

## 沈阳兴齐眼药股份有限公司

## 关于收到深圳证券交易所关注函并回复的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

沈阳兴齐眼药股份有限公司（以下简称“公司”）于2021年10月10日收到了深圳证券交易所发出的《关于对沈阳兴齐眼药股份有限公司的关注函》（创业板关注函（2021）第411号）（以下简称“关注函”）。公司董事会对此高度重视，现将关注函有关问题回复如下：

**问题一：**兴齐眼科医院由你公司与宁波甄胜于2017年8月共同设立，当年未实现营业收入，2018年、2019年、2020年、2021年1至7月分别实现营业收入3.25万元、2367.98万元、13,769.05万元、15,998.17万元，分别实现净利润-949.05万元、-1922.60万元、1651.08万元、2698.37万元。请按业务种类列示前述期间标的公司营业收入、营业成本、毛利率等情况，并结合标的公司经营情况、与当地同类医院对比所具有的竞争优势等说明2020年以来标的公司经营业绩高速增长的原因，并与同行业可比公司对比说明其合理性。

**回复：**

**1、按业务种类列示标的公司营业收入、营业成本、毛利率**

2018年标的公司处于筹备阶段，收入为少量的镜架、镜片等销售收入。2019年至2021年1-7月各期间，标的公司按业务种类列示的营业收入、营业成本、毛利率情况如下：

**（1）营业收入**

单位：万元

项目		2021年1-7月	2020年	2019年
主营业务	视光诊疗收入	14,667.73	12,044.14	1,592.42
	其他医疗服务收入	1,322.03	1,715.16	775.57
其他业务		8.40	9.74	-
合计		15,998.17	13,769.05	2,367.98

视光诊疗收入构成如下：

单位：万元

项目		2021年1-7月	2020年	2019年
视光诊疗收入	药品收入	14,185.20	11,429.54	1,401.24
	验光配镜收入	240.28	289.85	130.83
	角膜塑形镜收入	242.25	324.76	60.35
	合计	14,667.73	12,044.14	1,592.42

注：医疗机构制剂收入为药品收入主要构成。

## (2) 营业成本

单位：万元

项目		2021年1-7月	2020年	2019年
主营业务	视光诊疗收入	10,644.56	10,025.92	2,181.45
	其他医疗服务收入	590.52	974.29	841.20
其他业务		16.24	19.49	-
合计		11,251.32	11,019.70	3,022.65

## (3) 毛利率

单位：%

项目		2021年1-7月	2020年	2019年
主营业务	视光诊疗收入	27.43	16.76	-36.99
	其他医疗服务收入	55.33	43.20	-8.46
其他业务		-93.33	-100.10	-
合计		29.67	19.97	-27.65

## 2、标的公司的经营情况

本次交易的标的公司兴齐眼科医院设立于2017年8月16日，其自成立以来的主要经营情况如下：

(1) 2019年1月取得医疗机构许可证。同年，标的公司完成门诊、病房、护理部、手术室、特检中心、药剂科、检验科、医学验配中心等科室的设立。

(2) 2020年，标的公司进入快速发展期，主要新增业务如下：①沈阳兴齐眼科医院互联网医院成立，为广大眼科患者提供在线常见眼病、眼科慢性病复诊服务；②干眼治疗中心成立，科室主要针对干眼症患者，为其提供干眼治疗服务；③成立视光中心，针对近视患者开展青少年近视防控工作；④成立视功能康复训

练中心，为小儿斜弱视患儿提供视功能康复训练；⑤成立门诊手术室，开展门诊手术；⑥获批放射许可证，医用 X 射线摄影系统正式投入使用；⑦通过辽宁省药监局现场资格认定，成为东北地区首家具备药物临床试验资格的民营医疗机构。

(3) 2021 年 1-7 月，标的公司在眼科健康领域进一步加强建设，成立会员中心，为眼科慢病患者提供服务；成立社区筛查部，为广大眼科患者提供免费眼健康筛查工作。

标的公司自开业后，随着诊疗科室的逐渐完善以及诊疗业务的不断丰富，其门诊量增长较快，2019 年日均接诊超过 100 人次、2020 年日均接诊超过 400 人次、2021 年 1-7 月日均接诊超过 600 人次。因此，自 2020 年以来，其经营业绩亦相应地进入高速增长期，具有合理性。

### **3、标的公司的竞争优势**

#### **(1) 诊疗科室设置丰富**

近年来标的公司发展迅速，其诊疗科室不断完善，截止目前已设有眼视光、白内障/青光眼、干眼/角膜病、屈光手术中心、眼底病/眼外伤、小儿斜弱视、眼预防保健科等临床科室。

