

## 上海智汇未来医疗服务股份有限公司关于 中证中小投资者服务中心股东建议函回复的公告

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个别及连带责任。

上海智汇未来医疗服务股份有限公司（以下简称“公司”）于近日收到中证中小投资者服务中心有限公司（以下简称“投服中心”）股东质询建议函（投服中心行权函【2021】209号）。现就《股东质询建议函》所提问题及公司相关情况回复如下：

### 一、建议公司进一步说明标的公司估值的合理性

公告披露，标的公司是一家位于上海的民营综合医院，本次交易标的公司整体估值不超过人民币30亿元，交易对价不超过8.96亿元。公司对上交所就本次收购事项出具的问询函的回复公告显示，标的公司2019年、2020年及2021年1至7月的净利润分别为-3567.42万元、121.36万元及731.96万元，盈利能力相对较弱。本次交易公司采用市销率估值方式预测标的公司估值，选取爱尔眼科（300015）、锦欣生殖（01951.HK）等4家可比上市公司做参考，公司称标的公司的市销率不高于所选可比公司的平均值。由于本次交易完成后公司将间接持有标的公司29.8658%股权，在标的公司董事会9个席位中仅占3个席位，公司不能对标的公司形成控制，标的公司不纳入合并报表，公司对其长期股权投资以权益法核算，因此公司能从标的公司分得多少投资收益以及标的公司的盈利能力应成为本次收购的主要关注点。而公司单纯使用市销率对标的公司进行估值并不能全面、客观地反映标的公司的盈利能力。其次，公司选择的部分可比公司如爱尔眼科、锦欣生殖等为专科医院，与综合医院在毛利率、三费费用率（即销售费用、管理费用及财务费用合计值/销售收入）等方面均存在较大差异，例如爱尔眼科2020年的销售毛利率高达51.03%，三费费用率为21.68%，而Wind行业中心综合医院2020年整体销售毛利率仅为13.25%、三费费用率为28.54%。因此，投服中心建议本次估值除市销率外，公司是否可以考虑增加其他可全面、客观反映标的公司

盈利能力的指标进行合理估值。

此外,以标的公司2020年净利润121.36万元及估值上限30亿元初步计算,标的公司2020年市盈率高达约2471.98倍。依据Wind行业中心数据统计(截至2021年8月30日),沪深A股综合医院的市盈率平均值为219.53倍,最高值为847.84倍,远低于标的公司。同时,对比近期上市公司收购民营医院的可比交易,2021年7月盈康生命收购苏州广慈肿瘤医院100%股权时的市盈率为21.7倍,2021年2月麦迪科技收购海口玛丽医院49%股权时的市盈率为16.9倍,也远低于标的公司。请公司说明本次交易标的公司估值远高于行业均值、近期可比交易的合理依据。

回复:

(一)其他可全面、客观反映标的公司盈利能力指标进行估值的过程。

本次交易公司聘请了具有从事证券、期货业务资格的中瑞世联资产评估集团有限公司对标的公司进行评估,并出具了中瑞评报字[2021]第000943号(树林投资)、中瑞评报字[2021]第000944号资产评估报告(元庆投资)。其中上海国际医学中心有限公司(以下简称“上海国际医学中心”)的估值结论如下:

上海国际医学中心具备了采用收益法和市场法进行评估的基本条件,本次对被评估单位采用收益法和市场法进行评估。

收益法评估结果:

按照收益途径,采用现金流折现方法(DCF)对上海国际医学中心有限公司的股东全部权益价值进行了评估,在评估基准日,总资产账面价值为107,803.81万元、总负债账面价值为78,719.78万元、股东全部权益账面价值为29,084.02万元,经收益法评估后的股东全部权益评估价值为303,000.00万元(取整),相比股东全部权益账面增值额为273,915.98万元,增值率为941.81%。

市场法评估结果:

上海国际医学中心有限公司评估基准日总资产账面价值为107,803.81万元、总负债账面价值为78,719.78万元、股东全部权益账面价值为29,084.02万元,经市场法评估后的股东全部权益评估价值为321,000.00万元(取整),相比股东全部权益账面增值额为291,915.98万元,增值率为1003.70%。

上海国际医学中心有限公司股东全部权益价值收益法评估结果为303,000.00万元,市场法评估结果为321,000.00万元,差异额为18,000.00万元,

差异率为 5.94%。两种评估方法产生差异的主要原因是：

收益法是以资产的预期收益为价值标准，反映的是资产的经营能力（获利能力）的大小，这种获利能力通常将受到宏观经济、政府控制以及资产的有效使用等多种条件的影响。市场法评估是通过统计分析同行业上市公司收益类比率乘数来评定企业的价值，反映了在正常公平交易的条件下公开市场对于企业价值的评定。

