与历史数据相比变化的原因：泉州明州按《泉州市医疗保障基金中心丰泽中心关于开展 2022 年度医保定点医药机构服务治疗考核的通知》要求进行考核，2022 年无扣款。2022 年泉州明州医保病例审核系统产生扣款 1.3 万元。2023 年及以后年度谨慎性计提医保扣款。

(二) 同行业康复专科医院业务指标对比情况，相关预测参数的依据及合理性，与历史数据存在差异的原因

2020 年大湖股份收购东方华康医疗管理有限公司 60% 股权。东方华康医疗管理有限公司下属上海金城护理院有限公司、常州阳光康复医院有限公司、无锡市国济康复医院有限公司、无锡市国济护理院有限公司。这些医院与本次收购医院同属康复医院、护理院，具备一定可比性。

1、东方华康医疗管理有限公司下属 4 家医院总开放床位数预测数据如下：

单位：张

公司名称	2019年 10-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
上海金城护理院有限公司	804	804	804	804	804	804
常州阳光康复医院有限公司	300	300	300	300	300	300
无锡市国济康复医院有限公司	364	364	472	526	526	526
无锡市国济护理院有限公司	324	324	324	324	324	324

标的公司总开放床位预测数据与同行业 4 家医院预测数据无显著差异。

2、东方华康医疗管理有限公司下属 4 家医院床位使用率预测数据如下：

公司名称	2019年 10-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
上海金城护理院有限公司	85%	95%	95%	95%	95%	95%
常州阳光康复医院有限公司	55%	70%	80%	85%	90%	90%
无锡市国济康复医院有限公司	34%	57%	64%	74%	86%	86%
无锡市国济护理院有限公司	40%	80%	85%	90%	90%	90%

由上表可知，同行业 4 家医院预测病床使用率数据在永续期为 86%-95%。

本次评估的余姚明州永续期病床使用率为 87%；衢州明州永续期病床使用率为 87%；嘉兴明州永续期病床使用率为 89%；泉州明州永续期病床使用率为 87%。与同行业 4 家医院预测数据相比，无显著差异。

3、东方华康医疗管理有限公司下属 4 家医院床日费预测数据如下：

单位：元/床/日

公司名称	2019年 10-12月	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
上海金城护理院有限公司普通住院费	395	414.75	435.49	457.26	480.12	504.13
常州阳光康复医院有限公司普通住院费	260	273	286.65	300.98	316.03	331.83
常州阳光康复医院有限公司康复住院费			450	472.50	496.13	520.93
无锡市国济康复医院有限公司ICU住院费	330	346.50	363.83	382.02	401.12	421.17
无锡市国济康复医院有限公司单病种住院费	680	714	749.70	787.19	826.54	867.87
无锡市国济康复医院有限公司普通住院费	300	315	330.75	347.29	364.65	382.88
无锡市国济护理院有限公司普通住院费	100	105	110.25	115.76	121.55	127.63

由上表可知，同行业 4 家医院预测床日费每年上涨，本次评估预测 5 家标的医院 2023 年至 2027 年床日费增长率与同行可比交易无显著差异。

三、结合近年可比交易定价情况，评估方法及评估参数选取情况，进一步说明本次交易估值的合理性及公允性，尤其是部分标的公司收入规模较小、净利润亏损仍估值较高的原因及合理性

（一）结合近年可比交易定价情况，评估方法及评估参数选取情况，进一步说明本次交易估值的合理性及公允性

1、本次收购医院的评估方法等情况

标的公司名称	评估方法	关键评估参数（折现率）	评估估值		
			2022年静态市盈率	2023年动态市盈率	评估增值率
余姚明州	收益法	11.37%	—	15.93倍	259.31%
衢州明州	收益法	11.37%	22.61倍	14.07倍	468.37%
嘉兴明州	收益法	11.37%	—	14.24倍	995.95%
泉州明州	收益法	11.37%	—	14.05倍	507.91%

湖州浙北	收益法	10.37%	10.05倍	15.95倍	116.1%
平均值				14.85倍	

注：标的公司动态市盈率=标的公司按照收益法评估价值/该公司下一年度预测净利润；

2、可比交易相关情况

据查询相关案例，近年同行业可比交易情况如下：

公司名称	成交价格 (万元)	标的资产	财务数据 基准日	评估 方法	评估 增值率	动态市 盈率	折现率
莎普爱思	50,200	泰州市妇女儿童医院 100%股权	2019年12月	收益法	279%	16.15倍	10.35%
大湖股份	37500	东方华康医疗管理 60%股权	2019年12月	收益法	383%	15.63倍	10.98%/ 11.02%
爱尔眼科	6510	奥理德视光 100%股 权	2019年9月	收益法	607%	15.91倍	11.39%
爱尔眼科	2790	宣城眼科医院 80%股 权	2019年9月	收益法	2284%	13.73倍	11.47%
爱尔眼科	21816	万州爱瑞 90%股权	2019年9月	收益法	2245%	16.17倍	11.45%
2020年平均值						15.52倍	11.13%
盈康生命	63,100	苏州广慈肿瘤医院 100%股权	2020年12月	收益法	1056%	16.85倍	11.12%
金发拉比	23,760	韩妃医院 36%股权	2020年12月	收益法	5383%	13.35倍	13.03%
益佰制药	33598.60	德阳肿瘤医院 70%股 权	2021年7月	收益法	716%	19.80倍	10.31%/ 10.19%
麦迪科技	11,123	海口玛丽医院 49%股 权	2020年12月	收益法	644%	14.97倍	11.22%
2021年平均值						16.24倍	11.42%
南京新百	173,010.62	徐州新健康医院 80%股权	2021年12月	收益法	381%	21.27倍	10.71%
莎普爱思	6,650	青岛视康眼科医院 100%股权	2022年9月	收益法	300%	19.43倍	12.7%
2022年平均值						20.35倍	11.71%