此外，标的公司设立了互联网医院平台，利用互联网技术大大降低了地域因素给患者带来的就诊限制。同时，互联网医院的投入使用提升了医院对患者眼健康监测及眼病干预的效率，使标的公司能够进一步满足患者的不同需求。

#### **(2) 先进的检查和诊疗设备优势**

标的公司陆续引进了一批具有国际先进水平的眼科诊疗设备与相关技术，其中多种设备为东北地区率先引进，如全新一代德国海德堡眼底造影 OCT 一体机、日本 TOMY 卡西雅 2 代前节 OCT、Lipi View 强生眼表干涉仪等，标的公司引进的先进设备能更好的满足患者多层次、个性化、差异化需求，为眼病患者提供科学、全面、经济、人性化的高质量诊疗服务，推动前沿眼科诊疗技术在地区的应用。

#### **(3) 标的公司为沈阳市第四人民医院医联体成员单位**

标的公司为进一步提升医疗技术及医疗服务质量，与沈阳市第四人民医院建立合作关系，成为其医联体成员单位，并且在学科建设、人才培养、诊疗能力等

方面与沈阳市第四人民医院加强合作交流，共同提高医疗服务能力。

#### 4、与同行业可比公司的主要财务数据对比

标的公司与其同行业可比公司的主要财务数据对比情况如下：

分类	公司	2020年		2019年	
		收入（万元）	毛利率	收入（万元）	毛利率
视光诊疗服务	何氏眼科	27,382.06	52.11%	22,308.05	52.34%
	普瑞眼科	20,544.74	45.62%	18,209.37	45.99%
	爱尔眼科	245,390.73	56.93%	192,989.34	55.92%
	<b>平均值</b>	<b>97,772.51</b>	<b>51.55%</b>	<b>77,835.59</b>	<b>51.42%</b>
	<b>标的公司</b>	<b>12,044.14</b>	<b>27.43%</b>	<b>1,592.42</b>	<b>-36.99%</b>
其他医疗服务	何氏眼科	56,090.26	39.05%	51,888.91	39.16%
	普瑞眼科	115,365.89	42.86%	100,719.91	42.09%
	爱尔眼科	945,850.27	49.45%	806,021.05	47.65%
	<b>平均值</b>	<b>372,435.47</b>	<b>43.79%</b>	<b>319,543.29</b>	<b>42.97%</b>
	<b>标的公司</b>	<b>1,715.16</b>	<b>43.20%</b>	<b>775.57</b>	<b>-8.46%</b>

注1：上述数据来源于何氏眼科、普瑞眼科的招股说明书，及爱尔眼科2019年及2020年的年度报告；

注2：“视光诊疗服务”在何氏眼科、普瑞眼科及爱尔眼科的相关文件中被分类为“视光服务”；“其他医疗服务”在何氏眼科、普瑞眼科及爱尔眼科的相关文件中为除“视光服务”外的其他医疗业务项目。

如上表所示，标的公司视光诊疗服务及其他医疗服务的收入及毛利率水平低于同行业可比公司的平均水平，但其增长速度较快，主要原因系标的公司开展相关诊疗业务时间较短，收入规模尚处于较低水平，2019年至今业绩增长较快与较低的基数水平有关。

综上所述，自2020年以来标的公司经营业绩高速增长具有合理性，主要原因包括：

①标的公司经营时间较短，各诊疗科室处于逐步建设过程中2019年当年营业收入较少，因此对比基数较低，从而计算得出的业绩增长速度较快；

②2019年1月28日标的公司申报的硫酸阿托品滴眼液取得《医疗机构制剂注册批件》，该院内制剂主要用于降低近距离工作引起的短暂性近视；2019年12月标的公司取得了沈阳市卫生健康委员会颁发的以沈阳兴齐眼科医院互联网医院作为第二名称的《医疗机构执业许可证》，通过在线方式为广大眼科患者提供

在线常见眼病、眼科慢性病、视光诊疗等问诊服务。2020年初至今，线上问诊量快速增长，标的公司2020年日均接诊已超过400人次、2021年1-7月日均接诊已超过600人次，经营业绩也随之增长。

③随着我国人民生活方式转变、工作强度增大、过敏源增加、用眼不当等各类因素的影响，眼科医疗服务市场将始终保持稳步增长态势；同时，在经历了2020年至今的快速增长后，标的公司将继续依托专业的医生团队、先进的诊疗设备，不断提高诊疗水平，为眼病患者提供科学、全面、经济、人性化的高质量诊疗服务，预计标的公司在未来仍能保持一定的增长。但是，标的公司作为单体医院，业务增长存在一定的瓶颈，预计2022年开始营业收入将进入平稳增长期，仍将保持一定增长但是增速将降低至10%以下。