本次收益法综合反映了目前上海国际医学中心有限公司因具备高级专家、管理资源、品牌口碑价值以及上下游客户资源等体现出来的未来预期收益能力。而在进行市场法评估时，虽然评估人员对被评估单位可比公司进行充分必要的调整，但是仍然存在评估人员未能掌握可比公司独有的商誉、或有负债等不确定因素或难以调整的因素。

综上，评估人员最终选用收益法评估结果作为本次上海国际医学中心有限公司股东全部权益价值的评估结果。

即上海国际医学中心有限公司的股东全部权益价值为 303,000.00 万元。具体评估过程及内容详见公司 2021 年 9 月 14 日发布的 2021-042 号公告及《资产评估报告》。

## （二）本次交易标的公司估值远高于行业均值和近期交易案例的合理依据

### 1. 上海国际医学中心估值与同行业上市公司对比

Wind 行业中心数据统计显示，目前沪深 A 股综合性医院共有 4 家，为创新医疗、国际医学、\*ST 恒康、\*ST 华塑，其市值及 2020 年度扣非前后归母净利润数据如下表所示：

证券代码	证券名称	总市值（证监会算法） [交易日期]20210830 [单位]万元	扣除非经常性损益后的 归属母公司股东净利润 [报告期]2020 年报 [报表类型]合并报表 [单位]万元	归属母公司股东净利润 [报告期]2020 年报 [报表类型]合并报表 [单位]万元
002173.SZ	创新医疗	268,990.51	-26,707.47	-31,450.19
000516.SZ	国际医学	2,462,553.39	-64,847.23	4,536.05
002219.SZ	*ST 恒康	608,067.08	-4,407.90	-5,224.38
000509.SZ	*ST 华塑	327,304.06	-2,464.90	755.99

由以上数据可见，目前存量上市公司综合医院可对标标的数量有限，仅有 4 家，离散程度高，方差大，2020 年度民营综合性医院上市公司扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润均为负数，因此选用 PE 均值和峰值的对标意义较小。且上海国际医学中心为刚刚扭亏为盈的成长性单体标的，潜在增长空间大，

采用市盈率估值方式与实际情况不甚相符，无法与成熟的上市公司的医疗网络直接对标，存在市盈率虚高的假象。

## 2.上海国际医学中心估值与近期交易案例对比

由于上海国际医学中心目前还处于快速增长期，因此从市盈率的角度难以准确估算其企业价值。我们对比了上海国际医学中心与广慈医院、玛丽医院的评估增值情况，具体如下表所示：

项目	净资产账面价值	评估值	增减值	增减率
	A	B	C=B-A	D=C/A
苏州广慈股东全部权益	5,456.58	63,100.00	57,643.42	1,056.40%
玛丽医院股东全部权益	3,053.42	22,704.20	19,650.78	643.57%
上海国际医学中心股东全部权益	29,084.02	303,000.00	273,915.98	941.81%

从评估增值幅度来看，上海国际医学中心与交易案例是接近的。而上海国际医学中心市盈率高于同行业交易案例，主要是以下几方面原因。

一是成长性差异，从历史数据来看，三甲医院 2020 年度收入增长率分别如下：

名称	2020 年营业收入	2019 年营业收入	增长率
广慈医院	39,455.29	33,715.07	17.03%
玛丽医院	3,843.08	3,397.78	13.11%
上海国际医学中心	44,009.33	34,260.81	28.45%

从历史年度收入增长率来看，上海国际医学中心高于广慈医院和玛丽医院。从未来收入的成长性来看，上海国际医学中心共有 500 张床位，目前的使用率仅 12%左右，对比而言，广慈医院 483 张床位的使用率为 98%，玛丽医院仅有 70 张床位。

二是业务差异，上海国际医学中心是综合性医院，共有科室 25 个（包含肿瘤科和生殖中心），而广慈医院是肿瘤专科医院，玛丽医院是生殖专科医院，相比而言上海国际医学中心科室设置更全面。同时上海国际医学中心目前拥有两百多位常驻的上海地区知名医院的多点执业专家，其稀缺的资源较为珍贵。

## 二、建议公司补充披露标的公司的核心竞争力

公司披露，标的公司属于中高端医疗服务行业，具有高技术、高价格、高质量的特点。依据公司披露的信息，经计算标的公司 2020 年单次门诊费用为 2,798.7 元、人均住院费用为 52,319.95 元，远高于 2020 年全国医院次均门诊费