注：动态市盈率=评估值/预测期第一个完整年度净利润

由上可见，同行业可比交易案例在评估时均选取收益法进行评估，关键评估参数折现率取值范围在 10.19%-13.03%，本次交易折现率与可比交易不存在显著差异。从估值结果看，2020-2022 年可比交易案例平均动态市盈率

分别为 15.52 倍、16.24 倍、20.35 倍。本次交易平均动态市盈率为 14.85 倍，低于可比交易。

从估值方法、参数选择及结果综合对比看，本次交易评估作价具有合理性。

（二）部分标的公司收入规模较小、净利润亏损仍估值较高的原因及合理性

本次交易收购医院中，以嘉兴明州为例。嘉兴明州收入规模较小、净利润处于亏损状态。截至评估基准日，嘉兴明州所有者权益账面价值 338.51 万元。经采用收益法评估，股东全部权益评估值为 3,710.00 万元，评估增值 3,371.49 万元，增值率 995.98%。2022 年嘉兴明州营业收入为 679.83 万元，净利润为 -229.50 万元。

收购的具体考虑如下：

（1）评估基准日之前，嘉兴明州尚处于投入培育期，前期在医院筹建、医护团队建立、日常运营费用等方面支出较多，但在收入端，运营初期客流产生收入尚不足以覆盖各项开支，导致报表呈现亏损。

（2）对于康复专科医院，收入成本费用等财务指标有一定的滞后性，如日均占床、床位使用率、床日费等经营指标的监控更为重要，参考性更强。从嘉兴明州 2022 年分月度数据看，医院经营状况在快速改善，日均占床数由 2022 年 1 月的 22 张快速增加至 2022 年 12 月的 75 张，住院收入快速增长，由 2022 年 1 月的 6.68 万元增长至 2022 年 12 月的 113.21 万元。并于 2022 年 12 月当月实现盈利，床位使用率达到 76%。

（3）嘉兴明州 2022 年末床位数 99 张，其床位还存在一定扩张空间，未来床位数将增加至 180 张。医院所在地嘉兴市尚存在较大的康复医疗需求缺口，未来嘉兴明州有望进一步发挥医院的康复医疗优势，日均占床数有望得到较大提升。

（4）公司在浙江省内已具有较好的康复资源基础，通过收购嘉兴明州，将进一步发挥产业协同优势，促进医院业务的快速发展。

综上，嘉兴明州经过前期设立和培育周期，2022 年末已跨过盈亏平衡点，日均占床数快速增长，发展态势良好，经营进入稳定阶段。公司基于对该医院未来发展前景的判断，参考医院评估价值和市场可比交易的估值方式进行

合理定价。

四、标的公司自成立以来的历次股权出资、转让行为、对应的出资、转让方及交易作价情况，并结合标的公司历史财务数据和经营数据情况，说明相关作价与本次交易定价存在差异（如有）的原因及合理性，是否存在向关联方和潜在利益相关方输送利益的情形

1、余姚明州

余姚明州自设立以来至本次收购前，股本变化情况如下：

余姚明州 2020 年 6 月设立，注册资本 4,500 万元人民币，其中：宁波开云华慈股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比 70%，宁波众森投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比 30%。

余姚明州自成立以来至本次收购前未发生股权转让或增资行为。不存在向关联方和潜在利益相关方输送利益的情形。

2、衢州明州

衢州明州自设立以来至本次收购前，股本变化情况如下：

（1）2019 年 12 月，设立

2019 年 12 月，衢州明州设立，注册资本 1,000 万元人民币，其中：张亚儿出资占比 30%，徐其峰出资占比 30%，吴宏树出资占比 20%，严晗出资占比 10%，郭一可出资占比 10%。

（2）2020 年 10 月至 11 月，股权转让

2020 年 10 月至 11 月，股东张亚儿、徐其峰、吴宏树、严晗、郭一可将其持有的 100% 股权以 2.64 元/出资额转让给宁波开云华歌股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波众熠投资管理合伙企业（有限合伙）。本次股权转让完成后，宁波开云华歌股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比 70%、宁波众熠投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比 30%。相比 2020 年 9 月末标的公司所有者权益，交易市净率 4.38 倍。

收购时对应 2020 年 1-9 月衢州明州财务状况如下：

单位：万元

项目	2020 年 9 月 30 日
总资产	1,360.24

总负债	757.16
实收资本	1,000.00
所有者权益	603.08
项目	2020年1-9月
营业收入	1,918.73
净利润	-54.21

(3) 2021年1月，第一次增资

2021年1月，衢州明州增加注册资本2,500万元人民币，变更后的注册资本为人民币3,500万元，新增注册资本由原股东以1元/出资额同比例认缴。本次增资后，宁波开云华歌股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比70%、宁波众熠投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比30%。