**问题二：2019年你公司以0元受让宁波甄胜所持标的公司15.8%的股权，你公司称其原因为宁波甄胜尚未对标的股权出资且标的公司尚无规模化营业收入、经营仍处于亏损状态。请结合宁波甄胜实际缴纳其认缴出资额时间、出资情况及其在标的公司其他投入情况、标的公司生产经营情况等详细说明本次转让价款明显高于前次的原因及合理性。**

**回复：**

#### **1、宁波甄胜对兴齐眼科医院实缴出资情况**

兴齐眼科医院于2017年8月16日由宁波甄胜与兴齐眼药出资设立，其中，兴齐眼药认缴的出资额为2,550万元，持股比例为51%，宁波甄胜认缴的出资额为2,450万元，持股比例为49%。截至2019年1月4日，兴齐眼科医院已收到其注册资本实缴款项共计4,190万元，其中宁波甄胜已实际缴纳出资款1,640万元（尚有810万元出资未实缴），兴齐眼药已实际缴纳出资款2,550万元。

2019年1月25日，兴齐眼药以0元对价受让宁波甄胜所持790万元已认缴但未实缴的出资额，该等出资义务由兴齐眼药受让后继续履行。宁波甄胜于2019年1月29日向兴齐眼科医院履行剩余出资义务20万元。自该等出资完成后，宁波甄胜对兴齐眼科医院持有的认缴出资额1,660万元已全部实缴到位。除此之外，宁波甄胜在兴齐眼科医院无其他投入。

## 2、标的公司的经营情况

标的公司于2017年8月16日成立，2019年1月取得医疗机构许可证。2019年正式开业至今的主要业务经营及诊疗人次情况请参见本回复“问题一 2、标的公司的经营情况”。因此，2019年至2021年1-7月，标的公司的营业收入和净利润水平亦相应地出现了较大幅度的提升。

## 3、本次转让估值与2019年1月转让估值差异原因

2019年1月，兴齐眼药以0元对价受让宁波甄胜所持标的公司15.80%的股份，主要是因为：①在该股权转让时点，标的公司尚处于初步运营阶段，2018年营业收入仅为3.25万元，净利润为-949.05万元，经营处于亏损状态；2019年虽然预计相关财务数据会有所增长，但因该时点标的公司经营时间尚短，又处于开业初期经营风险大、不确定性强，无法对未来经营情况做合理预测；②兴齐眼药该次受让的宁波甄胜所持标的公司15.80%股份尚未履行实缴出资义务，依据股权转让协议约定，该次受让股份对应的向标的公司实缴出资义务由兴齐眼药承担。兴齐眼药已于2019年1月29日完成了该笔出资合计790万元的实缴出资。

综合上述原因，兴齐眼药2019年1月受让标的公司15.80%的股份，转让定价未采取基于标的公司盈利能力的定价方式，而是以承担对应实缴出资义务方式以0对价予以转让，符合该次股权转让时点标的公司的实际经营情况，同时也是基于降低上市公司投资风险的统筹考虑。

本次兴齐眼药拟收购宁波甄胜所持标的公司剩余的全部33.20%股权，根据收益法评估作价，主要是因为：①经过近三年的经营，标的公司经营已经进入快速发展阶段，开设科室数量、医院职工人数、诊疗人次较快增长，且标的公司收入已经初具规模，实现扭亏为盈进入利润增长阶段。在此情况下，基于对眼科医疗服务行业所处的宏观环境的考虑，结合过去几年的经营数据，可以对未来经营情况作出合理预测；②本次收购标的公司剩余股权行为构成关联交易，兴齐眼药聘请具有资质的评估机构出具评估报告，以此为定价依据，确保定价公允性。

综上所述，兴齐眼药本次向宁波甄胜收购标的公司剩余股权的估值定价，高于前次股权收购具有合理性，主要是因为：①两次股权收购时点标的公司经营所处阶段、科室数量和诊疗人次、营收规模存在较大差异，从而体现的盈利能力有

很大不同；②两次收购依据标的公司的实际情况，采用的估值定价方式存在差异。

问题三：请说明本次标的公司按收益法估值的简要过程，并列示其稳定期、预测期各年度营业收入、营业成本、期间费用、净利润等各项金额以及收入增长率、毛利率、期间费用率、折现率等各项比率，请评估师说明前述各项比率的确定依据并与可比案例对比说明其合理性。

回复：

### 一、公司说明本次标的公司按收益法估值的简要过程

#### （一）收益法模型介绍

本次收益法评估选用企业自由现金流模型，即企业全部现金流入扣除成本费用和必要的投资后的剩余部分，它是企业一定期间可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的税后现金流量。

