

银信资产评估有限公司
关于上海证券交易所
《关于对宁波三星医疗电气股份有限公司
相关问询函》的回复

上海证券交易所：

宁波三星医疗电气股份有限公司(以下简称“公司”)于 2023 年 3 月 30 日收到贵所《问询函》，公司及评估机构针对《问询函》中涉及的评估问题进行了核查与分析，现对《问询函》所涉问题回复如下：

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

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
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（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：

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

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
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

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
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：

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

7、评估值的确定

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
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

项目	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
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：

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

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 R_s

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 R_e

按照上述数据，计算股权收益率如下：

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

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：

项目	收入金额：万元 床位数：张 床日费：元/床/日						
	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

项目	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	2027年	永续年
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：

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

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

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/所有者权益E	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)		
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：

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

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年泉州明州医保病历审核系统产生扣款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年份月度数据看，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。

（4）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

(5) 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。

五、评估师意见

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。