上述增资系原股东同比例增资，因此经全体股东同意后按照1元/出资额进行增资。

(4) 2021年10月，第二次增资

2021年10月，衢州明州增加注册资本500万元人民币，变更后的注册资本为人民币4,000万元，新增注册资本由原股东以1元/出资额同比例认缴。本次增资后，宁波开云华歌股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比70%、宁波众熠投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比30%。

上述增资系原股东同比例增资，因此经全体股东同意后按照1元/出资额进行增资。

综上，衢州明州2020年收购时价格基于当时原股东对衢州明州经营不善，经交易双方基于市场化行为协商确定，交易定价合理，不存在向关联方和潜在利益方输送利益的情形。

3、嘉兴明州

嘉兴明州自设立以来至本次收购前，股本变化情况如下：

(1) 2014年，设立

2014年，嘉兴明州设立，注册资本500万元人民币，其中：马叙根出资占比55%，吴琛妍出资占比17%，孙济宏出资占比15%，邵炜征出资占比8%，吴翔出资占比5%。

(2) 2020年6月，第一次增资

2020年6月，嘉兴明州增加注册资本400万元人民币，变更后注册资本为

人民币 900 万元，新增注册资本全部由原股东以 1 元/出资额按比例认缴。本次增资后，马叙根出资占比 55%，吴琛妍出资占比 17%，孙济宏出资占比 15%，邵炜征出资占比 8%，吴翔出资占比 5%。

上述增资系原股东同比例增资，因此经全体股东同意后按照 1 元/出资额进行增资。

(3) 2020 年 9 月，第一次股权转让

2020 年 9 月，股东马叙根、吴琛妍、孙济宏、邵炜征、吴翔将其持有的 100% 股权以 1 元/出资额转让给宁波众电投资管理合伙企业（有限合伙）、宁波众雅投资管理合伙企业（有限合伙）。本次股权转让后，宁波众电投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比 99%，宁波众雅投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比 1%。

本次股权转让前嘉兴明州医疗机构执业许可证已于 2018 年 7 月注销，已暂停医疗经营业务。收购时注册资本为 900 万元，100% 股权转让价格为 900 万元，股权转让价格均为按照实收资本每股 1 元价格转让。

本次股权转让时，嘉兴明州处于停业状态，故原股东按照实收资本进行作价。

(3) 2021 年 6 月，第二次股权转让

2021 年 6 月，股东宁波众电投资管理合伙企业（有限合伙）将其持有的 69% 股权以 1 元/出资额转让给宁波开云华贝股权投资合伙企业（有限合伙）；股东宁波众雅投资管理合伙企业（有限合伙）将其持有的 1% 股权以 1 元/出资额转让给宁波开云华贝股权投资合伙企业（有限合伙）。本次股权转让后，宁波开云华贝股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比 70%，宁波众电投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比 30%。

2021 年 1-5 月，嘉兴明州尚无营业收入，尚处于建设阶段。对应 2021 年 5 月嘉兴明州财务状况如下：

单位：万元

项目	2021 年 5 月 31 日
总资产	580.72
总负债	274.20
实收资本	900.00
所有者权益	306.52
项目	2021 年 1-5 月

营业收入	-
净利润	-77.84

(4) 2022年1月，增资

2022年1月，嘉兴明州增加注册资本1,100万元人民币，变更后注册资本为人民币2,000万元，新增注册资本全部由原股东以1元/出资额按比例认缴。本次增资后，宁波开云华贝股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比70%，宁波众电投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比30%。

上述增资系原股东同比例增资，因此经全体股东同意后按照1元/出资额进行增资。

综上，嘉兴明州成立以来发生的股权转让、增资均以1元/出资额定价的情况具备合理原因。本次收购交易定价系交易双方基于市场化行为协商确定，交易定价合理，不存在向关联方和潜在利益方输送利益的情形。

4、湖州明州

湖州明州自设立以来至本次收购前，股本变化情况如下：

(1) 2016年2月，设立

2016年2月，湖州明州设立，注册资本为5,000万元人民币，宁波奥克斯开云医疗投资合伙企业（有限合伙）出资占比100%。

(2) 2016年7月，第一次增资

2016年7月，湖州明州增加注册资本15,000万元人民币，变更后注册资本为人民币20,000万元，新增注册资本全部由原股东以1元/出资额按比例认缴。本次增资后，宁波奥克斯开云医疗投资合伙企业（有限合伙）出资占比100%。

上述增资系原股东增资，因此经股东同意后按照1元/出资额进行增资。

(3) 2018年3月，第二次增资

2018年3月，宁波开云华照股权投资合伙企业（有限合伙）以货币方式增资100万元，变更后的注册资本为人民币20,100万元，新增注册资本全部由宁波开云华照股权投资合伙企业（有限合伙）以1元/出资额按比例认缴。

对应2018年2月湖州明州财务状况如下：

单位：万元

项目	2018年2月
总资产	20,107.52
总负债	4,714.68

实收资本	20,000.00
所有者权益	15,392.84
项目	2018年1-2月
营业收入	1,518.04
净利润	-411.24

综上，湖州明州成立以来发生的增资均以1元/出资额定价的情况具备合理原因。本次收购交易定价系交易双方基于市场化行为协商确定，交易定价合理，不存在向关联方和潜在利益方输送利益的情形。