本次评估以采用企业未来若干年度内的企业自由现金流量作为依据，采用适当折现率折现后加总计算得出企业整体价值，加上溢余资产价值、非经营性资产价值，减去非经营性负债，然后扣除付息债务的价值，得出股东全部权益价值。计算公式：

$$E = B - D \quad (1)$$

式中：

E：被评估单位的股东全部权益价值

B：被评估单位的企业整体价值

D：评估对象的付息债务价值

$$B = P + \sum C_i \quad (2)$$

P：被评估单位的经营性资产价值

$\sum C_i$ ：被评估单位基准日存在的长期投资、其他非经营性或溢余性资产的价值

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i} + \frac{R_{n+1}}{r(1+r)^n} \quad (3)$$

式中：

Ri: 被评估单位未来第 i 年的预期收益（企业自由现金流量）

r: 折现率

n: 评估对象的未来预测期。

## （二）收益法具体评估过程及依据

### 1、预测利润表

#### （1）营业收入

被评估单位前二年及评估基准日当期收入明细如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年1-7月
营业收入	2,367.98	13,769.05	15,998.17
其中：主营业务收入	2,367.98	13,759.30	15,989.77
其他业务收入	0.00	9.74	8.40

其中：其他业务收入主要为广告屏租赁收入，该业务为偶发，以后年度不做预测。

主营业务收入构成如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年1-7月
医疗服务收入	775.57	1,715.16	1,322.03
视光收入	1,592.42	12,044.14	14,667.73
合计	2,367.98	13,759.30	15,989.77

被评估单位管理层根据眼科疾病诊疗需求及自身科室建设规划方向，预计未来年度营业收入预测如下：

单位：万元

营业收入	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
医疗服务收入	781.48	2,374.46	2,673.29	3,008.09	3,253.27	3,520.89
视光收入	11,895.58	28,731.64	30,525.64	32,143.33	33,171.80	34,236.98
营业收入合计	12,677.06	31,106.10	33,198.93	35,151.42	36,425.08	37,757.87
营业收入增长率	108.26%	8.48%	6.73%	5.88%	3.62%	3.66%

#### （2）营业成本

被评估单位前二年及评估基准日当期营业成本情况如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年1-7月
营业成本	3,022.65	11,019.70	11,251.32

其中：主营业务成本	3,022.65	11,000.21	11,235.08
其他业务成本	0.00	19.49	16.24

其中，由于其他业务收入不做预测，故相应的其他业务成本也不做预测。

经分析，主营业务成本主要包括材料成本、加工费、人工成本、租金及折旧等，具体如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年1-7月
主营业务成本	3,022.65	11,000.21	11,235.08
其中：材料成本	1,769.97	8,647.29	9,714.71
人工成本	362.45	900.98	598.05
租金	284.17	450.10	207.22
长期待摊摊销	203.28	335.08	200.95
折旧费	162.10	249.73	182.01
其他成本	240.68	417.03	332.14

经上述分析，未来年度营业成本预测如下：

单位：万元

项目	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
材料成本	7,799.71	18,958.25	20,141.55	21,208.72	21,885.22	22,585.56
人工成本	520.23	1,341.94	1,610.33	1,771.36	1,948.50	2,143.34
租金	148.74	373.76	392.44	412.07	432.67	454.30
长期待摊费用	155.68	204.82	36.00	36.00	36.00	36.00
折旧费	122.71	418.00	418.00	418.00	418.00	418.00
其他成本	277.61	653.10	695.35	736.85	762.90	790.01
<b>营业成本合计</b>	<b>9,024.68</b>	<b>21,949.87</b>	<b>23,293.67</b>	<b>24,583.00</b>	<b>25,483.29</b>	<b>26,427.21</b>
毛利率	28.81%	29.44%	29.84%	30.07%	30.04%	30.01%

### (3) 税金及附加

被评估单位为增值税一般纳税人，适用增值税税率 6%和 13%，城建税税率 7%；教育费附加费率 3%；地方教育费附加费率 2%；印花税按销售收入和材料采购成本的 0.03%预测。

故税金及附加预测如下：

单位：万元

	税率	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
增值税	6%、13%			77.52	328.77	352.72	378.57
城建税	7%	-	-	5.43	23.01	24.69	26.50
教育费附加	5%	-	-	3.88	16.44	17.64	18.93
印花税		3.79	9.21	9.80	10.34	10.69	11.04
房产税土地税等		2.57	6.16	6.16	6.16	6.16	6.16

残疾人保障金		7.27	4.30	8.00	8.50	8.50	8.50
税金及附加		13.64	19.67	33.26	64.46	67.67	71.13

#### (4) 期间费用

被评估单位前二年及评估基准日当期期间费用如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年1-7月
销售费用	-	79.88	233.08
管理费用	1,211.70	918.63	906.10
研发费用	39.97	86.89	330.25