用 324.4 元，人均住院费用 10,619.2 元。但经计算标的公司的病床使用率为 45.31%，却远低于 2020 年民营医院的平均病床使用率 57.3%，更低于公立医院平均病床使用率 77.2%。同时公司披露标的公司 2020 年医保收入占医疗收入的比例仅为 5.1%，占比较低。高价格是否制约患者就诊数量的增长，请公司结合标的公司的收费价格及患者就诊数量的变化趋势说明标的公司如何将高价格优势转化为盈利优势。

其次，关于标的高质量特征，高水平的软硬件结合才能产生高质量。公司称在硬件方面标的公司配备先进的大型设备等。但高端设备也意味着高投入、高成本等，标的公司自 2014 年开始运营以来除 2020 年产生微利外持续亏损。请公司说明标的公司的盈亏平衡点，在假设对现有设备不进行更新的前提下，标的公司的营业收入在何种情况下可以覆盖目前的成本费用，从而转化为未来盈利。此外，在软环境方面，公司称标的公司具有高技术特征，全职医护人员超过 177 人，多点执业医生超过 50%，多点执业的专家累计超过 2300 名等。国家卫生健康委员会曾明确建立医师区域注册制度，即医师可以在主执业机构所在省或县级行政区域多个医疗机构执业，仅需注册一次，全区域有效。这意味着医师可以自由选择多个医疗机构进行多点执业。请公司说明标的公司是否与其现有多点执业医师签订了排他性执业协议，并结合标的公司目前多点执业医师的运营模式、与各医师确定的结算比例等说明标的公司如何将高技术优势转化为盈利优势。

综上，标的公司的现有盈利能力较弱，请公司针对前述问题补充披露标的公司的核心竞争力。

回复：

(1) 请公司结合标的公司的收费价格及患者就诊数量的变化趋势说明标的公司如何将高价格优势转化为盈利优势。

上海国际医学中心是国家卫生健康委员会和上海市政府的“医改试点项目”，是一家具有“三级”医院水平，以国际化医疗视野、现代化服务和标准化医学管理的大型综合性医院，拥有众多优质医疗专家资源、大型医疗设备以及先进医疗管理经验，是上海打造亚洲医疗中心城市的重要支撑，也是标的公司核心竞争力的体现。

项目	2018 年	2019 年	年增长率	2020 年	年增长率
门诊人次	34,668	58,160	67.76%	65,562	12.73%

门诊收入/万元	9,718	16,647	71.30%	18,349	10.22%
门诊客单价/元	2,803.2	2,862.3	-	2,798.7	-
出院人次	1,214	2,641	117.55%	3,388	28.28%
住院收入/万元	5,961	13,391	124.64%	17,726	32.37%
人均住院费/元	49102.1	50704.3	-	52320.0	-

由上表可知，上海国际医学中心从 2018 年至 2020 年，在保持人均费用稳定的前提下，门诊人次同比增长 67.76%、12.73%，出院人次同比增长 117.55%、28.28%。由此可知，上海国际医学中心良好的品牌优势、精准的发展定位、稳定的目标客户市场、相对成熟的内部管理与运营体系都成为其盈利优势。

**(2) 请公司说明标的公司的盈亏平衡点，在假设对现有设备不进行更新的前提下，标的公司的营业收入在何种情况下可以覆盖目前的成本费用，从而转化为未来盈利。**

标的公司 2020 年营业收入为 44,009.33 万元，已实现盈亏平衡，略有盈利。现有的医疗设备、开放病床等都未达满负荷运行：医院规划 500 床，一期开放 128 床，未来有充足的发展空间。随着标的公司科室服务范围的扩大、医护技服务能力的提升，诊疗人次的增加，都将提升标的公司的收入，实现稳定的业绩增长，实现更好的盈利。

**(3) 请公司说明标的公司是否与其现有多点执业医师签订了排他性执业协议，并结合标的公司目前多点执业医师的运营模式、与各医师确定的结算比例等说明标的公司如何将高技术优势转化为盈利优势。**

2011 年 12 月 15 日，《关于在上海市开展医师多点执业试点工作的通知》正式实施。《通知》指出，鼓励医师到社区基层和民营医院多点执业，并进一步鼓励和引导社会资本创办医疗机构，在上海国际医学园区（位于浦东新区）和上海新虹桥国际医学中心（位于闵行区）设置的医疗机构开展医师多点执业。符合多点执业的医师最多可在 3 家医疗机构行医，且要完成第一执业点的工作，取得第一执业点医疗机构的书面同意。目前，上海国际医学中心未与多点执业医师签署排他性执业协议。

受政策的鼓励与支持，上海国际医学中心积极响应，打造平台化、集约化的医疗平台模式，与多名知名专家签署多点执业协议，开设重点学科，合作建立学科群和专病中心，保障医生执业的合法性，也充分发挥和体现医生价值，获得合理回报。上海国际医学中心的客户人群大部分以自费及商保客户为主，也表明客