5、泉州明州

泉州明州自设立以来至本次收购前，股本变化情况如下：

（1）2016年3月，设立

2016年3月，泉州明州设立，注册资本为1,000万元人民币，其中：林申探出资占比49%，陈光汉出资占比44.02%，庄方钊出资占比6.98%。

（2）2020年11月，第一次股权转让

2020年11月，股东林申探、陈光汉、庄方钊将其持有的100%股权以1元/出资额转让给宁波众勇投资管理合伙企业（有限合伙）、宁波众跃投资管理合伙企业（有限合伙）。本次股权转让后，宁波众勇投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比70%，宁波众跃投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比30%。

（3）2021年1月，第二次股权转让

2021年1月，股东宁波众勇投资管理合伙企业（有限合伙）将其持有的70%的股权以1元/出资额转让给宁波开云华顺股权投资合伙企业（有限合伙）。本次股权转让后，宁波开云华顺股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比70%，宁波众跃投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比30%。

对应2020年12月泉州明州财务状况如下：

单位：万元

项目	2020年12月
总资产	1,001.71
总负债	2,264.40
实收资本	1,000.00
所有者权益	-1,262.70
项目	2020年1-12月
营业收入	-
净利润	102.86

备注：泉州明州于2020年12月21日开业，2020年度未收治病入，当年净利润

系营业外收入所致。

(4) 2021年3月，增资

2021年3月，泉州明州增加注册资本5,000万元人民币，变更完成后，泉州明州注册资本为人民币6,000万元，新增注册资本全部由原股东以1元/出资额按比例认缴。本次增资后，宁波开云华顺股权投资合伙企业（有限合伙）出资占比70%，宁波众跃投资管理合伙企业（有限合伙）出资占比30%。

上述增资系原股东同比例增资，因此经全体股东同意后按照 1 元/出资额进行增资。

综上，泉州明州成立以来发生的股权转让及增资均系交易双方基于市场行为协商确定，交易定价合理，不存在向关联方或潜在利益方输送利益的情形。

评估意见：

评估师认为：收益法预测的相关参数均有依据，相比历史数据变动均具有相应原因，具备一定合理性。部分标的公司收入规模较小净利润亏损仍估值较高，是由于其账面财务数据反映滞后所致，参照其业务发展速度，其估值较高具备一定合理性。

综合近年可比交易案例及其交易定价来看，评估方法及评估参数无明显不合理差异。标的公司历次股权收购价格与本次交易定价存在差异系有其各自原因，不存在向关联方和潜在利益方输送利益的情形。

问题三：

公告显示，协议约定了业绩承诺条款，5家标的公司2023年至2025年三年累计承诺扣非净利润占交易作价的比例分别为25%、25%、22.41%、25.27%、21.21%。请公司补充披露：（1）相关业绩承诺设定的依据及合理性，标的公司之间业绩承诺补偿比例存在差异的原因，相关业绩承诺设定比例与可比交易对比情况，是否与一般交易惯例相符；（2）按照三年累计承诺测算补偿义务而非按单年业绩实现情况逐年进行业绩补偿安排的原因及合理性。

回复如下：

一、相关业绩承诺设定的依据及合理性，标的公司之间业绩承诺补偿比例存在差异的原因，相关业绩承诺设定比例与可比交易对比情况，是否与一般交易惯例相符

(一) 相关业绩承诺设定的依据及合理性，标的公司之间业绩承诺补偿比例存在差异的原因

本次交易涉及的业绩承诺与补偿金额，是以评估机构对标的医院 2023 年度-2025 年度的评估利润总和为基础，综合考虑标的医院的经营情况、发展阶段及盈利状况，经公司与出让方及标的医院协商确定，且 5 家标的医院最终确定的业绩承诺与补偿金额均高于 2023 年度-2025 年度评估利润的累计值，业绩承诺设定的依据充分、合理。具体如下：

单位：万元

标的医院	评估净利润				业绩承诺 金额	覆盖率
	2023 年	2024 年	2025 年	合计		
湖州明州	1,404.05	1,594.42	1,743.85	4,742.32	4,750.00	100.16%
余姚明州	703.09	851.32	952.07	2,506.48	2,510.00	100.14%
嘉兴明州	260.47	307.21	353.11	920.79	925.00	100.46%
衢州明州	596.81	703.23	791.10	2,091.14	2,100.00	100.42%
泉州明州	917.67	1,086.00	1,251.84	3,255.51	3,260.00	100.14%

(二) 相关业绩承诺设定比例与可比交易对比情况，是否与一般交易惯例相符

公司本次交易的业绩承诺设定比例平均值为 23.78%，经公司查询，同行业可比交易的业绩承诺设定比例平均值为 22.99%，公司本次收购对标的公司业绩承诺的设置比例与前述交易相比，不存在显著差异，与一般交易惯例相符。

同行业可比交易对比情况如下：

单位：万元

收购方	标的公司	收购比例	交易定价	承诺金额	归属上市公司 承诺金额	归属上市公司 承诺金额占交易 定价比例
莎普爱思	泰州妇儿医院	100%	50,200.00	11,000.00	11,000.00	21.91%
	青岛视康眼科医院	100%	6,650.00	1,350.00	1,350.00	20.30%