被评估单位管理层根据不同费用的发生特点进行分析预测，具体如下：

单位：万元

项目	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
销售费用	168.71	453.25	498.57	548.43	579.52	612.53
管理费用	695.40	1,758.25	1,886.85	2,017.19	2,081.11	2,178.60
研发费用	270.52	640.55	648.37	676.28	705.58	736.35
销售费用率	1.33%	1.46%	1.50%	1.56%	1.59%	1.62%
管理费用率	5.49%	5.65%	5.68%	5.74%	5.71%	5.77%
研发费用率	2.13%	2.06%	1.95%	1.92%	1.94%	1.95%

#### (5) 财务费用

财务费用一般包括利息支出、银行手续费及汇兑损益等，因本次评估采用企业现金流量模型，故财务费用不予扣除。同时，评估工作是建立在汇市稳定的基础上进行的，故亦不再预测汇兑损益。综上，本次评估对财务费用不做预测。

#### (6) 非经常性损益项目的预测

营业外收入、营业外支出、公允价值变动损益、投资收益等非经常性损益、资产减值损失因其具有偶然性，本次不作预测。

#### (7) 所得税

被评估单位适用企业所得税政策 25%。

根据《财政部 税务总局 科技部关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》（财税[2018]99号）及《财政部 税务总局关于延长部分税收优惠政策执行期限的公告》（财政部 税务总局公告 2021年第6号）规定，企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产计入当期损益的，在按规定据实扣除的基础上，再按照实际发生额的 75%在税前加计扣除；形成无形资产的，按照无形资产成本的 175%在税前摊销。故本次对于研发费用（扣除其中房租、物业费

和长期待摊费用摊销)按75%在税前加计扣除。

综上,所得税费用预测如下:

单位:万元

	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
利润总额	2,504.11	6,284.51	6,838.21	7,262.07	7,507.90	7,732.04
所得税25%	591.68	1,488.17	1,623.09	1,725.39	1,783.03	1,835.07

#### (8) 预测利润表

经上述分析,预测利润表编制如下:

单位:万元

项目	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续年
营业收入	12,677.06	31,106.10	33,198.93	35,151.42	36,425.08	37,757.87	37,757.87
营业成本	9,024.68	21,949.87	23,293.67	24,583.00	25,483.29	26,427.21	26,427.21
税金及附加	13.64	19.67	33.26	64.46	67.67	71.13	71.13
销售费用	168.71	453.25	498.57	548.43	579.52	612.53	612.53
管理费用	695.40	1,758.25	1,886.85	2,017.19	2,081.11	2,178.60	2,178.60
研发费用	270.52	640.55	648.37	676.28	705.58	736.35	736.35
财务费用							-
资产减值损失							-
投资收益							
营业利润	2,504.11	6,284.51	6,838.21	7,262.07	7,507.90	7,732.04	7,732.04
营业外收入							
营业外支出							
利润总额	2,504.11	6,284.51	6,838.21	7,262.07	7,507.90	7,732.04	7,732.04
所得税	591.68	1,488.17	1,623.09	1,725.39	1,783.03	1,835.07	1,835.07
净利润	1,912.43	4,796.34	5,215.12	5,536.68	5,724.88	5,896.97	5,896.97

## 2、资本性支出及折旧摊销

### (1) 折旧及摊销

本次折旧根据企业会计政策对各类资产计算折旧摊销。

被评估基准日主要固定资产为房屋建筑物、医疗及实验设备、运输设备和电子设备,残值率均5%,其中房屋建筑物按20年计提折旧,医疗及实验设备按10年计提折旧,运输设备按4年计提折旧,电子设备按5年计提折旧。对于基准日已有资产的折旧摊销,沿用企业的折旧政策和摊销政策,同时考虑新增设备并结合评估基准日企业账面留存的固定资产,独立预测未来年度的折旧和摊销金额如下:

单位:万元

内容	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
折旧						
其中：房屋建筑物	15.02	36.06	36.06	36.06	36.06	36.06
机器设备	66.28	159.07	159.07	159.07	159.07	159.07
车辆	2.16	5.18	5.18	5.18	5.18	5.18
电子设备	122.57	294.18	294.18	294.18	294.18	294.18
新增设备		123.50	123.50	123.50	123.50	123.50
<b>折旧合计</b>	<b>206.04</b>	<b>617.99</b>	<b>617.99</b>	<b>617.99</b>	<b>617.99</b>	<b>617.99</b>
摊销						
其中：无形资产	21.36	51.27	48.19	35.35	3.67	0.81
长期待摊费用	172.98	227.57	40.00	40.00	40.00	40.00
<b>摊销合计</b>	<b>194.34</b>	<b>278.85</b>	<b>88.19</b>	<b>75.35</b>	<b>43.67</b>	<b>40.81</b>
<b>折旧摊销合计</b>	<b>400.38</b>	<b>896.83</b>	<b>706.17</b>	<b>693.34</b>	<b>661.66</b>	<b>658.79</b>