户愿意为高水平、高技术诊疗支付费用，高水平专家也进一步促进和吸引更多客户来就诊，实现良性发展。

但若未来国家关于医生多点执业的政策发生明显变化，导致公司多点执业医生无法继续执业，或相关政策对于医生多点执业给予更加严格的限制，将会对国际医学中心经营业绩产生风险。

#### **(4) 请公司针对前述问题补充披露标的公司的核心竞争力。**

综上所述，上海国际医学中心在医疗技术水平、服务能力、诊疗价格等方面，与签约的专家、设施设备、目标客户群体需求相适应，随着诊疗人次的增加、内部运营管理水平提升，都将进一步强化上海国际医学中心的盈利能力。

### **三、建议公司综合考虑行业内历史并购失败案例审慎评估交易风险**

经梳理历史并购案例，上市公司收购民营医院后业绩不达预期者不乏个案，如盈康生命于 2017 年 2 月以 5280 万元收购杭州中卫中医肿瘤医院（现改名为杭州怡康中医肿瘤医院，以下简称杭州怡康）100%股权，2021 年 8 月，盈康生命公告称杭州怡康的资产和收入规模较小，尚未产生盈利，由于不符合其公司定位，拟以 134.61 万元出售杭州怡康 100%股权。此外，盈康生命曾于 2017 年至 2018 年期间通过全资子公司收购了四川友谊医院（以下简称四川友谊）100%的股权及重庆华健友方医院有限公司（以下简称华健友方）51%的股权。依据盈康生命的历史年报，四川友谊 2018 年至 2020 年的业绩承诺完成率仅为 57.1%，华健友方 2018 至 2020 年的业绩承诺完成率为 57.43%，截止至 2020 年末，盈康生命对前述三家民营医院累计计提商誉减值 42,552.6 万元。投服中心建议公司综合考虑行业内历史失败案例，审慎评估并充分披露本次交易可能面临的潜在风险。

#### **回复：**

上市公司在收购资产时会面临各种风险，资产收购成功与否，与公司未来发展战略的适配程度、客观存在的经营风险、资金风险、行业发展风险、宏观经济风险以及不可抗力等因素紧密相连。

根据盈康生命相关公告显示，出售杭州怡康全部股权是因为其现有床位数和资源无法承接盈康生命“1+N”的物联网区域旗舰医疗中心战略，尚需要长期的资金投入和能力建设，与盈康生命现阶段快速建设“1-3-6”生态网络的目标不契合。同时根据盈康生命相关公告显示，受新型冠状病毒肺炎疫情影响，作为医

疗行业，四川友谊和华健友方因该等无法预见的、自身无法控制的客观原因致使经营受到较大影响，导致 2020 年度无法实现业绩承诺。

公司的战略目标是在国内核心城市搭建“医院、日间手术中心和诊所”金字塔型医疗服务网络，以精准微创治疗为技术特色，为客户提供高品质、全流程健康管理服务。上海国际医学中心是一家“三级”综合医院，符合公司战略规划中“医院”业态，是多层次医疗服务体系中的“塔尖”，是公司医疗服务规划中的重要环节。收购上海国际医学中心有利于公司学习和借鉴标的公司的优秀经验，为现有公司医疗机构项目提供运营与管理支持，进一步提升公司在医疗服务领域的综合竞争能力。

公司本次收购可能面临的潜在风险包括如下方面：

1、标的资产持有的国际医学中心属于中高端医疗服务行业，具有高技术、高价格、高质量的特点，符合未来消费升级的趋势。但同时由于高端医疗服务价格高，可能存在后续发展空间有限的风险；

2、标的资产持有的国际医学中心多点执业医师超过 50%，若未来国家关于医生多点执业的政策发生明显变化，导致公司多点执业医师无法继续执业，或相关政策对于医生多点执业给予更加严格的限制，从而降低医生进行多点执业的动力，将会对国际医学中心经营业绩带来不利影响；

3、国际医学中心盈利规模较小，如未来出现预期之外的宏观经济波动、不可抗力、市场竞争形势变化、行业增速下降、国际医学中心市场拓展或经营管理未达预期等影响，则可能存在未来不能达到公司预期利润规模的风险。

公司指定的信息披露媒体为《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》及上海证券交易所网站（[www.sse.com.cn](http://www.sse.com.cn)），有关公司的信息均以在上述指定媒体刊登的信息为准。敬请广大投资者注意投资风险。

特此公告。

上海智汇未来医疗服务股份有限公司董事会

二〇二一年九月二十九日