盈康生命	友方医院	51%	13,000.00	7,500.00	3,825.00	29.42%
	四川友谊	25%	47,000.00	39,907.74	9,976.94	21.23%
麦迪科技	玛丽医院	51%	3,886.20	1,918.00	978.18	25.17%
南京新百	徐州新健康医院	80%	173,010.62	43,033.19	34,426.55	19.90%
平均值						22.99%

二、按照三年累计承诺测算补偿义务而非按单年业绩实现情况逐年进行业绩补偿安排的原因及合理性

公司结合 5 家标的医院的经营情况、发展阶段及盈利状况，参考同行业其他公司收购方案，为了给标的医院设置更为合理的长期发展目标，引导医院经营团队着眼于医院中长期的稳定发展，降低单一年度因不可抗力因素对标的公司业绩产生较大波动带来的风险，因此公司按照三年累计承诺测算补偿义务。

同时，公司具有完善的治理体系，能协助标的医院搭建规范化体系，公司将每年度对标的医院业绩达成情况进行过程管控并积极整合上市公司医疗资源推动标的医院高质量发展。

问题四：

审计报告显示，嘉兴明州、衢州明州、余姚明州、泉州明州、湖州明州2022年末应收账款占总资产的比重分别为19.92%、44.76%、11.67%、6.30%、31.79%，相关金额均高于货币资金。其他往来款方面，泉州明州其他应收款达1259.79万元，占总资产比重13.09%。请公司补充披露：（1）标的公司主要资产占比、同行业可比公司相同指标情况，结合经营模式说明相关占比是否处于合理水平；

（2）标的公司应收账款形成原因、前五名应收对象、是否涉及关联方等；（3）标的公司其他应收款的具体构成、形成原因、是否涉及关联方或潜在利益相关方。请会计师对上述问题发表意见。

回复如下：

一、标的公司主要资产占比、同行业可比公司相同指标情况，结合经营模式说明相关占比是否处于合理水平

（一）标的公司主要资产占比

类别	嘉兴明州	衢州明州	余姚明州	泉州明州	湖州明州
----	------	------	------	------	------

货币资金占资产比重	6.39%	3.85%	5.03%	1.15%	25.47%
应收账款占资产比重	19.92%	44.76%	11.67%	6.30%	31.79%
其他应收款占资产比重	2.58%	1.93%	1.42%	13.09%	5.33%
长期资产占资产比重	46.01%	42.55%	76.21%	72.38%	25.48%

1、应收账款

衢州明州及湖州明州应收账款占资产比重较高，主要原因为标的公司应收账款余额基本为应收医保款，各地医保政策有所不同，衢州市医保按申报金额暂扣 25% 左右回款，待年度清算时统一回款；湖州市医保按申报金额暂扣 10% 左右回款，待年度清算时统一回款；因此衢州明州和湖州明州应收账款余额相对较大，占资产比重较高。

余姚明州、泉州明州、嘉兴明州应收账款余额占比相对较低，其中，余姚市和泉州市医保按申报金额暂扣 5% 左右回款，待年度清算时统一回款；嘉兴市医保暂按申报金额全额回款，待年度清算时统一结算；因此余姚明州、泉州明州、嘉兴明州应收账款余额相对较小，占资产比重较低。

标的公司主要从事康复及护理业务，且各地医保政策不完全一致，月度回款周期不一，故造成各标的公司间的应收账款资产占比存在差异，具有合理性。

2、其他应收款

泉州明州其他应收款占资产比重较高，主要原因为应收宁波奥明医疗管理有限公司（系标的公司控股股东旗下的公司，以下简称“奥明医疗”）往来款，高于余姚明州及湖州明州（该三家标的公司应收奥明医疗款项期后均已收回），而嘉兴明州、衢州明州不存在对奥明医疗的其他应收款。

3、长期资产

嘉兴明州、衢州明州及湖州明州长期资产占资产比重较低，主要原因为：

嘉兴明州设立时间较早，至 2021 年 8 月重启运营前，该医院账面长期资产基本摊销/折旧完毕。但其硬件设施保存状态较好，重启运营所需追加投资较少，主要包括装修投入 202 万和固定资产投入 87.29 万；此外，嘉兴明州使用权资产余额也不重大。故总体来看，其长期资产占资产比重较低。

衢州明州设立时间较早，至 2020 年 10 月重启运营前，该医院账面长期资产基本摊销/折旧完毕。但其硬件设施保存状态较好，重启运营所需追加投资较少，其中装修投入 166 万、固定资产投入约 200 万、使用权资产余额也不重大。故其长期资产占资产比重较低。

湖州明州设立时间较早，长期资产摊销/折旧后净值较少，其中主要科目详见下表：

单位：万元

项目	原值	2022年12月	
		净值	占长期资产比例
长期待摊费用	6,595.27	148.90	2.41%
固定资产	7,931.81	2,177.43	35.19%
使用权资产	2,931.93	1,787.52	28.89%
递延所得税资产	/	1,690.87	27.33%