## (2) 资本性支出

### ① 预测期内的资本性支出

按照被评估单位的固定资产投资计划，未来年度与固定资产相关的资本性支出如下：

单位：万元

内容	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
原有设备更新	191.01	581.93	581.93	581.93	581.93	581.93
新增设备	1,293.28					
新增装修费		200.00				
<b>资本性支出合计</b>	<b>1,484.29</b>	<b>781.93</b>	<b>581.93</b>	<b>581.93</b>	<b>581.93</b>	<b>581.93</b>

### ② 预测期届满后的资本性支出

预测期届满后永续年间资本性支出按预测期最后一年 2026 年折旧摊销金额确定为 658.79 万元。

## 3、营运资金变动

被评估单位前二年至评估基准日当期各资产负债周转情况分析如下：

单位：万元

项目	2019年	2020年	2021年1-7月
营业收入	2,367.98	13,769.05	15,998.17
营业成本	3,022.65	11,019.70	11,251.32
货币资金	146.84	242.00	2,563.90
应收款项合计	231.57	-223.35	157.58
存货合计	1,343.28	1,517.98	1,162.36
应付款项合计	2,466.74	1,681.21	1,034.06
应交税费	0.55	1.43	-173.37
应付职工薪酬	93.11	243.82	282.37

营运资金	-838.71	-389.83	2,739.88
------	---------	---------	----------

各周转率计算如下：

项目	2019年	2020年	2021年1-7月	平均数或取值
应收款项周转率	10.23	-61.65	174.05	12.00
存货周转率	2.25	7.26	16.61	8.00
应付款项周转率	1.23	6.55	18.65	12.00

经上述分析，营运资金变动预测如下：

单位：万元

项目	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
营业收入	12,677.06	31,106.10	33,198.93	35,151.42	36,425.08	37,757.87
营业成本	9,024.68	21,949.87	23,293.67	24,583.00	25,483.29	26,427.21
付现成本	10,364.25	25,412.92	27,277.63	28,921.41	30,038.54	31,202.11
货币资金	2,072.85	2,117.74	2,273.14	2,410.12	2,503.21	2,600.18
应收款项合计	2,389.60	2,592.17	2,766.58	2,929.29	3,035.42	3,146.49
存货合计	2,534.50	2,743.73	2,911.71	3,072.88	3,185.41	3,303.40
应付款项合计	1,689.67	1,829.16	1,941.14	2,048.58	2,123.61	2,202.27
应交税费	357.73	373.68	415.00	464.12	480.79	496.24
应付职工薪酬	236.55	253.74	288.98	316.50	339.70	364.81
营运资金	4,713.01	4,997.07	5,306.30	5,583.08	5,779.94	5,986.75
<b>营运资金增加</b>	<b>1,973.13</b>	<b>284.07</b>	<b>309.22</b>	<b>276.78</b>	<b>196.87</b>	<b>206.80</b>

注：付现成本=营业成本+营业税金及附加+销售费用+管理费用+研发费用+财务费用+所得税-折旧摊销。

#### 4、折现率的确定

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

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

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

其中：WACC：加权平均资本成本

E：权益的市场价值

D：债务的市场价值

K<sub>e</sub>：权益资本成本

$K_d$ : 债务资本成本

$t$ : 所得税率

其中，权益资本成本采用资本资产定价模型（CAPM）计算，计算公式如下：

$$K_e = R_f + ERP \times \beta_L + R_c$$

其中： $R_f$ : 无风险收益率；

$ERP$ : 市场风险溢价；

$\beta_L$ : 权益的系统风险系数；

$R_c$ : 企业特定风险调整系数；

(1) 无风险收益率  $R_f$

取中债信息网 10 年期中债收益率确定无风险报酬率为 2.84%。

(2) 确定 Beta 值

Beta 系数是衡量委估企业相对于资本市场整体回报的风险溢价程度，也用来衡量个别股票受包括股市价格变动在内的整个经济环境影响程度的指标。由于委估企业目前为非上市公司，且样本上市公司每家企业的资本结构也不尽相同，一般情况下难以直接引用该系数指标值。故本次通过选定与委估企业在业务类型和业务规模上与被评估单位具有一定的可比性的 4 家上市公司作为样本，通过同花顺 iFinD 系统分别计算其近一年去除杠杆的 Beta 值，通过上述计算，确定去除杠杆 Beta 值为 1.2052。