余姚明州系新成立医院，长期待摊费用装修费余额较大。详见下表：

项目	原值	2022年12月	
		净值	占长期资产比例
长期待摊费用	2,932.50	2,664.64	42.96%
固定资产	543.06	426.76	6.88%
使用权资产	3,114.20	2,647.07	42.68%
递延所得税资产	/	371.47	5.99%

泉州明州因租赁面积较大，租赁年限较长，因此使用权资产余额较大，故长期资产占资产比重较高。详见下表：

项目	原值	2022年12月	
		净值	占长期资产比例
长期待摊费用	394.70	378.25	5.05%
固定资产	638.12	548.56	7.33%
使用权资产	6,931.47	5,946.67	79.43%
递延所得税资产	/	519.09	6.93%

备注：上述标的公司房屋场地均通过租赁取得，故按照新租赁准则，将租赁房屋根据租赁合同约定的租金及租赁年限等内容所计算所得的租赁负债金额确认为使用权资产，该会计处理符合新租赁准则要求。

（二）同行业可比公司相同指标情况

类别	爱尔眼科	盈康生命	美年健康
货币资金占资产比重	30.80%	17.44%	5.54%
应收账款占资产比重	6.35%	8.07%	17.52%
其他应收款占资产比重	0.96%	0.87%	2.13%
长期资产占资产比重	56.75%	66.68%	69.82%

注：同行业可比公司选取的数据为2022年9月数据。

上述指标和同行业上市公司存在一定的差异，主要是因为标的医院学科属性、发展阶段与同行业可比公司存在较大差异。标的医院从事康复及护理业务，处于业务发展的早期阶段，业务规模较小，经营性净现金流入较少，应收医保款项期

末余额较大且回款存在一定滞后性。

二、标的公司应收账款形成原因、前五名应收对象、是否涉及关联方等

注释：下表中列示的期末对各医保中心应收账款余额是未回款的应收医保款，对在院病人应收账款余额为病人住院期间产生的自负和尚未结算的医保承担的医疗费用总和。

按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况：

1、嘉兴明州

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例(%)	形成原因
嘉兴市医疗保险服务中心	1,320,962.97	42.64	医保应收款
张**	132,915.63	4.29	在院病人应收款
张**	130,228.34	4.20	在院病人应收款
邢**	113,234.59	3.66	在院病人应收款
浙江省医疗保障事业管理服务中心	14,628.98	0.47	医保应收款
合计	1,711,970.51	55.26	

截止 2023 年 3 月 31 日，上述应收账款大部分已收回。

上述公司及个人与嘉兴明州及公司不存在关联关系，不涉及公司控股股东及关联方。

2、衢州明州

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例(%)	形成原因
衢州市医疗保障事业管理中心	21,019,109.56	87.90	医保应收款
鲁**	166,746.60	0.70	在院病人应收款
张**	113,334.34	0.47	在院病人应收款
金**	81,622.52	0.34	在院病人应收款
吴**	64,067.60	0.27	在院病人应收款
合计	21,444,880.62	89.68	

截止 2023 年 3 月 31 日，上述应收账款大部分已收回。

上述公司及个人与衢州明州及公司不存在关联关系，不涉及公司控股股东及关联方。

3、余姚明州

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例(%)	形成原因
余姚市城镇职工医疗保险管理中心	6,674,969.27	74.51	医保应收款
浙江省医疗保障事业管理服务中心	734,175.62	8.20	医保应收款

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例(%)	形成原因
张**	79,751.25	0.89	在院病人应收款
陆**	60,583.98	0.68	在院病人应收款
郑**	56,223.27	0.63	在院病人应收款
合计	7,605,703.39	84.91	

截止 2023 年 3 月 31 日，上述应收账款大部分已收回。

上述公司及个人与余姚明州及公司不存在关联关系，不涉及公司控股股东及关联方。

4、泉州明州

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例(%)	形成原因
泉州市医疗保障基金中心丰泽分中心	5,978,012.02	98.48	医保应收款
舒**	15,833.23	0.26	在院病人应收款
苏**	11,871.02	0.20	在院病人应收款
黄**	6,222.08	0.10	在院病人应收款
泉州鲤城区社会福利院	5,781.15	0.10	医疗款
合计	6,017,719.50	99.14	

截止 2023 年 3 月 31 日，上述应收账款大部分已收回。

上述公司及个人与泉州明州及公司不存在关联关系，不涉及公司控股股东及关联方。

5、湖州明州

单位名称	期末余额		
	应收账款	占应收账款合计数的比例(%)	形成原因
湖州市医疗保障事业管理服务中心	47,844,128.35	84.03	医保应收款
盛**	615,254.70	1.08	在院病人应收款
浙江省医疗保障事业管理服务中心	484,784.54	0.85	医保应收款
高**	441,791.54	0.78	在院病人应收款
周**	406,216.97	0.71	在院病人应收款
合计	49,792,176.10	87.45	

截止 2023 年 3 月 31 日，上述应收账款大部分已收回。

上述公司及个人与湖州明州及公司不存在关联关系，不涉及公司控股股东及关联方。

三、标的公司其他应收款的具体构成、形成原因、是否涉及关联方或潜在利益相关方

其他应收款的主要构成如下：

1、嘉兴明州

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款项期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
杭州平安好医医学检验实验室有限公司	往来款	180,343.10	1年以内	43.82	9,017.15
嘉兴市东部建设开发集团有限公司	租赁保证金	150,000.00	2-3年	36.44	
杨**	往来款	59,491.80	1年以内	14.45	
嘉兴景鸿企业管理咨询有限公司	往来款	16,633.82	1年以内	4.04	831.69
宁波北仑明州康复医院有限公司	往来款	5,133.51	1年以内	1.25	256.68
合计		411,602.23		100.00	10,105.52

其他应收款中应收宁波北仑明州康复医院有限公司 5,133.51 元，期后已收回。其余主要为房屋租赁保证金及业务往来款组成，不涉及关联方或潜在利益相关方。

2、衢州明州

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款项期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
衢州市飞翔国际酒店有限公司	租赁保证金及往来款	1,211,606.40	2-3年、3年以上	84.42	366,963.84
南昌平安好医医学影像中心有限公司	往来款	130,863.67	1年以内	9.12	6,543.18
吴**	往来款	40,003.29	1-2年	2.79	12,000.99
中国联合网络通信有限公司衢州市分公司	往来款	21,000.00	1年以内	1.46	1,050.00
王*	往来款	20,000.00	3年以上	1.39	20,000.00
合计		1,423,473.36		99.18	406,558.01

衢州明州公司其他应收款主要由房屋租赁保证金、业务往来款组成，不涉及关联方或潜在利益相关方。

3、泉州明州

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款项期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
------	------	------	----	----------------------	----------

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款项期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
奥明医疗	往来款	8,522,151.19	1年以内	67.51	
林**	租赁保证金	3,600,000.00	2-3年	28.52	
泉州华鹊健康管理有限公司	往来款	459,744.09	1年以内	3.64	22,987.20
国网福建省电力有限公司泉州供电公司	往来款	41,088.44	1年以内	0.33	2,054.43
合计		12,622,983.72		100.00	25,041.63

公司期末余额中应收奥明医疗 8,522,151.19 元，期后已收回。其余主要为房屋租赁保证金及业务往来款组成，不涉及关联方或潜在利益相关方。

4、余姚明州

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款项期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
奥明医疗	往来款	792,549.48	1年以内	71.82	
杭州平安好医医学检验实验室有限公司	往来款	177,594.63	1年以内	16.09	8,879.73
南昌平安好医医学影像中心有限公司	往来款	131,839.66	1年以内	11.95	6,591.98
余姚市良蕴健康管理有限公司	往来款	706.29	1年以内	0.06	35.32
李**	押金	300.00	1年以内	0.03	
合计		1,102,990.06		99.95	15,507.03

公司期末余额中应收奥明医疗往来款 792,549.48 元，期后已收回；其余主要为业务往来款组成，不涉及关联方或潜在利益相关方。

5、湖州明州

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款项期末余额合计数的比例(%)	坏账准备期末余额
奥明医疗	往来款	7,117,262.54	1年以内	77.55	-
湖州市华兴城建发展有限公司	租赁保证金	1,000,000.00	1-2年	10.90	-
湖州市城市建设发展总公司	消防押金	500,000.00	5年以上	5.45	-
湖州市城投资产管理有限公司	租赁保证金	174,000.00	1-2年	1.90	-
湖州浙北大厦置业有限公司	租赁保证金	88,830.06	1年以内	0.97	-
合计		8,880,092.60		96.77	-

公司期末余额中应收奥明医疗 7,117,262.54 元，期后已收回；其余主要为房屋租赁保证金及业务往来款组成，不涉及关联方或潜在利益相关方。

会计师意见：

会计师执行的审计程序包括但不限于：

- (1) 分析标的公司主要资产占比，并与同行业上市公司数据进行对比；
- (2) 获取标的公司长期资产清单，并执行样本测试，检查有关合同及结算单据，复核折旧和摊销是否正确；
- (3) 获取各医保中心明细账，与每月申报表进行核对；
- (4) 获取各医保中心回款银行回单，将拨付金额与实际申报金额进行核对；
- (5) 向医保中心进行函证，对于未取得回函的进行现场访谈；
- (6) 检查应收账款期后回款情况；
- (7) 复核公司报告期内其他应收账款余额、账龄明细表，对主要客户执行函证程序，并检查期后回收情况；
- (8) 获取报告期内关联方清单，了解评价被审计单位识别和处理关联方及其交易的程序。

基于上述核查程序，我们认为，

(1) 期末余额中标的公司其他应收款--奥明医疗有限公司及宁波北仑明州康复医院有限公司属于非经营性往来外，标的公司应收账款不涉及关联方；其中，与奥明医疗的其他应收款，系标的医院为提高资金效益，向奥明医疗出借资金并收取利息；与宁波北仑明州的其他应收款 5133.51 元，系标的医院代垫费用。上述其他应收款自前期后已收回。

(2) 公司对上述问题的回复与会计师了解到的情况没有重大不一致。

问题五：

相关公告显示，自 2015 年起公司陆续从控股股东关联方处收购医院资产，相关收购几乎均是关联方先对相关标的资产进行前期孵化，在微亏或刚实现微利时被上市公司以较高的溢价收购。请公司补充披露：（1）结合关联方前期运营投入、收购成本、后续转让价格情况等，评估公司投入成本区别，说明采取从关联方收购医院资产而非通过直接收购方式开展医院业务的原因及合理性，相关安排是否存在损害上市公司利益的情况；（2）关联方持有剩余医院资产情