D 根据基准日的有息负债确定，E 根据基准日的每股收盘价格×股份总额确定。

经过计算，被评估单位自身的  $D/E=0.00\%$ 。

最后得到评估对象权益资本预期风险系数的估计值  $\beta_e=1.2052$ 。

(3) 估算 ERP

市场风险溢价，英文表述为 Market Risk Premium (MRP、市场风险溢价) 或 Equity Risk Premium (ERP、股票市场风险溢价)，是对于一个充分风险分散的市场投资组合，投资者所要求的高于无风险利率的回报率。评估师在计算折现率时，通常需要采用市场数据进行分析，相对应的市场特指股票市场，因此，采用 Equity Risk Premium (ERP、股票市场风险溢价) 表述市场风险溢价，是指在股票市场上拥有一个充分风险分散的投资组合，投资者所要求的回报率高于无

风险利率的部分。

银信资产评估有限公司以中国证券市场的特征指数沪深 300 为基本指数，对 ERP 进行测算，具体测算规则如下：

①选取自沪深 300 有数据日，目前可查询的数据为 2002 年，作为基础起始年，测算各年沪深 300 的几何收益率；

②设置测算样本池，测算池样本数量暂定为 50，不足 50 时，按实际样本数作为测算基础；

③将自 2010 年起的年度几何收益率划入测算样本池，有效样本数据自 2010 年起，原因是早期市场成熟度不足，指数波动过大，特别是 2007 年至 2008 年的股权全流通分置改革，造成股价过度波动；

④将测算样本池的数据算术平均，每年 1231 按实际收盘指数进行调整，确定当年市场几何收益率；

⑤将当年市场几何收益率减去当年的无风险报酬率，作为下一年的 ERP 参数。

其中无风险报酬率取中债信息网的 10 年期中债收益率 3.1429%。

经过以上步骤测算，银信资产评估有限公司 2021 年评估项目的 ERP 统一选定为 5.86%。

#### （4）特定风险

经分析，企业特定风险调整系数为待估企业与所选择的可比上市公司在企业规模、经营风险、管理能力、财务风险等方面所形成的优劣势方面的差异，各风险说明如下：

企业规模为小型企业，资产规模和营业收入与可比上市公司相比较小，考虑规模风险 1%；企业为民营医院，竞争较为激烈，且经营受国家政策影响较大，故考虑经营风险 2%；企业目前团队管理及研发人员的从业经验和资历较高，考虑管理风险 0.5%；目前企业资金充足，没有对外借债，财务风险较小，考虑财务风险 0.5%。

综合以上因素，企业特定风险 $\epsilon$  的确定为 4%。

#### （5）计算权益资本成本

按照上述数据，计算股权收益率如下：

$$K_e = R_f + \beta \times ERP + R_c$$

$$= 2.84\% + 1.2052 \times 5.86\% + 4\%$$

$$= 13.87\%$$

#### (6) 债务资本成本

债务资本成本按基准日当月贷款市场报价利率五年期以上 LPR 确定为 4.65%。

则税后债务资本成本  $K_{dt} = 4.65\% \times (1 - 25\%) = 3.4875\%$ 。

#### (7) 计算加权资本成本

本次以被评估单位的资本结构作为计算基础。

按照上述数据计算 WACC 如下：

项目	资本成本率	权重	WACC
权益	13.87%	100.00%	<b>13.87%</b>
带息债务	3.4875%	0.00%	

经上述计算，则折现率取 13.87%。

### 5、收益年期的确定

本次评估建立在被评估单位持续经营的假设前提下，收益年期确定为永续年。其中，第一阶段为 2021 年 8 月至 2026 年，在此阶段根据被评估单位的经营情况及经营计划，收益状况处于变化中；第二阶段自 2027 年起为永续经营期，在此阶段被评估单位将保持稳定。

### 6、非经营性资产分析

经分析被评估单位评估基准日账面资产负债表，被评估单位评估基准日有其他应收款 127.27 万元、使用权资产 427.57 万元、其他应付款 300.67 万元和一年内到期的非流动负债 413.09 万元，本次作为非经营性资产/负债考虑；经上述分析，非经营性资产/负债为 -158.92 万元。

### 7、企业自由净现金流量折现值的计算

根据以上分析计算，被评估单位自由现金流计算如下：

单位：万元

项目	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年	永续年
净收益	1,912.43	4,796.34	5,215.12	5,536.68	5,724.88	5,896.97	5,896.97
加：折旧和摊销	400.38	896.83	706.17	693.34	661.66	658.79	658.79
减：营运资金增减变动	1,973.13	284.07	309.22	276.78	196.87	206.80	
减：资本性支出	1,484.29	781.93	581.93	581.93	581.93	581.93	658.79
企业自由净现金流	-1,144.61	4,627.18	5,030.14	5,371.30	5,607.74	5,767.03	5,896.97

折现率	13.87%	13.87%	13.87%	13.87%	13.87%	13.87%	13.87%
折现期	0.2083	0.9167	1.9167	2.9167	3.9167	4.9167	
折现系数	0.9733	0.8878	0.7796	0.6847	0.6013	0.5280	3.8068
折现值	-1,114.05	4,108.01	3,921.50	3,677.73	3,371.93	3,044.99	22,448.57
折现值合计	39,458.69						
非经营性资产/负债	-158.92						
企业整体价值	39,299.77						

## 8、股东全部权益价值的计算

股东全部权益价值等于企业整体价值扣减付息负债的价值，其价值计算如下：

企业股东全部权益价值  $E=P-D$

被评估单位付息负债账面值 0.00 万元。

故企业股东全部权益价值=39,299.77-0.00=39,300.00 万元(取整至百万元)

## 9、收益法评估结果

在评估报告所有限制与假设条件成立时，在预测的收益可以实现的情况下，沈阳兴齐眼科医院有限公司股东全部权益于 2021 年 7 月 31 日的评估价值为 39,300.00 万元（人民币大写：叁亿玖仟叁佰万元整）。

## 二、评估师说明前述各项比率与可比案例对比情况及合理性

沈阳兴齐眼科医院有限公司预测利润表中各项指标如下：

	2021年8-12月	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
收入增长率	108.26%	8.48%	6.73%	5.88%	3.62%	3.66%
毛利率	28.81%	29.44%	29.84%	30.07%	30.04%	30.01%
税金附加率	0.11%	0.06%	0.10%	0.18%	0.19%	0.19%
销售费用率	1.33%	1.46%	1.50%	1.56%	1.59%	1.62%
管理费用率	5.49%	5.65%	5.68%	5.74%	5.71%	5.77%
研发费用率	2.13%	2.06%	1.95%	1.92%	1.94%	1.95%
净利率	15.09%	15.42%	15.71%	15.75%	15.72%	15.62%

评估人员通过同花顺 ifind 软件查询同类上市公司销售增长率、毛利率、净利率等指标，具体数据如下：

单位：%

证券代码	证券名称	销售毛利率			销售净利率		
		2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
300015.SZ	爱尔眼科	46.9967	49.3043	51.0273	13.3089	14.3258	15.7581
A04320.SZ	何氏眼科	42.0364	43.2062	43.4331	9.1529	10.8108	11.9546
A04341.SZ	普瑞眼科	42.2071	42.6334	43.2043	3.0819	4.1133	7.9972
平均值		43.7467	45.0480	45.8882	8.5146	9.7500	11.9033

单位：%

证券代码	证券名称	营业收入（同比增长率）			销售费用 / 营业总收入		
		2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
300015.SZ	爱尔眼科	34.3079	24.7426	19.2421	10.3083	10.4958	8.9525
A04320.SZ	何氏眼科	28.8139	21.4812	12.4616	12.2491	13.8419	12.7312
A04341.SZ	普瑞眼科	26.1693	17.3317	14.2145	21.8215	21.3568	18.5917
	平均值	29.7637	21.1852	15.3061	14.7930	15.2315	13.4251

单位：%

证券代码	证券名称	管理费用 / 营业总收入			研发费用 / 营业总收入		
		2018年	2019年	2020年	2018年	2019年	2020年
300015.SZ	爱尔眼科	13.3847	13.0632	11.9661	1.2174	1.5246	1.3788
A04320.SZ	何氏眼科	14.7428	14.7456	13.9402	0.3519	0.2160	0.1913
A04341.SZ	普瑞眼科	13.3687	13.0815	12.4622	-	-	-
	平均值	13.8321	13.6301	12.7895	0.7847	0.8703	0.7851

综合上述情况，标的公司于2019年1月取得医疗机构许可证正式开业运营，作为专业眼科医疗服务机构，科室建设量及开业后的市场口碑积累需要一定时间，故经过2019年的运行后，于2020年及2021年进入业务快速增长期。考虑到标的公司暂未有新增医院投资的计划，故预计2022年及以后年度收入增长率将逐步放缓，符合市场规律及该行业发展趋势。

沈阳兴齐眼科医院有限公司预测年度毛利率低于同行业可比公司，同时，作为单体医院，其销售费用率、管理费用率也低于同行业可比公司。其净利率水平基本与同行业可比公司接近。

综上所述，我们认为本次标的公司未来年度的各项预测具有合理性。

**问题四：你公司认为需要说明的其他情况。**

**回复：**

截至本函件回复公告日，公司无需要说明的其他情况。

特此公告。

沈阳兴齐眼药股份有限公司

董事会

2021年10月17日