况，历次收购医院资产是否与公司已有业务存在同业竞争，如存在，公司是否采取相应措施保障自身利益，后续是否存在进一步注入安排。请公司独立董事对上述问题发表意见。

回复如下：

一、结合关联方前期运营投入、收购成本、后续转让价格情况等，评估公司投入成本区别，说明采取从关联方收购医院资产而非通过直接收购方式开展医院业务的原因及合理性，相关安排是否存在损害上市公司利益的情况

（一）结合关联方前期运营投入、收购成本、后续转让价格情况等，评估公司投入成本区别

关联方前期运营投入、收购成本、后续转让价格情况及公司投入成本差异等详见下表：

单位：万元

医院名称	投资额	其中：收购成本	后续转让价格	差异金额
湖州明州	20,100.00	/	22,400.00	2,300.00
衢州明州	4,000.00	2,640.00	8,400.00	4,400.00
泉州明州	6,000.00	1,000.00	12,900.00	6,900.00
余姚明州	4,500.00	/	11,200.00	6,700.00
嘉兴明州	2,000.00	900.00	3,700.00	1,700.00

本次标的医院累计投资 36,600.00 万元，合计转让价格 58,600.00 万元，投资收益 22,000.00 万元，根据标的医院投资期限，经测算综合年化收益率为 17.2%。

（二）说明采取从关联方收购医院资产而非通过直接收购方式开展医院业务的原因及合理性，相关安排是否存在损害上市公司利益的情况

鉴于收购时，被收购医院均处于经营不善或已停业状态，且医院均为非康复专科医院，业务需转型，且需要一定的投资培育周期，能否转型成功具有不确定性，如公司直接收购存在一定的投资风险。同时被收购医院在早期存在财务不规范的情形，不符合公司直接收购要求。故相关安排不存在损害上市公司利益的情况。

二、关联方持有剩余医院资产情况，历次收购医院资产是否与公司已有业务存在同业竞争，如存在，公司是否采取相应措施保障自身利益，后续是否存在进一步注入安排。请公司独立董事对上述问题发表意见

(一) 关联方持有剩余医院资产情况

关联方持有剩余医院资产情况详见下表：

序号	医院	设立时间	注册资金 (万元)	床位数	科室设置
1	扬州明州康复医院有限公司	2020年5月	6,500.00	325	HDU2、康复科
2	泰州明州康复医院有限公司	2017年12月	8,400.00	309	ICU、康复一科、康复二科
3	上海明州甬嘉康复医院有限公司	2020年10月	6,500.00	330	康复一科、康复二科
4	郑州明州康复医院有限公司	2020年6月	6,000.00	500	康复一科、ICU
5	南京瑞霞明州康复医院有限公司	2020年3月	6,000.00	298	重症康复、HDU、康复一科、康复二科、康复三科、康复五科、康复六科、康复七科
6	南昌明州赣北康复医院有限公司	2020年12月	5,000.00	307	ICU、HDU、康复一科
7	杭州明州姑娘桥康复医院有限公司	2020年8月	7,600.00	513	康复一科、HDU、ICU
8	台州明州护理医院有限公司	2020年4月	4,000.00	227	护理一科、养老一科
9	常熟明州康复医院有限公司	2020年12月	4,900.00	231	ICU、HDU、康复一科
10	瑞安明州康复医院有限公司	2021年7月	4,500.00	324	ICU、HDU、康复一科、康复二科、康复三科
11	杭州明州医院有限公司	2022年8月	5,050.00	197	内科、消化内科、骨科、普外科、妇科、口腔科、康复科、体检、核医学科、放疗科

(二) 历次收购医院资产是否与公司已有业务存在同业竞争，如存在，公司是否采取相应措施保障自身利益，后续是否存在进一步注入安排

历次收购的医院资产，均系公司参与投资的医疗产业基金与关联自然人参股的合伙企业共同投资的专科医院，其中关联自然人参股的合伙企业持有相关医院

20%-30%的股权，并不构成对医院的实质控制，因此，历次收购医院资产与公司已有业务不存在同业竞争。

康复医疗作为公司既定的发展战略，未来将通过自建及收购的方式持续进行扩张。对关联方所持有的医院资产，若其经营情况符合公司发展要求，公司仍会考虑以市场公允价格进行收购。

独立董事意见：

经核查，公司从关联方收购的资产已经评估机构审慎评估，并出具正式评估报告，相关定价公允、合理。公司考虑到标的医院前期需要一定培育周期，进行业务转型，为降低上市公司风险，故由关联方先行收购孵化。该事项的审议、决策程序合法合规，不存在损害上市公司利益的情形。

公司历次收购，均由公司参与投资的医疗产业基金与关联自然人参股的合伙企业共同投资，其中关联自然人参股的合伙企业仅持有相关医院 20%-30%的股权，不构成对医院的实质控制，历次收购医院资产与公司已有业务不存在同业竞争。

本次收购，符合公司长期以来战略布局，有利于上市公司整合现有资源，发挥相关业务协同性，形成规模优势，进一步提升公司在康复医疗行业的核心竞争力，不存在损害上市公司及股东利益的情况。

特此公告。

宁波三星医疗电气股份有限公司董事会

二〇二三年四月十二日